



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca - 1Q'20

2020-05-14 12:48



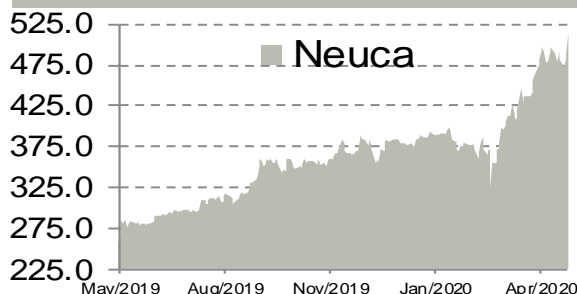
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	513.00
Kapitalizacja (mln zł)	2,382.2
Free float	37.3%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1.5
P/E	16.7
EV/EBITDA	12.26

Notowania spółki



WYNIKI 1Q20

mln PLN	1Q'19	1Q'18	r/r	1Q'19	kons.	vkons
Przychody	2637,3	2137,4	23,4%	2637,3	2442,8	8,0%
- Hurt apteczny	2600,3	2096,2	24,0%			
- Marki własne	31,8	39,1	-18,6%			
- Biznesy pacjenckie	39,6	38,5	2,9%			
EBITDA	84,9	60,4	40,5%	84,9	72,1	17,8%
<i>marża EBITDA</i>	3,2%	2,8%		3,2%	3,0%	
EBIT	70,1	47,0	49,3%	70,1	57,4	22,1%
<i>marża EBIT</i>	2,7%	2,2%		2,7%	2,3%	
- Hurt apteczny	53,5	31,3	70,9%			
<i>marża EBIT</i>	2,1%	1,5%				
- Marki własne	15,2	10,6	43,6%			
<i>marża EBIT</i>	47,7%	27,1%				
- Biznesy pacjenckie	1,5	5,1	-71,4%			
<i>marża EBIT</i>	3,7%	13,4%				
Zysk netto	50,2	36,7	36,8%	50,2	42,0	19,5%
<i>marża netto</i>	1,9%	1,7%		1,9%	1,7%	
Cash flow operacyjny	15,6	37,8	-58,8%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 1Q20 wyraźnie zaskoczyły rynkowy konsensus, a wpływ epidemii koronawirusa na biznes spółki okazał się znacząco bardziej pozytywny niż oczekiwania. Neuca wykorzystała sytuację rynkową mocno zwiększając obroty i wyniki w hurcie aptecznym (epidemia pozytywnie działała na popyt na leki oraz na rynek aptek niezależnych – głównych klientów spółki) oraz markach własnych (wyższy popyt na leki bez recepty), z tych samych powodów (a także rozliczenia dużego kontraktu przed rokiem) spadły wyniki w biznesach pacjenckich. Choć spółka obserwuje spowolnienie rynku aptecznego w 2Q'20 ze względu na wysoką bazę z ubiegłego roku, to obszar ten powinien w całym 2020 r. zachowywać się dobrze biorąc pod uwagę recesję gospodarczą w Polsce i na świecie. Ponadto Neuca wyróżnia się na tle rynku kontynuacją polityki dywidendowej i planuje, jak co roku, zwiększyć wypłacaną dywidendę na akcję do 8,65 zł (DY = 1,7%). Podtrzymujemy więc pozytywną opinię o spółce.

Wyniki 1Q'20 znacząco powyżej konsensusu

Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w kolejnych kwartalach



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biurowo 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



W 1Q20 roku spółka bardzo dobrze wykorzystała pozytywne warunki rynkowe do poprawy wyników w części hurtowej. Rynek apteczny wzrósł w tym okresie aż o 16% r/r, a Neuca zwiększyła swoje udziały rynkowe z 28,9% do 30,8%, a w kluczowym segmencie aptek niezależnych z 31,7% do 34,0%. Było to możliwe zarówno ze względu na rozwój programów aptecznych w których liczba współpracujących aptek wzrosła o 80% r/r do 2 477, Neuca wykorzystała także ubiegłoroczne inwestycje w infrastrukturę magazynową, będąc w stanie bez problemu obsłużyć wzrost zamówień. Analogiczne czynniki działały na korzyść segmentu marek własnych, którego sprzedaż przez hurt apteczny do odbiorcy końcowego była o 33% wyższa r/r (spadek raportowanej sprzedaży wynika ze zmiany zapasów). Z kolei wysoka baza z ubiegłego roku (rozliczenie dużej umowy na badania kliniczne) oraz konieczność poniesienia kosztów związanych ze środkami ochrony osobistej w obszarach przychodni i badań klinicznych przełożyły się na spadek wyników w segmencie biznesów pacjenckich.

Neuca wykorzystała warunki rynkowe w 1Q do zwiększenia przychodów i wyników w podstawowym biznesie

Łącznie, mocny wzrost skali działania oraz efekty ubiegłorocznej optymalizacji kosztowej przełożyły się na podwojenie wyniku operacyjnego grupy w 1Q'20. Neuca zwiększyła lekko marżę brutto na sprzedaży (+0,16 pkt. proc.), a wskaźnik kosztów SG&A do przychodów obniżył się o 0,37 pkt. proc. r/r. Niższy wzrost na poziomie zysku netto wynikał ze zwiększenia kosztów finansowych na skutek rozpoznania ujemnych różnic kursowych (osłabienie PLN względem EUR) z tytułu leasingu (wpływ standardu rachunkowego MSSF16).

Ze względu na większe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy i wyższą kwotę zapłaconego podatku, cash flow z działalności operacyjnej spadł z 37,9 do 15,6 mln zł w 1Q'20. Z uwagi na refinansowanie zbudowanego w ubiegłym roku magazynu (zwiększenie leasingu), wskaźnik długu netto do EBITDA wzrósł do 2,2x wobec 1,8x przed rokiem.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:

- Rynek w 1Q: większość rynkowego wzrostu obserwowana była w marcu, warunki rynkowe były korzystne dla aptek niezależnych, które w dalszym ciągu zmniejszały niekorzystną różnicę w dynamikach sprzedaży vs apteki sieciowe.
- Rynek w 2Q: w kwietniu widać było lekki spadek rynku (apteki zrobiły duże zapasy w marcu), w maju spadek może przyspieszyć z uwagi na wysoką bazę sezonu zachorowań z ubiegłego roku. Neuca obserwowała stabilną sprzedaż r/r w kwietniu, w maju może być spadek, przy czym utrzymany będzie trend zwiększania udziałów w rynku.
- Zarząd spodziewa się, że nawet w scenariuszu mocnej recesji, dynamika rynku aptecznego powinna utrzymać się powyżej zera w całym 2020 r. Zarząd nie dostrzega problemów z należnościami z uwagi na poprawę sytuacji płynnościowej aptek po I kwartale.
- Programy apteczne: spółki stowarzyszone w programach Neuki rosły szybciej od rynku (+42% w marcu wobec +36% rynek), analogiczna tendencja kontynuowana jest w kwietniu co jest argumentem przyciągającym apteki do programów i będzie stać za dalszym zwiększaniem udziałów rynkowych i wyników segmentu hurtowego.
- Biznesy pacjenckie: koronawirus ograniczył przychody z prywatnych usług w przychodniach (np. medycyna pracy, profilaktyka), z drugiej strony spółka szybko poradziła sobie z wdrożeniem teleporad i usług zdalnych. W przypadku badań klinicznych także obserwowano wyższe koszty i spowolnienie realizacji projektów oraz większą ostrożność firm w uruchamianiu nowych badań. Z drugiej strony Neuca posiada rozwiązania IT służące do informatyzowania procesu i zwiększania usług zdalnych co może stanowić o przewadze na rynku. W 1Q'20 dokonano przejęcia ośrodka badań w Poznaniu oraz otworzona została spółka na Ukrainie. E-commerce i telemedycyna odnotowały w 1Q'20 wysoki wzrost liczby użytkowników (+30% q/q wejść na Apteline) i badań (4x wzrost konsultacji telemedycznych dla ubezpieczycieli). Łącznie wynik segmentu w 2020 r. może być niższy r/r, jednakże w kolejnych kwartałach spadek nie





będzie już tak duży jak w 1Q, ponadto długoterminowe perspektywy nie zmieniają się, a w badaniach klinicznych rynek może przyspieszyć po zniesieniu obostrzeń sanitarnych.

- CAPEX w 2020 r.: w 1Q'20 zakończono nakłady na biura w Toruniu, inwestycje w infrastrukturę będą zbliżone do amortyzacji (40-50 mln zł); na akwizycje (przychodnie, badania kliniczne) spółka może wydać do kilkudziesięciu mln zł.

KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Aniot, CFA	22 507 52 93	adam.aniot1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	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
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Michał Osiecki	22 566 97 34	michal.osiecki@bnpparibas.pl
Damian Sienko	--	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	--	beata.skora-bydgoska@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 Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM. i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 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 w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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 a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji 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

