



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca – 2Q'20

2020-08-27 13:12

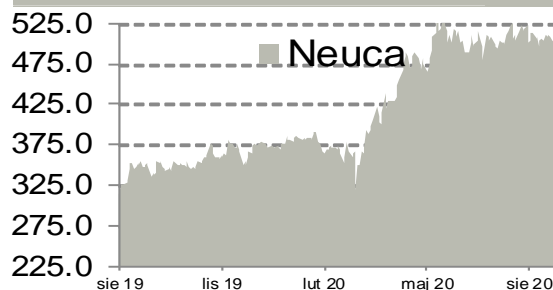


BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce	
Cena	510.00
Kapitalizacja (mln zł)	2,226.8
Free float	33.3%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1.6
P/E	16.5
E V/E BITDA	11.61

Notowania spółki



WYNIKI 2Q20

mIn PLN	2Q'20	2Q'19	r/r	2Q'20	kons.	vkons
Przychody	1910,0	1986,5	-3,9%	1910,0	1859,1	2,7%
- Hurt apteczny	1870,8	1948,9	-4,0%			
- Marki własne	27,7	47,4	-41,5%			
- Biznesy pacjenckie	41,2	36,6	12,7%			
EBITDA	56,4	51,5	9,5%	56,4	51,7	9,1%
<i>marża EBITDA</i>	3,0%	2,6%		3,0%	2,8%	
EBIT	40,3	37,6	7,4%	40,3	36,7	9,9%
<i>marża EBIT</i>	2,1%	1,9%		2,1%	2,0%	
- Hurt apteczny	26,7	22,2	20,3%			
<i>marża EBIT</i>	1,4%	1,1%				
- Marki własne	9,0	12,8	-29,6%			
<i>marża EBIT</i>	32,6%	27,1%				
- Biznesy pacjenckie	4,6	2,9	59,4%			
<i>marża EBIT</i>	11,1%	7,9%				
Zysk netto	30,6	28,8	6,0%	30,6	28,5	7,2%
<i>marża netto</i>	1,6%	1,5%		1,6%	1,5%	
Cash flow operacyjny	-56,1	2,7	-2158,8%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 2Q20, podobnie jak te za poprzedni kwartał, wyraźnie zaskoczyły rynkowy konsensus, który zakładał większy negatywny wpływ przesunięcia popytu na leki z II na I kwartał pod wpływem epidemii COVID-19. Tymczasem Neuca wykorzystała sytuację rynkową mocno zwiększając udziały rynkowe w hurcie aptecznym przez co jej wyniki zachowywały się zdecydowanie powyżej rynku. Marżowości sprzyjał także wyższy popyt na leki bez recepty, odbicie wyników odnotował także segment biznesów pacjenckich (inny rozkład kontraktów pomiędzy kwartałami). Zarząd bardziej pozytywnie podchodzi również do perspektyw rynku na drugie półrocze, a w miesiącach letnich obserwowana jest normalizacja sytuacji na rynku, przy utrzymaniu rosnącego udziału rynkowego Neuki. Podtrzymujemy więc pozytywną opinię o spółce.

Wyniki 2Q'20 powyżej konsensusu

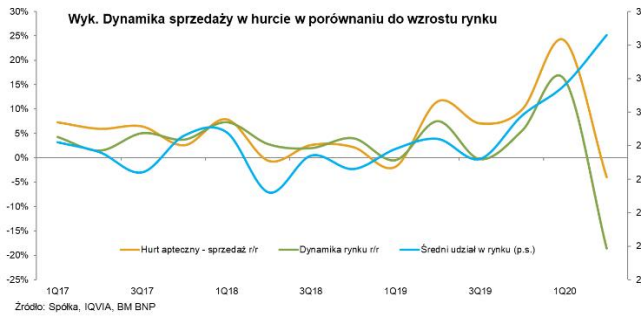
Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w kolejnych kwartałach



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



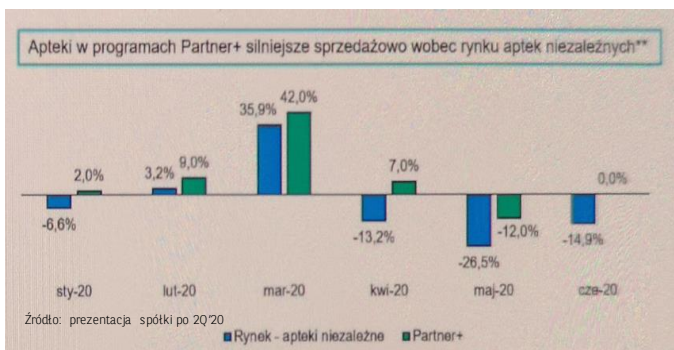
W 2Q20 roku rynek hurtu aptecznego uległ silnym spadkom (-18,6% r/r oraz -36,2% q/q) z uwagi na przesunięcie popytu aptek na marzec (zatowarowanie w obliczu rozwoju epidemii COVID-19), niższą liczbę zachorowań na grypę oraz wprowadzonym lockdown gospodarki. W takim otoczeniu

Spółka mocno zwiększa udział rynkowy z uwagi na ekspozycję na apteki niezależne

segment hurtu Neuki poradził sobie zdecydowanie lepiej odnotowując jedynie 4,0% spadku przychodów r/r, co było możliwe dzięki relatywnie silniejszej sytuacji głównej grupy klientów, czyli aptek niezależnych. Były one w mniejszym stopniu narażone na ograniczenia w handlu detalicznym (np. zamknięcie centrów handlowych). Ponadto Neuka korzysta z intensywnie rozwijanych w ostatnich latach programów partnerskich dla aptek niezależnych. W głównych

programach (IPRA, Partner + i Partner) uczestniczyło pod koniec II kwartału 2625 aptek (+48,1% r/r), co oznacza, że z tej formy współpracy ze spółką korzysta prawie 30% aptek niezależnych w kraju (19,2% przed rokiem). Ponadto wsparcie tych aptek przez Neukę przekłada się na ich lepsze wyniki względem całości rynku niezależnego.

Pozytywnym czynnikiem jest rozwój programów aptecznych



W przypadku pozostałych segmentów niższe obroty rynkowe przełożyły się na spadek przychodów (-41,5% r/r raportowane, -14,7% spadek sprzedaży przez segment hurtowy), jak i zysku operacyjnego (-29,6% r/r) w Markach Własnych. Z drugiej strony odbicie w relacji q/q i r/r odnotował segment biznesów pacjenckich, co wynikało jednak z innego rozłożenia się harmonogramu kontraktów po kwartałach w br. i zeszłym roku.

Wyniki pozostałych segmentów

Łącznie EBITDA Neuki wyniosła 56,4 mln zł (+9,5% r/r), co było 9,1% powyżej rynkowych oczekiwań, warto przy tym dodać, że spółka rozpoznała w 2Q'20 jednorazową rezerwę w wysokości 1,8 mln zł na roszczenia z pozwu jednego z kontrahentów. Poza silną sprzedażą segmentu hurtowego, kolejnym pozytywnym czynnikiem wpływającym na rezultaty była dyscyplina kosztowa. Spółka utrzymała na podobnym poziomie koszty SG&A w II kwartale, a na koszty w całym półroczu wpływała epidemia COVID-19 (+3,45 mln zł). W 1H'20 najlepiej pod względem dyscypliny kosztowej prezentował się segment hurtu aptecznego. Pomimo dodatkowych 2,34 mln zł kosztów na COVID-19, parametr SG&A/przychody obniżył się do 6,40% z 6,65% w 1H'19 i 7,32% w 1H'18. Na poziomie wyniku netto obserwujemy umiarkowanie pozytywny wpływ dodatnich różnic kursowych (silnie ujemny w 1Q'20).

Pozytywnie oceniamy kontrolę kosztów SG&A

Pomimo poprawy wyników finansowych spółka odnotowała wysokie, ujemne (-56,1 mln zł) saldo przepływów z działalności operacyjnej (+61,3 mln zł przed rokiem), co było związane z jednorazowym dostosowaniem terminów spłaty zobowiązań do nowych regulacji ws zatorów płatniczych (max 60 dni na spłatę zobowiązań).

Stabszy r/r cash flow operacyjny



Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:

- Wg zarządu umacnianie pozycji rynkowej spółki to potwierdzenie właściwie obranej strategii współpracy z klientami polegającej na byciu liderem satysfakcji klientów – wzrost zaufania + wykorzystanie wsparcia z programów aptecznych przekłada się na rosnącą liczbę klientów i wyniki spółki. Powyższe przekłada się na znaczną przewagę Neuki vs najwięksi konkurenci w takich aspektach jak średni udział w obrocie apteki, kolejność na liście dostawców albo penetracja numeryczna.
- Spółka podczas prezentacji podała liczne statystyki wskazujące na to, iż apteki niezależne zdecydowanie lepiej poradziły sobie z trudniejszą sytuacją rynkową w 2Q. Przykładowo spadek średnich obrotów apteki sieciowej wyniósł 19,4% r/r a apteki niezależnej 13,8% r/r, a apteki niezależne wyraźnie zwiększyły udział w rynku w I połowie roku.
- Wg zarządu sytuacja na rynku w III kwartale ulega normalizacji, a dynamika w ujęciu r/r powinna być zbliżona do 0%. Zarząd bardziej pozytywnie odnosi się też do dynamiki rynku w całym roku, która również powinna być zbliżona do 0% (poprzednio oczekiwano przynajmniej kilku procent spadku). Wg zarządu Neuka utrzymuje tendencje wzrostu rynkowych udziałów.
- Oczekiwane jest także utrzymanie w II półroczu wyższych marż w segmencie hurtowym, choć wiele zależy będzie także od sytuacji rynkowej (sezon grypowy, 2 fala epidemii).
- SensDX i testy na COVID-19: spółka koncentruje się obecnie nad zbudowaniem zdolności produkcyjnych i skalowalności, testy „za chwilę” mają być obecne na rynku, przy czym na razie skala sprzedaży będzie niewielka.
- Badania kliniczne: Neuka przejęła w czerwcu 40% udziałów w KFGN (lider badań klinicznych w Niemczech) oraz w sierpniu 100% hiszpańskiej spółki Experior (co ważne prowadzi ona badania także we Włoszech, UK, Francji i krajach Beneluxu). Wzrost skali działalności tego obszaru jest kluczowy dla posiadania kompleksowej oferty badań dla firm farmaceutycznych. Ponadto spółka widzi synergie także z innymi obszarami biznesów pacjenczkich (przychodnie – rekrutacja pacjentów, badania kliniczne – popularyzacja telemedycyny). Zarząd nie wyklucza dalszych przejęć ośrodków klinicznych, ale także w dłuższym horyzoncie wyjścia pozostałych obszarów biznesów pacjenczkich poza Polskę.
- Dostosowanie rotacji zobowiązań do wymogów legislacyjnych było zdarzeniem jednorazowym w II kwartale i w dalszych okresach rotacja powinna być stabilna i zależać bardziej od struktury klientów. Zwiększenie użycia faktoringu odwrotnego w 2Q było związane właśnie z finansowaniem spłaty zobowiązań i nie ma być już zwiększane w kolejnych okresach.





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@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 Wtórno	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokółowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@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 Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Ewa Dróżdż	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	--	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 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 tytułu dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tytułu 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 porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Po między 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.

O 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 w interesach 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