



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca - 4Q'18;
2019-03-22 14:47



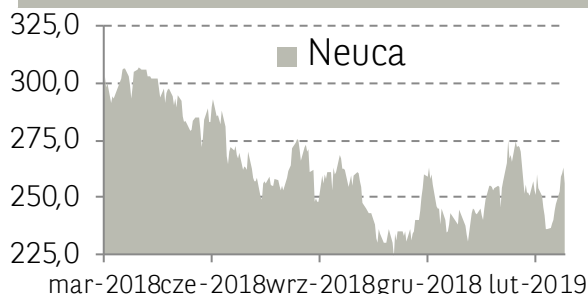
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	256,00
Kapitalizacja (mln zł)	1 160,4
Free float	35,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,6
P/E	11,8
EV/EBITDA	8,71

Notowania spółki



WYNIKI 4Q18

mln PLN	4Q'18	4Q'17	r/r	4Q'18	kons.	vkons
Przychody	1950,4	1897,7	2,8%	1950,4	1949,0	0,1%
- Hurt apteczny	1912,3	1871,9	2,2%			
- Marki własne	31,7	19,4	63,3%			
- Biznesy pacjenckie	38,8	26,6	46,0%			
EBITDA	41,2	47,0	-12,3%	41,2	43,2	-4,5%
<i>marża EBITDA</i>	2,1%	2,5%		2,1%	2,2%	
EBIT	32,1	38,6	-16,9%	32,1	34,2	-6,1%
<i>marża EBIT</i>	1,6%	2,0%		1,6%	1,8%	
- Hurt apteczny	24,4	35,1	-30,6%			
<i>marża EBIT</i>	1,3%	1,9%				
- Marki własne	4,9	2,5	95,6%			
<i>marża EBIT</i>	15,5%	12,9%				
- Biznesy pacjenckie	2,8	0,3	800,6%			
<i>marża EBIT</i>	7,3%	1,2%				
Zysk netto	24,6	30,7	-19,9%	24,6	28,0	-12,2%
<i>marża netto</i>	1,3%	1,6%		1,3%	1,4%	
Cash flow operacyjny	128,7	126,0	2,1%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Neuki były wyraźnie poniżej rynkowych oczekiwań, głównie z uwagi na wysokie pozostałe koszty operacyjne związane z przeprowadzką do nowego centrum logistycznego w Toruniu. Z tego powodu wyniki oceniamy neutralnie. Podtrzymujemy jednak pozytywną ocenę spółki biorąc pod uwagę zapowiedzi poprawy wyników w 2019 r. (szczególnie w 1Q) oraz utrzymującej się, niskiej wyceny spółki na tle historycznym.

W 4Q'18 sprzedaż wzrosła o 2,8%, głównie w ślad za obrotami generowanymi przez Hurt Apteczny (+2,2% r/r, przy wzroście rynku o 4% r/r). Spółka miała na koniec kwartału stabilny udział rynkowy w hurcie wynoszący 28,6% wobec 28,7% w III kwartale br. Do tego należy dołożyć wzrost obrotów w markach własnych (+63% r/r raportowana sprzedaż i +12,1% sprzedaż przez hurt apteczny). W dalszym ciągu szybkie tempo wzrostu utrzymują nowe obszary biznesów pacjenckich (+46% r/r).

Kontynuacja wzrostu sprzedaży spółki

Neuca utrzymała na zbliżonym r/r poziomie marżę brutto na sprzedaży. Koszty SG&A były

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

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



natomiast wyższe o 4,7% r/r (+0,1 pkt. proc. udział w relacji do przychodów). Natomiast **głównym czynnikiem spadku wyników w 4Q'18, było wyższe r/r o 3,8 mln PLN saldo pozostałych koszty operacyjnych.** Zgodnie z komentarzem zarządu, było związane z przeprowadzonych zmian w logistyce po budowie nowego magazynu w Toruniu i przeprowadzką do tego magazynu (np. odpisy na zapasy, wyższe straty materiałowe). Powyższe przełożyło się na 30,6% r/r spadku wyniku operacyjnego w segmencie hurtowym. **Bardzo dobrze performowały natomiast segmenty marek własnych i biznesów pacjenckich – każdy z nich poprawił wynik operacyjny o ok. 2 mln PLN.**

Rezultaty obciążone wysokimi pozostałymi kosztami operacyjnymi

Coraz lepsze wyniki pozostałych segmentów

W efekcie w IV kwartale EBITDA spadła o 12,3% r/r do 41,2 mln PLN. Przy zbliżonych r/r saldzie finansowym i koszcie podatkowym, zysk netto był niższy o prawie 20%. **Spółka zdołała natomiast poprawić cash flow operacyjny do 128,7 mln PLN (+2,1% r/r).**

Poprawa cash flow w 4Q'18

PERSPEKTYWY

W trakcie konferencji po wynikach zarząd przedstawił, iż **głównym celem jest poprawa wyników w 2019 r., co powinno być wyraźnie widoczne szczególnie w I kwartale.**

Rynek aptek: Podczas konferencji zarząd podkreślał pozytywny wpływ zmian legislacyjnych (szczególnie ustawa tzw. Apteka dla Aptekarza) na rynek aptek niezależnych. W 2018 r. zmniejszyła się różnica w dynamice wzrostów aptek sieciowych i niezależnych. Neuka oczekuje, iż w 2019 r. apteki niezależne nie będą już tracić udziałów rynkowych, a ograniczenie otwarć nowych aptek związane z wymienioną ustawą będzie pozytywnie przekładać się na obroty i rentowność aptek niezależnych.

Segment hurtowy: Spółka podkreśla realizację strategii polegającej na oferowaniu najlepszej oferty i serwisu klientów. Z tego powodu Neuka nie musi konkurować warunkami handlowymi z pozostałymi głównymi graczami (Farmacol i Pelion muszą oferować coraz większe rabaty aby jedynie utrzymać udziały rynkowe). **Zatrzymanie wzrostu kosztów związanych z coraz większymi udzielanymi klientom rabatami ma być głównym czynnikiem poprawy rentowności w 2019 r.** Drugą kwestią jest dalszy rozwój programów partnerskich, dzięki którym Neuka w coraz większym stopniu jest pierwszym dostawcą, zachowuje większą retencję (96,6% dla najbardziej zaawansowanego programu Partner+ wobec 82,5% dla podstawowego programu RPM i 64,7% dla aptek bez żadnego programu) i zmniejsza szansę na upadłość apteki (Neuka posiada prawie 30% udział w rynku i tylko 19% udział w przypadku zamykanych aptek).

Segment marek własnych: Podstawowym celem jest nadal zwiększanie udziału sprzedaży w aptekach poza programami partnerskimi (ok. 2% wobec ok. 3,7% dla Partner+). Ponadto zarząd dostrzega potencjał dalszego rozwijania portfolio produktowego.

Segment biznesów pacjenckich: Spółka podała czteroleczne dane poszczególnych obszarów: przychodnie wypracowały 87,3 mln PLN przychodów (+26% r/r) i 5,3 mln PLN wyniku operacyjnego (1,4 mln PLN przed rokiem). Badania kliniczne i telemedycyna miały 39,7 mln PLN przychodów (+70% r/r) i 4,4 mln PLN wyniku operacyjnego (-1,4 mln PLN przed rokiem). **Z uwagi na lepsze od oczekiwań rezultaty w 2018 r., zarząd nie spodziewa się ich poprawy w 2019 r. z uwagi na dalsze inwestycje we wzrost nowych biznesów.**

Koszty: Planowany jest wzrost kosztów wynagrodzeń (bez nowych pracowników) o nieco ponad 10 mln PLN, ponadto zarząd zwraca uwagę na zmianę struktury wynagrodzeń (rozwój biznesów pacjenckich, gdzie średnie pensje są znacznie wyższe niż w części hurtowej).

CAPEX: Planowane są wydatki w wysokości ok. 120 mln PLN, w tym 65 mln PLN na nowy biurowiec w Toruniu, 35 mln PLN to wydatki odtworzeniowe, a 20 mln PLN ma być przeznaczony na akwizycje (kwota ta może się jeszcze zmieniać w zależności od okazji).

Podział zysku: Proponowana dywidenda z zysku za 2018 r. to 7,40 PLN na akcję (DY=2,9%). Ponadto planowany jest skup ok. 120 tys. akcji za kwotę ok. 35 mln PLN. Zarząd podtrzymuje politykę zakładającą roczny wzrost dywidendy na akcję o 10-15%.





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukasz Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@raiffeisen.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl
Adrian Cieślak		adrian.cieslak@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

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) 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. do- staw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

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.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl
www.bgzbnpparibas.pl



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 wyłączonej - 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 porównywanych 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