



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca - 1Q'19

2019-05-14 13:52



BM

WYNIKI 1Q19

| mIn PLN | 1Q'19 | 1Q'18 | r/r | 1Q'19 | kons. | vkons |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------|---------------|---------------|-------|
| Przychody | 2137,4 | 2159,2 | -1,0% | 2137,4 | 2242,5 | -4,7% |
| - Hurt apteczny | 2096,2 | 2136,1 | -1,9% | | | |
| - Marki własne | 39,1 | 68,3 | -42,8% | | | |
| - Biznesy pacjenckie | 38,5 | 24,8 | 54,9% | | | |
| EBITDA | 60,4 | 53,6 | 12,8% | 60,4 | 51,4 | 17,6% |
| marża EBITDA | 2,8% | 2,5% | | 2,8% | 2,3% | |
| EBIT | 47,0 | 41,3 | 13,8% | 47,0 | 42,7 | 10,0% |
| marża EBIT | 2,2% | 1,9% | | 2,2% | 1,9% | |
| - Hurt apteczny | 31,3 | 30,5 | 2,7% | | | |
| marża EBIT | 1,5% | 1,4% | | | | |
| - Marki własne | 10,6 | 10,6 | 0,2% | | | |
| marża EBIT | 27,1% | 15,5% | | | | |
| - Biznesy pacjenckie | 5,1 | 0,2 | 2690,7% | | | |
| marża EBIT | 13,3% | 0,7% | | | | |
| Zysk netto | 36,7 | 31,1 | 17,9% | 36,7 | 33,8 | 8,5% |
| marża netto | 1,7% | 1,4% | | 1,7% | 1,5% | |
| Cash flow operacyjny | 37,8 | 27,5 | 37,7% | | | |

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dziś przed sesją wyniki Neuki okazały się być wyraźnie powyżej rynkowego konsensusu. Rezultaty oceniamy pozytywnie – pomimo niewielkiego spadku przychodów będącego pochodną niższej dynamiki rynku aptecznego w 1Q, spółka zdołała poprawić wynik we wszystkich segmentach. Szczególnie jest to widoczne w obszarze biznesów pacjenckich, gdzie ubiegłoroczne przejęcia i budowa nowych obszarów biznesowych przynoszą wymierne korzyści. Pozytywnie wypadają też koszty SG&A, które zostały zmniejszone o ponad 7,1 mln PLN r/r, a także cash flow operacyjny (+10,3 mln PLN r/r). Zarząd na konferencji po wynikach podtrzymuje pozytywny outlook jeżeli chodzi o kolejne kwartały. W związku z powyższym jesteśmy nadal pozytywnie nastawieni względem spółki.

Wyniki 4Q18 powyżej konsensusu rynkowego

Podtrzymujemy pozytywną opinię o Spółce

W wynikach zwracamy uwagę na:

- Zmniejszenie się tempa sprzedaży na skutek niższej dynamiki rynku (-0,5% r/r).
- Dalsza poprawa marży brutto na sprzedaży (+0,27 pkt. proc r/r) na skutek rozwoju biznesów pacjenckich, mniejszej skali rabatów przy sprzedaży leków i zwiększania udziału leków pod marką Genoptim w segmencie marek własnych.
- Silna dyscyplina kosztowa (SGA/przychody -0,3 pkt. proc. r/r).
- O ponad 1 mln lepsze r/r saldo z działalności finansowej -> -30% r/r koszty finansowe.
- One-offy: -0,9 mln PLN wynik na sprzedaży nieruchomości w 1Q'19 wobec -1,4 mln PLN w 1Q'18.
- MSSF16: wzrost zadłużenia o 127 mln PLN, amortyzacja wyższa o ok. 15 mln PLN rocznie.

Pozytywnie oceniamy wyniki pod kątem poprawy rentowności brutto na sprzedaży, spadku kosztów SGA i finansowych oraz wygenerowanego cash flow



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



PERSPEKTYWY

- **Rynek aptek:** obserwowana jest stabilizacja rynku po wprowadzeniu ustawy Apteki dla Aptekarza, natomiast nie zmienia ona długoterminowego trendu spadku liczby aptek. Na rynku zostają te bardziej świadome i lepsze apteki, które w większym stopniu korzystają z programów Neuki – spółka widzi w ten sposób szansę na zwiększanie udziałów rynkowych kosztem mniejszych hurtowników.
- **Dynamika rynku:** w 1Q'19 była rozczarowująca z uwagi na przesunięcie sezonu grypowego. Zarząd spodziewa się dwucyfrowych dynamik w kwietniu i maju, a w całym roku wzrostu rynku o 3-4%.
- **Programy apteczne:** Neuka osiąga bardzo wysokie tempo akwizycji nowych aptek do programów – w dwóch najbardziej zaawansowanych (Partner+ i IPRA) ich liczba zwiększyła się o 36% r/r do 1 248 placówek. Budowa skali poprzez programy jest korzystna z perspektywy negocjacji z dostawcami, sprzedaży produktów pod własną marką (np. ich udział wynosi 4,2% w Partner+, 3,1% w IPRA, 2,4% w Zysk+ oraz ok. 2,0% poza programami) oraz optymalizacją kosztów sprzedaży (wyższa retencja: 95% w Partner+ vs 72% poza programem).
- **Produkty własne:** niższe tempo sprzedaży do aptek (+1,2% r/r) wynika z wysokiej bazy w 1Q'18, słabej dynamiki rynku oraz trwających prac nad wdrożeniami kolejnych produktów. Obecnie Neuca mocniej rozwija portfel leków Genoptim (+14 SKU r/r w 1Q'19, łącznie jest to 100 leków, z czego 65 znajduje się na listach refundacyjnych). Jest to proces dłuższy i bardziej kosztowny, jednakże sprzedaż odbywa się potem na wyższej marży. Spółka jest w trakcie wprowadzania do sprzedaży kolejnych kilkudziesięciu leków pod marką Genoptim, co powinno wpłynąć na przyspieszenie sprzedaży, ale przede wszystkim na dalszą poprawę marży w kolejnych kwartałach.
- **Oszczędności kosztowe:** zarząd dokonał reorganizacji działu sprzedaży w ubiegłym roku. Prowadzony w zeszłym roku był także szeroki plan poprawy efektywności i optymalizacji kosztowych, którego efekty obecnie widać. Ponadto są jeszcze w trakcie kolejne projekty dotyczące m.in. większej robotyzacji procesów (np. call center), które będą przynosić kolejne oszczędności. Z drugiej strony od 2Q wprowadzane są podwyżki płac (kilka mln PLN), a presja płacowa oraz rosnące koszty energii będą wyrównywać efekty kolejnych projektów optymalizacyjnych.
- **Biznesy pacjenckie:**
 - W obszarze przychodni Neuka wdraża jednolity standard obsługi, jak i system IT, wprowadza także usługi dodatkowe (np. profilaktyka, opieka senioralna, szkolenia dla lekarzy). Zarząd widzi zwiększoną konkurencję na rynku przejęć (PZU, Penta), dlatego nie określa obecnie ile akwizycji uda się przeprowadzić.
 - W obszarze badań klinicznych zwiększona skala przekłada się na coraz większą regularność wyników pomiędzy kwartałami. Neuka realizuje coraz wyższe synergie pomiędzy spółkami (ClinMed, Bioscience, Pratia) i zaczyna akwizycję klientów zagranicznych.
 - W obszarze e-commerce rozwijane są nowe usługi telekonsultacji (w trakcie finalizacji negocjacji z ubezpieczycielami) i teleopieki. W dalszym ciągu skalowany jest portal Apteline (5-krotny wzrost użytkowników w 1Q, 2-krotny wzrost zamówień) i ortopedio (50% wzrost użytkowników, uruchomienie platformy do uzyskiwania refundacji sprzętu z NFZ on-line).

Stabilizacja udziałów rynkowych aptek niezależnych

Poprawa dynamiki rynku w kolejnych kwartałach

Korzystny dla biznesu Neuki rozwój programów aptecznych

Wprowadzenie większej liczby leków Genoptim pozytywnie przełoży się na marżę

Przeprowadzone optymalizacje mają zrównoważyć presję płacową

Pozytywnie oceniamy rozwój biznesów pacjenckich



KONTAKT

| Zespół Doradztwa Inwestycyjnego | Telefon: | Adres e-mail: |
|---------------------------------|--------------|--|
| Michał Krajczewski, CFA | 22 507 52 91 | michał.krajczewski@bnpparibas.pl |
| Adam Anioł | 22 507 52 93 | adam.aniol1@bnpparibas.pl |
| Szymon Nowak | 22 507 52 92 | szymon.nowak@bnpparibas.pl |
| Lukas Cinikas | 22 507 52 94 | lukas.cinikas@bnpparibas.pl |
| Tomasz Mazurek | 22 507 52 76 | tomasz.mazurek@bnpparibas.pl |

| Zespół Obsługi Rynku Wtórznego | Telefon: | Adres e-mail: |
|--------------------------------|--------------|--|
| Maciej Sokołowski | 22 578 57 68 | maciej.sokolowski@bnpparibas.pl |
| Marcin Rżany | 22 507 52 73 | marcin.rzany@bnpparibas.pl |
| Grzegorz Leszek | 22 566 97 07 | grzegorz.leszek@bnpparibas.pl |
| Monika Dudek | 22 566 97 05 | monika.dudek@bnpparibas.pl |
| Artur Sulejewski | 22 566 97 04 | artur.sulejewski@bnpparibas.pl |
| Sławomir Orzechowski | 22 566 97 06 | s.orzechowski@bnpparibas.pl |
| Łukasz Żukowski | 22 578 57 70 | lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl |
| Adrian Cieślak | 22 578 57 69 | adrian.cieslak@bnpparibas.pl |

| Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego | Telefon: | Adres e-mail: |
|----------------------------------|--------------|--|
| Marek Jaczewski | 22 329 43 53 | marek.jaczewski@bnpparibas.pl |
| Paulina Sotdaj | 22 566 97 32 | paulina.soldaj@bnpparibas.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 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
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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf