

9 stycznia 2009

Torfarm	Kupuj	Farmacol	Kupuj
Ticker: TRF ISIN: PLTRFRM00018	51,54 zł	Ticker: FCL ISIN: PLFRMCL00066	32,81 zł

Analitik: **Tomasz Manowiec** tel. (0-22) 329 43 44 e-mail: tomasz.manowiec@bgz.pl

Notowania Torfarm

max. cena 52 tygodnie (zł)	73,00
min. cena 52 tygodnie (zł)	35,31

Dane podstawowe Torfarm

Kurs (8/01/09)	39,90
Wycena DCF (zł)	50,33
Wycena porównawcza (zł)	53,35
Liczba akcji (tys.)	3 945,9
Kapitalizacja (mln zł)	157,4
EV (mln zł)	352,7

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 zrzeszonych w programie partnerskim "Świat zdrowia".

Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za trzeci kwartał 2008 r., zwiększając marżę brutto na sprzedaży i nie ponosząc jednocześnie strat w udziale rynkowym. Wzrost przychodów w stosunku do ubiegłego roku o 25,9% oraz zysku netto o 135% wskazują, że Spółka podejmuje dobre decyzje. Znaczący wpływ na poprawę rezultatów ma dywersyfikacja przychodów poprzez ofertę marketingową kierowaną do aptek i producentów.

Poprawiające się z roku na rok wyniki oraz stabilność branży farmaceutycznej skłoniły nas do wydania rekomendacji KUPUJ dla Torfarmu. Jednocześnie ustalamy cenę docelową na poziomie 51,54 zł.

Torfarm (mln. zł)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	3 288,8	4 060,2	4 369,3	4 654,6	4 958,5	5 282,0
zmiana r/r (%)	99,4%	23,5%	7,6%	6,5%	6,5%	6,5%
EBITDA	33,7	50,0	57,5	61,8	65,8	70,1
EBIT	24,7	39,3	49,3	51,9	54,7	57,8
marża EBIT (%)	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Zysk netto	15,2	19,7	25,3	27,8	30,6	33,6
marża netto (%)	0,46%	0,49%	0,58%	0,60%	0,62%	0,64%
EPS (zł)	3,86	5,00	6,42	7,05	7,75	8,52
DPS (zł)	1,48	1,47	1,50	1,93	2,12	2,32
P / E	10,3	8,0	6,2	5,7	5,2	4,7
EV / EBITDA	10,5	7,1	6,1	5,7	5,4	5,0

P - prognozy BM BGZ

Notowania Farmacol

max. cena 52 tygodnie (zł)	42,20
min. cena 52 tygodnie (zł)	20,43

Dane podstawowe Farmacol

Kurs (8/01/09)	28,00
Wycena DCF (zł)	31,92
Wycena porównawcza (zł)	34,15
Liczba akcji (tys.)	23 400
Kapitalizacja (mln zł)	655,2
EV (mln zł)	597,2

Farmacol jest dystrybutorem produktów farmaceutycznych obejmującym swoim zasięgiem cały kraj. Oprócz działalności hurtowej prowadzi również sprzedaż detaliczną poprzez sieć 160 aptek należących do grupy kapitałowej.

Wyniki osiągnięte przez Spółkę charakteryzuje systematyczna poprawa, czego dowodem był trzeci kwartał 2008 r. Wzrost przychodów o 13% oraz zysku netto o 9% potwierdza, że Spółka jest w dobrej kondycji i zwiększa swój udział w rynku. Dalszy wzrost może nastąpić przez akwizycje, ponieważ Farmacol otrzymał wyłączność na negocjacje ze Skarbem Państwa w procesie prywatyzacji Cefarmu Białystok oraz zawarł porozumienie o przejęciu "resztówki" Cefarmu Wrocław, w którym posiadał już pakiet większościowy.

Stabilny rozwój i silna pozycja rynkowa pozwalają pozytywnie ocenić perspektywy Spółki na przyszłość. W związku z tym zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla Farmacolu, ustalając cenę docelową na poziomie 32,18 zł.

Farmacol (mln. zł)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	3 660,6	4 130,3	4 440,6	4 772,0	5 161,2	5 572,5
zmiana r/r (%)	9,0%	12,8%	7,5%	7,5%	8,2%	8,0%
EBITDA	92,5	94,4	116,2	121,0	126,2	130,8
EBIT	81,8	84,8	99,1	96,2	101,1	104,6
marża EBIT (%)	2,2%	2,1%	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%
Zysk netto	73,3	77,6	77,7	75,1	78,8	81,5
marża netto (%)	2,00%	1,88%	1,75%	1,57%	1,53%	1,46%
EPS (zł)	3,13	3,32	3,32	3,21	3,37	3,48
DPS (zł)	-	-	-	1,00	0,96	1,01
P / E	8,9	8,4	8,4	8,7	8,3	8,0
EV / EBITDA	6,5	6,3	5,1	4,9	4,7	4,6

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółek wykonano za pomocą:

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

Wycena fundamentalna przedstawia zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Natomiast metoda porównawcza pozwala przedstawić 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 198,6 mln. zł, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie 50,33 zł. Natomiast wartość spółki Farmacolu wyniosła 747,0 mln zł., co daje 31,92 zł na jedną akcję. 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;
- uzyskiwane marże na sprzedaży będą ulegać stopniowemu obniżeniu w wyniku presji rynkowej;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 5,5%, podobnie jak premię za ryzyko rynkowe;
- 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 wartość nakładów odtworzeniowych, które kształtują się na poziomie amortyzacji;
- długoterminowe kredyty zaciągnięte przez Torfarm będą sukcesywnie spłacane, natomiast kredyt krótkoterminowy zależy jest od wielkości kapitału obrotowego netto; również dla Farmacolu uzależniliśmy poziom długu od 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 spółki w wysokości 30% zysku netto;
- rotacje zobowiązań, zapasów i należności nie będą się zmieniać i pozostaną na średnim poziomie z ostatnich 3 lat (odpowiednio 72, 48 i 41 dni dla Torfarmu i 64, 47 i 45 dla Farmacolu);
- 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 9.01.2009 r.

Tab. Wycena metodą DCF - Torfarm

(min PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 369,3	4 654,6	4 958,5	5 282,0	5 626,5	5 993,3	6 383,9	6 799,8	7 242,6	7 714,1
EBIT	49,3	51,9	54,7	57,8	55,3	60,7	64,6	63,4	60,7	57,2
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	39,9	42,1	44,3	46,8	44,8	49,2	52,3	51,4	49,2	46,3
Amortyzacja	8,2	9,9	11,1	12,3	13,8	13,0	13,9	13,5	13,9	14,6
CAPEX	10,7	8,2	9,9	11,1	12,3	13,8	13,0	13,9	13,5	13,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	10,6	9,8	10,4	11,1	11,8	12,6	13,4	14,3	15,2	16,2
FCFF	26,8	33,9	35,1	36,9	34,5	35,7	39,8	36,6	34,4	30,8
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
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	41,2%	44,2%	47,3%	50,6%	54,1%	57,4%	61,2%	62,5%	63,5%	64,1%
% długu	58,8%	55,8%	52,7%	49,4%	45,9%	42,6%	38,8%	37,5%	36,5%	35,9%
WACC	7,9%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,7%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%
Suma DFCF	220,9									
Wartość rezydualna (TV)	443,8									
Zdyskontowana TV	184,2									
Wartość działalności operacyjnej	405,1									
Gotówka netto	-206,5									
Wartość kapitału własnego	198,6									
Liczba akcji (mln szt.)	3,95									
Wartość 1 akcji (9.01.2009)	50,33 zł									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Poniżej zamieszczona jest tabela obrazująca wrażliwość wyceny Torfarmu na przyjęte w modelu założenia. W przyjętym przez nas wariancie wartość jednej akcji Spółki szacujemy na 50,33 zł, jednak zmiana współczynnika beta lub poziomu wzrostu przepływów pieniężnych w przyszłości powoduje znaczące odchylenia od tej wartości.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia - Torfarm

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	0,8	52,44	56,13	60,39	65,37	71,28
	0,9	48,12	51,37	55,11	59,44	64,53
	1	44,16	47,04	50,33	54,12	58,54
	1,1	40,51	43,08	45,99	49,32	53,17
	1,2	37,14	39,43	42,02	44,96	48,34

Źródło: BM BGŻ S.A.

Tab. Wycena metodą DCF - Farmacol

(min PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 440,6	4 772,0	5 161,2	5 572,5	6 024,4	6 517,5	7 052,4	7 631,0	8 257,0	8 934,1
EBIT	99,1	96,2	101,1	104,6	110,9	114,5	117,7	128,0	136,5	141,1
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	80,3	77,9	81,9	84,7	89,9	92,8	95,3	103,7	110,6	114,3
Amortyzacja	17,1	24,7	25,1	26,2	23,9	25,8	27,4	22,4	17,4	17,8
CAPEX	50,0	8,6	12,4	12,6	13,1	12,0	12,9	13,7	11,2	8,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	22,2	23,7	27,8	29,4	32,3	35,2	38,2	41,3	44,7	48,3
FCFF	25,3	70,4	66,8	69,0	68,4	71,4	71,6	71,1	72,1	75,0
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
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	91,9%	91,9%	91,8%	91,8%	91,7%	91,6%	91,4%	91,3%	91,2%	91,0%
% długu	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	9,0%
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Suma DFCF	380,6									
Wartość rezydualna (TV)	801,9									
Zdyskontowana TV	294,0									
Wartość działalności operacyjnej	674,6									
Gotówka netto	72,4									
Wartość kapitału własnego	747,0									
Liczba akcji (mln szt.)	23,4									
Wartość 1 akcji (9.01.2009)	31,92 zł									

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ

Poniższa tabela przedstawia różne warianty wyceny końcowej w zależności od przyjętych założeń dotyczących współczynnika beta oraz stopy wzrostu przepływów pieniężnych w nieskończoność. Zastosowany przez nas wariant wskazał fundamentalną wartość jednej akcji Farmacol na poziomie 31,92 zł, przy czym wycena jest wrażliwa na zmianę przyjętych założeń.

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia - Farmacol

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
beta	0,8	33,66	34,64	35,76	37,03	38,50
	0,9	31,94	32,78	33,72	34,79	36,02
	1,0	30,39	31,11	31,92	32,84	33,87
	1,1	29,00	29,62	30,32	31,10	31,98
	1,2	27,73	28,28	28,89	29,56	30,31

Źródło: BM BGŻ S.A.

Wycena porównawcza

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

Polska Grupa Farmaceutyczna (PGF) jest największym 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.

Prosper 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.

Na podstawie wybranych wskaźników, którym nadaliśmy równe wagi, otrzymaliśmy wycenę jednej akcji Torfarm na poziomie 53,35 zł, natomiast dla akcji Farmacolu – 34,15 zł.

Tab. Wycena porównawcza - Torfarm

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
Farmacol	6,6	5,2	5,9	4,4	8,4	8,4
PGF	12,3	10,8	9,0	7,4	8,6	13,2
Prosper	-	11,2	-	7,0	-	16,1
Średnia	9,5	9,1	7,5	6,3	8,5	12,6
Torfarm						
wskaźniki dla Torfarm	7,9	6,3	6,2	5,4	8,7	6,8
Implikowana cena 1 akcji Torfarm	45,17	64,09	45,25	42,41	42,57	80,59
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
Wycena 1 akcji	53,35 zł					

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Tab. Wycena porównawcza - Farmacol

Spółka	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
	2008P	2009P	2008P	2009P	2008P	2009P
Torfarm	7,7	6,1	6,0	5,2	8,0	6,2
PGF	12,3	10,8	9,0	7,4	8,6	13,2
Prosper	-	11,2	-	7,0	-	16,1
Średnia	10,0	9,4	7,5	6,5	8,3	11,8
Farmacol						
wskaźniki dla Farmacol	6,6	5,2	5,9	4,5	8,4	8,5
Implikowana cena 1 akcji Farmacol	36,27	39,65	30,25	32,52	27,43	38,76
Wagi dla wskaźników	33%		33%		33%	
Wycena 1 akcji	34,15 zł					

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognoza BM BGŻ

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę spółek otrzymaliśmy, obliczając średnią ważoną z wyceny DCF oraz z wyceny porównawczej, nadając im wagi odpowiednio 60% i 40%. W ten sposób wartość jednej akcji Torfarmu wyniosła 51,54 zł., a Farmacolu – 32,81 zł. Ponieważ wyceny przewyższają bieżące kursy akcji tych spółek o więcej niż 10%, zgodnie z metodologią przygotowywanych przez nas rekomendacji zdecydowaliśmy się rekomendować kupno dla obu spółek.

Tab. Wycena końcowa - Torfarm

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	50,33	60%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	53,35	40%
wycena Torfarm	51,54	
obecna cena akcji	39,90	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Tab. Wycena końcowa – Farmacol

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	31,92	60%
metoda porównawcza (spółki krajowe)	34,15	40%
wycena Farmacol	32,81	
obecna cena akcji	28,00	

Źródło: BM BGŻ S.A.

Charakterystyka spółki - Torfarm

Wyniki finansowe

Torfarm pozytywnie zaskoczył swoimi wynikami za trzeci kwartał 2008 r. Wbrew ogólnym tendencjom na rynku, Spółce udało się zwiększyć marżę, nie tracąc jednocześnie swojego udziału w rynku. Wartość marży brutto na sprzedaży wzrosła do 7,8% (wobec 6,5% w trzecim kwartale 2007 r.), co jest bardzo dobrym wynikiem ze względu na fakt, iż pochodzi ona jedynie z działalności dystrybucyjnej i usługowej. Jednak z powodu wysokich kosztów finansowych nie udało się zwiększyć marży netto.

Istotny wzrost miał miejsce również w pozycji przychodów ze sprzedaży, które w stosunku do ubiegłego roku zwiększyły się o 25,9% do 953,8 mln zł. Natomiast zysk netto wzrósł o 135% i wyniósł niemal 4,2 mln zł. Tak dobre rezultaty Spółka zawdzięcza kilku elementom. Przede wszystkim są to efekty skali osiągane dzięki pozycji lidera rynku aptecznego. Kolejnym aspektem jest dynamiczny rozwój programu „Świat Zdrowia”, będącego programem partnerskim dla aptek. Dodatkowo Torfarm zaangażował się w sprzedaż usług marketingowych dla producentów leków, osiągając z tego tytułu dodatni wynik.

Innym ważnym czynnikiem było zahamowanie wzrostu kosztów operacyjnych, który zawdzięczany jest przede wszystkim wdrożeniu procesów konsolidacyjnych w obszarach logistyki i transportu, a także centralizacji funkcji back-office. Torfarm nadal zamierza dążyć do podnoszenia efektywności działania. Zgodnie z założeniami Zarządu w ciągu najbliższych trzech lat koszty operacyjne w logistyce mają obniżyć się o kolejne 0,6% (do wartości przychodów) dzięki konsolidacji systemu magazynowo-transportowego oraz automatyzacji procesów magazynowych, a koszty back-office o 0,1%. Oszczędności pochodzą będą również z redukcji najmu powierzchni magazynowych oraz zatrudnienia.

Tab. Wyniki finansowe Grupy Torfarm

	2006	1-3Q 2007	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P
przychody	1649,8	2431,9	3288,8	2966,6	4060,2	4369,3
<i>zmiana r/r</i>	<i>16,6%</i>	<i>107,1%</i>	<i>99,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>23,5%</i>	<i>7,6%</i>
EBITDA	16,8	22,1	33,7	36,7	50,0	57,5
EBIT	12,4	15,9	24,7	28,4	39,3	49,3
zysk netto	10,3	10,8	16,4	13,5	19,7	25,3
marża brutto na sprzedaży	6,2%	5,8%	6,2%	7,4%	7,6%	7,8%
marża operacyjna	0,75%	0,66%	0,75%	0,96%	0,97%	1,13%
marża netto	0,62%	0,44%	0,50%	0,46%	0,49%	0,58%
przepływy z działalności operacyjnej	-11,0	-13,7	84,1	-28,1	24,5	40,9
przepływy z działalności inwestycyjnej	-22,5	-34,1	-175,6	-10,5	-15,7	-10,7
przepływy z działalności finansowej	35,2	55,9	98,4	48,9	32,0	-28,6
dług / EBITDA	4,5		6,1		5,2	4,4

Źródło: sprawozdania Spółki, BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Wyniki trzeciego kwartału są kontynuacją pozytywnych tendencji, które zachodzą w Spółce od kilku lat. Dynamiczny wzrost przychodów w 2007 r. wynikał głównie z przejść innych hurtowni. Przyrost w bieżącym roku zawdzięczany jest również akwizycjom. Przy rynku rosnącym o ok. 10% Torfarm zwiększa swoją sprzedaż

o ponad 20%, jednak rynkowy udział Grupy Torfarm pozostał stabilny. Również zysk EBIT oraz EBITDA charakteryzują się wzrostową tendencją. Stąd marża brutto na sprzedaży oraz marża operacyjna także rosną.

Marża i wynik netto obciążone są wysokimi kosztami obsługi zadłużenia w Spółce. Poziom długu w stosunku do kapitału własnego jest wysoki (156%), jednak nie powinien się już zwiększać (chyba że nastąpią kolejne przejęcia). Dużą część zadłużenia stanowi kredyt zaciągnięty na sfinansowanie przejęcia spółki Itero (56 mln zł), który będzie spłacany przez 9 lat. W czwartym kwartale Spółka oddała jedną ze swoich nieruchomości o wartości 23,5 mln zł w leasing zwrotny, by poprawić strukturę zadłużenia. Stosunek zadłużenia Spółki do wartości EBITDA jest na średnim poziomie i wykazuje tendencję do spadku, co korzystnie wpływa na obraz Torfarmu.

Torfarm osiąga dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Natomiast działalność inwestycyjna charakteryzuje się przewagą wydatków nad wpływami. Jest to skutkiem dużych nakładów na akwizycje oraz modernizację działalności operacyjnej. Znaczącą pozycję stanowią tu wydatki na technologię w magazynach oraz na informatyzację. Ze względu na duże kwoty nowych kredytów działalność finansowa dostarcza dodatnich przepływów.

Czwarty i pierwszy kwartał są tradycyjnie najlepsze dla dystrybutorów leków. Znacznie większa liczba chorych oraz realizowanych recept w tym okresie przyczyniają się do wzrostu sprzedaży leków, a co za tym idzie, wzrostu zysku. Nasza prognoza zakłada osiągnięcie przez Torfarm 5,4 mln zł zysku netto przy 1003,4 mln zł przychodów w czwartym kwartale 2008 r.

Podjęmowane przez Spółkę działania przyczyniają się do systematycznej poprawy wyników. Zarząd zakłada utrzymanie marży brutto na sprzedaży na wysokim poziomie powyżej 7%, a marża netto ma wzrosnąć w ciągu dwóch lat do 1%, co będzie możliwe tylko w przypadku znacznej redukcji zadłużenia Spółki. Co więcej, Spółka ma ambitne plany wzrostu udziału rynkowego do 30%, a taka pozycja zapewniłaby na pewno lepszą kartę przetargową zarówno wobec producentów, jak i wobec aptek, oraz pozwoliłaby zrealizować założenie osiągnięcia 5 mld przychodów w 2010 r. Dodatkowym atutem Torfarmu jest dywidenda, na którą Spółka przeznaczona corocznie 20-30% zysku netto.

Na najbliższym nadzwyczajnym walnym zgromadzeniu akcjonariuszy poddana pod głosowanie zostanie uchwała o warunkowym podniesieniu kapitału. Warranty subskrypcyjne zostaną wyemitowane dla dotychczasowych większościowych akcjonariuszy Spółki oraz dla wybranych osób kontrolujących podmioty, które będą przejmowane w związku z realizacją strategii inwestycyjnej. W dwóch transzach wyemitowanych zostanie 790 tys. warrantów, które uprawniją do kupna akcji po cenie emisyjnej 56 zł. Jedna transza skierowana będzie do przejmowanych podmiotów, druga do właścicieli większościowych, by pozwolić im utrzymać kontrolę nad Spółką. Akcje mogą być objęte do końca 2009 r., po tym terminie warranty stracą ważność. Emisja będzie uchwalona bez prawa poboru, jednak nie powinna negatywnie wpłynąć na akcjonariuszy mniejszościowych.

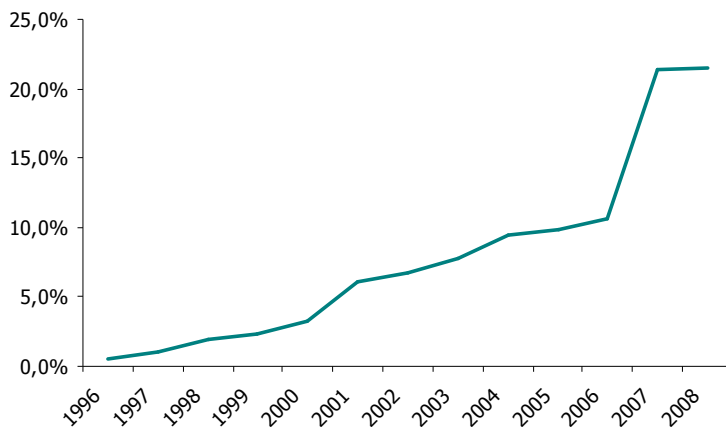
Działalność operacyjna

Torfarm jest dystrybutorem farmaceutycznym, posiadającym pozycję lidera na rynku aptecznym. Obecnie Spółka ma ok. 21,5% udziału w rynku. Wskaźnik ten systematycznie wzrastał przez ostatnich dziesięć lat od poziomu 0,5% w 1996 r. Rozwój powodowany był zarówno wzrostem organicznym, jak również licznymi przejęciami. W tym okresie do Grupy Torfarm włączonych zostało 11 spółek, będących hurtowniami farmaceutycznymi.

Dzięki temu Torfarm stał się największym dystrybutorem leków i produktów farmaceutycznych w Polsce. Sieć 12 biur i 11 oddziałów pozwala obsługiwać 90% powierzchni kraju, a produkty do wszystkich współpracujących aptek mogą być dostarczone dwa razy dziennie z 24 magazynów zlokalizowanych w różnych częściach Polski.

Najbardziej aktywnym okresem pod względem akwizycji był rok 2007, kiedy przejęte zostały cztery hurtownie. Największą z nich, przejętą w styczniu 2007 r., była GALENICA-SILFARM, posiadająca ok. 4,5% udziału w rynku. Potem nastąpiły przejęcia spółek OPTIMA RADIX, PANACEUM oraz ITERO, które w sumie miały również ok. 4,5% udziału w rynku. Akwizycje te pozwoliły Grupie powiększyć rynkowe udziały do ponad 20% pod koniec 2007 r.

Rys. Udział Torfarmu w rynku aptecznym



Źródło: Spółka, BM BGŻ.

Wszystkie włączone do Grupy spółki są hurtowniami i podobnie jak Torfarm nie prowadzą sprzedaży w aptekach. Jest to charakterystyczne dla tej spółki, że nie podejmuje ona konkurencji ze swoimi klientami i rezygnuje z handlu detalicznego. W zamian za to prowadzony jest program partnerski z aptekami pod szyldem „Świat zdrowia”. Apteki nadal pozostają niezależne, a program ogranicza się do współpracy w zakresie marketingu i organizacji sprzedaży.

Właśnie działalność marketingowa przyczynia się znacząco do poprawy wyników Grupy. Obecnie zyski z tego tytułu wynoszą ok. 1 mln zł miesięcznie. Jest to efekt poszukiwania dywersyfikacji dochodów, którego kolejnym etapem będzie wprowadzenie na rynek miesięcznika o zdrowiu, wydawanego obok obecnej już, darmowej gazetki „Świat zdrowia”, dostępnej w aptekach należących do tego programu. Dodatkowym źródłem przychodów w najbliższej przyszłości ma być także własna produkcja leków.

Jednak nadal podstawową działalnością Spółki pozostaje dystrybucja produktów farmaceutycznych. Niemal całość sprzedaży kierowana jest do aptek, a tylko marginalna jej część (2-3%) trafia do szpitali. Torfarm nie angażuje się w aktywną działalność na rynku szpitalnym ze względu na wysoką kapitałochłonność tego segmentu, wynikającą z opóźnień w regulowaniu zobowiązań przez szpitale. Natomiast liczba obsługiwanych aptek wzrosła już do ok. 4000, w tym ok. 1500 z nich związanych jest programem „Świat zdrowia”.

Torfarm jako jeden z trzech dystrybutorów włączony został przez producenta leków AstraZeneca do nowego systemu dystrybucji zwanego dystrybucją bezpośrednią. System ten zostanie wprowadzony w życie w kwietniu 2009 r., a włączenie do niego Torfarmu podkreśla znaczenie Spółki oraz może przyczynić się do intensywniejszej penetracji rynku aptecznego.

Charakterystyka spółki - Farmacol

Wyniki finansowe

W trzecim kwartale 2008 r. Farmacol osiągnął dobre wyniki, potwierdzając swoją stabilną pozycję na rynku dystrybutorów leków. Spółka wypracowała 953,5 mln zł przychodów, czyli o 14% więcej niż w poprzednim roku. Również zysk netto został powiększony o ponad 25% - z 13,3 do 16,7 mln zł. Co ważne, Spółce udało się poprawić rentowność na wszystkich poziomach, osiągając bardzo korzystne wskaźniki.

Wzrost przychodów następował w tempie wyższym niż dynamika rynku, dzięki czemu Farmacol zwiększył swój udział w rynku aptecznym o 3 pkt. % w stosunku do 2007 r. (do 19%), a w rynku szpitalnym o 2 pkt. %. Nie odbyło się to kosztem marż, które są stabilne w ostatnich latach. Ich wartość, stosunkowo wysoka w porównaniu z innymi dystrybutorami, wynika z posiadania własnych aptek przez Farmacol.

Przepływy z działalności operacyjnej wykazują ujemne saldo, będące głównie efektem wzrostu należności. Przepływy z działalności inwestycyjnej w tym roku wykazują znaczne saldo ujemne ze względu na duże inwestycje w magazyny oraz informatyzację. W 2008 r. nakłady te wyniosą ponad 50 mln zł, w 2009 r. planowane są inwestycje na podobną kwotę, głównie na automatyzację i rozbudowę centrów logistycznych w Rzeszowie, Kielcach, Szczecinie i w Poznaniu. Na dodatni wynik z przepływów finansowych składają się zaciągnięte pożyczki krótkoterminowe, odsetki od udzielonych pożyczek oraz różnice kursowe. Spółka bowiem importuje część leków (ok. 10%), przez co zmiany kursów wpływają na wynik finansowy.

Tab. Wyniki finansowe Grupy Farmacol

	2006	1-3Q 2007	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P
przychody	3021,4	2728,9	3306,8	3098,9	4130,3	4440,6
zmiana r/r	-1,2%	8,5%	9,4%	13,6%	12,8%	7,5%
EBITDA	60,0	56,1	62,1	59,5	94,4	116,2
EBIT	52,9	48,1	57,4	51,0	84,8	99,1
zysk netto	46,8	43,6	53,1	47,6	77,6	76,8
marża brutto na sprzedaży	4,6%	7,4%	4,9%	7,3%	7,6%	8,1%
marża operacyjna	1,75%	1,76%	1,74%	1,65%	2,05%	2,23%
marża netto	1,55%	1,60%	1,61%	1,54%	1,88%	1,73%
przepływy z działalności operacyjnej	30,5	-14,9	34,0	-47,5	82,6	76,1
przepływy z działalności inwestycyjnej	-22,1	11,3	17,8	-45,1	-65,0	-50,0
przepływy z działalności finansowej	-5,3	-8,6	-17,6	49,1	40,1	0,1
dług / EBITDA	0,3		0,2		0,6	0,5

Źródło: sprawozdania spółki, BM BGŻ.

P - prognoza BM BGŻ

Dużym atutem Farmacolu jest minimalny poziom długu. Spółka nie posiada zadłużenia długoterminowego, a jedynie krótkoterminowe (11% wartości kapitałów własnych). Stosunek zadłużenia do wartości EBITDA jest bardzo niski, co jest stałą tendencją dla Spółki. Sytuacja ta może się zmienić, jeśli dojdzie do transakcji kupna Cefarmu Białystok. Wtedy poziom zadłużenia zostanie zwiększony o kilkadziesiąt milionów złotych w zależności od ostatecznego kosztu akwizycji.

Czwarty kwartał powinien być bardzo korzystny dla hurtowni farmaceutycznych. Dobre wyniki są efektem nie tylko większej zachorowalności, ale również rozliczeń z producentami leków, którzy na koniec roku obrotowego przyznają dystrybutorom dodatkowe premie uzależnione od obrotów. Według nas Spółka osiągnie w czwartym kwartale zysk netto w wysokości 30 mln zł przy przychodach rzędu 1032 mln. Zgodnie z prognozami Zarządu, Farmacol powinien zakończyć cały 2008 r. z 4 mld. przychodów oraz 80 mln zysku netto. O ile wykonanie prognozy sprzedaży jest niemal pewne, o tyle w przypadku zysku netto nie jest to przesądzone. Jeśli chodzi o przyszłe lata, to Spółka zamierza nadal zwiększać osiągane marże, a poziomem docelowym jest 2% marży netto.

Dodatkowym aspektem zwiększającym atrakcyjność inwestycji w akcje Farmacolu jest prowadzony buy-back. Zarząd przeznaczył 80 mln zł na skup akcji własnych w celu umorzenia, który trwać będzie maksymalnie do końca października 2009 r. Do tej pory udało się skupić na rynku prawie 1% akcji Spółki za ok. 5 mln zł. Decyzja o zakupie Cefarmu Białystok przesunęłaby na ten cel środki przeznaczone na buy-back. Spółka nie wypłaca także dywidendy.

Działalność operacyjna

Podstawową działalnością operacyjną Spółki jest dystrybucja leków i innych produktów farmaceutycznych do aptek i szpitali na terenie całego kraju. Farmacol posiada również własne apteki, których w Grupie jest ok. 160.

Wysoka rentowność swojej działalności Farmacol zawdzięcza głównie dwóm aspektom. Po pierwsze posiada własne apteki. Dzięki temu w Grupie pozostaje cała marża handlowa, zarówno na poziomie hurtu, jak i detalu. Przyczynia się to także do większej efektywności działania.

Drugim aspektem jest sprzedaż produktów farmaceutycznych do szpitali. Wiele spółek rezygnuje z tego kanału sprzedaży ze względu na jego dużą kapitałochłonność. Jednak współpraca ze szpitalami okazuje się bardzo rentowna. Jest to skutkiem tego, iż mają one zazwyczaj trudności z terminowym regulowaniem swoich należności. W związku z tym do kwot fakturowanych doliczane są ustawowe odsetki za zwłokę, które dają dodatkowe korzyści hurtownikowi.

Dodatkową aktywnością Spółki jest działalność hotelarsko-gastronomiczna. Farmacol posiada czterogwiazdkowy hotel wraz z restauracją, który przyniósł w pierwszej połowie 2008 r. 4,16 mln zł przychodów i 1 mln zł zysku. Działalność jest dochodowa, w związku z czym Spółka nie zamierza z niej rezygnować.

Farmacol dynamicznie zwiększa swoją sprzedaż poprzez rozwój organiczny, jednak nie rezygnuje również z okazji do przejęć innych podmiotów. W grupie kapitałowej Farmacolu znajdują się już cztery Cefarmy, odkupione od Skarbu Państwa w procesie ich prywatyzacji. Farmacol posiada 100% udziałów w warszawskim i szczecińskim Cefarmie, natomiast w kieleckim – 86%. Zostało już zawarte również porozumienie w sprawie wykupu reszty udziałów w Cefarmie Wrocław, w którym obecnie Farmacol posiada 57% udziałów (6% przejmą pracownicy, resztę odkupi Farmacol). Za 36,3% udziałów Spółka zapłaci 29,7 mln zł, co odpowiada wartości księgowej tych udziałów.

Dużo uwagi poświęca się ostatnio prywatyzacji ostatniego już Cefarmu należącego do państwa – Cefarmu Białystok. Jest to hurtownia farmaceutyczna posiadająca jednocześnie 48 aptek. W 2007 r. wypracowała 258 mln zł przychodów i 5,7 mln zł zysku netto. Natomiast w pierwszej połowie 2008 r. było to odpowiednio 136 mln i 3,3 mln. Prognoza zarządu zakłada na cały rok 273 mln zł przychodów i 6 mln zł zysku netto. Cefarm Białystok osiąga wysokie i stabilne marże, głównie dzięki sprzedaży przez własne apteki.

Tab. Wyniki finansowe Cefarmu Białystok

	2005	2006	2007	2008P
przychody	215,4	238,4	258,6	273,0
zmiana r/r	73,30%	10,7%	8,5%	5,6%
EBIT	5,8	7,6	7,9	8,1
marża operacyjna	2,7%	3,2%	3,0%	2,7%
zysk netto	4,5	5,6	5,7	6,0
marża netto	2,1%	2,3%	2,2%	2,2%

Źródło: Notoria, BM BGŻ.

P - prognoza Zarządu

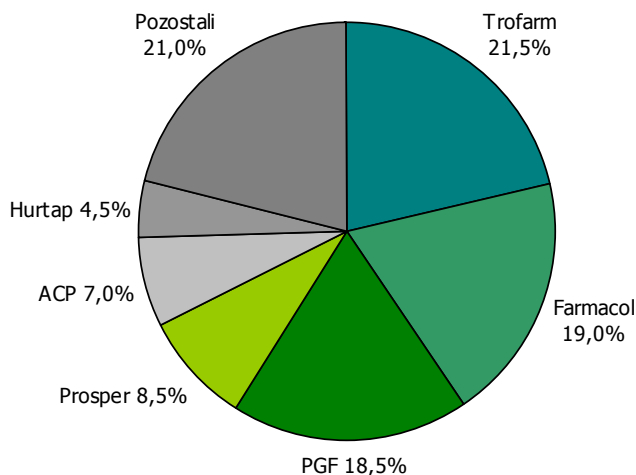
Farmacol otrzymał wyłączność na negocjacje w procesie prywatyzacji tej spółki. Niewiadomą jest suma, jaką trzeba będzie zapłacić za większościowy udział (85%) w prywatyzowanej spółce. Prawdopodobnie będzie to kwota zbliżona do 90-100 mln zł. Cena ta wydaje się stosunkowo wysoka (dla prognoz na 2008 r. wskaźnik P/E wynosi 18 a P/S 0,4 przy zapłacie 90 mln za 85% udziałów). Jest to jednak kluczowa inwestycja dla dystrybutorów leków ze względu na silną pozycję Cefarmu w północno-wschodniej Polsce. Posiadanie aptek dodatkowo zwiększa atrakcyjność tej spółki oraz pozwala przypuszczać, że dobrze wkomponuje się do Grupy.

Farmacol nie został włączony do nowego systemu dystrybucji bezpośredniej, organizowanego przez producenta leków AstraZeneca. Jednak nie wydaje się, by zaopatrzenie wszystkich aptek w kraju bez udziału Farmacolu było możliwe. W związku z tym nie jest wykluczone, że Farmacol zostanie dołączony do grona wybranych już dystrybutorów. Należy przypuszczać, że kolejne projekty tego typu będą organizowane już z udziałem Spółki.

Otoczenie konkurencyjne

Hurtowy handel w branży farmaceutycznej zdominowany jest przez kilka dużych podmiotów. Pięciu największych dystrybutorów, do których należą Torfarm, Farmacol, PGF, Prosper oraz ACP, kontroluje ok. 75% rynku, natomiast wszystkich hurtowników istnieje ok. 200 i liczba ta stale się zmniejsza (jeszcze 10 lat temu było ich ok. 400). Analizując tendencje zachodzące w krajach zachodnich, można przewidywać, że w przyszłości na rynku utrzymają się tylko największe i najsilniejsze przedsiębiorstwa powiększające swój udział w sprzedaży poprzez rozwój organiczny jak i akwizycje.

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



Źródło: BM BGŻ S.A.

Cztery największe spółki dystrybucyjne w Polsce notowane są na GPW. Zestawiając je ze sobą, należy wziąć pod uwagę, iż Farmacol i PGF część przychodów osiągają z posiadanej sieci aptek, co wpływa na wartości wskaźników. Prosper i Torfarm prowadzą jedynie programy partnerskie zrzeszające apteki, których wyniki nie są konsolidowane w sprawozdaniach. Torfarm konsoliduje jedynie wynik spółki zależnej Świat Zdrowia, organizującej program partnerski.

Posiadanie własnych aptek najbardziej widoczne jest w wartości marży brutto na sprzedaży ze względu na to, że w spółce pozostaje wtedy zarówno marża hurtowa jak i detaliczna. W związku z tym wyróżniają się tu Farmacol i PGF (w tym roku na wynik wpłynęły koszty restrukturyzacji), jednak Torfarm bardzo intensywnie zwiększył ostatnio swój wynik, zbliżając się nawet do spółek posiadających apteki. Natomiast wynik netto, który uwzględnia strukturę finansowania poszczególnych spółek, jest najwyższy dla Farmacolu, obciążonego znikomym zadłużeniem w przeciwieństwie do konkurentów i dzięki temu osiąga wysoką rentowność na tym poziomie. Uwagę zwraca szczególnie wysokie w stosunku do wielkości kapitałów własnych zadłużenie Torfarmu i PGF-u. Również pod względem rentowności kapitałów własnych i aktywów Farmacol prezentuje się lepiej od pozostałych spółek.

Tab. Porównanie wskaźników dla dystrybutorów farmaceutyków notowanych na GPW

	Farmacol		Torfarm		PGF		Prosper	
	2007	1-3Q 2008	2007	1-3Q 2008	2007	1-3Q 2008	2007	1-3Q 2008
Przychody (mln)	3 660,6	3 098,9	3 288,8	2 966,6	4 410,5	3 876,6	1 905,4	1 393,8
zmiana r/r	9,0%	13,6%	99,4%	22,0%	10,1%	21,2%	4,9%	-5,6%
marża brutto na sprzedaży	7,8%	7,3%	6,2%	7,4%	10,5%	1,1%	6,1%	5,8%
marża operacyjna	2,2%	1,6%	0,8%	1,0%	2,1%	1,3%	0,3%	0,3%
marża netto	2,00%	1,54%	0,46%	0,46%	1,67%	0,69%	0,03%	0,18%
ROA	5,4%	3,2%	1,4%	1,1%	3,7%	1,3%	0,1%	0,4%
ROE	12,4%	7,5%	9,8%	7,7%	18,3%	7,2%	0,8%	2,5%
Dług / kapitał własny	2,7%	11,4%	123,7%	155,7%	171,7%	189,5%	101,8%	105,0%
rotacja zapasów	49,9	40,9	58,4	46,6	49,5	40,5	42,4	37,9
rotacja należności	45,0	51,3	39,3	39,3	43,0	37,0	44,3	57,4
rotacja zobowiązań	66,6	61,5	83,6	67,3	70,7	65,9	63,8	68,3
cykl rotacji gotówki	28,3	30,8	14,1	18,5	21,8	11,6	22,9	27,0
koszty rodzajowe / przychody	6,1%	6,3%	5,9%	6,4%	10,9%	11,1%	5,5%	5,5%
przychody / zatrudnienie (tys.)	2 129,5	1 545,6	1 225,3	987,2	689,5	583,3	1 546,6	1 118,6

Źródło: sprawozdania spółek, BM BGZ.

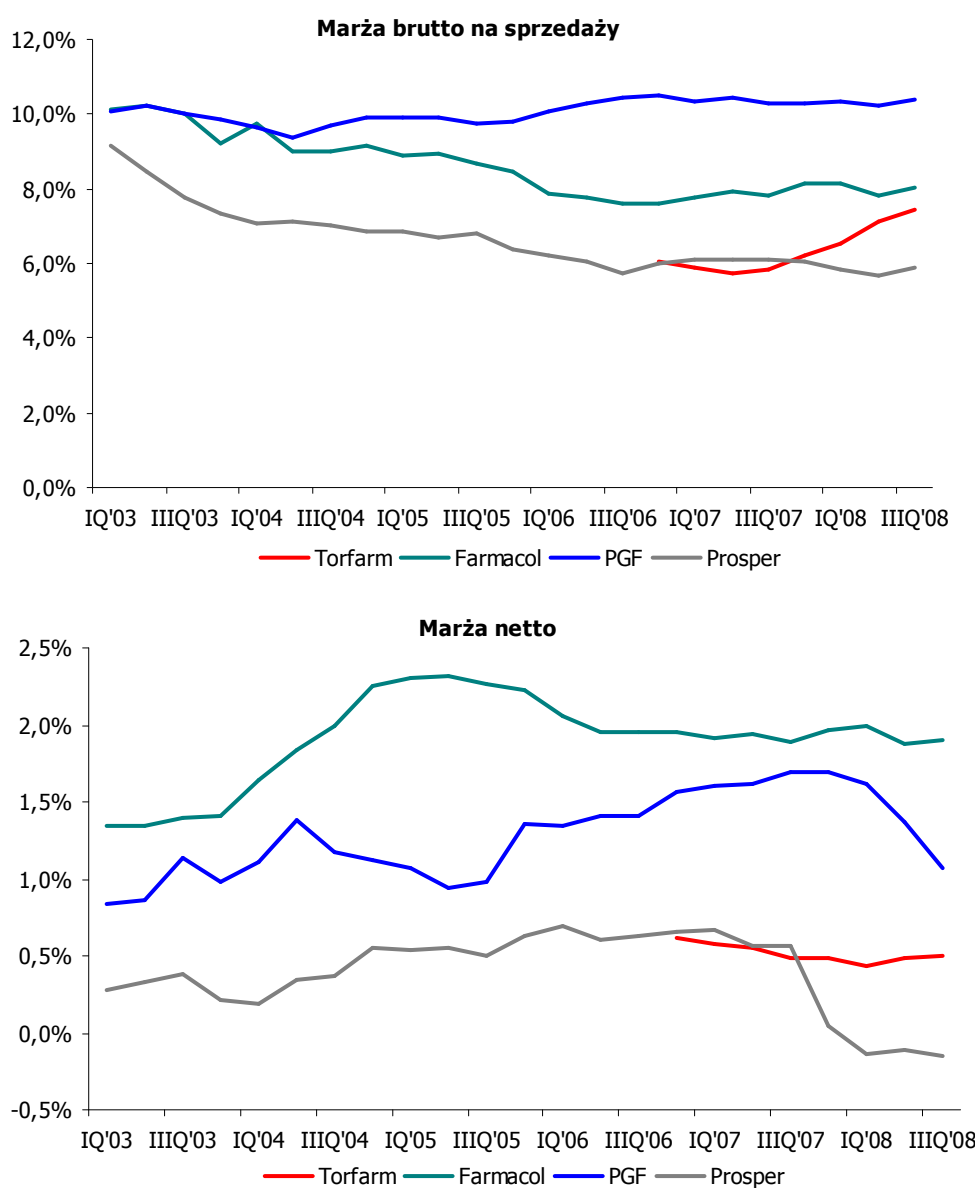
Długość cyklu rotacji zapasów, należności i zobowiązań, jak również długość cyklu rotacji gotówki, jest zbliżona dla wszystkich spółek, chociaż widoczna jest tendencja do poprawy tego wyniku przez PGF, co wskazuje na możliwość optymalizacji działalności i większą efektywność w prowadzeniu handlu. Stosunek ponoszonych kosztów rodzajowych do przychodów jest podobny dla wszystkich spółek oprócz PGF-u, który jako jedyny posiada własne środki transportu, przez co zmniejsza się również przychód na każdego zatrudnionego. Pozostałe spółki zlecają transport firmom zewnętrznym i podwykonawcom.

Patrząc na to, jak historycznie kształtowały się marże dystrybutorów, zauważa się tendencję do powolnego spadku marży brutto na sprzedaży. Jest to efektem presji nakładanej na dystrybutorów z dwóch stron. Najpierw producenci starają się narzucić jak najwyższe ceny, na które hurtownie muszą się godzić ze względu na słabszą pozycję negocjacyjną wynikającą z rozdrobnienia rynku. Z drugiej strony apteki dążą do uzyskania maksymalnie wysokich rabatów, również wykorzystując ostrą konkurencję między dystrybutorami. Tendencja ta zapewne będzie kontynuowana w przyszłości, co przełoży się na przyspieszenie procesów konsolidacyjnych.

Przykład Torfarmu pokazuje jednak, iż istnieje możliwość poprawy swojej pozycji przetargowej dzięki zaoferowaniu producentom dodatkowych usług, np. marketingowych. W efekcie marża brutto może wzrosnąć, a przynajmniej zahamowany będzie jej spadek.

Wynik netto z kolei charakteryzował się tendencją wzrostową, co może być tłumaczone optymalizacją działalności dystrybucyjnej i poszukiwaniem oszczędności kosztowych. Stabilizacja marży netto w ostatnich kwartałach pozwala przypuszczać, że potencjał ograniczania kosztów wyczerpuje się i marża netto nie będzie już wzrastać. Na wykresie widoczna jest rozbieżność w marży netto między spółkami posiadającymi własne apteki a spółkami, które jedynie posiadają apteki partnerskie, z wyraźną przewagą tych pierwszych.

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



Źródło: sprawozdania spółek, BM BGŻ.

Podsumowując porównanie dystrybutorów leków, należy wskazać Farmacol jako spółkę zdecydowanie korzystnie wypadającą na tle pozostałych. Najwyższa i stabilna w ostatnich latach rentowność oraz bardzo niski poziom zadłużenia pozwalają wysoko ocenić tę Spółkę. Bardzo dobrze wypada również Torfarm, który wykazał się zdolnością do poprawy marż i jednoczesnego zwiększenia udziału w rynku mimo bardzo silnej konkurencji i presji ze strony producentów oraz odbiorców towarów.

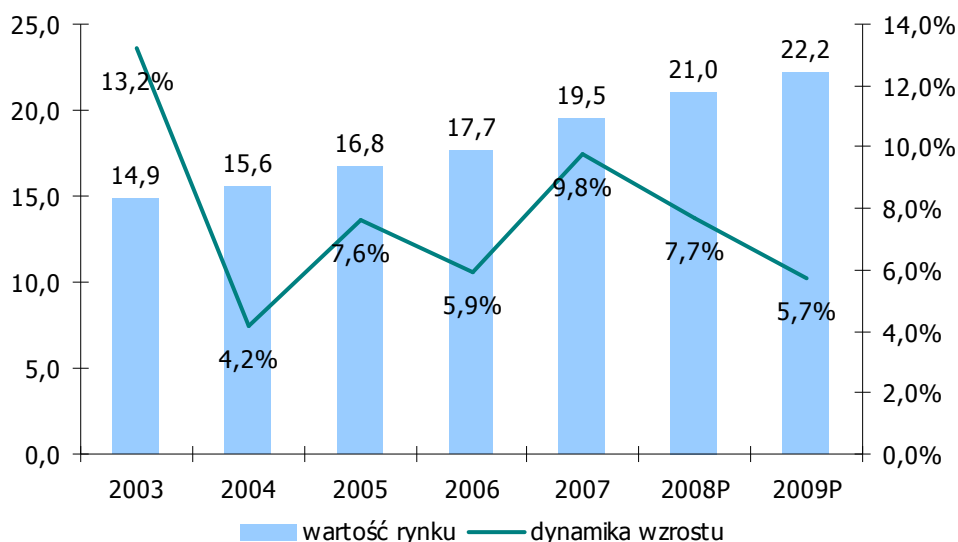
Otoczenie rynkowe i czynniki ryzyka

Branża farmaceutyczna postrzegana jest jako bezpieczna i niewrażliwa na wahania koniunktury gospodarczej. W trudnych czasach ludzie rezygnują w pierwszej kolejności z nabywania dóbr luksusowych i konsumpcyjnych, nie zmniejszając znacząco wydatków na leki. Wyjątkiem są tu produkty OTC, czyli preparaty i suplementy diety nabywane bez recepty, jednak obecnie stanowią one jedynie ok. jednej trzeciej rynku farmaceutycznego. W związku z tym popyt na produkty farmaceutyczne traktuje się jako mało elastyczny.

Polski rynek farmaceutyczny jest szóstym pod względem wielkości w Europie i szacuje się go w tym roku na 21 mld zł. Wzrost rynku w ostatnich latach był stabilny i wynosił 5-6% w skali roku. Prognozy wskazują, że tendencja taka utrzyma się również w latach kolejnych, co będzie efektem kilku czynników. Najważniejszym z nich jest proces starzenia się społeczeństwa. W Polsce, podobnie jak ma to miejsce od wielu lat w krajach zachodnich, zwiększa się udział osób starszych w strukturze populacji. Obecnie dla osób powyżej 60 roku życia wynosi on ok. 18%, a przewiduje się, że do 2015 r. wzrośnie do 23-25%.

Wiek pacjenta bezpośrednio przekłada się na liczbę wystawianych dla niego recept, natomiast poziom PKB wpływa na stopień ich realizacji. Starzenie się społeczeństwa w połączeniu ze wzrostem jego zamożności będzie przekładać się na rosnącą ilość realizowanych recept w najbliższych latach.

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



Źródło: IMS, BM BGŻ S.A.

Innym ważnym aspektem jest poziom refundacji leków z budżetu państwa. W Polsce wskaźnik ten wynosi 34%, natomiast średnia dla Unii Europejskiej to 60%. Pozwala to przewidywać, iż jego wartość będzie się zwiększać, czego dowodem jest postępujący przyrost kwot przeznaczanych przez rząd na ten cel. W dłuższej

perspektywie przełoży się to na większą dostępność leków dla pacjenta i wzrost wskaźnika realizowanych recept, przyczyniając się jednocześnie do rozwoju rynku. Powyższe czynniki rysują korzystną perspektywę dla dystrybutorów leków.

Istotne zmiany zachodzą w organizacji samej dystrybucji leków. W listopadzie AstraZeneca, jeden z większych producentów leków w Polsce, posiadający ok. 2-3% udział w rynku, zdecydował się na wprowadzenie nowego systemu dystrybucji leków, który zacznie obowiązywać od kwietnia 2009 r. Do programu zakwalifikowane zostały spółki Torfarm, PGF i Prosper (jednak trudno sobie wyobrazić skuteczną dystrybucję do wszystkich aptek bez Farmacolu).

Już dziś wiadomo, że również inni producenci leków skorzystają z dystrybucji bezpośredniej w niedalekiej przyszłości. W tym momencie trudno przewidzieć, czy zmiana procesu dystrybucji będzie korzystna dla pośredników. Z jednej strony ogranicza się ich ryzyko, ponieważ właścicielem towaru w całym cyklu sprzedaży jest producent, a hurtownia stanie się tylko operatorem logistycznym. W związku z tym zmniejszą się wymagania kapitałowe potrzebne dotychczas na zgromadzenie odpowiednich zapasów. Znika również problem spóźnionych i nieściągalnych należności od aptek, ponieważ będą one rozliczać się bezpośrednio z producentem. Ze względu na niewielki udział nowego systemu w całej działalności spółek, korzyści te będą marginalne.

Natomiast z nowym podejściem do dystrybucji wiąże się duże zagrożenie spadku zyskowności. Dotychczas to hurtownia decydowała o cenach, po których sprzedawała towary. W nowym systemie otrzyma ona jedynie prowizję za dostarczenie towaru do apteki. Efektem tego może być presja ze strony producentów na zmniejszanie tej opłaty, co może przyczynić się do spadku zyskowności hurtowni. Taki sposób dystrybucji redukuje znaczenie zaangażowanych hurtowników, jednak pozwala im zarazem powiększyć posiadany udział w rynku, kosztem dystrybutorów niewłączonych do systemu.

Obecny kryzys finansowy także nie pozostanie bez wpływu na kondycję spółek farmaceutycznych. Jego najbardziej widocznym przejawem będzie wzrost kosztów finansowania zewnętrznego wynikający z niechęci banków do udzielania kredytów. Szczególnie najbardziej zadłużone spółki mogą z tego powodu doświadczyć znacznego osłabienia wyników.

Ryzyko stanowi również spowolnienie gospodarcze, które przełoży się na spadek wydatków konsumpcyjnych, co spowoduje zmniejszenie zakupów produktów OTC. Może to znacznie spowolnić rozwój całego rynku farmaceutycznego, a ponieważ marże na produktach OTC należą do najwyższych w branży, odbije się to również na zyskowności dystrybutorów.

Rynek dystrybucji leków jest w coraz większym stopniu skoncentrowany w rękach kilku dużych firm. Pociąga to za sobą konsekwencje dwojakiego rodzaju. Z jednej strony pozwala to osiągać spółkom korzyści wynikające z efektów skali działalności, przez co funkcjonują bardzo efektywnie. Z drugiej strony nasilająca się konkurencja między nimi może prowadzić do spadku marż, a w konsekwencji obniżenia zyskowności. Mimo dużego udziału w rynku spółki te nadal nie mają zbyt silnej pozycji przetargowej wobec producentów, jak również wobec aptek, które mogą zawsze zmienić dostawcę, jeśli będą niezadowolone ze współpracy.

Kolejnym zagrożeniem dla działalności dystrybutorów leków jest propozycja zmian prawnych, które mogą być wprowadzone przez rząd. Chodzi o ustalenie stałej marży na towarach dla hurtowni i rozdzielanie działalności hurtowej i detalicznej. Szczególnie ten drugi aspekt jest kluczowy dla dużych graczy na tym rynku ze względu na to, iż Farmacol i PGF posiadają w grupie kapitałowej własne apteki. Jeśli ustawa ta nabierze mocy prawnej, spółki te zostaną zmuszone do sprzedania posiadanych aptek, co niekorzystnie wpłynie na ich funkcjonowanie. Ustawę tę traktuje się jako kontrowersyjną oraz podważana jest jej zgodność z konstytucją, w związku z czym nie wiadomo, czy wejdzie w życie.

Mimo wymienionych wyżej elementów ryzyka, w 2009 r. dystrybutorzy leków powinni osiągnąć dobre wyniki. Branża rozwija się stabilnie, a spółki wykazują się coraz lepszą efektywnością działania. Istotnym

czynnikiem jest wspomniana wcześniej niska elastyczność popytu na leki, przez co można oczekiwać, że kryzys gospodarczy nie odbije się znacząco na wielkości sprzedaży i rezultatach spółek.

Tabele i prognozy

Tab. Bilans - Torfarm

(mln PLN)	2007	3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 142,3	1 221,2	1 254,9	1 331,1	1 400,2	1 473,8	1 552,2
Aktywa trwałe	230,8	235,0	233,2	236,6	239,1	237,4	236,2
wartości niematerialne i prawne	7,4	7,4	7,1	6,3	5,2	4,1	3,1
Rzeczowe aktywa trwałe	119,9	121,8	125,9	129,2	128,6	128,5	128,3
Aktywa obrotowe	911,4	988,0	1 018,3	1 092,1	1 162,8	1 237,7	1 317,3
Zapasy	526,4	511,9	535,7	576,5	614,1	654,2	696,9
Należności krótkoterminowe	355,9	431,4	411,5	442,9	471,8	502,6	535,4
Inwestycje krótkoterminowe	28,6	43,3	69,6	71,2	75,4	79,3	83,5
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>12,3</i>	<i>24,2</i>	<i>53,2</i>	<i>54,9</i>	<i>59,0</i>	<i>63,0</i>	<i>67,1</i>
PASYWA	1 142,3	1 221,2	1 254,9	1 331,1	1 400,2	1 473,8	1 552,2
Kapitał własny	166,6	176,0	182,3	201,7	221,9	244,1	268,6
Kapitał zakładowy	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Kapitał zapasowy	148,5	155,0	154,9	154,9	154,9	154,9	154,9
Zysk netto	16,4	13,8	19,7	25,3	27,8	30,6	33,6
Zobowiązania i rezerwy	975,7	1 045,2	1 072,6	1 129,4	1 178,3	1 229,7	1 283,6
Zobowiązania długoterminowe	52,2	48,1	52,2	46,6	41,0	35,4	29,8
Zobowiązania krótkoterminowe	923,5	997,1	1 020,4	1 082,9	1 137,3	1 194,3	1 253,8
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>206,1</i>	<i>274,1</i>	<i>259,7</i>	<i>255,1</i>	<i>247,2</i>	<i>238,1</i>	<i>227,7</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ S.A.

Tab. Rachunek zysków i strat - Torfarm

(mln PLN)	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ogółem	3 288,8	2 966,6	4 060,2	4 369,3	4 654,6	4 958,5	5 282,0
<i>zmiana r/r</i>	<i>99,4%</i>	<i>22,0%</i>	<i>23,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	3084,0	2746,6	3750,0	4030,6	4298,4	4583,9	4888,2
Zysk brutto na sprzedaży	204,8	220,1	310,1	338,8	356,2	374,6	393,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,5%</i>
Koszty sprzedaży	60,5	55,4	85,1	86,6	91,3	96,1	101,0
Koszty ogólnego zarządu	123,4	132,9	182,4	200,7	210,7	221,3	232,3
Zysk (strata) ze sprzedaży	20,9	31,7	42,6	51,5	54,3	57,2	60,5
EBIT	24,7	28,4	39,3	49,3	51,9	54,7	57,8
EBITDA	33,7	36,7	50,0	57,5	61,8	65,8	70,1
<i>marża operacyjna</i>	<i>0,75%</i>	<i>0,96%</i>	<i>0,97%</i>	<i>1,13%</i>	<i>1,12%</i>	<i>1,10%</i>	<i>1,09%</i>
Saldo z działalności finansowej	-4,9	-8,7	-13,0	-18,0	-17,6	-17,0	-16,3
Zysk (strata) brutto	19,8	19,1	26,3	31,3	34,3	37,7	41,5
<i>marża brutto</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,64%</i>	<i>0,65%</i>	<i>0,72%</i>	<i>0,74%</i>	<i>0,76%</i>	<i>0,79%</i>
Podatek dochodowy	4,6	5,3	6,6	5,9	6,5	7,2	7,9
Zysk (strata) netto	15,2	13,8	19,7	25,3	27,8	30,6	33,6
<i>marża netto</i>	<i>0,46%</i>	<i>0,46%</i>	<i>0,49%</i>	<i>0,58%</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,62%</i>	<i>0,64%</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ S.A.

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych - Torfarm

(mln PLN)	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy z działalności operacyjnej	84,1	-28,1	24,5	41,0	45,4	48,2	51,1
Zysk netto	15,2	13,8	19,7	25,3	27,8	30,6	33,6
Amortyzacja	9,0	8,3	10,7	8,2	9,9	11,1	12,3
Zmiana kapitału obrotowego	41,3	-58,9	-21,6	-10,6	-9,8	-10,4	-11,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-175,6	-10,5	-15,7	-10,7	-8,2	-9,9	-11,1
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	7,1	11,6	16,4	10,7	8,2	9,9	11,1
Przepływy z działalności finansowej	103,0	48,9	32,0	-28,6	-33,0	-34,4	-35,9
kredyty i pożyczki	117,5	68,3	53,6	-4,7	-7,9	-9,1	-10,4
Odsetki	9,6	13,6	15,7	18,0	17,6	17,0	16,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	11,5	10,3	40,9	1,6	4,2	4,0	4,2
Środki pieniężne:							
na początek okresu	5,4	82,5	12,3	53,2	54,9	59,0	63,0
na koniec okresu	12,3	92,8	53,2	54,9	59,0	63,0	67,1

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ S.A.

Tab. Bilans - Farmacol

(mln PLN)	2007	3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	1 294,5	1 425,2	1 483,9	1 621,1	1 736,5	1 867,5	2 004,1
Aktywa trwałe	238,7	271,6	279,2	312,0	295,8	283,1	269,5
wartości niematerialne i prawne	2,8	2,7	4,3	4,9	2,8	1,7	1,1
Rzeczowe aktywa trwałe	117,7	146,3	156,7	188,9	174,8	163,2	150,1
Aktywa obrotowe	1 055,8	1 153,5	1 204,8	1 309,1	1 440,7	1 584,4	1 734,7
Zapasy	500,6	469,9	535,7	576,5	614,1	654,2	696,9
Należności krótkoterminowe	451,2	588,5	411,5	442,9	471,8	502,6	535,4
Inwestycje krótkoterminowe	85,4	48,5	74,3	74,5	78,7	82,7	86,8
<i>w tym środki pieniężne</i>	<i>73,7</i>	<i>29,3</i>	<i>116,6</i>	<i>142,6</i>	<i>190,5</i>	<i>235,9</i>	<i>282,4</i>
PASYWA	1 294,5	1 425,2	1 483,9	1 621,1	1 736,5	1 867,5	2 004,1
Kapitał własny	568,2	1 425,2	1 483,9	1 621,1	1 736,5	1 867,5	2 004,1
Kapitał zakładowy	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4	23,4
Kapitał zapasowy	426,6	491,8	497,0	574,6	628,9	681,5	736,7
Zysk netto	70,4	45,6	77,6	77,7	75,1	78,8	81,5
Zobowiązania i rezerwy	726,3	820,9	838,2	897,7	961,3	1 035,9	1 114,8
Zobowiązania długoterminowe	18,2	17,3	16,3	18,2	18,2	18,2	18,2
Zobowiązania krótkoterminowe	700,9	786,4	801,8	861,4	924,9	999,6	1 078,4
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>15,5</i>	<i>68,9</i>	<i>44,2</i>	<i>47,6</i>	<i>51,1</i>	<i>55,3</i>	<i>59,7</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ S.A.

Tab. Rachunek zysków i strat - Farmacol

(mln PLN)	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ogółem	3 660,6	3 098,9	4 130,3	4 440,6	4 772,0	5 161,2	5 572,5
<i>zmiana r/r</i>	<i>9,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>12,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,5%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,0%</i>
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	3 375,2	2 872,3	3 814,5	4 081,4	4 390,1	4 752,6	5 136,1
Zysk brutto na sprzedaży	285,4	226,6	315,9	359,3	381,9	408,6	436,4
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,8%</i>
Koszty sprzedaży	180,1	151,5	199,9	227,5	252,1	272,6	296,0
Koszty ogólnego zarządu	27,4	20,0	27,1	29,0	29,9	30,8	31,7
Zysk (strata) ze sprzedaży	78,0	55,1	88,9	102,7	99,9	105,3	108,6
EBIT	81,8	51,0	84,8	99,1	96,2	101,1	104,6
EBITDA	92,5	60,6	94,4	116,2	121,0	126,2	130,8
<i>marża operacyjna</i>	<i>2,23%</i>	<i>1,65%</i>	<i>2,05%</i>	<i>2,23%</i>	<i>2,02%</i>	<i>1,96%</i>	<i>1,88%</i>
Saldo z działalności finansowej	10,1	9,1	10,7	-3,2	-3,5	-3,7	-4,0
Zysk (strata) brutto	91,9	60,2	95,5	95,9	92,8	97,3	100,6
<i>marża brutto</i>	<i>2,51%</i>	<i>1,94%</i>	<i>2,31%</i>	<i>2,16%</i>	<i>1,94%</i>	<i>1,89%</i>	<i>1,80%</i>
Podatek dochodowy	18,7	12,6	17,9	18,2	17,6	18,5	19,1
Zysk (strata) netto	73,3	47,6	77,6	77,7	75,1	78,8	81,5
<i>marża netto</i>	<i>2,00%</i>	<i>1,54%</i>	<i>1,88%</i>	<i>1,75%</i>	<i>1,57%</i>	<i>1,53%</i>	<i>1,46%</i>

Źródło: BM BGŻ S.A.

P - prognozy BM BGŻ S.A.

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych - Farmacol

(mln PLN)	2007	1-3Q 2008	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy z działalności operacyjnej	27,2	-47,5	82,6	75,9	79,7	79,9	82,3
Zysk brutto	91,9	58,1	95,5	95,9	92,8	97,3	100,6
Amortyzacja	10,7	8,5	9,6	17,1	24,7	25,1	26,2
Zmiana kapitału obrotowego	-43,7	-76,3	-18,8	-22,2	-23,7	-27,8	-29,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	38,8	-45,1	-65,0	-50,0	-8,6	-12,4	-12,6
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	12,0	43,0	50,0	50,0	8,6	12,4	12,6
Przepływy z działalności finansowej	-40,2	49,1	25,3	0,1	-23,2	-22,1	-23,3
kredyty i pożyczki	-38,7	53,3	28,7	3,3	3,5	4,2	4,4
Odsetki	2,0	2,7	3,3	3,2	3,5	3,7	4,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	23,3	22,5	23,7
Zmiana stanu środków pieniężnych	25,7	-43,5	42,9	26,0	47,9	45,4	46,5
Środki pieniężne:							
na początek okresu	47,9	72,9	73,7	116,6	142,6	190,5	235,9
na koniec okresu	72,9	29,3	116,6	142,6	190,5	235,9	282,4

Źródło: BM BGZ S.A.
P - prognozy BM BGZ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. 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 6-9 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 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** – oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać 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 MAKLESKIE 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

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**