

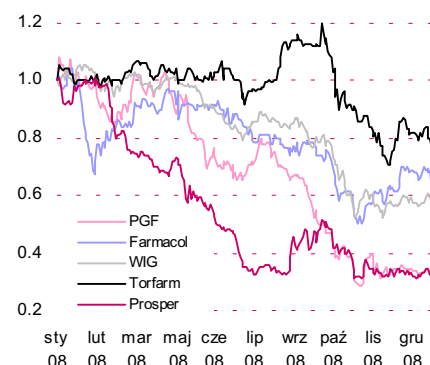
Dystrybutorzy farmaceutyków

branża handlowa

	Rekomendacja	Cena docelowa
PGF	kupuj	34.2
Farmacol	kupuj	37.3
Torfarm	kupuj	60.4
Prosper	neutralnie	4.8

Acykliczna branża, tanie spółki

Jak pokazuje rozwój rynku dystrybucji farmaceutyków w ostatnich latach, jest on niezależny od wahań cyklu koniunkturalnego. Z tego też względu w bieżącym roku, pomimo kryzysu, spodziewana jest nadal dodatnia dynamika wzrostu - PharmaExpert szacuje ją na 5-6% r/r. Jedynym zagrożeniem, związanym ze spowolnieniem gospodarczym, może okazać się tylko słabsza kondycja aptek, co jednak na razie nie jest odnotowywane. Z uwagi na powyższe czynniki oraz niskie wyceny rynkowe zalecamy przeważanie branży dystrybutorów farmaceutyków w portfelach.



Zmiany w prawie farmaceutycznym

Rynek sprzedaży leków jest istotnie uzależniony od zmian w regulacjach prawnych. Najnowszy szeroko komentowany projekt nowelizacji zakłada między innymi usztywnienie marż i cen leków refundowanych przez NFZ oraz zakaz łączenia działalności detalicznej i hurtowej. Całkowity efekt ewentualnego wprowadzenia sztywnych marż naszym zdaniem nie będzie miał większego wpływu na osiągane wyniki dystrybutorów. Zakaz łączenia działalności hurtowej i detalicznej oraz zaostrzenia w rozwoju sieci aptek mogą mieć negatywne implikacje dla Farmacolu i PGFu. Z uwagi jednak na niekonstytucyjność tych przepisów oraz ich niezgodność z normami unijnymi istnieje małe prawdopodobieństwo wprowadzenia ich w życie.

Łukasz Kołaczkowski

(022) 598 26 59

lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
PGF													
2008p	5 119.3	88.6	115.2	65.9	51.3	4.1	6.2	26.8	5.6	0.8	8.1	6.2	11.2
2009p	5 228.4	80.0	111.0	65.0	52.0	4.1	6.6	31.0	5.5	0.7	8.7	6.3	10.2
2010p	5 438.2	90.8	122.2	88.4	71.1	5.6	8.1	34.9	4.0	0.7	7.3	5.4	12.7
Farmacol													
2008p	4 116.0	87.3	98.7	97.8	74.9	3.2	3.7	26.9	7.6	0.9	5.7	5.1	11.9
2009p	4 279.3	91.1	107.3	100.3	78.2	3.3	4.0	30.3	7.2	0.8	5.4	4.6	11.0
2010p	4 429.6	96.1	118.0	105.6	82.3	3.5	4.5	31.8	6.9	0.8	5.1	4.2	11.1
Torfarm													
2008p	3 992.5	42.7	54.6	29.0	20.8	5.3	8.3	42.8	6.6	0.8	8.7	6.9	11.9
2009p	4 160.0	46.2	59.7	32.5	25.6	6.5	9.9	49.3	5.4	0.7	8.3	6.5	12.8
2010p	4 355.0	51.8	68.2	38.5	31.2	7.9	12.1	57.2	4.4	0.6	7.2	5.4	13.5
Prosper													
2008p	1 864.0	7.8	14.2	4.8	3.8	0.5	1.5	15.0	8.9	0.3	16.2	9.0	3.7
2009p	1 941.4	11.5	19.3	6.8	5.5	0.8	1.9	15.7	6.1	0.3	11.1	6.6	5.1
2010p	2 031.5	12.8	20.8	8.6	6.9	1.0	2.2	16.7	4.9	0.3	9.9	6.1	6.0

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Podsumowanie inwestycyjne

Rekomendacje

W stosunku do naszego ostatniego raportu podtrzymujemy pozytywne rekomendacje dla Farmacolu, Torfarmu i PGFu oraz neutralne nastawienie do akcji Prospera. **Za najlepszą inwestycję uważamy Torfarm i Farmacol, za najsłabszą Prosper.** Choć Torfarm wydaje się najtańszą ze spółek, istnieje tu pewne ryzyko związane z zadłużeniem i nową strategią (duże koszty nowych segmentów). Farmacol natomiast jest nieco droższy, ale nie jest zadłużony, dzięki czemu ma dużą przewagę przy ewentualnych przejęciach, a także posiada atrakcyjne nieruchomości.

PGF

Spadek rentowności PGFu w poprzednim roku wynikał w głównej mierze z kosztów restrukturyzacji i reorganizacji, słabych wyników przejętych spółek oraz znacznego wzrostu zadłużenia. W bieżącym roku wysokie koszty finansowe będą nadal negatywnie wpływać na wyniki. Należy się spodziewać, że wiele umów z bankami zostanie przedłużonych na dużo gorszych warunkach. Celem poprawy płynności spółka może dokonać sprzedaży zbędnych nieruchomości lub leasingu zwrotnego wykorzystywanych budynków, co może nieco poprawić osiągane wyniki. Pomimo wysokich kosztów finansowych, na wyniki operacyjne pozytywnie będzie wpływała redukcja zatrudnienia o ok. 300 osób w połowie 2008r., brak kosztów związanych z wydzieleniem segmentu detalicznego do CEPD oraz sprzedaż nierentownych aptek. Negatywną informacją jest fakt, iż spółce nie udało się uplasować emisji CEPD po satysfakcjonującej cenie. Jeżeli spółka zdecyduje się przeprowadzić emisję po niższej cenie, może to wpłynąć negatywnie na wartość akcji dotychczasowych akcjonariuszy (połowa bardzo dochodowego segmentu detalicznego znajdzie się w rękach nowych inwestorów za niską kwotę). **Uwzględniając ryzyko wynikające z wysokiego zadłużenia i z emisji akcji CEPD przy obecnej niskiej cenie podtrzymujemy rekomendację kupuj na walory spółki.**

Farmacol

Wyniki Farmacolu w poprzednim roku były bardzo dobre. Spółka poprawiła istotnie udział rynkowy. Sytuacja finansowa jest bardzo stabilna - Farmacol ma niskie zadłużenie i utrzymuje wysoką rentowność. Jest faworytem do przejęcia Cefarmu Białystok i obecnie prowadzi rozmowy w tej kwestii ze Skarbem Państwa na zasadzie wyłączności. Naszym zdaniem transakcja dojdzie do skutku, choć cena przy obecnych poziomach kursu dystrybutorów giełdowych może wydawać się mało atrakcyjna. Niemniej jednak uważamy, iż przejęcie podmiotu z silną pozycją w regionie, liczną siecią aptek oraz znaczącą apteką internetową bardzo dobrze wpisze się w obecną strukturę spółki. W bieżącym roku Farmacol będzie także mocno inwestować w rozwój organiczny, głównie w automatyzację i rozbudowę magazynów. **Pomimo faktu, iż spółka wstrzymała się z inwestycjami deweloperskimi, posiadane atrakcyjne nieruchomości są dodatkowym atutem dystrybutora. Ponadto kurs walorów będzie wciąż wspierany przez program skupu akcji własnych, który ma trwać do 30 października b.r. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki i aktualny kurs akcji podtrzymujemy rekomendację kupuj na walory spółki.**

Torfarm

Wyniki Torfarmu w 2008r. były bardzo dobre, głównie dzięki przeprowadzanej restrukturyzacji i zwiększeniu udziału rynkowego. W bieżącym roku spółka rozpocznie kilka nowych projektów, które będą miały na celu dywersyfikację działalności w ramach sektora farmaceutycznego. Spółka chce m.in. sprzedawać miesięcznik o zdrowiu, w którym będzie umieszczać reklamy koncernów farmaceutycznych. Ponadto Torfarm od lutego planuje wprowadzenie własnej marki leków OTC. Choć z nowymi projektami wiążą się pewne koszty (zwrotu z wprowadzenia własnej marki leku należy spodziewać się po ok. 3 latach), uważamy iż spółka wyraźnie poprawi rezultaty w tym roku (w marcu opublikuje prognozy). W Torfarmie ryzykiem jest wysokie zadłużenie i niski przepływ operacyjny (efekt m.in. wysokiego cyklu rotacji zapasów wynikającego z tzw. „złotych strzałów” - kupno leków w dużej ilości po atrakcyjnych cenach na koniec kwartału). **Przy uwzględnieniu istniejących ryzyk, aktualny poziom kursu akcji jest naszym zdaniem wciąż bardzo atrakcyjny i dlatego podwyższamy rekomendację dla spółki z akumuluj do kupuj.**

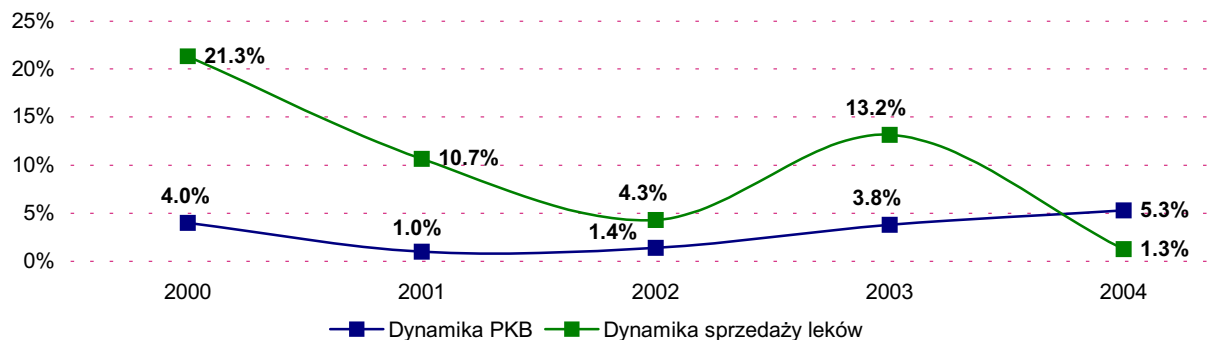
Prosper

Poprzedni rok był dla Prospera bardzo trudny. Spółka straciła udział w rynku, obniżając zdecydowanie rentowność. Choć III kwartał pokazał pewne oznaki poprawy, należy wziąć pod uwagę wysokie ryzyko związane z zadłużeniem krótkoterminowym (105.5 mln PLN na koniec III kwartału). Na bieżący rok prognozujemy EBITDA w wysokości blisko 20 mln PLN, co przekłada się na wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 5. O ile spółce uda się przedłużyć umowy kredytowe (rolowanie krótkoterminowego zadłużenia zabezpieczonego zapasami), o tyle marże będą już zdecydowanie wyższe co istotnie zwiększy koszty finansowe w roku bieżącym. **Z uwagi na wysokie ryzyko związane z zadłużeniem, pomimo obecnej niskiej ceny walorów (C/WK 0.35) podtrzymujemy neutralne nastawienie do akcji Prospera.**

Acykliczna sprzedaż farmaceutyków

Dystrybucja farmaceutyków charakteryzuje się acyklicznością. Cały rynek powinien systematycznie rosnąć, choć prawdopodobnie dynamika sprzedaży suplementów diety może w bieżącym roku znacznie się obniżyć. PharmaExpert prognozuje wzrost rynku w 2009r. na 5-6% r/r. Spółki giełdowe szacują ten wzrost na ok. 5-8%. W naszym modelu zakładamy konserwatywnie wzrost rynku w 2009r. na poziomie 3% r/r. Poniższy wykres przedstawia dynamikę sprzedaży leków m.in. w latach poprzedniego kryzysu.

Dynamika sprzedaży leków w latach 2000-2004



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMS Health (sprzedaż w cenach producenta netto)

Jeżeli chodzi o zagrożenia związane z obecnym kryzysem, to w przypadku dystrybucji leków możemy jedynie mówić o zwiększeniu się odsetka zagrożonych należności. Wiele aptek jest zadłużonych (wg PharmaExpert ok. 40%) i działa na bardzo niskich marżach. Choć należności dystrybutorów giełdowych są zabezpieczone na zapasach i nieruchomościach, coraz większa liczba aptek z problemami płynnościowymi może negatywnie wpłynąć na rotację należności i doprowadzić do wzrostu odpisów na zagrożone płatności w bieżącym i przyszłym roku. **Na dzień dzisiejszy hurtownicy nie obserwują jeszcze pogorszenia się sytuacji płynnościowej współpracujących aptek.**

Wycofanie części leków od 2009r.

Z początkiem roku wstrzymana została produkcja 1462 leków sprzedawanych w Polsce. Ich producenci nie złożyli wymaganej dokumentacji badań (mieli na to 6 lat), gdyż nie opłacało im się ponownie badać leków przestarzałych i słabo sprzedających się. Leki wyprodukowane do końca 2008r. będą mogły być jeszcze sprzedane do wyczerpania zapasów lub wygaśnięcia terminu ważności. Opisana sytuacja jest wynikiem wprowadzenia unijnych przepisów zezwalających na sprzedaż jedynie tych leków, które przeszły tzw. harmonizację, czyli pozytywną weryfikację Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych. **Wycofanie leków nie powinno się negatywnie odbić na dynamice wzrostu rynku, z uwagi na dużą liczbę zamienników.**

Planowane zmiany w prawie farmaceutycznym

Pomimo faktu, iż sprzedaż farmaceutyków nie jest cykliczna, istnieje duża zależność osiąganych wyników od zmian w regulacjach prawnych. Najnowszy szeroko komentowany projekt zmian w prawie zakłada między innymi usztywnienie marż i cen leków refundowanych przez NFZ. Według wyliczeń wpłynie to istotnie na wzrost cen leków ze szkodą dla pacjenta. Szacunki PharmaExpert mówią o wzroście cen leków refundowanych o ok. 9-11%, natomiast IMS Health prognozuje ewentualny wzrost cen nawet o 16%.

Choć finalny skutek, jaki będzie miało wprowadzenie sztywnych marż trudno obecnie jeszcze ocenić, najbardziej prawdopodobny wydaje się pozytywny efekt dla hurtowników, którzy aktualnie efektywnie osiągają niższe marże. Dodatkowo dystrybutorzy nie będą musieli utrzymywać dużej ilości pracowników w działach, które odpowiadały za marketing i negocjacje z kontrahentami w sprawie rabatów i promocji. Przyczyni się to do obniżenia kosztów sprzedaży. Z drugiej strony zmiany przepisów mogą ukrócić sprzedaż leków refundowanych za tzw. „grosik”, na której zarabiała głównie apteki. Z tego względu, choć w niedużym stopniu, negatywnie może wpłynąć to na wyniki Farmacolu i PGFu. Należy również brać pod uwagę fakt, iż w przypadku zwiększenia rentowności brutto na sprzedaży przez hurtowników po wprowadzeniu zmian, konkurencja między nimi wymusi prawdopodobnie oddanie części marży ponownie do aptek. **Z uwagi na powyższe czynniki całkowity efekt ewentualnego wprowadzenia sztywnych marż naszym zdaniem nie będzie miał większego wpływu na osiągnięte wyniki dystrybutorów.**

W nowym projekcie zmian w prawie farmaceutycznym znajduje się również zapis dotyczący zakazu łączenia działalności hurtowej i detalicznej oraz przepis zezwalający na posiadanie maksymalnie do 1% aptek w danym województwie. **Zmiany te mogą w znaczącym stopniu negatywnie odbić się na działalności operacyjnej Farmacolu i PGF-u z uwagi na konieczność pozbycia się części aktywów (segmentu detalicznego) prawdopodobnie po zaniżonych cenach.**

Zdaniem wielu ekspertów i instytucji (m.in. UOKiK) proponowane zmiany są niekonstytucyjne i niezgodne z normami Unii Europejskiej. Z tego też względu, nawet pomimo ewentualnego wprowadzenia ich w życie, przepisy te zostaną z pewnością zaskarżone i z dużym prawdopodobieństwem można powiedzieć, że w obecnej formie będą funkcjonować tylko przez krótki okres (o ile w ogóle zostaną zaakceptowane przez Ministerstwo Zdrowia po krytycznych dla projektu konsultacjach społecznych).

Dystrybucja bezpośrednia

Dystrybucja bezpośrednia polega na sprzedaży leków do aptek z pominięciem pośredników. Hurtownie są w tym przypadku jedynie dostawcą usług logistycznych, czyli magazynowania i transportu, za które zostają wynagradzani. AstraZeneca posiadająca w Polsce ok. 2.5% rynku rozpoczyna sprzedaż w modelu dystrybucji bezpośredniej już w kwietniu. Jako operatorów logistycznych wybrała PGF, Torfarm i Prosper.

Zdaniem hurtowni jest to opłacalny dla nich biznes. Choć przychody się zmniejszą, to jednak poprawi się rentowność. Ponadto hurtownie nie ponoszą już wtedy ryzyka zapasów i należności, które nie będą już widoczne w księgach dystrybutorów. Abstrahując od zysku osiągniętego z takiej sprzedaży (który może być zbliżony do dotychczasowego), dużą zaletą dla hurtowni działających w tym systemie jest przewaga, jaką uzyskują one w oczach aptekarzy. Jako jedyni dostawcy danych leków będą przez nich częściej wybierani do współpracy. Doprowadzi to do wzrostu udziałów rynkowych kosztem innych hurtowni, które nie zostały wybrane przez producentów. Większa liczba firm stosujących dystrybucję bezpośrednią z pewnością przyczyni się do przyspieszenia procesu konsolidacji rynku dystrybucji farmaceutyków w Polsce.

Choć Farmacol nie został wybrany przez AstraZeneca, naszym zdaniem będzie on, podobnie jak inne duże firmy, faworytem w kolejnych przetargach na tę formę dystrybucji. Spółka twierdzi, że jest przygotowana do współpracy z producentami i będzie stawiała do kolejnych przetargów, o ile się takie pojawią. Plany wprowadzenia tego modelu rozważają w Polsce m.in. Pfizer i GlaxoSmithKline. Dystrybucja bezpośrednia jest opłacalna jednak tylko dla tych producentów, którzy dysponują lekami innowacyjnymi, objętymi ochroną patentową. W Polsce większość leków to „generyki”, więc rozwój dystrybucji bezpośredniej w tej sytuacji jest do pewnego stopnia ograniczony.

PGF

kupuj

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 22.8

Cena docelowa: 34.2

Wyniki PGF w III kwartale były zgodnie z oczekiwaniami słabe. Spadek rentowności wynikał w głównej mierze z kosztów restrukturyzacji i reorganizacji, słabych wyników przejętych spółek oraz znacznego wzrostu zadłużenia. Naszym zdaniem, pomimo przejściowych trudności, w bieżącym roku uda się spółce poprawić rezultaty z podstawowej działalności w stosunku do 2008r. Przy obecnym niskim poziomie kursu akcji podtrzymujemy rekomendację kupuj dla walorów PGF, wyznaczając cenę docelową na poziomie 34.2 PLN.

Wyniki w III kwartale

PGF zaprezentował zgodnie z oczekiwaniami słabe wyniki finansowe za III kwartał. Przychody ze sprzedaży wzrosły w tym okresie o 16.6% r/r, co było związane z konsolidacją Aptekarza oraz działalności na Litwie. Dynamika sprzedaży była słabsza niż w poprzednich kwartałach, z uwagi na zmianę systemu rabatowania aptekarzy, co doprowadziło do utraty części z nich. Marża brutto na sprzedaży wzrosła r/r o 0.8 p.p. do 10.23% (częściowo dzięki wspomnianej zmianie rabatowania i odejściu mniej rentownych klientów). Są to jednak jedyne pozytywne pozycje rachunku wyników. Udział kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu był bardzo wysoki, co przełożyło się na znaczący spadek rentowności na sprzedaży z 0.95% przed rokiem do 0.69%. Ponadto z uwagi na wysoką bazę na pozostałej działalności operacyjnej (m.in. odpis aktualizujący w wysokości 4.7 mln PLN) zysk operacyjny spadł aż o 39.6% r/r do 11.6 mln PLN. Jeszcze bardziej spadł zysk netto (o 82.2% r/r do 2.7 mln PLN), co było rezultatem niskiego salda z działalności finansowej oraz wysokiej efektywnej stopy podatkowej (nieefektywności podatkowe w ramach Grupy).

Słabe wyniki spółka tłumaczy kosztami restrukturyzacji Grupy, w ramach której zwolniono ok. 300 pracowników (m.in. odprawy), oraz reorganizacji (wyodrębnienie detalu do CEPD). Ponadto, z uwagi na zwiększone zadłużenie, wysokie stopy procentowe i marże bankowe, na wynik netto istotnie wpływają koszty finansowe. W bieżącym roku spodziewamy się poprawy wyników finansowych PGF z działalności podstawowej, głównie dzięki redukcji kosztów po przeprowadzonej restrukturyzacji i poprawy marży brutto na sprzedaży. Ponadto, po obniżeniu zadłużenia (poprzez generowany zysk, poprawę kapitału obrotowego i sprzedaż nieruchomości - m.in. w ramach leasingu zwrotnego) oraz spadku stóp procentowych, koszty finansowe, choć wysokie, w nieco mniejszym stopniu będą negatywnie oddziaływać na wyniki netto.

PGF - kwartalne wyniki finansowe za III kwartał

mIn PLN	III kw '07	III kw '08	%	I-III kw '07	I-III kw '08	%
Przychody	1 040.5	1 213.7	16.6%	3 198.7	3 876.6	21.2%
Wynik brutto na sprzedaży	98.1	124.2	26.6%	325.2	394.7	21.4%
EBITDA	24.2	18.6	-22.9%	75.4	71.0	-5.9%
EBIT	19.2	11.6	-39.6%	60.4	52.0	-14.0%
Zysk netto	15.4	2.7	-82.2%	48.2	28.1	-41.7%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	9.43%	10.23%		10.17%	10.18%	
Marża EBIT	1.84%	0.95%		1.89%	1.34%	
Marża EBITDA	2.32%	1.53%		2.36%	1.83%	
Marża netto	1.48%	0.23%		1.51%	0.72%	

Źródło: PGF S.A.

CEPD

Spółka odłożyła w czasie emisję private placement CEPD z uwagi na brak zainteresowania inwestorów przy założonej przez PGF cenie. Spółka cały czas planuje jednak dokonać emisji w bieżącym roku. Pozwoli ona na uzyskanie środków na przejęcia w Europie Środkowo-Wschodniej. W kręgu zainteresowań CEPD początkowo będą następujące kraje: Czechy, Słowacja, Rumunia, Serbia, Białoruś oraz Ukraina. CEPD docelowo będzie generować większe zyski niż segment hurtowy. Szacunkowo detal będzie generować ponad 1.5 mld PLN przychodów i kilka procent marży netto.

W przypadku, gdy spółka będzie nadal miała trudności z uplasowaniem emisji, biorąc pod uwagę trudną sytuację pod względem pozyskiwania nowego zadłużenia, może zdecydować się na cenę mniej satysfakcjonującą. W tej sytuacji emisja może mieć negatywny wpływ na wartość akcji dotychczasowych akcjonariuszy (połowa bardzo dochodowego segmentu detalicznego znajdzie się w rękach nowych inwestorów za niską kwotę).

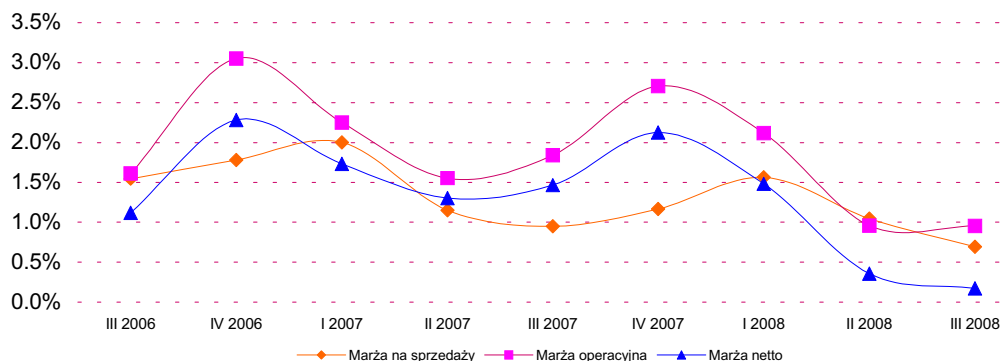
W 2009r. wciąż wysokie zadłużenie...

PGF spodziewa się w b.r. wzrostu rynku o 5-6% r/r i zamierza jednocześnie rosnąć szybciej. W bieżącym roku silny negatywny wpływ na wyniki będą miały wciąż wysokie koszty finansowe. Spółce, z uwagi na wysokie zadłużenie i niesatysfakcjonujące wyniki, coraz trudniej rozmawia się z bankami. Należy się spodziewać, że wiele umów zostanie przedłużonych na dużo gorszych warunkach. Celem poprawy płynności, PGF może dokonać sprzedaży zbędnych nieruchomości lub leasingu zwrotnego wykorzystywanych budynków. Ponadto PGF szuka także innych form pozyskania środków pieniężnych. W IV kw. do spółki zależnej NDS DEPO zostały przeniesione nieruchomości detaliczne. Część udziałów w tej spółce może być zbyte na rzecz inwestora strategicznego (PGF utrzyma większość udziałów), celem uzyskania dofinansowania działalności.

... choć operacyjnie trochę lepiej

Pomimo wysokich kosztów finansowych, na wyniki operacyjne pozytywnie będzie wpływać kilka czynników. Po pierwsze spółka zwolniła w połowie 2008r. ok. 300 osób, co obciążało także rezultaty III kwartału. W bieżącym roku z tego względu PGF może zaoszczędzić kilka mln PLN. Dodatkowo spółka nie będzie już ponosić kosztów związanych z wydzieleniem działalności detalicznej do CEPD. Następnym czynnikiem jest sprzedaż nierentownych aptek (część w IV kw.), które istotnie obciążały wyniki w ostatnim okresie. W 2009r. spółka nie wyda dużej kwoty na inwestycje: w przypadku hurtu będzie to kwota zbliżona do amortyzacji, natomiast w segmencie detalicznym będą to zakupy aptek, dokonywane w zależności od dostępności środków.

Marże w poszczególnych kwartałach



Źródło: Millennium DM

Farmacol

kupuj

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena: 24.2

Cena docelowa: 37.3

Farmacol po słabszych rezultatach II kwartału zaprezentował dobre wyniki finansowe za III kwartał. Sprzedaż rosta szybciej niż rynek, a także poprawiła się rentowność na każdym poziomie. Spółka jest faworytem do przejęcia Cefarmu Białystok i obecnie prowadzi rozmowy w tej kwestii ze Skarbem Państwa na zasadzie wyłączności. Wciąż uważamy, iż Farmacol odznacza się najmniejszym ryzykiem inwestycyjnym w średnim terminie ze wszystkich giełdowych dystrybutorów farmaceutycznych. Przy obecnej cenie utrzymujemy rekomendację kupuj na walory spółki z ceną docelową 37.3 PLN.

Wyniki w III kwartale

Przychody ze sprzedaży Farmacolu wzrosły w III kwartale 2008r. o 15.2% r/r, czyli więcej niż rynek (około 10% r/r). Spółka odnotowała we wrześniu wzrost udziałów w rynku aptecznym o ponad 3 p.p., a w rynku szpitalnym o 1.2 p.p. w stosunku września 2007r. Marża brutto na sprzedaży poprawiła się w statystyce rocznej z 7.29% do 8.04% (efekt przeniesienia części rozliczeń premii z II kw.), dzięki czemu pomimo znacznego wzrostu kosztów sprzedaży (+17.6%) oraz niskiego salda z pozostałej działalności operacyjnej (negatywny efekt odpisu na należności w wysokości ok. 3.5 mln PLN w jednej ze spółek zależnych; -4.4 mln PLN vs -0.2 mln PLN przed rokiem), EBIT wzrósł o 32.5% r/r do 20.5 mln PLN. Przy wyższej efektywnej stopie podatkowej oraz wyższym wyniku na działalności finansowej przełożyło się to na wzrost zysku netto o 28.2% do 16.5 mln PLN.

Farmacol - kwartalne wyniki finansowe

mIn PLN	III kw '07	III kw '08	%	I-III kw '07	I-III kw '08	%
Przychody	900.3	1 036.9	15.2%	2 728.9	3 098.9	13.6%
Wynik brutto na sprzedaży	65.6	83.4	27.1%	202.6	226.6	11.9%
EBITDA	18.3	23.4	28.2%	56.1	59.5	6.1%
EBIT	15.5	20.5	32.5%	48.1	51.0	6.1%
Zysk netto	12.9	16.5	28.2%	41.5	45.6	9.8%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	7.29%	8.04%		7.42%	7.31%	
Marża EBIT	1.72%	1.98%		1.76%	1.65%	
Marża EBITDA	2.03%	2.26%		2.06%	1.92%	
Marża netto	1.43%	1.60%		1.52%	1.47%	

Źródło: Farmacol S.A.

Przejęcie Cefarmu Białystok...

Sytuacja finansowa Farmacolu jest stabilna - spółka ma najmniejsze zadłużenie ze wszystkich giełdowych dystrybutorów. Dzięki temu od początku należała do faworytów przejęcia Cefarmu Białystok (dokładnie 85% udziałów). Obecnie między spółką a Skarbem Państwa prowadzone są rozmowy dotyczące przejęcia tego podmiotu na zasadzie wyłączności. Naszym zdaniem transakcja dojdzie do skutku, choć cena przy obecnych poziomach kursu dystrybutorów giełdowych może wydawać się mało atrakcyjna. Niemniej jednak uważamy, iż przejęcie firmy z silną pozycją w regionie, liczną siecią aptek oraz znaczącą apteką internetową bardzo dobrze wpisze się w obecną strukturę Farmacolu. Apteka internetowa cefarm24.pl generuje ok. 0.8 mln PLN obrotu miesięcznie i jest jedną z najsprawniej działających w Polsce. Cefarm Białystok w 2007r. osiągnął 258.6 mln PLN przychodów oraz 5.7 mln PLN zysku netto. W 2008r. planowane było wypracowanie 273 mln PLN przychodów oraz ok. 6 mln PLN zysku netto. Spółka buduje nowoczesny budynek magazynowo-biurowy na obrzeżach Białegostoku. Koszt tej inwestycji to ok. 30 mln PLN. Po jej zrealizowaniu, Cefarm będzie mógł sprzedać nieruchomości zlokalizowane w centrum miasta.

... i inne inwestycje

Farmacol planował wydać ok. 50 mln PLN na inwestycje w 2008r., na co składać się miały między innymi wydatki na dokończenie rozbudowy magazynu w Morach koło Warszawy oraz automaty pakujące do towarów średnio rotujących w magazynach w Morach i w Katowicach. Do końca III kwartału spółka wydała na inwestycje 43 mln PLN. Dodatkowo pod koniec roku Farmacol nabył od Skarbu Państwa udziały w Cefarmie Wrocław. Za ponad 36.3% udziałów (przed transakcją posiadał 57.3%) zapłacił ok. 29.7 mln PLN.

W bieżącym roku spółka planuje wydać na inwestycje nawet 70 mln PLN. Środki będą przeznaczone przede wszystkim na automatyzację i rozbudowę centrów dystrybucyjnych w Rzeszowie (15 mln PLN), Kielcach (13 mln PLN), Szczecinie (18 mln PLN) i Poznaniu (12 mln PLN). Ponadto Farmacol zainwestuje w infrastrukturę IT, na którą przeznaczonych zostanie 7-8 mln PLN.

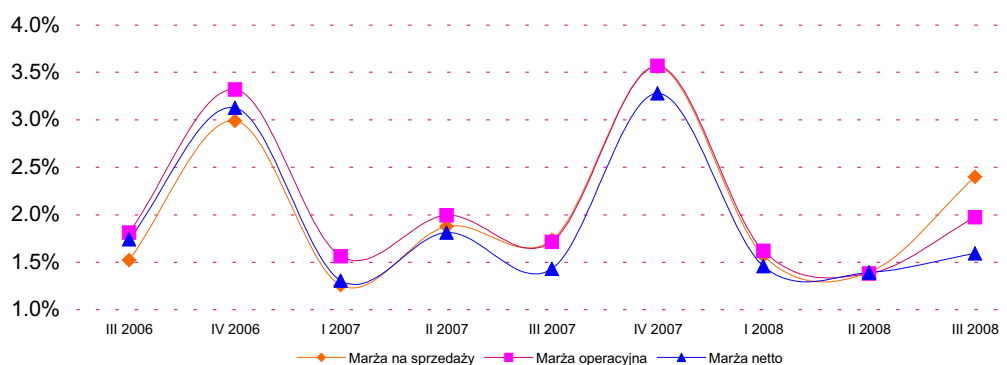
Skup akcji

Z 80 mln PLN przeznaczonych na skup akcji własnych, do końca 2008r. spółka wydała zaledwie 5.4 mln PLN. Z uwagi na mały obrót akcji, Farmacol uważa, iż do końca trwania programu (do 30 października 2009r.) skup walorów za kwotę przekraczającą 20 mln PLN jest mało prawdopodobny. Decyzją, co stanie się z gotówką, która pozostanie po zakończeniu się okresu przeznaczanego na skup, nie została jeszcze podjęta.

Działalność deweloperska

W przypadku działalności deweloperskiej, z uwagi na wstrzymanie inwestycji przez spółkę (dekoniunktura na rynku deweloperskim), nie uwzględniamy tego segmentu w wycenie. W IV kwartale spółka sprzedała jedną z mniejszych nieruchomości w Szczecinie, co może poprawić wynik kwartalny o kilka mln PLN. Niemniej jednak, należy podkreślić, że w przyszłości nieruchomości w Warszawie, Wrocławiu, Szczecinie i Międzyzdrojach mogą wygenerować kilkadziesiąt mln PLN zysku netto, którego nie uwzględniamy w naszych modelach.

Marże w poszczególnych kwartałach



Źródło: Millennium DM

Torfarm

akumuluj

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena: 35.0

Cena docelowa: 60.4

Torfarm pokazał bardzo dobre wyniki za III kwartał, które były znacznie lepsze od naszych oczekiwań. Spółka jest w trakcie restrukturyzacji, która przynosi efekty szybciej niż wcześniej sądzono. W bieżącym roku Torfarm rozpocznie kilka nowych projektów, które będą miały na celu dywersyfikację działalności w ramach sektora farmaceutycznego. Choć wiąże się z tym pewne koszty, uważamy iż wyraźnie poprawi to wyniki w tym roku. Biorąc to pod uwagę oraz aktualny kurs akcji podwyższamy rekomendację dla spółki z akumuluj do kupuj, wyznaczając jednocześnie nową cenę docelową na poziomie 60.4 PLN.

Wyniki w III kwartale

Torfarm pokazał bardzo dobre wyniki w III kwartale, które były znacznie powyżej naszych oczekiwań, głównie za sprawą wysokiej dynamiki przychodów. Spółka zanotowała w tym okresie wzrost obrotów aż o 25.9%. W stosunku do roku poprzedniego konsolidowane były wyniki I-III kw. Łączny udział Grupy Torfarm w rynku aptecznym szacowany w III kwartale wyniósł 21.5%. Marża brutto na sprzedaży wzrosła aż o 1.33 p.p. do 7.78% (m.in. efekt tzw. „złotych strzałów” - kupno leków po atrakcyjnych cenach na koniec kwartału, oraz restrukturyzacji w obszarze logistyki i transportu). Dzięki temu, pomimo dużo wyższych kosztów ogólnego zarządu (+50% r/r), zysk na sprzedaży wzrósł ponad czterokrotnie. EBIT wzrósł natomiast o 131.4% do 10.0 mln PLN. Z uwagi jednak na wysokie koszty finansowe i wysoką efektywną stopę podatkową zysk netto wzrósł r/r o 46.5% do 4.1 mln PLN.

Torfarm - kwartalne wyniki finansowe

mln PLN	III kw '07	III kw '08	%	I-III kw '07	I-III kw '08	%
Przychody	757.7	953.8	25.9%	2 431.9	2 966.6	22.0%
Wynik brutto na sprzedaży	48.9	74.2	51.8%	140.3	220.1	56.9%
EBITDA	6.0	13.2	119.3%	9.1	9.4	3.3%
EBIT	4.3	10.0	131.4%	15.9	28.4	78.0%
Zysk netto	2.8	4.1	46.5%	10.8	13.5	25.2%
Marże						
Marża brutto na sprzedaży	6.45%	7.78%		5.77%	7.42%	
Marża EBIT	0.57%	1.05%		0.66%	0.96%	
Marża EBITDA	0.79%	1.38%		0.38%	0.32%	
Marża netto	0.37%	0.43%		0.44%	0.46%	

Źródło: Torfarm S.A.

Dywersyfikacja działalności

Spółka chce sprzedawać miesięcznik o zdrowiu, w którym będzie umieszczać reklamy koncernów farmaceutycznych. Projekt ten funkcjonuje obecnie jako „Świat Zdrowia” - bezpłatna gazetka dystrybuowana w placówkach zrzeszonych w programie „Świat Zdrowia”. Jej nakład wynosił w grudniu ok. 250 tys. egzemplarzy i przynosił dochód z reklam w wysokości 300 tys. PLN miesięcznie. Nowy miesięcznik będzie jednak mocniej rozbudowany i skierowany głównie do kobiet. Ponadto trafi na zwykły rynek prasowy. Torfarm powiększa cały czas bazę reklamodawców - producentów leków, zainteresowanych reklamą w nowym tytule.

Miesięcznik będzie jedną z form marketingowych oferowanych producentom przez Torfarm. Poza tym spółka będzie wykorzystywała do tego celu apteki zrzeszone w programie „Świat Zdrowia”. W placówkach zwiększoną sprzedaż danego leku można osiągnąć dzięki banerom reklamowym czy odpowiedniemu rozmieszczeniu towaru na półkach.

Torfarm od lutego planuje wprowadzenie własnej marki leków OTC. Na początku będą to suplementy diety, później oferta może poszerzyć się o dermokosmetyki. Spółka będzie zlecała produkcję leków zewnętrznym firmom i sprzedawała głównie w placówkach zrzeszonych po szyldem „Świat Zdrowia”. Zwrot z inwestycji w projekt sprzedaży własnego leku szacowany jest na ok. 3 lata. Marketing i reklama nowych leków może obciążyć wyniki spółki w 2009r. nawet o 8 mln PLN, choć spółka jeżeli pozwoli na to audytor będzie chciała rozłożyć te koszty na dłuższy okres.

W bieżącym roku Torfarm będzie nadal inwestował intensywnie w rozwój organiczny. Planowane nakłady zamykają się w kwocie 40 mln PLN, z czego ok. 30 mln PLN zostanie wydatkowanych na inwestycje związane z logistyką a do 10 mln PLN zostanie przeznaczonych na systemy IT.

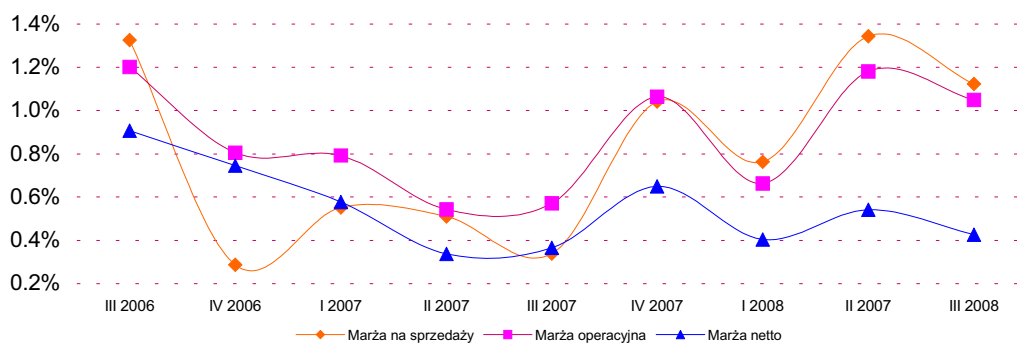
Przejęcie spółki Promedic

W dniu 10 lipca Torfarm nabył 100% udziałów w spółce Promedic z Kielc za 0.7 mln PLN. Firma ta rocznie generowała 100 mln PLN przychodów, co dawało ok. 0.55% udziału w rynku. Działa w województwie świętokrzyskim, lubelskim i podkarpackim. Biorąc pod uwagę przychody spółki i cenę przejęcia, została ona przejęta bardzo tanio. Prawdopodobnie było to możliwe dzięki temu, że dystrybutor przynosił straty. W ramach struktur Torfarmu, Promedic powinien szybko zacząć generować zyski.

Warunkowa emisja akcji

Torfarm zamierza warunkowo (poprzez warranty) wyemitować łącznie 790 tys. akcji serii I oraz J. Decyzja zapadnie na WZA zaplanowane na 15 stycznia. Nowe akcje będą sprzedawane po 56 PLN, czyli powyżej wyceny rynkowej. Akcje serii I w ilości 470 tys. zostaną zaoferowane innym podmiotom kontrolującym firmy z branży, które mają być przejmowane przez Torfarm. Przy założeniu 56 PLN za walor daje to kwotę ok. 26 mln PLN. **Akcje serii J w ilości 320 tys. zostaną wyemitowane do końca 2018r. głównym akcjonariuszom, ale tylko w sytuacji gdy będą oni mogli stracić pakiet kontrolny w firmie (gdy ich udział spadnie poniżej 50% w wyniku emisji akcji serii I).** Cena emisyjna została ustalona na poziomie znacznie wyższym od aktualnego kursu akcji, co świadczy o tym, iż zarząd traktuje obecną cenę jako przejściową (biorąc pod uwagę fakt, że część akcji przeznaczona jest dla głównych akcjonariuszy spółki).

Marże w poszczególnych kwartałach



Źródło: Millennium DM

Prosper

neutralnie

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 4.9

Cena docelowa: 4.8

Choć Prosper pokazał słabe r/r wyniki, były one jednak zdecydowanie lepsze od naszych oczekiwań. Operacyjnie sytuacja wygląda nieco lepiej niż w poprzednich kwartałach. Niemniej jednak należy wziąć pod uwagę wysokie ryzyko związane z zadłużeniem krótkoterminowym. O ile spółce uda się przedłużyć umowy kredytowe, o tyle marże będą już zdecydowanie wyższe co istotnie zwiększy koszty finansowe w roku bieżącym. Z uwagi na powyższe czynniki przy obecnej niskiej cenie podtrzymujemy neutralne nastawienie do akcji Prospera, wyznaczając cenę docelową na poziomie 4.8 PLN.

Wyniki w III kwartale

Prosper, jako jedyny giełdowy dystrybutor leków, zanotował spadek sprzedaży w III kwartale (3.9% r/r - efekt spadku przychodów z przedhurtu po wprowadzeniu nowelizacji do ustawy o świadczeniach zdrowotnych we wrześniu ub.r.), który jednak jest niższy niż w poprzednich kwartałach. Ponadto spółka poprawiła wyraźnie marżę brutto na sprzedaży, co jednak w wyniku silnego wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (+17.3% r/r) doprowadziło do spadku marży na sprzedaży o 0.07 p.p. do 0.72%. Należy to jednak uznać za sukces, biorąc pod uwagę ujemną lub bliską zera marżę w poprzednich kwartałach. Zysk operacyjny spadł o 14.4% r/r do 3.1 mln PLN. Saldo z działalności finansowej było niższe niż przed rokiem, co przełożyło się na spadek zysku netto o 47.9% r/r do 0.8 mln PLN. W kolejnych kwartałach dynamiki roczne będą dla Prospera dużo bardziej korzystne z uwagi na niską bazę (negatywny efekt nowelizacji na wyniki od IV kw. 2007).

Prosper - kwartalne wyniki finansowe

mln PLN	III kw '07	III kw '08	%	I-III kw '07	I-III kw '08	%
Przychody	475.1	456.4	-3.9%	1 476.4	1 393.8	-5.6%
Wynik brutto na sprzedaży	28.0	31.7	13.4%	88.0	80.3	-8.8%
EBITDA	5.1	4.5	-10.7%	15.7	8.2	-47.8%
EBIT	3.6	3.1	-14.4%	11.3	3.8	-66.6%
Zysk netto	1.6	0.8	-47.9%	6.0	2.4	-59.0%

Marże

Marża brutto na sprzedaży	5.89%	6.96%	5.96%	5.76%
Marża EBIT	0.75%	0.67%	0.76%	0.27%
Marża EBITDA	1.07%	0.99%	1.07%	0.59%
Marża netto	0.33%	0.18%	0.40%	0.18%

Źródło: Prosper S.A.

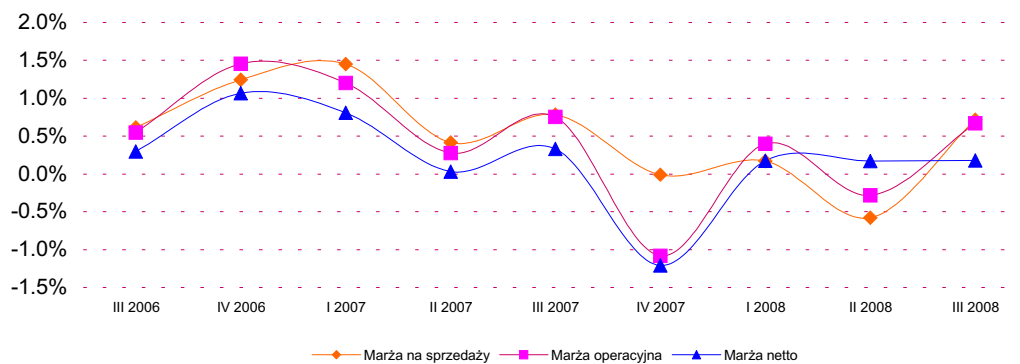
Wysokie zadłużenie

Prosper na koniec III kwartału posiadał aż 105.5 mln PLN kredytów krótkoterminowych. Choć w październiku dokonał spłaty ok. 19 mln PLN, spółka pozyskała nowe finansowanie (kredyt na rachunku bieżącym w BGŻ na 20 mln PLN). Zadłużenie spółki jest bardzo wysokie, biorąc pod uwagę przykładowo aktualne poziomy generowanych zysków operacyjnych. Na bieżący rok prognozujemy EBITDA w wysokości blisko 20 mln PLN, co przekłada się na wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 5.

Z uwagi na silne zlewarowanie spółce trudno jest uzyskać długoterminowy kredyt, tym bardziej na satysfakcjonujących warunkach. Proponowane marże są na tyle wysokie, że łatwiej i korzystniej jest rolować krótkoterminowe zadłużenie zabezpieczone zapasami. Wbrew pozorom, pomimo ryzyka, Prosper jest atrakcyjnym klientem dla niektórych banków biorąc pod uwagę generowany przez spółkę wysoki dzienny przepływ gotówki.

W III kwartale spółce udało się wygenerować przyzwoity cash flow operacyjny, co wynikało jednak ze znacznego wzrostu zobowiązań handlowych. Spółce udało się wynegocjować z producentami dłuższe terminy regulowania płatności. **Wysokie zadłużenie spółki stanowi obecnie główny czynnik ryzyka Prospera. Z tego też względu pomimo niskiej wyceny akcji spółki (C/WK 0.35) utrzymujemy neutralne nastawienie do walorów spółki.**

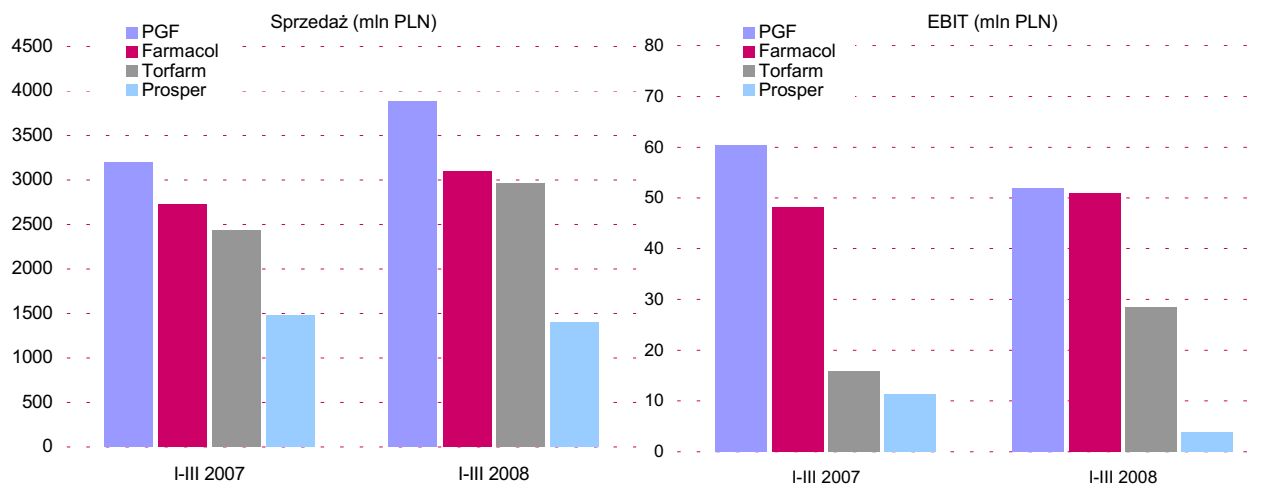
Marże w poszczególnych kwartałach



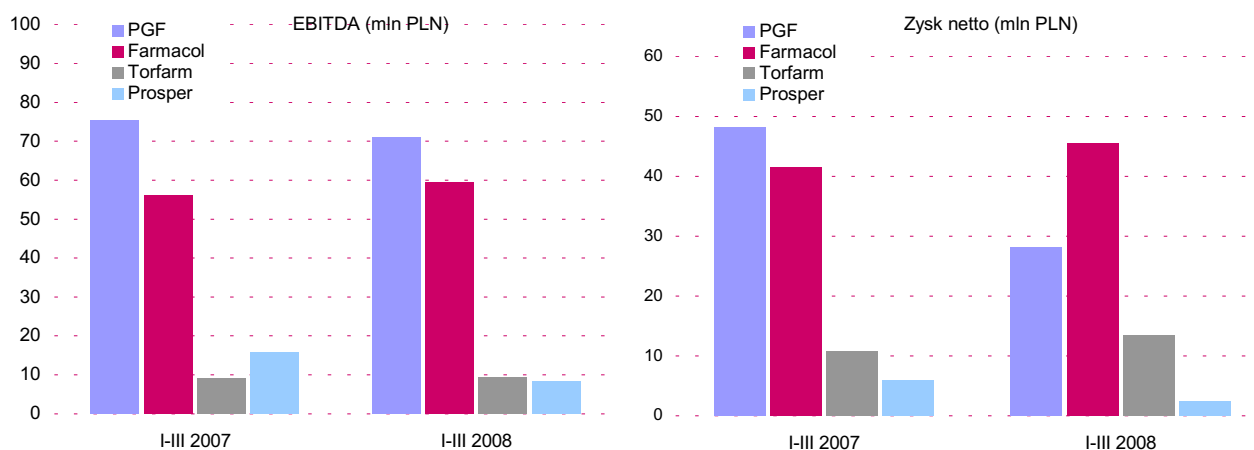
Źródło: Millennium DM

Porównanie wyników finansowych

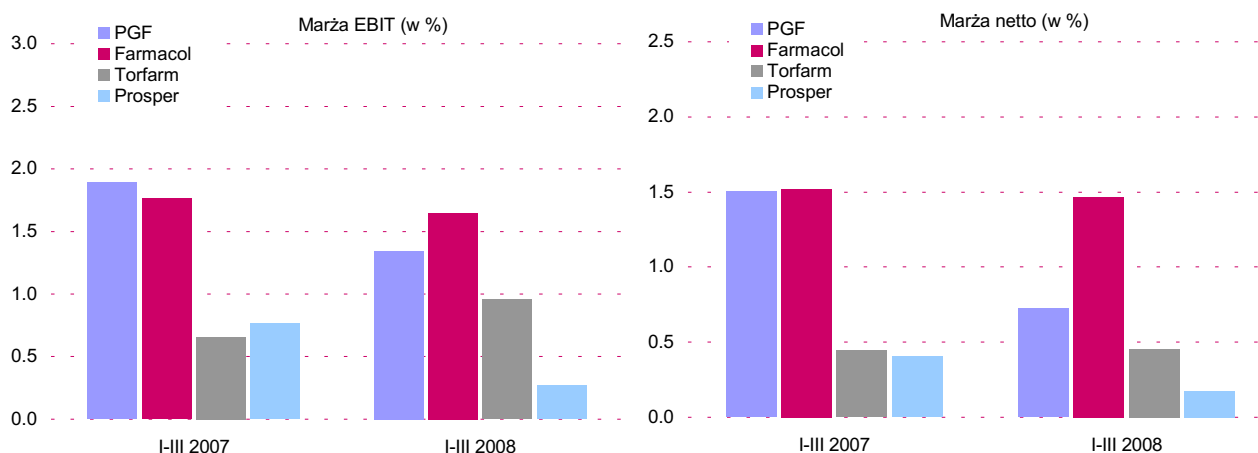
Sprzedaż, EBIT



EBITDA, zysk netto



Marża EBIT, marża netto



Wycena

Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodą porównawczą do spółek zagranicznych działających w branży dystrybucji farmaceutyków. Wycenę ostateczną stanowi średnia ważona poszczególnych wycen uzyskanych z tych dwóch metod.

PGF

Metoda wyceny	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	369	29.3
Wycena DCF (mln PLN)	491	39.0
Wycena (mln PLN)	430	
Wycena 1 akcji PGF (PLN)	34.2	

Farmacol

Metoda wyceny	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	805	34.4
Wycena DCF (mln PLN)	941	40.2
Wycena (mln PLN)	873	
Wycena 1 akcji Farmacolu (PLN)	37.3	

Torfarm

Metoda wyceny	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne (mln PLN)	237	60.1
Wycena DCF (mln PLN)	239	60.6
Wycena (mln PLN)	238	
Wycena 1 akcji Torfarmu (PLN)	60.4	

Prosper

Metoda wyceny	Wycena spółki	Wycena 1 akcji (PLN)
Wycena porównawcza - spółki zagraniczne	31	4.5
Wycena DCF	35	5.1
Wycena (mln PLN)	33	
Wycena 1 akcji Prospera (PLN)	4.8	

Zródło: Millennium DM

Do wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2017r. - 5.0%.
- Premia rynkowa za ryzyko - 5%.
- Współczynnik *Beta* na poziomie 1.0 dla Farmacolu, 1.3 dla Torfarmu i PGFu oraz 1.4 dla Prospera. Zwiększone wskaźniki wynikają z bardzo wysokiego poziomu zadłużenia większości hurtowników.
- Długookresowa stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) - 2%.
- Wzrost rynku o 3.0% w roku bieżącym oraz średnio 4.0% w pięciu kolejnych latach.

Wycena DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych obejmuje 10-letnią prognozę wolnych przepływów pieniężnych. Koszt kapitału został wyliczony na podstawie modelu CAPM, który opiera się na wolnej od ryzyka stopie procentowej, premii rynkowej oraz parametrze Beta. Zmianę wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 2%.

PGF

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	5 119	5 228	5 438	5 706	5 960	6 168	6 353	6 480	6 609	6 741	
EBIT (1-T)	68.6	64.0	73.1	84.1	90.8	94.4	97.3	99.2	101.2	103.2	
amortyzacja	26.7	31.0	31.4	31.3	30.1	30.6	30.9	31.1	31.2	31.2	
inwestycje	-86.7	-53.0	-51.4	-39.3	-36.1	-34.6	-32.9	-32.1	-32.0	-31.9	
zmiana kap.obrotowego	30.2	-4.3	-1.2	-2.8	-4.4	-2.0	-6.7	-4.5	-4.5	-1.6	
FCF	38.8	37.7	51.9	73.3	80.4	88.4	88.6	93.7	95.9	100.9	1 173
zmiana FCF		-3.0%	37.7%	41.3%	9.7%	10.0%	0.2%	5.9%	2.3%	5.3%	2.0%
dług/kapitał	58.9%	53.4%	48.2%	43.6%	39.1%	32.8%	27.6%	22.0%	16.1%	10.9%	10.9%
stopa wolna od ryzyka	5.0%	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
koszt długu	6.0%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	6.5%	6.0%
koszt kapitału	11.5%	11.2%	11.3%	11.5%	11.6%	11.8%	12.0%	12.0%	12.1%	12.0%	11.5%
WACC	7.6%	7.7%	8.1%	8.6%	9.0%	9.6%	10.1%	10.6%	11.0%	11.2%	10.8%
PV (FCF)	39.1	35.2	44.8	58.3	58.7	58.9	53.6	51.3	47.2	44.7	519.6
wartość DCF (mln PLN)	1011.5										
gotówka netto	-429.9										
kapitały mniejszości	90.2										
wycena DCF (mln PLN)	491.4										
Liczba akcji (mln)	12.6										
wycena 1 akcji (PLN)	39.0										

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje PGF na 39.0 PLN.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa r_f rezidualna	rezidualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	4.0%	34.0	38.5	44.2	51.6	61.5	75.5	96.9
	4.5%	32.3	36.4	41.5	48.0	56.5	68.3	85.6
	5.0%	30.7	34.4	39.0	44.8	52.3	62.3	76.6
	5.5%	29.3	32.7	36.8	42.0	48.6	57.3	69.2
	6.0%	28.0	31.1	34.9	39.5	45.4	52.9	63.2

Źródło: Millennium DM

Farmacol

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	4 116	4 279	4 430	4 618	4 791	4 947	5 083	5 185	5 289	5 396	
EBIT (1-T)	69.4	73.8	77.9	81.2	85.4	88.9	91.8	94.1	96.0	97.9	
amortyzacja	11.5	16.2	21.8	24.2	24.7	25.1	25.2	25.3	25.7	26.0	
inwestycje	-61.5	-81.2	-51.8	-39.2	-34.7	-33.1	-30.2	-30.3	-28.7	-28.0	
zmiana kap.obrotowego	-18.4	-10.7	1.0	-7.3	-3.5	-4.3	-2.6	-0.1	0.1	-1.3	
FCF	0.9	(1.9)	48.8	58.9	71.9	76.6	84.2	89.0	93.1	94.6	1 262
zmiana FCF		-	-	20.6%	22.1%	6.6%	9.8%	5.7%	4.6%	1.6%	2.0%
dług/kapitał	8.8%	5.9%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	6.8%	6.9%	6.9%
stopa wolna od ryzyka	5.0%	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
koszt długu	6.0%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	6.5%	6.0%
koszt kapitału	10.0%	9.7%	9.8%	10.0%	10.1%	10.3%	10.5%	10.5%	10.6%	10.5%	10.0%
WACC	9.6%	9.4%	9.5%	9.7%	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	10.1%	9.6%
PV (FCF)	1.0	(1.8)	41.1	45.2	50.2	48.7	48.6	46.6	44.2	40.8	544.1
wartość DCF (mln PLN)	908.6										
gotówka netto	73.7										
kapitały mniejszości	41.0										
wycena DCF (mln PLN)	941.3										
Liczba akcji (mln)	23.4										
wycena 1 akcji (PLN)	40.2										

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje Farmacolu na 40.2 PLN.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	4.0%	37.1	40.0	43.7	48.7	55.9	67.0	86.5
	4.5%	36.0	38.6	41.8	46.2	52.2	61.0	75.6
	5.0%	35.0	37.3	40.2	44.0	49.1	56.4	67.6
	5.5%	34.2	36.2	38.8	42.1	46.5	52.6	61.6
	6.0%	33.4	35.2	37.6	40.5	44.3	49.5	56.9

Źródło: Millennium DM

Torfarm

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	>2017
sprzedaż	3 992	4 160	4 355	4 602	4 818	5 019	5 203	5 341	5 484	5 630	
EBIT (1-T)	31.2	36.5	42.0	45.1	46.8	48.4	50.2	51.5	52.9	54.3	
amortyzacja	11.8	13.5	16.4	17.4	17.8	18.3	18.8	19.2	19.5	19.7	
inwestycje	-29.0	-53.5	-31.4	-27.4	-25.8	-24.3	-23.8	-22.2	-21.5	-21.2	
zmiana kap.obrotowego	-55.3	2.6	-1.6	-3.0	-3.6	-5.0	-4.2	-3.4	-3.9	-3.3	
FCF	(41.3)	(0.9)	25.4	32.1	35.2	37.4	41.0	45.1	47.0	49.4	571
zmiana FCF	-	-	-	26.3%	9.9%	6.2%	9.5%	10.2%	4.0%	5.3%	2.0%
dlug/kapitał	60.4%	57.3%	52.3%	48.8%	45.1%	41.1%	35.9%	30.6%	25.4%	19.3%	10.0%
stopa wolna od ryzyka	5.0%	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.6%	5.5%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
koszt długu	6.0%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	6.5%	6.0%
koszt kapitału	11.5%	11.2%	11.3%	11.5%	11.6%	11.8%	12.0%	12.0%	12.1%	12.0%	11.5%
WACC	7.5%	7.4%	7.8%	8.2%	8.6%	9.1%	9.5%	10.0%	10.4%	10.7%	10.8%
PV (FCF)	(41.5)	(0.9)	22.0	25.7	26.0	25.3	25.3	25.4	23.9	22.8	262.6
wartość DCF (mln PLN)	416.7						w tym wartość rezydualna	263			
gotówka netto	-177.5										
wycena DCF (mln PLN)	239.2										
Liczba akcji (mln)	3.9										
wycena 1 akcji (PLN)	60.6										

Źródło: Millennium DM

Na bazie metody DCF wyceniamy akcje Torfarmu na 60.6 PLN.

Wrażliwość wyceny 1 akcji spółki na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
	4.0%	52.6	59.8	68.9	80.7	96.5	118.8	152.6
	4.5%	49.8	56.4	64.5	74.9	88.6	107.3	134.7
	5.0%	47.3	53.3	60.6	69.9	81.8	97.8	120.4
	5.5%	45.0	50.5	57.1	65.4	75.9	89.8	108.8
	6.0%	42.9	47.9	54.0	61.4	70.8	82.9	99.1

Źródło: Millennium DM

Wycena metodą porównawczą

Wycena porównawcza bazuje na spółkach zagranicznych głównie z Europy Zachodniej, działających w tej samej branży. W przypadku spółek nie posiadających własnych aptek, z uwagi na uzyskiwanie niższych marż i większe ryzyko, przyjęliśmy dyskonto w stosunku do podmiotów zagranicznych na poziomie 5% dla Torfarmu oraz 20% dla Prosperu. Różnica w dyskoncie tych podmiotów wiąże się z większą skalą działalności Torfarmu. Wycena oparta jest na trzech wskaźnikach: EV/EBITDA (udział 0.4), EV/EBIT (udział 0.3) oraz P/E (udział 0.3).

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p	2008p	2009p	2010p
UNITED DRUG PLC	7.75	7.37	7.63	9.60	9.16	10.12	10.32	9.63	9.74
OPG GROEP NV-CVA	6.05	5.75	5.39		7.06	6.56	12.21	8.54	7.75
CELESIO AG	7.95	7.41	6.77	9.67	8.77	8.03	10.82	9.27	8.23
MEDA AB-A SHS	7.86	6.64	6.37	11.26	9.48	8.88	13.34	10.13	8.38
GALENICA HOLDING AG-REG	5.71	6.13	6.66	10.70	9.81	10.00	9.34	9.12	9.41
Mediana	7.7	6.6	6.7	10.2	9.2	8.9	10.8	9.3	8.4

PGF

Wyniki spółki (mln PLN)	115.2	111.0	122.2	88.6	80.0	90.8	51.3	52.0	71.1
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	373	217	293	382	212	286	555	482	596
Wycena				369					
Wycena 1 akcji (PLN)				29.3					

Farmacol

Wyniki spółki (mln PLN)	98.7	107.3	118.0	87.3	91.1	96.1	74.9	78.2	82.3
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	799	747	819	923	869	887	810	725	690
Wycena				806					
Wycena 1 akcji (PLN)				34.4					

Torfarm

Wyniki spółki (mln PLN)	54.6	59.7	68.2	42.7	46.2	51.8	20.8	25.6	31.2
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	245	219	277	258	245	283	225	238	262
Wycena*				237					
Wycena 1 akcji (PLN)*				60.1					

Prosper

Wyniki spółki (mln PLN)	14.2	19.3	20.8	7.8	11.5	12.8	3.8	5.5	6.9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	19	37	47	-11	14	23	41	51	58
Wycena*				31					
Wycena 1 akcji (PLN)*				4.5					

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.* uwzględnia dyskonto 20% dla Prosperu, 5% dla Torfarmu.

PGF

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	4 006.0	4 410.5	5 119.3	5 228.4	5 438.2	5 705.6
koszty wytworzenia	3 589.7	3 954.0	4 586.9	4 679.4	4 861.7	5 099.6
zysk brutto na sprzedaży	416.3	456.5	532.4	549.0	576.4	605.9
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	346.1	397.4	469.4	471.6	488.3	504.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	12.3	26.7	25.6	2.6	2.7	2.9
EBITDA	108.5	113.7	115.2	111.0	122.2	135.2
EBIT	87.1	93.0	88.6	80.0	90.8	103.8
saldo finansowe	-5.8	-3.0	-22.6	-15.0	-2.5	4.4
zysk przed opodatkowaniem	81.3	90.0	65.9	65.0	88.4	108.3
podatek dochodowy	18.3	16.3	14.8	13.0	17.2	20.6
korekty udziałów mniejszościowych	0.2	-0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0
zysk netto	62.7	74.4	51.3	52.0	71.1	87.7
EPS	5.0	5.9	4.1	4.1	5.6	7.0

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	354.2	619.4	679.9	702.4	722.9	731.4
wartości niematerialne i prawne	185.2	403.6	414.7	414.3	412.5	410.8
rzeczowe aktywa trwałe	146.6	179.7	228.6	251.0	272.7	282.4
inwestycje długoterminowe	13.3	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
aktywa obrotowe	1 133.3	1 392.4	1 412.7	1 386.5	1 393.6	1 447.7
zapasy	549.2	597.9	623.8	631.7	651.5	675.7
należności	464.5	521.5	537.5	549.0	568.3	593.4
inwestycje krótkoterminowe	114.3	244.1	222.2	176.3	144.1	148.7
rozliczenia międzyokresowe	2.9	4.6	4.8	5.1	5.3	5.6
aktywa razem	1 487.6	2 011.7	2 092.6	2 088.8	2 116.5	2 179.1
kapitał własny	290.9	406.6	457.9	509.9	560.2	619.5
zobowiązania	1 196.6	1 605.1	1 634.7	1 579.0	1 556.3	1 559.7
zobowiązania długoterminowe	133.8	591.2	532.0	478.8	440.5	409.7
zobowiązania krótkoterminowe	1 028.5	976.1	1 063.2	1 059.2	1 073.4	1 106.2
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	8.1	12.0	12.6	13.2	13.9	14.6
pasywa razem	1 487.6	2 011.7	2 092.6	2 088.8	2 116.5	2 179.1
BVPS	19.8	22.8	26.8	31.0	34.9	39.7

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	62.7	74.4	51.3	52.0	71.1	87.7
amortyzacja	21.4	20.6	26.7	31.0	31.4	31.3
zmiana kapitału obrotowego	65.7	-77.5	30.2	-4.3	-1.2	-2.8
gotówka z działalności operacyjnej	118.2	11.2	163.6	128.2	140.0	148.7
inwestycje (capex)	24.0	-154.2	-86.7	-53.0	-51.4	-39.3
gotówka z działalności inwestycyjnej	24.0	-154.2	-86.7	-53.0	-51.4	-39.3
wypłata dywidendy	29.7	-30.2	0.0	0.0	-20.8	-28.5
emisja akcji	0.0	12.8	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-76.1	253.9	-43.4	-71.5	-61.3	-43.9
gotówka z działalności finansowej	-128.5	208.5	-98.9	-121.0	-120.8	-104.9
zmiana gotówki netto	13.7	65.5	-21.9	-45.8	-32.2	4.5
DPS	2.4	2.4	0.0	0.0	1.7	2.3
CEPS	6.8	7.6	6.2	6.6	8.1	9.5
FCFPS	1.1	5.2	-1.7	-3.6	-2.6	0.4

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	2.9	10.1	16.1	2.1	4.0	4.9
zmiana EBITDA	19.0	4.7	1.4	-3.6	10.1	10.6
zmiana EBIT	17.0	6.8	-4.8	-9.7	13.5	14.3
zmiana zysku netto	20.4	18.7	-31.0	1.3	36.8	23.3
marża brutto na sprzedaży	10.4	10.4	10.4	10.5	10.6	10.6
marża EBITDA	2.7	2.6	2.3	2.1	2.2	2.4
marża EBIT	2.2	2.1	1.7	1.5	1.7	1.8
marża netto	1.6	1.7	1.0	1.0	1.3	1.5
sprzedaż/aktywa	269.3	219.2	244.6	250.3	256.9	261.8
dług / kapitał własny	411.3	394.8	357.0	309.7	277.8	251.8
odsetki / EBIT	30.8	32.7	62.6	61.9	42.6	31.3
stopa podatkowa	22.9	17.3	22.2	20.0	19.5	19.0
ROE	21.5	18.3	11.2	10.2	12.7	14.2
ROA	4.2	3.7	2.5	2.5	3.4	4.0
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-182.5	-454.2	-432.7	-407.1	-378.0	-329.5

Źródło: prognozy Millennium DM

Farmacol

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	3 372.1	3 660.6	4 116.0	4 279.3	4 429.6	4 617.8
koszty wytworzenia	3 115.8	3 373.6	3 797.0	3 948.5	4 087.6	4 263.1
zysk brutto na sprzedaży	256.3	287.0	319.0	330.8	342.0	354.6
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	195.4	207.4	228.9	238.8	245.8	255.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	11.3	3.8	-2.9	-0.9	0.0	0.9
EBITDA	84.5	92.7	98.7	107.3	118.0	124.4
EBIT	72.2	81.8	87.3	91.1	96.1	100.2
saldo finansowe	8.6	10.1	10.5	9.1	9.4	9.0
zysk przed opodatkowaniem	80.9	91.9	97.8	100.3	105.6	109.2
podatek dochodowy	13.0	18.7	20.0	19.1	20.1	20.7
korekty udziałów mniejszościowych	3.6	2.9	2.8	3.0	3.2	3.3
zysk netto	64.2	70.4	74.9	78.2	82.3	85.2
EPS	2.7	3.0	3.2	3.3	3.5	3.5

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	209.2	233.1	283.4	348.8	379.2	394.6
wartości niematerialne i prawne	2.4	2.8	4.2	5.9	6.7	7.1
rzeczowe aktywa trwałe	107.8	112.1	160.6	224.0	253.2	267.8
inwestycje długoterminowe	2.9	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
aktywa obrotowe	954.0	1 061.4	1 220.8	1 250.5	1 287.9	1 323.9
zapasy	428.6	500.6	565.8	584.4	596.8	618.2
należności	416.4	451.2	508.3	532.8	549.3	572.6
inwestycje krótkoterminowe	98.9	91.0	127.9	114.4	122.7	113.8
rozliczenia międzyokresowe	10.1	18.6	18.8	19.0	19.1	19.3
aktywa razem	1 163.2	1 294.5	1 504.2	1 599.3	1 667.1	1 718.5
kapitał własny	489.8	568.2	630.2	708.4	743.8	754.9
zobowiązania	673.4	726.3	874.0	890.9	923.3	963.6
zobowiązania długoterminowe	13.1	1.8	3.7	5.2	5.7	6.3
zobowiązania krótkoterminowe	630.3	691.2	835.3	848.9	878.8	916.6
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	24.8	28.4	29.8	31.3	32.9	34.5
pasywa razem	1 163.2	1 294.5	1 504.2	1 599.3	1 667.1	1 718.5
BVPS	20.9	24.3	26.9	30.3	31.8	30.9

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	64.2	70.4	74.9	78.2	82.3	85.2
amortyzacja	12.3	10.9	11.5	16.2	21.8	24.2
zmiana kapitału obrotowego	-35.0	-43.9	-18.4	-10.7	1.0	-7.3
gotówka z działalności operacyjnej	36.8	22.5	71.1	87.9	108.8	105.9
inwestycje (capex)	-22.3	18.5	-61.5	-81.2	-51.8	-39.2
gotówka z działalności inwestycyjnej	-22.3	18.5	-61.5	-81.2	-51.8	-39.2
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	-46.9	-74.1
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	8.6	-19.7	43.3	-16.0	1.9	2.3
gotówka z działalności finansowej	-24.1	-14.3	27.3	-20.2	-48.7	-75.6
zmiana gotówki netto	-9.6	26.7	36.9	-13.5	8.3	-8.9
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	3.0
CEPS	3.3	3.5	3.7	4.0	4.5	4.5
FCFPS	-0.4	1.1	1.6	-0.6	0.4	-0.4

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	10.3	8.6	12.4	4.0	3.5	4.2
zmiana EBITDA	-7.1	9.7	6.5	8.7	9.9	5.4
zmiana EBIT	-10.2	13.3	6.7	4.5	5.5	4.2
zmiana zysku netto	-5.7	9.7	6.4	4.5	5.3	3.5
marża brutto na sprzedaży	7.6	7.8	7.7	7.7	7.7	7.7
marża EBITDA	2.5	2.5	2.4	2.5	2.7	2.7
marża EBIT	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2
marża netto	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.8
sprzedaż/aktywa	289.9	282.8	273.6	267.6	265.7	268.7
dług / kapitał własny	137.5	127.8	138.7	125.8	124.1	127.6
odsetki / EBIT	3.3	5.8	3.6	4.6	3.8	3.8
stopa podatkowa	20.6	23.4	23.4	22.0	22.0	22.0
ROE	13.1	12.4	11.9	11.0	11.1	11.3
ROA	5.5	5.4	5.0	4.9	4.9	5.0
(dług) gotówka netto (mln PLN)	61.8	73.7	67.3	69.8	76.1	64.9

Źródło: prognozy Millennium DM

Torfarm

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	1 700.9	3 288.8	3 992.5	4 160.0	4 355.0	4 602.3
koszty wytworzenia	1 575.1	3 082.3	3 681.0	3 835.5	4 016.6	4 245.6
zysk brutto na sprzedaży	125.8	206.5	311.4	324.5	338.4	356.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	111.4	183.9	264.7	275.4	284.4	299.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0.7	3.8	-4.0	-2.9	-2.2	-1.8
EBITDA	18.4	33.7	54.6	59.7	68.2	73.1
EBIT	13.7	24.7	42.7	46.2	51.8	55.7
saldo finansowe	-0.5	-4.9	-13.8	-13.7	-13.3	-12.9
zysk przed opodatkowaniem	13.3	19.8	29.0	32.5	38.5	42.7
podatek dochodowy	2.0	4.6	7.8	6.8	7.3	8.1
korekty udziałów mniejszościowych	0.0	-1.1	0.3	0.0	0.0	0.0
zysk netto	11.3	16.3	20.8	25.6	31.2	34.6
EPS	4.2	4.6	5.3	6.5	7.9	8.8

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	46.6	230.8	248.1	288.2	303.3	313.4
wartości niematerialne i prawne	4.6	7.4	4.3	5.5	5.9	6.2
rzeczowe aktywa trwałe	27.3	119.9	138.0	176.8	191.4	201.1
inwestycje długoterminowe	14.4	16.2	18.4	18.4	18.4	18.4
aktywa obrotowe	497.0	911.4	1 052.1	1 067.7	1 110.3	1 168.8
zapasy	232.3	526.4	589.0	598.3	622.6	653.8
należności	243.9	355.9	431.2	447.2	466.0	490.1
inwestycje krótkoterminowe	20.2	28.6	31.4	21.5	21.1	24.1
rozliczenia międzyokresowe	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
aktywa razem	543.6	1 142.3	1 300.2	1 355.9	1 413.6	1 482.2
kapitał własny	78.5	160.6	174.9	200.5	231.7	257.0
zobowiązania	465.1	975.7	1 119.3	1 149.3	1 175.8	1 219.1
zobowiązania długoterminowe	15.0	50.4	55.4	69.3	79.7	83.7
zobowiązania krótkoterminowe	447.6	920.0	1 058.2	1 074.2	1 090.0	1 129.1
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	2.0	3.5	3.8	4.0	4.2	4.4
pasywa razem	543.6	1 142.3	1 300.2	1 355.9	1 413.6	1 482.2
BVPS	29.0	43.3	42.8	49.3	57.2	63.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	11.3	16.3	20.8	25.6	31.2	34.6
amortyzacja	4.7	9.0	11.8	13.5	16.4	17.4
zmiana kapitału obrotowego	-23.6	46.3	-55.3	2.6	-1.6	-3.0
gotówka z działalności operacyjnej	-14.1	4.6	-3.7	61.0	64.3	66.4
inwestycje (capex)	-20.3	-96.1	-29.0	-53.5	-31.4	-27.4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-20.3	-96.1	-29.0	-53.5	-31.4	-27.4
wypłata dywidendy	-2.7	-4.9	-6.5	0.0	0.0	-9.4
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	55.7	130.5	60.9	1.9	-15.1	-9.1
gotówka z działalności finansowej	36.0	98.4	35.4	-17.4	-33.4	-36.0
zmiana gotówki netto	1.7	6.9	2.7	-9.8	-0.5	3.1
DPS	1.0	1.4	1.7	0.0	0.0	2.4
CEPS	5.9	7.1	8.3	9.9	12.1	13.2
FCFPS	0.6	1.9	0.7	-2.5	-0.1	0.8

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	20.4	93.4	21.4	4.2	4.7	5.7
zmiana EBITDA	60.3	82.6	62.0	9.4	14.3	7.1
zmiana EBIT	77.0	80.1	73.1	8.1	12.2	7.5
zmiana zysku netto	15.9	44.7	27.4	23.0	21.8	10.9
marża brutto na sprzedaży	7.4	6.3	7.8	7.8	7.8	7.7
marża EBITDA	1.1	1.0	1.4	1.4	1.6	1.6
marża EBIT	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2
marża netto	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
sprzedaż/aktywa	312.9	287.9	307.1	306.8	308.1	310.5
dług / kapitał własny	592.8	607.6	640.1	573.2	507.4	474.4
odsetki / EBIT	27.5	40.7	44.3	41.8	35.3	31.3
stopa podatkowa	14.8	17.5	28.0	21.0	19.0	19.0
ROE	14.4	10.2	11.9	12.8	13.5	13.5
ROA	2.1	1.4	1.6	1.9	2.2	2.3
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-55.5	-177.5	-235.7	-247.4	-232.8	-220.6

Źródło: prognozy Millennium DM

Prosper

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
przychody netto	1 817.2	1 905.4	1 864.0	1 941.4	2 031.5	2 122.0
koszty wytworzenia	1 707.7	1 789.8	1 755.5	1 824.9	1 909.6	1 994.3
zysk brutto na sprzedaży	109.4	115.6	108.5	116.5	121.9	127.7
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	95.1	102.2	101.6	104.8	108.5	112.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	5.2	-6.7	0.9	-0.2	-0.6	-0.4
EBITDA	25.7	12.4	14.2	19.3	20.8	23.4
EBIT	19.6	6.6	7.8	11.5	12.8	15.3
saldo finansowe	-2.7	-3.6	-3.0	-4.6	-4.2	-3.6
zysk przed opodatkowaniem	16.9	3.0	4.8	6.8	8.6	11.6
podatek dochodowy	4.8	2.5	1.1	1.4	1.7	2.2
korekty udziałów mniejszościowych	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
zysk netto	12.0	0.8	3.8	5.5	6.9	9.4
EPS	1.8	0.1	0.5	0.8	1.0	1.4

Bilans (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
aktywa trwałe	64.2	64.5	76.8	81.1	85.3	88.5
wartości niematerialne i prawne	3.5	3.3	3.8	4.0	4.2	4.4
rzeczowe aktywa trwałe	44.2	47.4	58.9	62.7	66.4	69.3
inwestycje długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa obrotowe	459.9	473.7	457.7	469.0	486.2	508.4
zapasy	175.2	221.3	207.1	209.9	215.8	223.4
należności	268.1	238.6	242.3	252.4	263.1	273.7
inwestycje krótkoterminowe	12.4	11.2	5.6	3.9	4.5	8.3
rozliczenia międzyokresowe	4.2	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
aktywa razem	524.1	538.1	534.5	550.1	571.6	596.9
kapitał własny	104.1	98.9	102.6	108.1	115.0	124.4
zobowiązania	419.9	439.3	431.9	442.0	456.6	472.5
zobowiązania długoterminowe	5.9	3.3	11.4	15.7	31.4	28.2
zobowiązania krótkoterminowe	410.8	431.9	416.1	421.6	420.1	438.7
rozl. międzyokresowe i inne zobowiązania	1.1	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
pasywa razem	524.1	538.1	534.5	550.1	571.6	596.9
BVPS	15.2	14.4	15.0	15.7	16.7	18.1

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
wynik netto	12.0	0.8	3.8	5.5	6.9	9.4
amortyzacja	6.1	5.8	6.3	7.8	8.0	8.1
zmiana kapitału obrotowego	7.1	-45.7	5.6	-1.7	-2.7	-2.4
gotówka z działalności operacyjnej	27.4	-30.2	23.8	18.8	19.0	21.5
inwestycje (capex)	-8.3	-8.7	-18.3	-11.8	-12.0	-11.1
gotówka z działalności inwestycyjnej	-8.3	-8.7	-18.3	-11.8	-12.0	-11.1
wypłata dywidendy	-3.5	-3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	-4.7	38.1	-3.0	-1.4	0.4	-0.2
gotówka z działalności finansowej	-17.5	28.4	-11.2	-8.6	-6.5	-6.6
zmiana gotówki netto	1.7	-10.6	-5.7	-1.7	0.6	3.8
DPS	-0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
CEPS	2.6	1.0	1.5	1.9	2.2	2.6
FCFPS	0.2	-1.5	-0.8	-0.2	0.1	0.6

Wskaźniki (%)

	2006	2007	2008p	2009p	2010p	2011p
zmiana sprzedaży	6.0	4.9	-2.2	4.2	4.6	4.5
zmiana EBITDA	1.7	-51.7	13.9	36.2	7.8	12.5
zmiana EBIT	0.6	-66.2	17.9	46.3	11.7	19.4
zmiana zysku netto	11.8	-93.3	370.4	45.4	25.6	37.1
marża brutto na sprzedaży	6.0	6.1	5.8	6.0	6.0	6.0
marża EBITDA	1.4	0.7	0.8	1.0	1.0	1.1
marża EBIT	1.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
marża netto	0.7	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4
sprzedaż/aktywa	346.7	354.1	348.7	352.9	355.4	355.5
dług / kapitał własny	403.2	444.3	420.8	408.8	397.1	379.8
odsetki / EBIT	26.7	90.1	104.2	62.8	53.6	41.7
stopa podatkowa	28.4	82.0	22.0	20.0	20.0	19.0
ROE	11.5	0.8	3.7	5.1	6.0	7.6
ROA	2.3	0.1	0.7	1.0	1.2	1.6
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-51.7	-91.0	-93.7	-93.9	-93.7	-89.7

Źródło: prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finanse, handel

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Radosław Łukaszczuk
+22 598 26 88
radoslaw.lukaszczuk@millenniumdm.pl

Analityk
przemysł drzewny i materiałów budowlanych,
motoryzacja, energetyka

Łukasz Kołaczkowski
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 59
lukasz.kolaczkowski@millenniumdm.pl

Analityk
media, farmaceutyki
przemysł spożywczy, elektromaszynowy

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Marcin Deręgowski
+22 598 26 05
marcin.deregowski@millenniumdm.pl

Asystent

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Krzysztof Solus
+22 598 26 66/7
krzysztof.solus@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Robert Wiaderny
+22 598 26 79
robert.wiaderny@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Taryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.
Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, BRE Bank, Computerland, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Redan, PKN Orlen. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Eurofilms, Famur, North Coast, Action, Euromark od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
PGF	Kupuj	16 cze 08	57.10	75.20
Farmacol	Kupuj	16 cze 08	35.50	43.20
Torfarm	Akumuluj	16 cze 08	50.50	59.20
Prosper	Neutralnie	16 cze 08	9.00	9.70

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2008 roku

	Liczba rekomendacji	% udział	% udział
Kupuj	14	35%	1%
Akumuluj	10	25%	1%
Neutralnie	12	30%	1%
Redukuj	4	10%	0%
Sprzedaj	0	0%	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A.

świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*			
Kupuj			
Akumuluj	6	30%	2%
Neutralnie	10	50%	3%
Redukuj	2	10%	1%
Sprzedaj	2	10%	1%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora