



Centralny Dom Maklerski
PEKAO SA

Data
5 lutego 2003

Kurs
PLN 31,4

Cena docelowa (6 mies.)
PLN 38

WIG20
1 111,3

Reuters
MDCI.WA

Bloomberg
PGF PW

Kapitalizacja
384 mln PLN

Free float
275 mln PLN

Średni obrót dzienny za ostatni
kwartał
525 tys. PLN

P/BV = 2,7

Analitik
Anna Hess
(48 22) 856 1750
hess_annax@cdmpekao.com.pl

Pekao Research
2/03 (206)
REPORT

Raport bieżący

PGF

PONAD RYNEK →
dystribucja farmaceutyczna

Będzie dywidenda – KIPF nie będzie sypał

- Spółka odniosła się do swoich prognoz za 2002 r. – wstępne wyniki wskazują, że Grupa PGF osiągnęła w ubiegłym roku wyniki zbliżone do prognozowanych przez nas (bliskie prognozie zarządu na poziomie sprzedaży, 10% niższe na poziomie zysku netto).
- Przedstawione też zostały prognozy na 2003 r.: przychody Grupy z wyłączeniem Cefarmu Kraków na poziomie 3,4 mld PLN oraz zysk w wysokości 1% przychodów (tj. 34 mln PLN). Szacunkowa wielkość dodatkowych przychodów wynikających z włączenia do Grupy Cefarmu Kraków to 150 mln PLN (wstępne dane Cefarmu Kraków za 2002 r. to 229 mln PLN przychodów, jednak uwzględnienie eliminacji wzajemnych transakcji, świadoma rezygnacja z części dotychczasowej sprzedaży sprowadza tę wielkość do 150 mln PLN). PGF oczekuje, że włączenie krakowskiego dystrybutora będzie miało zerowy wpływ na wynik netto w Grupy w tym roku.
- Przedstawiciele Spółki nie wykluczyli możliwości wypłaty dywidendy za rok 2002 w wysokości 0,8 PLN brutto na akcję. Oznaczałoby to przeznaczenie ok. 10 mln PLN z 25 mln PLN zysku na dywidendę. Przy takim założeniu spółka KIPF uzyskałaby ok. 1 mln PLN, co pozwoliłoby jej na uregulowanie swoich zobowiązań wobec kredytodawców (płatność przypada w połowie 2003 r.). W efekcie ograniczyłoby to podaż akcji PGF na rynku ze strony tego podmiotu. Kolejny termin płatności odsetek przez KIPF przypada na koniec 2003 r. – wtedy też można oczekiwać podaży akcji PGF z ich strony.
- Przedstawione prognozy na ten rok są nieco optymistyczniejsze od naszych założeń. Różnica wynika głównie z oceny możliwości wzrostu rynku farmaceutycznego w Polsce w 2003 r. (6-7% założenie PGF wobec 5% założenia CDM Pekao SA) oraz wpływu włączenia Cefarmu Kraków na wynik netto Grupy (zakładamy niewielką stratę tego podmiotu). Potencjalne ograniczenie podaży akcji ze strony KIPF jest także pozytywnym czynnikiem. Podtrzymujemy naszą rekomendację PONAD RYNEK i wycenę kapitału akcyjnego PGF na poziomie 38 PLN na akcję.

	Sprzedaż	EBIT	Skoryg. zysk netto*	EPS*	Zmiana EPS*	P/E*	P/CE*	EV/ EBITDA*	Stopa dywidendy brutto
	mln PLN	mln PLN	mln PLN	PLN	%	x	x	PLN	%
2000	2 907	55	-2	-0,2	na	na	27,6	9,7	2,2
2001	3 082	70	7	0,6	na	51,4	14,1	8,6	0,0
2002E	3 164	75	25	2,0	234,5	15,4	8,6	7,5	0,0
2003E	3 533	76	32	2,6	29,4	11,9	7,4	7,2	0,0
2004E	3 766	82	42	3,4	29,3	9,2	5,9	6,7	4,2

E = prognoza CDM Pekao, * skorygowany zysk netto nie uwzględnia wpływu jednorazowego odpisu nabytej wartości firmy w wysokości 105 mln PLN w roku 2000

PGF historia rekomendacji	Data wydania	Data zapadnięcia	Stopa zwrotu (%)	Relatywna stopa zwrotu względem rynku (%)
Neutralnie	29/10/2002	29/01/2003	10	15
Ponad Rynek ↑	29/01/2003	nie później niż 29/07/2003	2	4

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje CDM Pekao S.A. zapadające po 31 grudnia 2001 roku. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany - **zapadnięcie poprzez zmianę** - lub w dniu, w którym upływa 6 miesięcy od jej wydania - **„zapadnięcie poprzez upływ czasu”**, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. **Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji** oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Dla rekomendacji wydanych przed 1 stycznia 2002 roku benchmarkiem jest indeks WIG, a dla rekomendacji wydanych po 1 stycznia 2002 roku benchmarkiem jest indeks WIG20. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Tabela 1. Struktura akcjonariatu PGF

Akcyonariusz	Akcje		Głosy	
PGF	12 235 613	100,0%	19 328 813	100,0%
Jacek Szewajkowski	1 419 312	11,6%	6 086 112	31,5%
Zbigniew Molenda	760 550	6,2%	3 093 750	16,0%
Korporacja Inwestycyjna Polskiej Farmacji Sp. z o.o. (posiadana przez Z. Molendę i J. Szewajkowskiego)	1 308 887	10,7%	1 308 887	6,8%
Razem	3 488 749	28,5%	10 488 749	54,3%
CU OFE BPH CU WBK S.A.	1 005 735	8,2%	1 005 735	5,2%
ING NN Polska OFE	971 526	7,9%	971 526	5,0%
Michał Sołowow	914 442	7,5%	914 442	4,7%
Polish Enterprise Fund	751 115	6,1%	751 115	3,9%
Akcje dopuszczone do obrotu giełdowego	10 462 313	85,5%	10 462 313	54,1%

Źródło: Spółka

Tabela 2. Szacunek kosztu obsługi zadłużenia KIPF

	Liczba akcji	Wartość (mln PLN)
Razem zakupy na giełdzie w lipcu 2000 r. - potencjalna kwota kredytu	699 327	27,7
Szacowany roczny koszt obsługi kredytu w 2003 r. (WIBOR + 2pp)	.	2,2
Kwota przypadająca do zapłaty w połowie roku	.	1,1

Źródło: CDM Pekao SA

OBJAŚNIENIE UŻYWANEJ TERMINOLOGII FACHOWEJ

Rotacja zapasów w dniach Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$.

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$.

Płynność bieżąca Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa w danym okresie.

ROA Procentowy stosunek zysku netto powiększonego o odsetki do wartości aktywów przedsiębiorstwa w danym okresie.

EV Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa / sprzedaż memorialowa Stosunek gotówki, którą spółka otrzymała z tytułu sprzedaży w danym okresie (sprzedaż liczona kasowo) do wartości sprzedaży wynikającej ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujętej memorialowo), liczony jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowany o zmianę stanu należności handlowych i podzielona przez wartość memorialową sprzedaży.

Memorialowe koszty operacyjne Koszty operacyjne ujęte memorialowo, liczone jako suma kosztów wytworzenia sprzedaży, kosztów sprzedaży, kosztów ogólnego zarządu i podatku dochodowego.

Kasowe koszty operacyjne Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonego.

Do obliczania wskaźników uwzględniane są wielkości:

- z rachunku zysków i strat - za dany rok obrotowy lub następujący za ostatnie 4 kwartały
- bilansowe, o ile nie jest wyraźnie zaznaczone, że chodzi o wartość średnią w danym okresie - za dany dzień bilansowy

CDM udostępnia swoje materiały analityczne również drogą elektroniczną. Klientów zainteresowanych tą formą dystrybucji prosimy o złożenie odpowiedniej dyspozycji w POK.

Centralny Dom Maklerski
PEKAO SAWołoska 18
02-675 Warszawa
fax: (48 22) 640 28 00; 640 26 00

Copyright © 2003 by Centralny Dom Maklerski Pekao SA

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. Nie jest ono próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Wyrażane opinie inwestycyjne są niezależnymi opiniami CDM Pekao SA. W opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które CDM uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie CDM w dniu jego wydania.

CDM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury opracowania ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku profesjonalnych inwestorów - klientów CDM, którzy otrzymali je bezpośrednio z CDM. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody CDM jest zabronione.

CDM Pekao SA wycenia akcje analizowanych spółek dwoma metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Pomiędzy CDM Pekao SA, analitykiem przygotowującym niniejszy raport i jego osobami bliskimi a emitentem papierów wartościowych, którego dotyczy niniejsze opracowanie nie występują jakiegokolwiek powiązania.