



analizy: Kamil Hajdamowicz

data sporządzenia: 17.03.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
395,95	1 846,4	34,9%	2 237,9	15,6	3,12

Grupa kapitałowa Neuca jest największym w Polsce dystrybutorem farmaceutyków z prawie 30% udziałem rynkowym. Spółka rozwija także segment leków własnych oraz przychodni i biznesów związanych z telemedycyną i badaniami klinicznymi.

Wyniki kwartalne (mln zł)	Q4'16	Q1'16-konsensus	różnica	Q4'15	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16
<b>Przychody</b>	<b>1845,7</b>	<b>1759,0</b>	<b>-86,7</b>	<b>1714,4</b>	<b>1859,1</b>	<b>1674,9</b>	<b>1697,4</b>	<b>1845,7</b>
<i>dynamika r/r</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		<i>-9,0%</i>	<i>9,5%</i>	<i>1,6%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>7,7%</i>
<b>EBIDTA</b>	<b>38,4</b>	<b>39,8</b>	<b>1,4</b>	<b>32,1</b>	<b>52,3</b>	<b>36,5</b>	<b>42,4</b>	<b>38,4</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,3%</i>		<i>1,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,1%</i>
<b>EBIT</b>	<b>30,6</b>	<b>32,0</b>	<b>1,4</b>	<b>24,7</b>	<b>45,0</b>	<b>28,9</b>	<b>34,5</b>	<b>30,6</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,8%</i>		<i>1,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,7%</i>
<b>Zysk netto</b>	<b>26,9</b>	<b>27,2</b>	<b>0,3</b>	<b>23,1</b>	<b>35,2</b>	<b>21,6</b>	<b>27,3</b>	<b>26,9</b>
<i>marża netto</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>		<i>1,3%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>

#### Komentarz do wyników

Wyniki zaraportowane przez spółkę w 4Q'16 były słabsze od naszych oczekiwań, jak również od konsensusu rynkowego, jakkolwiek różnica ta nie była duża. Przychody ze sprzedaży spółki osiągnęły wartość 1,85 mld PLN, co oznacza wzrost r/r o 7,6%. W całym 2016 roku spółka zanotowała 1,9% wzrost przychodów do wartości 7,08 mld PLN. **Dynamika sprzedaży w 4Q wspierana była przez wzrost udziałów w aptekach sieciowych**, który wyniósł 26,6% (-2,4 p.p r/r). Przełożyło się to jednak negatywnie na generowane marże. Spółka zanotowała również wzrost udziału na rynku aptek niezależnych, do 31,7%.

**Zysk operacyjny w 4Q'16 wyniósł 30,6 mln PLN, co oznacza wzrost rok do roku o 24%.** W całym 2016 roku spółka wygenerowała 139,1 mln PLN zysku operacyjnego, co implikuje wzrost o 16% rok do roku. Zyski EBITDA w 4Q wyniósł 38,4 mln PLN (wzrost o 20% r/r), zaś w całym 2016 roku 169,7 mln PLN (wzrost o 14%). Nieco słabsze wyniki na poziomie operacyjnym tłumaczyć należy nieznacznym spadkiem marży brutto, przy lekko spadających kosztach sprzedaży i ogólnego zarządu.

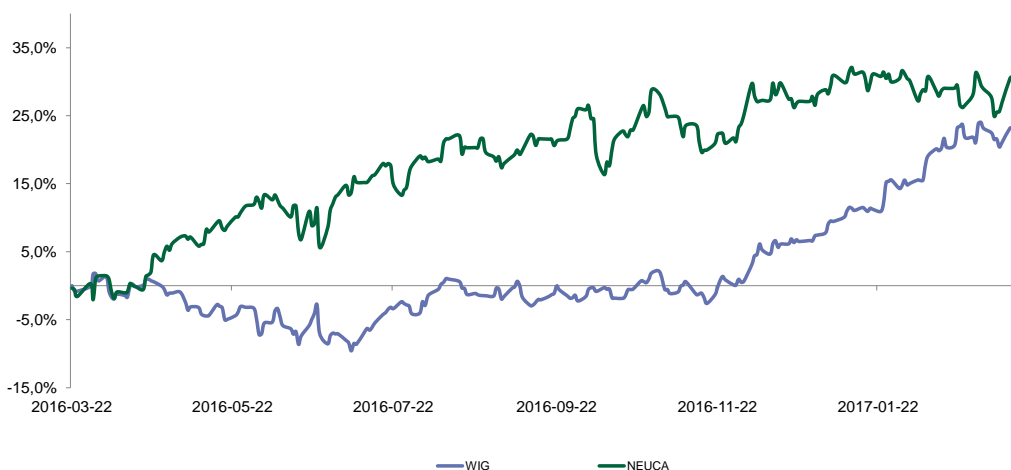
**Zysk netto wygenerowany przez spółkę w 4Q wyniósł 26,9 mln PLN (wzrost o 16% r/r), zaś w całym 2016 roku 111,1 mln PLN.** Prognoza zarządu przewidywała wynik o 1,1 mln PLN słabszy. Spółka w 2016 roku zanotowała wzrost zysku netto z segmentu marek własnych o 24%, do poziomu 17,8 mln PLN.



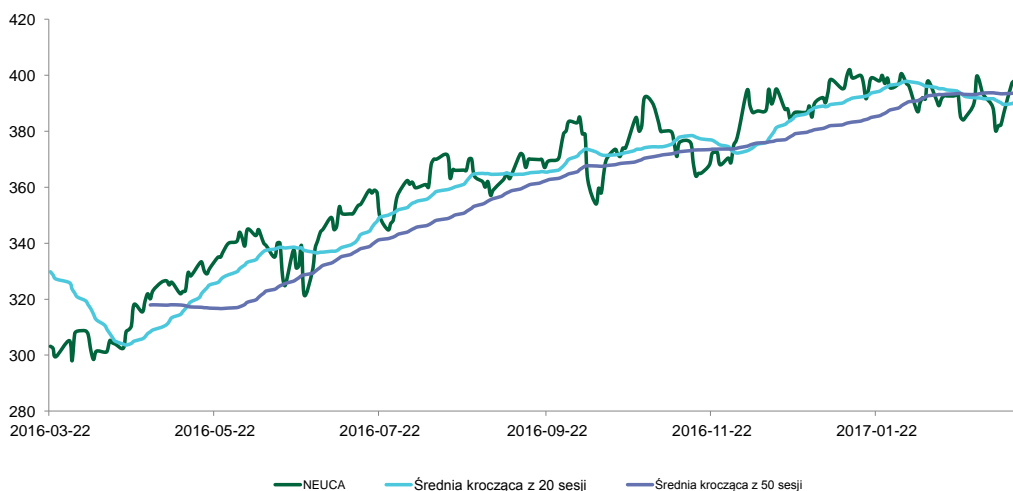
**Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy**

Wyniki spółki oceniamy neutralnie, pozytywnie zaś podchodzimy do perspektyw dalszego wzrostu zysku netto. Zarząd zakłada w 2017 roku wzrost zysku netto do poziomu 115% (+3,5%), prognoza ta jest w naszej ocenie realna. Uważamy również, że w przypadku utrzymania obecnej dynamiki wzrostu udziałów w rynku, istnieje pewna przestrzeń do jej podniesienia. **Pozytywnie odnosimy się do realizowanej przez Zarząd strategii dywersyfikacji przychodów** (rozwój własnych marek leków oraz biznesów medycznych) – spółka informowała w lutym o nabyciu kolejnych dwóch sieci przychodni lekarskich. Zarząd zapowiada, iż dalszy rozwój wspomnianych segmentów będzie miał pozytywne przełożenie na realizowane marże. Dzięki zwiększeniu efektywności sprzedaży, dalej w dwucyfrowym tempie mają zostać poprawione przychody ze sprzedaży własnych marek leków w 2017 r. Spółka nie wyklucza także dalszych akwizycji w obrębie nowych biznesów medycznych. **Ponadto, w kolejnych latach oczekujemy pozytywnej kontrybucji segmentu ochrony zdrowia.** Duża część nakładów inwestycyjnych została już w tym obszarze poniesiona. Spółka ma bardzo silną pozycję bilansową, wartość wskaźnika dług netto / EBITDA wynosi 0,5. **Zarząd Neuci rekomenduje dywidendę z zysku za 2016 rok w wysokości 5,75 PLN.** Ponadto, podobnie jak w poprzednich latach, możliwy jest program skupu akcji.

**Neuca vs WIG**



**Notowania akcji 12M (PLN (PLN))**





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	<a href="mailto:k.choromanski@bgzbnpparibas.pl">k.choromanski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 566 97 23	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

	Zlecenia na GPW i New Connect	<a href="https://makler.bmbgz.pl/">https://makler.bmbgz.pl/</a>
	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	<a href="https://emisja.bmbgz.pl/">https://emisja.bmbgz.pl/</a>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A. , a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)