



RAPORT ANALITYCZNY

Jelfa

Producenci farmaceutyków

ISSN 1508-308X

Warszawa, 18.02.04

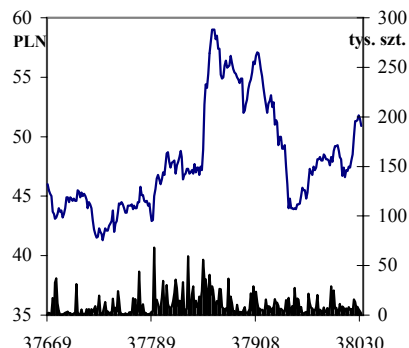
Rewelacyjne wyniki kwartalne będą trudne do powtórzenia w najbliższym czasie

Opublikowane wyniki finansowe Jelfy za IV kwartał 2003 roku są bardzo dobre. Spółka zanotowała około 25% wzrost sprzedaży, zwłaszcza w eksporcie, ale również krajowej. Wzrostowi temu towarzyszyło zwiększenie marży brutto na sprzedaży, co jest wynikiem wyższego udziału eksportu w sprzedaży ogółem oraz podjętych działań ograniczających koszty. W efekcie spółka z nawiązką pokryła rosnące w dużym tempie koszty sprzedaży. Zysk operacyjny oraz zysk brutto i netto osiągnięte w IV kwartale były najwyższe w Jelfie w całym 2003 roku.

W naszej ocenie rok 2004 będzie w Jelfie znacznie słabszy w porównaniu z rokiem 2003. Aczkolwiek oczekujemy, że sprzedaż oraz marża brutto na sprzedaży w bieżącym roku będą wyższe niż zanotowane w roku 2003, to jednak koszty sprzedaży będą na tyle wysokie, że spółka zanotuje spadek wyników. Sądzymy, że można porównać tę sytuację z Polfą Kutno w 2000 roku. Oczekujemy też, że podobnie jak Polfa, Jelfa w kolejnym roku, a więc w 2005, pokaże znaczną dynamikę wzrostu wyników. Zysk netto powinien powrócić do poziomu z 2003 roku. W prognozach nie uwzględniamy akwizycji nowych produktów oraz produkcji kontraktowej, które wpłynęłyby na zwiększenie wyników.

Zdecydowaliśmy się na obniżenie do trzymaj rekomendacji dla akcji Jelfy. W naszej ocenie spółka ma przed sobą trudny rok, w którym kontynuować będzie rozpoczęte już zmiany w portfelu produktów oraz restrukturyzację kosztową. Znaczne potrzeby inwestycyjne (nakłady w bieżącym roku wyniosą około 60 mln zł) spowodują, że Jelfa zamknie większość swoich inwestycji finansowych i dodatkowo będzie posiłkować się zaciąganiem kredytu.

Wycena DCF daje wartość 1 akcji spółki na poziomie 57,5 zł. Jest to wskazanie długookresowe, natomiast prognozowany przez nas spadek wyników spowoduje, że akcje Jelfy będą notowane poniżej poziomu wynikającego z DCF. Wycena porównawcza nie daje podstaw do wzrostu kursu.



Rekomendacja TRZYMAJ

Cena 51,9
Wycena 48,0

Podstawowe dane

Ilość akcji (tys. szt.)	6 800
Free float	39%
Kapitalizacja (tys. zł)	352 920

Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	29,9%
Grupa PZU	16,7%
Commercial Union Polska	7,9%
Nationale Nederlanden Polska	6,2%
Pozostali	39,4%

Analitycy

Hanna Kędzióra

tel (22) 697 47 37
fax (22) 697 47 43

Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-490 Warszawa, skr. poczt. 21

www.brebrokers.com.pl

	Sprzedaż	EBIT	Zysk netto	Cash earn.	Cena	EPS	P/E	BVPS	P/BV	CEPS	P/CE	EV/EBDIT
	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[mln zł]	[zł]	[zł]		[zł]		[zł]		
2001	243,2	26,2	30,7	58,0	51,9	4,5	11,5	49,8	1,0	8,5	6,1	6,2
2002	247,7	33,7	26,3	58,9	51,9	3,9	13,4	50,9	1,0	8,7	6,0	5,2
2003P	253,6	30,2	21,7	46,2	51,9	3,2	16,3	51,0	1,0	6,8	7,6	6,3
2004P	271,0	14,6	10,4	39,7	51,9	1,5	33,9	52,5	1,0	5,8	8,9	7,9
2005P	291,7	25,3	20,1	51,6	51,9	3,0	17,6	55,5	0,9	7,6	6,8	5,9

UWAGA: P - prognoza Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku z sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

**Wyniki Jelfy w IV kwartale 2003**

IV kwartał 2003 roku był dla Jelfy bardzo dobry. Wcześniejsze kwartały roku pokazywały, że spółka ma trudności ze sprzedażą zwłaszcza na rynku polskim, a dodatkowo rosnące koszty zarządu i sprzedaży sprawiały, że osiągane zyski były niewielkie. W IV kwartale Jelfa pokazała, że potrafi zmobilizować sprzedaż: tak krajową (wzrost o 19%), jak i zagraniczną (o 54%) i osiągnęła około 25% wzrost sprzedaży ogółem względem analogicznego okresu 2002 roku. Wzrostowi sprzedaży towarzyszył wzrost marży brutto ze sprzedaży, która w Jelfie w IV kwartale wyniosła 46,8%, podczas gdy w poprzednich kwartałach 2003 roku była średnio o 3 pp. niższa. Wzrost marży związany jest ze zwiększeniem sprzedaży eksportowej oraz z prowadzoną w spółce restrukturyzacją kosztową i oceniamy, że ma charakter trwały.

Podstawowe dane dla Jelfy w ujęciu kwartalnym w mln zł

	IV kw. 2002	IV kw. 2003	dynamika	IV kw. 2003 prognoza DI BRE
Przychody netto ze sprzedaży	68,8	86,0	25%	85,7
Zysk operacyjny	2,0	10,9	436%	8,1
Zysk brutto	2,5	10,5	324%	7,6
Zysk netto	-1,3	8,8	-	6,5

źródło: DI BRE Banku

Do zwiększenia sprzedaży krajowej przyczyniła się z pewnością realizowana strategia zwiększenia liczby przedstawicieli handlowych spółki. W całym 2003 roku liczba zatrudnionych w pionie handlowym w Jelfie została niemal podwojona (z 80 do około 150 osób). Biorąc pod uwagę fakt, że byli oni zatrudniani w III kwartale roku, to pierwsze efekty ich pracy mogły wpłynąć na poziom przychodów w IV kwartale. Nie bez znaczenia dla sprzedaży był też zapewne zwiększony zwykle w IV kwartale popyt ze strony hurtowni farmaceutycznych, które wykorzystując wyższy poziom naliczanych rabatów robią na koniec roku zapasy leków.

Zwracamy uwagę na fakt, że w przychodach z eksportu dominuje sprzedaż w ujęciu dolarowym (sprzedaż w euro nie przekracza 10% eksportu). Dlatego też wzrost sprzedaży eksportowej to w dużym stopniu wzrost ilości sprzedawanych leków, a w mniejszym stopniu efekt zmiany ich cen. Wpływ zmiany ceny leków z uwagi na aprecjację waluty jest mniej znaczący.

Duży wzrost sprzedaży oraz marży brutto nie mógł pozostać bez wpływu na poziom zysków. Pomimo szybko rosnących kosztów sprzedaży (w 2003 roku były 22% wyższe niż w 2002 roku), co związane jest z budowaniem sieci sprzedaży i zatrudnianiem nowych pracowników oraz zwiększaniem nakładów na promocję, Jelfa osiągnęła istotnie wyższe niż oczekiwaliśmy zyski na poziomie operacyjnym oraz brutto i netto. IV kwartał był zdecydowanie najlepszym kwartałem w całym 2003 roku. Uważamy, że podobny wynik spółka może osiągnąć dopiero w IV kwartale 2004 roku.

Jelfa na tle kutnowskiej Polfy

Porównanie dwóch giełdowych producentów farmaceutyków, a więc Jelfy z Polfą Kutno w zdecydowanie niekorzystnym świetle stawia tę pierwszą. Polfa, która ma za sobą udaną restrukturyzację, redukcję zatrudnienia, nowe akwizycje, rozbudowaną sieć sprzedaży, osiąga zdecydowanie wyższe dynamiki sprzedaży oraz lepsze wyniki niż Jelfa, w której proces restrukturyzacji jest właśnie przeprowadzany.

Podstawowe dane finansowe Jelfy i Polfy za 2003 rok

	Jelfa	PK
dynamika sprzedaży	2%	15%
marża brutto na sprzedaży	45%	65%
marża operacyjna	12%	19%
marża netto	9%	13%

źródło: DI BRE Banku



Strategia Jelfy

Jelfa podjęła kroki, które mają poprawić pozycję spółki na rynku oraz pozwolić na osiągnięcie wyższych wyników finansowych. Ogłoszona w grudniu 2003 roku strategia spółki pokazuje, że drogą do osiągnięcia lepszej pozycji rynkowej ma być rozwój portfela produktów oraz sił sprzedażowych spółki. Przykład Polfy dowodzi, że obrana strategia jest dobra. Obejmuje ona lata 2003-2008. Poniżej przedstawiamy podstawowe cele Jelfy na rok 2008.

Założenia z planu strategicznego Jelfy

	2002	2008	CAGR
udział w rynku detalicznym	1,52%	2,7%	
pozycja na rynku detalicznym	23	10	
sprzedaż krajowa (mln zł)	198	435	14%
sprzedaż eksportowa (mln zł)	49	186	25%
udział eksportu w sprzedaży całkowitej	19,8%	30,0%	
marża zysku ze sprzedaży	41,9%	56,0%	
koszty marketingu i sprzedaży	18,5%	29,0%	
marża zysku operacyjnego	13,6%	20,0%	
marża zysku netto	10,6%	15,0%	

źródło: DI BRE Banku

Strategia stawia przed spółką wysokie cele. Jelfa chce notować wzrost sprzedaży krajowej na poziomie około 14% rocznie. Biorąc pod uwagę fakt, że w 2003 roku wzrost sprzedaży był tylko o 2% wyższy niż w roku 2002, **średni wzrost sprzedaży w latach 2004-2008 powinien wynieść około 17%**. Jest to znacznie szybciej niż w założeniach dla całego rynku (zwykle 6-9%). Do tak znacznego wzrostu ma przyczynić się:

- **rozwijana sieć przedstawicieli handlowych**; efekt ich zatrudnienia będzie widoczny zwłaszcza w dwóch pierwszych latach omawianego okresu,
- **wzrost sprzedaży eksportowej**; dotychczasowe doświadczenie Jelfy na tym polu daje duże szanse na dalszy wzrost eksportu,
- **wprowadzanie nowych produktów własnych**; pewną przeszkodą może być tu długi proces rejestracji, jednak spółka przedstawiła już do rejestracji około 40 nowych preparatów, z czego kilka ma szanse ją uzyskać jeszcze w bieżącym roku,
- **akwizycje nowych leków**, na które Jelfa chce wydać do 100 mln zł; w tej dziedzinie brak spółce doświadczenia, ponadto bardzo trudno jest szacować cenę i przychody, jakie Jelfa może uzyskać z potencjalnych akwizycji, dlatego też nie ujmujemy tego w naszych prognozach.

Ceną za agresywne zdobywanie rynku będzie znaczny wzrost kosztów sprzedaży i marketingu. Zarząd ocenia, że relacja tych kosztów do sprzedaży wzrośnie z około 20% w roku 2003 do 29%. Dlatego też, pomimo faktu, że przychody powinny już odzwierciedlać efekty wprowadzanych zmian, zysk Jelfy w bieżącym roku zapewne będzie istotnie niższy niż w roku 2003.

Rok 2004 w Jelfie będzie podobny do roku 2000 w Polfie Kutno

Tak jak wspomnieliśmy, Jelfa będzie realizować strategię w głównych zarysach zbliżoną do strategii, jaką przeszła już Polfa Kutno. W Jelfie proces ten może przebiegać wolniej z uwagi na znacznie szerszy zakres produkcji. Tym niemniej tendencja zmian zachodzących po stronie kosztowej obu spółek powinna być podobna. Uważamy, że rok 2004 w Jelfie może być porównywany do roku 2000 w Polfie Kutno: wzrost marży brutto, wzrost kosztów sprzedaży, spadek zysków (faktycznie w 2000 roku Polfa w segmencie leków zanotowała stratę).

**Porównanie podstawowych pozycji rachunku wyników w Jelfie i Polfie w relacji do przychodów**

JELFA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
zysk brutto na sprzedaży	46%	42%	45%	45%	48%	49%	51%
koszty sprzedaży	19%	19%	22%	28%	28%	28%	28%
koszty ogólnego zarządu	14%	10%	10%	10%	10%	9%	9%
wynik operacyjny	11%	14%	12%	5%	9%	11%	13%

POLFA KUTNO	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
zysk brutto na sprzedaży	34%	40%	42%	47%	63%	63%	65%
koszty sprzedaży	8%	10%	14%	24%	32%	37%	37%
koszty ogólnego zarządu	16%	17%	14%	17%	12%	9%	9%
wynik operacyjny	10%	11%	13%	9%	16%	19%	19%

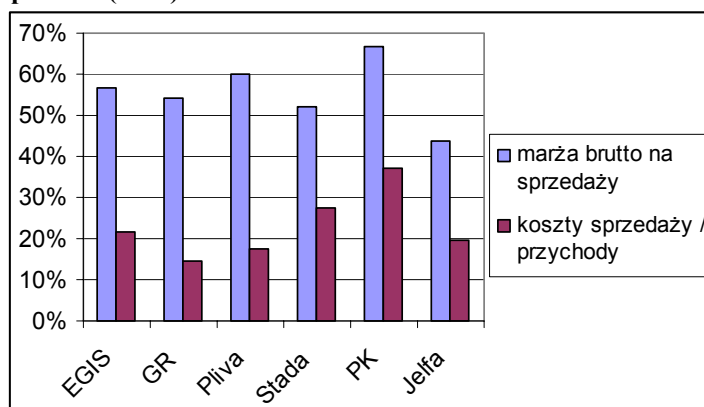
źródło: DI BRE Banku

Poziom marży brutto na sprzedaży w obu spółkach w pierwszych latach restrukturyzacji był zbliżony (42-44%). Jednocześnie Jelfa ponosiła relatywnie większe koszty sprzedaży niż Polfa w porównywanym okresie. W przełomowym dla Polfy roku 2000, spółka przy wzroście sprzedaży o około 18%, zanotowała wzrost marży na sprzedaży. Przyczyniły się do tego zmiany w portfelu produktów, w tym wprowadzenie do sprzedaży leków licencyjnych. Podobnie będzie w Jelfie. Dynamika sprzedaży w roku 2004 będzie wyższa niż w ostatnich dwóch latach. Zakładamy, że będzie to 7%. Zwracamy uwagę na fakt, że nie uwzględnia ona akwizycji nowych produktów ani też rozpoczęcia produkcji kontraktowej. Jeśli Jelfie uda się zrealizować którąś z tych możliwości, przychody będą odpowiednio większe. Z wypowiedzi przedstawicieli spółki wynika, że w bieżącym roku możliwe jest uzyskanie rejestru na zakupioną licencję na lek kardiologiczny oraz rozpoczęcie produkcji kontraktowej.

Marża na sprzedaży

Zmiany w portfolio oraz generowane przez spółkę oszczędności kosztowe spowodują, że znacznie rosnąć marża na sprzedaży. Nie spodziewamy się jednak tak wysokiego wzrostu marży, jaki miał miejsce w Polfie Kutno. Przypominamy, że spółka ta z roku na rok pozbywała się części produkcji innej niż leki ludzkie, co tłumaczy aż tak znaczące zmiany w marży. Jelfa natomiast zachowuje wszystkie segmenty produkcji. Aby zwiększyć realizowaną marżę brutto na produktach, które już teraz są w portfolio Jelfy, można zwiększyć ceny sprzedaży (bardzo trudne do przeprowadzenia, a w przypadku leków refundowanych, stanowiących około 45% sprzedaży Jelfy niemal niemożliwe), lub też ograniczać koszty.

Jelfa zapewne będzie wykorzystywać możliwości obniżenia kosztów, takie jak: renegotjowanie umów z dostawcami, czy lepsze wykorzystanie surowców. Największy potencjał zwiększenia marży ma wprowadzenie do sprzedaży nowych leków, co jest jednak procesem długotrwałym. W naszej ocenie bez akwizycji nowych leków Jelfa może zwiększyć realizowaną marżę brutto do około 50-51%. Sprzedaż leków pochodzących z nowych akwizycji powinna w naszej ocenie dać marżę brutto na poziomie co najmniej 60%. Firmy, w których sprzedaży dominują leki generyczne zwykle osiągają marżę na poziomie 50-60%.

Poziom marży brutto oraz stosunek kosztów sprzedaży do przychodów w wybranych spółkach (2003)

GR – Gedeon Richter
źródło: DI BRE Banku

W 2002 roku koszty materiałów i energii stanowiły 50,6% kosztów wytworzenia. Około połowy tych kosztów stanowią koszty złotówkowe, a pozostałą część USD i euro w relacji 2:1. Biorąc pod uwagę zmiany kursów walutowych w 2003, koszty wytworzenia powinny wzrosnąć o około 1,5%. Jelfa w tym okresie zmniejszyła te koszty o 2,5%. Jest to właśnie efekt podjętych działań oszczędnościowych.

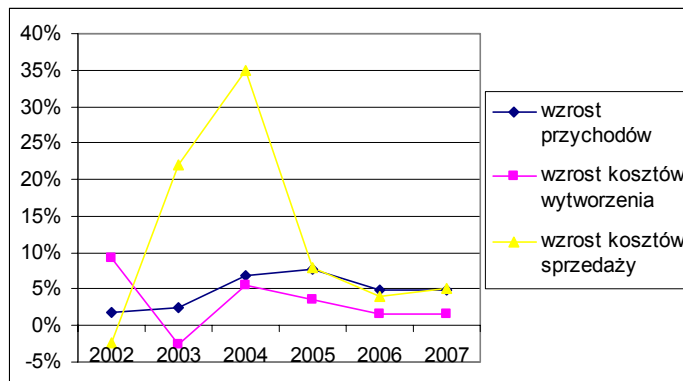
Koszty sprzedaży

Zatrudnienie nowych specjalistów w strukturach handlowych, kampanie promocyjno-marketingowe, przygotowywanie sympozjów dla lekarzy i farmaceutów – wszystko to pozwoli na osiągnięcie wzrostu przychodów, ale też spowoduje istotny wzrost kosztów sprzedaży. Samo uwzględnienie ponoszenia przez okres całego roku kosztów powiększonego pionu handlowego da wzrost kosztów sprzedaży o kilka mln zł.

Relacja kosztów sprzedaży do przychodów w Polsce Kutno wynosi obecnie około 37%. Jest to jednocześnie najwyższy poziom wśród poddanych analizie spółek farmaceutycznych. Ale Polfa osiąga też najwyższą w grupie marżę na sprzedaży brutto. Spółki o niższych marżach nie mogą sobie pozwolić na notowanie kosztów sprzedaży na poziomie bliskim 40% sprzedaży. Dlatego też zakładamy, że koszty sprzedaży osiągną w Jelfie poziom do 28% sprzedaży. Przypominamy, że sama spółka zakłada te koszty na poziomie 29% w roku 2008. W naszej ocenie wydatki na sprzedaż i marketing będą mogły osiągnąć taki poziom równoległe ze zwiększeniem marży brutto do planowanych 56%. Nie uwzględniamy tego w naszych prognozach, ale też nie uwzględniamy akwizycji nowych produktów.

Prognozy wyników

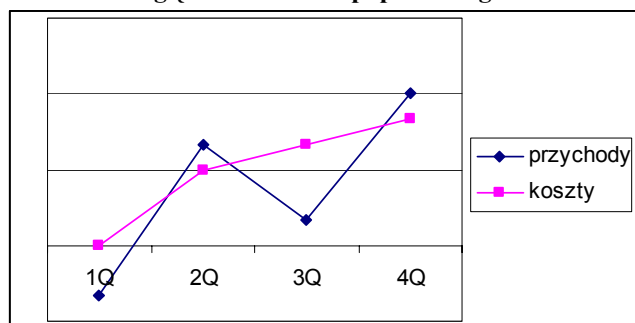
W naszych prognozach dla spółki uwzględniliśmy stopniowy wzrost przychodów ze sprzedaży, wzrost marży brutto oraz kosztów zarządu. Jelfa nie wykorzystuje w pełni mocy produkcyjnych. Dlatego też dużą szansę dla spółki stanowią akwizycje nowych produktów oraz (przynajmniej do czasu zwiększenia popytu na sprzedawane przez Jelfę produkty) produkcja kontraktowa. Nie są one uwzględnione w naszych prognozach. Sama produkcja kontraktowa może nie odznaczać się tak wysoką marżą, jak możliwa do uzyskania na nowych wdrożeniach własnych czy akwizycjach, ale zwiększy dzwignię operacyjną spółki.

Prognozowana dynamika wzrostu przychodów, kosztów wytworzenia oraz kosztów sprzedaży Jelfy


źródło: DI BRE Banku

Ponadto założyliśmy, że w celu realizacji planowanych inwestycji w 2004 roku (ponad 50 mln zł wyniosą nakłady tylko na tabletkarnię) spółka zamknie większość swoich lokat o charakterze finansowym i zaciągnie kredyt w wysokości około 15 mln zł. Ze względu na potrzeby inwestycyjne nie zakładamy wypłaty dywidendy, aczkolwiek przyznajemy, że wypłata dywidendy z zysku za 2003 rok jest prawdopodobna (najprawdopodobniej wypłaty będą żądać właściciele spółki). Jeśli zostanie ona przegłosowana to wyniesie około 1-1,5 zł na akcję.

Kumulacja wzrostu kosztów w 2004 roku może sprawić, że Jelfa przejściowo w niektórych kwartałach może notować straty. W naszej ocenie szczególnie trudny i potencjalnie ze stratą może być trzeci kwartał roku, kiedy sezonowo spada sprzedaż. Ponieważ Jelfa w II kwartale 2004 roku ma zamiar zatrudnić około 40 reprezentantów handlowych, wzrost kosztów będzie widoczny również w III kwartale roku.

Prognozowany rozkład dynamiki przychodów i kosztów Jelfy w poszczególnych kwartałach 2004 roku względem kwartału poprzedniego


źródło: DI BRE Banku

Wzrost przychodów, jaki prognozujemy na rok 2004, będzie znacznie niższy w porównaniu do wzrostu kosztów Jelfy. Skutkiem tego będzie spadek zysków o ponad połowę w relacji do roku bieżącego. W kolejnym roku dynamika wzrostu kosztów będzie już istotnie niższa, natomiast w podobnym tempie będą rosły przychody. W 2005 roku zysk netto spółki powinien powrócić do poziomu z zbliżonego do osiągniętego w roku 2003. Jeżeli spółka z sukcesem będzie dokonywać akwizycji produktów, to może być nawet wyższy.

W analizie nie uwzględniamy wpływu na wyniki wygrania sporu, jaki Jelfa toczy z Raiffeisen Bank Polska o odszkodowanie z tytułu niedopełnienia przez bank należytych starań przy sprzedaży bonów dłużnych Universalu w 1998 roku. Sprawa powróci do sądu pierwszej instancji, a Jelfa żąda od RBP 11,8 mln zł tytułem rekompensaty za poniesione szkody. Łącznie z odsetkami wartość sporu sięgnie około 20 mln zł. Ewentualny przychód z tego tytułu zwiększy wyniki spółki. Sprawa najprawdopodobniej nie zostanie jeszcze rozstrzygnięta w br.



Wycena

Wg modelu DCF wartość jednej akcji Jelfy wynosi 57,5 zł. Obecna cena rynkowa jest nieco niższa i wynosi 50,8 zł.

	2004F	2005F	2006F	2007F	2008F	2009- 2012F	2013F	>2013F
przychody	271 001	291 694	305 961	321 210	334 019	...	383 132	
zmiana	7%	8%	5%	5%	4%		3%	
marża EBIT	5%	9%	11%	13%	14%		16%	
EBIT	14 558	25 293	33 292	41 160	46 986		60 299	
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%		19%	
podatek	2 766	4 806	6 326	7 820	8 927		11 457	
NOPLAT	11 792	20 487	26 967	33 340	38 059		48 842	
amortyzacja	29 275	31 500	30 655	30 532	30 474		28 319	
inwestycje w maj. trwałe i wnp	(60 000)	(35 000)	(18 000)	(18 000)	(18 000)		(23 000)	
zmiana kapitału obrotowego	8 732	(4 863)	(3 353)	(3 583)	(3 010)		(2 616)	
FCF	(10 201)	12 124	36 269	42 288	47 522		51 545	568 598
stopa wolna od ryzyka	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%		7,1%	
premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%	
koszt kapitału	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%		12,1%	
dług / EV	0							
WACC	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%		12,1%	
współczynnik dyskonta	0,89	0,80	0,71	0,63	0,56		0,32	
DCF	(9 100)	9 648	25 747	26 779	26 845		17 149	181 447
suma DCF i zdyskontowanej wart. rezydualnej (tys. zł)	368 997							
dług netto (tys. zł)	(22 036)							
wartość przedsiębiorstwa (tys. zł)	391 033							
liczba akcji (tys. sztuk)	6 800							
cena (PLN)	57,5							

źródło: DI BRE Banku

HYPERLINKHYPERLINK

Jelfa notowana jest obecnie poniżej średniej dla wybranych firm z sektora. Jednak nasze oczekiwania co do wyników spółki w 2004 roku nie dają podstaw do wzrostu kursu.

Wskaźniki rynkowe Jelfy na tle innych spółek z sektora

	kurs		2003			2004		
			P/E	MC/S	EV/EBITDA	P/E	MC/S	EV/EBITDA
Polfa Kutno	239,00	PLN	14,5	1,8	6,9	11,4	1,6	6,5
Stada	50,6	EUR	22,6	1,7	12,5	20,4	1,5	10,5
Gedeon Richter	23700	HUF	13,3	3,8	10,0	12,9	3,4	9,7
Pliva	505	HRK	38,1	1,4	5,4	34,3	1,3	4,9
EGIS	10300	HUF	14,3	1,0	5,9	10,8	1,1	6,6
średnia			20,6	1,9	8,1	17,9	1,8	7,7
Jelfa	51,90	PLN	16,3	1,4	6,3	33,9	1,3	7,9
dyskonto/premia			-21%	-28%	-23%	89%	-26%	3%

źródło: DI BRE Banku

Podobnie wygląda Jelfa na tle polskich mid-capów. Niskie wyniki prognozowane na bieżący rok obniżają atrakcyjność inwestycyjną spółki. Lepsze wskazania daje rok 2005, ale porównanie bezpośrednio z kutnowską Polfą wskazuje, że ta druga spółka ma obecnie większy potencjał wzrostu, niż Jelfa. Obniżamy rekomendację do trzymaj. Sądzymy, że IV kwartał 2003 roku to



ostatni kwartał, kiedy Jelfa notowała dobre wyniki. Nie spodziewamy się dobrych wyników do IV kwartału 2004 roku. Oczekujemy, że kolejne raportowane wyniki mogą negatywnie wpływać na kurs akcji spółki.

Jelfa na tle polskich mid-capów

	Kęty	Polfa	Farmacol	Forte	Orbis	Echo	Relpol	Groclin	Lentex	średnia Jelfa- wycena wynikowa	Jelfa	
cena zł	130,5	239	26,9	13,55	25,5	83,9	86,4	138	25,6		51,9	
P/E 2004 dyn EPS; end 2003 - end 2005 (CAGR)	14,5	11,4	11,8	14,0	27,8	21,0	16,7	17,9	11,2	16,2	24,8	33,9
P/E 2003	18,6	14,5	15,1	20,1	21,4	25,9	26,5	22,2	23,7			16,3
PEG	0,90	0,70	0,85	0,64	9,41	b.d.	0,55	1,22	0,44			-4,44
P/E 2005	12,8	10,0	10,9	11,6	20,5	b.d.	12,1	15,9	9,9	13,0	38,3	17,6
div yield - avg 2003 - 2004	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%			4,2%
EV/EBITDA 2004	9,4	6,5	8,5	6,5	9,7	13,9	8,3	11,6	4,6	8,8	57,4	7,9
EV/EBITDA 2005	8,3	5,4	7,7	5,7	8,2	b.d.	7,3	10,3	4,1	7,1	62,1	5,9
ROIC 2004	16%	16%	13%	10%	4%	b.d.	8%	15%	7%			3%
transparentność (+/0/-)	+	+	-	0	+	0	0	0	0			+
ryzyko biznesu (+/0/-)	0	+	0	0	-	0	0	0	0			+
prawa mniejszościowych (+/0/-)	+	+	0	+	0	-	0	+	+			0
realizacja prognoz (+/0/-)	+	+	+	+	0	+	0	+	+			0



Bilans (tys. zł)

	2001	2002	2003F	2004F	2005F	2006F
Aktywa trwałe	225 599	95 493	93 825	93 255	85 935	78 601
Wartości niematerialne i prawne:	4 482	315	645	875	765	650
Rzeczowe aktywa trwałe:	214 525	91 797	90 272	89 472	82 262	75 043
Należności długoterminowe	5 640	496	496	496	496	496
Inwestycje długoterminowe	952	1 012	539	539	539	539
Aktywa obrotowe	157 658	91 925	97 222	110 536	122 408	132 295
Zapasy	32 745	37 855	40 227	45 083	47 522	48 312
Należności krótkoterminowe	63 524	39 186	42 159	47 385	50 010	50 860
Inwestycje krótkoterminowe	37 608	1 556	1 556	1 556	1 556	1 556
Gotówka	23 781	13 328	13 280	16 512	23 320	31 567
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	4 479	338	338	338	338	338
Aktywa razem	189 388	187 756	191 385	204 129	208 681	211 234
Kapitał własny	338 353	346 297	346 636	357 035	377 125	404 076
Zobowiązania, w tym:	47 372	45 714	56 040	72 735	69 804	61 231
kredyty i pożyczki	0	0	0	15 000	10 000	0
z tytułu dostaw i usług	20 242	15 081	25 363	27 100	29 169	30 596
Rozliczenia międzyokresowe	2 011	1 283	1 689	1 689	1 689	1 689
Pasywa razem	189 388	187 756	191 385	204 129	208 681	211 234
liczba akcji	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
BVPS	49,8	50,9	51,0	52,5	55,5	59,4



Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2001	2002	2003F	2004F	2005F	2006F
Przychody netto ze sprzedaży	243 168	247 728	253 630	271 001	291 694	305 961
Koszty sprzedanych produktów	-131 735	-143 860	-139 998	-147 769	-153 097	-155 518
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	111 433	103 868	113 632	123 232	138 597	150 443
GPM	45,8%	41,9%	44,8%	45,5%	47,5%	49,2%
Koszty sprzedaży	-47 291	-46 148	-56 255	-75 944	-82 020	-85 301
Koszty ogólnego zarządu	-33 220	-24 075	-24 759	-27 730	-28 285	-28 850
Zysk (strata) na sprzedaży	30 922	33 645	32 618	19 558	28 293	36 292
NPM	12,7%	13,6%	12,9%	7,2%	9,7%	11,9%
EBITDA	53 489	66 272	54 665	43 833	56 793	63 947
EBITDA margin	22,0%	26,8%	21,6%	16,2%	19,5%	20,9%
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-4 731	23	-2 453	-5 000	-3 000	-3 000
EBIT	26 191	33 668	30 165	14 558	25 293	33 292
OPM	10,8%	13,6%	11,9%	5,4%	8,7%	10,9%
Przychody/koszty finansowe	17 145	6 590	-651	-1 720	-490	-20
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	43 336	40 258	29 514	12 838	24 803	33 273
Zysk (strata) brutto	43 530	40 270	29 514	12 838	24 803	33 273
GPM	17,9%	16,3%	11,6%	4,7%	8,5%	10,9%
Podatek dochodowy	-12 781	-13 959	-7 863	-2 439	-4 713	-6 322
Zysk (strata) netto	30 749	26 311	21 651	10 399	20 090	26 951
NPM	12,6%	10,6%	8,5%	3,8%	6,9%	8,8%
liczba akcji	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
EPS	4,5	3,9	3,2	1,5	3,0	4,0



Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2001	2002	2003F	2004F	2005F	2006F
Przeplwy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	30 875	53 728	46 097	46 531	46 727	54 253
Zysk (strata) netto	30 749	26 311	21 651	10 399	20 090	26 951
Amortyzacja	28 399	35 536	29 452	29 275	31 500	30 655
Zmiany w kapitale obrotowym	-28 273	-8 119	-5 006	6 857	-4 863	-3 353
Inne	-19 277	-2 145	-5 286	-1 917	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-5 048	-50 074	-23 520	-60 000	-35 000	-18 000
<i>Wpływy</i>	<i>1 077 457</i>	<i>349 951</i>	<i>201 876</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Wydatki</i>	<i>-1 082 505</i>	<i>-400 025</i>	<i>-225 396</i>	<i>-60 000</i>	<i>-35 000</i>	<i>-18 000</i>
Nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych	-45 565	-61 893	-49 478	-40 000	-32 000	-12 000
Na aktywa finansowe, w tym:	-1 026 034	-336 806	-175 344	0	0	0
Inne wydatki inwestycyjne	-10 906	-1 326	-574	0	0	0
Przeplwy środków pieniężnych z działalności finansowej	-7 907	-18 373	-21 882	25 000	-5 000	-10 000
<i>Wpływy</i>	<i>208</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>25 000</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Kredyty i pożyczki				15 000		
<i>Wydatki</i>	<i>-8 115</i>	<i>-18 373</i>	<i>-21 882</i>	<i>0</i>	<i>-5 000</i>	<i>-10 000</i>
Płatności dywidend	-7 480	-14 960	-20 400	0	0	0
Splaty kredytów i pożyczek					-5 000	-10 000
Przeplwy pieniężne netto	17 920	-14 719	695	11 531	6 727	26 253
Środki pieniężne na początek okresu	5 861	23 781	9 062	9 757	21 288	28 015
Środki pieniężne na koniec okresu	23 781	9 062	9 757	21 288	28 015	54 268



Wybrane wskaźniki

	2002	2003F	2004F	2005F	2006F
	55,1%	54,5%	56,3%	58,3%	59,2%
rent. brutto na sprzedaży	41,9%	44,8%	45,5%	47,5%	49,2%
rentowność EBITDA	26,8%	21,6%	16,2%	19,5%	20,9%
rent. netto na sprzedaży	13,6%	12,9%	7,2%	9,7%	11,9%
rentowność operacyjna	13,6%	11,9%	5,4%	8,7%	10,9%
rentowność brutto	16,3%	11,6%	4,7%	8,5%	10,9%
rentowność netto	10,6%	8,5%	3,8%	6,9%	8,8%
ROA	9,0%	7,6%	6,2%	2,8%	5,1%
ROE	7,9%	6,6%	5,2%	2,4%	4,4%
Wskaźniki rotacji					
wskaźnik obrotu aktywami(x)	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
rotacja majątku obrotowego (x)	1,7	2,0	2,2	2,3	2,1
wskaźnik rotacji zapasów (dni)	80,0	67,0	58,7	66,2	68,6
wskaźnik rotacji należności (dni)	86,2	96,8	98,9	86,8	87,9
wskaźnik rotacji zobowiązań (dni)	44,2	52,0	63,9	66,2	69,2
Wskaźniki płynności					
kapitał pracujący (tys. PLN)	113 802	105 200	99 694	113 353	144 386
zmiana kapitału pracującego (tys. PLN)	-29 445	-29 445	-8 602	-5 506	13 659
wskaźnik bieżącej płynności (x)	4,1	2,8	2,6	2,8	3,3
wskaźnik szybkiej płynności (x)	3,1	2,3	2,0	2,1	2,7
Wskaźniki struktury finansowej					
dług netto (ND) (tys. PLN)	-9 062	-9 757	-6 288	-18 015	-54 268
wartość rynkowa kapitału (E) (tys. PLN)	352 920	352 920	352 920	352 920	352 920
EV (wartość ekonomiczna = ND+E) (tys. zł)	343 858	343 163	346 632	334 905	298 652
EV/EBDIT	5,2	6,3	7,9	5,9	4,7
EBIT/EV	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
cena akcji	51,9	51,9	51,9	51,9	51,9
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/E	13,4	16,3	33,9	17,6	13,1
P/CE	6,0	7,6	8,9	6,8	6,1
P/OP	10,5	11,7	24,2	14,0	10,6
MC/S	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
EV/S	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące JELFY.**

Rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2003-11-13	2003-08-26
kurs z dnia rekomendacji	50.00	59.00
WIG w dniu rekomendacji	20401.72	21059.40

DEPARTAMENT SPRZEDAŻY INSTYTUCJONALNEJ I ANALIZ:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Doradca Inwestycyjny, Dyrektor
Tomasz.Mazurczak@breinwest.com.pl
Analiza strategiczna

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Z-ca dyrektora
Grzegorz.Domagala@breinwest.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
Michal.Skowronski@breinwest.com.pl
Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
Emil.Onyszczyk@breinwest.com.pl
Marzena Lempicka tel. (+48 22) 697 48 95
Marzena.Lempicka@breinwest.com.pl
Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
Grzegorz.Stepien@breinwest.com.pl
Tomasz Roguński tel. (+48 22) 697 48 82
Tomasz.Roguński@breinwest.com.pl

Analitycy:

Hanna Kędziora tel. (+48 22) 697 47 37
Hanna.Kedziora@breinwest.com.pl
Chemia, farmaceutyki, AGD, przem. spożywczy

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Michal.Marczak@breinwest.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media

Andrzej Powierża tel. (+48 22) 697 47 42
Doradca Inwestycyjny
Andrzej.Powierza@breinwest.com.pl
Banki, ubezpieczenia, inne

Witold Samborski tel. (+48 22) 697 47 36
Makler Pap. Wart.
Witold.Samborski@breinwest.com.pl
IT, budownictwo, inne

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
Przemyslaw.Smolinski@breinwest.com.pl
Asystent analityka, analiza techniczna

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 3-6 miesięcy, o ile nie nastąpi jej wcześniejsza zmiana.

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie o co najmniej 15% wyższa niż WIG

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% wyższa niż WIG

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie mieścić się w granicach +/-5% w relacji do WIG

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie 5%-15% niższa w relacji do WIG

SPRZEDAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółki będzie co najmniej 15% niższa w relacji do WIG

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne.

DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF - ciągle jest uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.