



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca - 3Q'18;  
2018-11-13 10:59



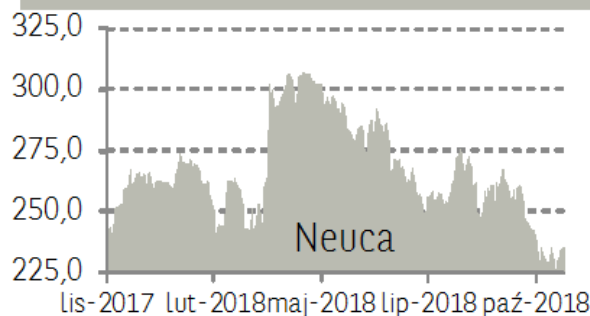
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	236,00
Kapitalizacja (mln zł)	1 092,3
Free float	37,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,8
P/E	10,2
EV/EBITDA	8,20

### Notowania spółki



## WYNIKI 3Q18

mln PLN	3Q'18	3Q'17	r/r	3Q'18	BGŻ BNP	różnica	3Q'18	kons.	wkons
<b>Przychody</b>	<b>1867,1</b>	<b>1809,7</b>	3,2%	<b>1867,1</b>	<b>1852,2</b>	0,8%	<b>1867,1</b>	<b>1878,0</b>	-0,6%
- Hurt apteczny	1833,4	1787,2	2,6%	1833,4	1822,9	0,6%			
- Marki własne	19,8	28,0	-29,5%	19,8	30,3	-34,7%			
- Biznesy pacjenckie	32,8	24,3	34,9%	32,8	30,0	9,4%			
<b>EBITDA</b>	<b>38,9</b>	<b>36,1</b>	7,6%	<b>38,9</b>	<b>36,8</b>	5,7%	<b>38,9</b>	<b>38,8</b>	0,2%
marża EBITDA	2,1%	2,0%		2,1%	2,0%		2,1%	2,1%	
<b>EBIT</b>	<b>30,0</b>	<b>27,8</b>	7,9%	<b>30,0</b>	<b>28,1</b>	7,0%	<b>30,0</b>	<b>30,1</b>	-0,2%
marża EBIT	1,6%	1,5%		1,6%	1,5%		1,6%	1,6%	
- Hurt apteczny	17,9	16,7	6,9%	17,9	18,7	-4,4%			
marża EBIT	1,0%	0,9%		1,0%	1,0%				
- Marki własne	7,0	8,1	-13,6%	7,0	9,1	-22,7%			
marża EBIT	35,6%	29,0%		35,6%	30,0%				
- Biznesy pacjenckie	5,2	2,8	81,8%	5,2	0,5	931,8%			
marża EBIT	15,7%	11,7%		15,7%	1,7%				
<b>Zysk netto</b>	<b>24,1</b>	<b>21,5</b>	12,2%	<b>24,1</b>	<b>22,6</b>	6,6%	<b>24,1</b>	<b>24,2</b>	-0,3%
marża netto	1,3%	1,2%		1,3%	1,2%		1,3%	1,3%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>150,7</b>	<b>2,7</b>	5429,6%						

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Neuki były zgodne z rynkowym konsensusem i nieco lepsze od prognoz BGŻ BNP Paribas. Oceniamy je umiarkowanie pozytywnie biorąc pod uwagę utrzymanie trendu poprawy rezultatów we wszystkich głównych liniach biznesowych. Podtrzymujemy pozytywną oceną spółki również z powodu atrakcyjnej wyceny rynkowej (prognozowana EV/EBITDA = 7,15x na najniższym poziomie od połowy 2013 r.).

W 3Q'18 sprzedaż wzrosła o 3,2%, głównie w ślad za obrotami generowanymi przez Hurt Apteczny (+2,6% r/r, przy wzroście rynku o 2% r/r). Spółka zwiększyła udział w rynku w hurtie z 28,2% do 28,7% w III kwartale br. W dalszym ciągu szybkie tempo wzrostu utrzymują nowe obszary biznesów pacjenckich, zarówno w przychodniach lekarskich (Świat Zdrowia), jak i w ośrodkach badań klinicznych. Raportowane obroty marek własnych spadły wprawdzie o prawie 30% r/r, pozycja ta jest jednak mocno zmienna w poszczególnych kwartałach. Sprzedaż marek własnych realizowana przez hurt apteczny wyniosła tymczasem 31,9 mln PLN (+8,2% r/r).

Wzrost udziałów  
rynkowych w hurtie  
aptecznym

Pozytywnie oceniamy dalszą poprawę marży zysku brutto na sprzedaży (+0,2 pkt. proc. r/r), w wyniku czego zysk na tym poziomie zwiększył się o 5,1% r/r. Rentowność brutto na sprzedaży uległa polepszeniu z powodu zmiany struktury sprzedaży na korzyść aptek tradycyjnych oraz

Poprawa rentowności w  
hurtie i biznesach  
pacjenckich

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



**BGŻ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Biurowo Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl  
www.bgzbnpparibas.pl



poprawy wyników w pozostałych segmentach działalności. Zwiększony zysk pokrywa równocześnie rosnące koszty SG&A (+4,9% r/r), gdzie poza rosnącą skalą i nowymi projektami w biznesach pacjenckich, Neuca odczuwa silną presję na wynagrodzenia.

W efekcie w III kwartale EBITDA wzrosła o 7,6% r/r do 38,9 mln PLN. **Zysk wsparty był transakcją sprzedaży nieruchomości (+1,6 mln PLN).** Neuca zanotowała także niewielką poprawę na poziomie salda finansowego (+0,7 mln PLN), więc przy nieco niższej r/r (-1 pkt. proc.) efektywnej stawce podatku dochodowego, dynamika zysku netto była na poziomie +12,2% r/r.

*EBITDA wsparta zyskiem ze sprzedaży nieruchomości*

W samym trzecim kwartale, Neuca mocno poprawiła cash flow z działalności operacyjnej, była to jednak normalizacja po mocnym odpływie gotówki w II kwartale. **Narastająco w 1-3Q'18 przepływy pieniężne wyniosły -6,8 mln PLN wobec -4,3 mln PLN przed rokiem,** w efekcie minimalnie dłuższego cyklu rotacji kapitału obrotowego (+1,5 dnia r/r). Dług netto/EBITDA wyniósł 1,35x wobec 1,83x kwartał wcześniej i 0,86x przed rokiem.

*Poprawa cash flow w 3Q'18*

## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl">lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@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>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

## 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)

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



**BGZ BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLESKIE**

**Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas**  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



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 księgowa) – 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  
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

## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyciąg - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ 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 BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji 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)