

# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Neuca – 4Q'20

2021-03-25 11:06



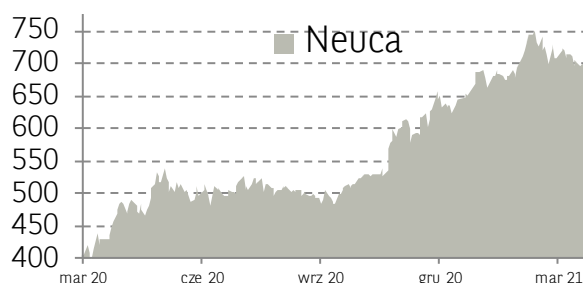
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	701,00
Kapitalizacja (mln zł)	3122,25
Free float	0,35
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,55
P/E	21,38
EV/EBITDA	12,95

### Notowania spółki



## WYNIKI 4Q20

mln PLN	4Q'20	4Q'19	r/r	4Q'20	kons.	vkons
<b>Przychody</b>	<b>2400,3</b>	<b>2149,8</b>	11,7%	<b>2400,3</b>	<b>2259,7</b>	6,2%
- Hurt apteczny	2350,5	2095,1	12,2%			
- Marki własne	36,1	30,7	17,6%			
- Biznesy pacjenckie	56,0	44,9	24,8%			
<b>EBITDA</b>	<b>60,6</b>	<b>48,4</b>	25,2%	<b>60,6</b>	<b>55,9</b>	8,5%
<i>marża EBITDA</i>	2,5%	2,3%		2,5%	2,5%	
<b>EBIT</b>	<b>43,2</b>	<b>34,3</b>	26,0%	<b>43,2</b>	<b>39,2</b>	10,3%
<i>marża EBIT</i>	1,8%	1,6%		1,8%	1,7%	
- Hurt apteczny	31,7	20,8	52,4%			
<i>marża EBIT</i>	1,3%	1,0%				
- Marki własne	5,6	7,7	-27,6%			
<i>marża EBIT</i>	15,5%	25,1%				
- Biznesy pacjenckie	6,0	4,7	26,6%			
<i>marża EBIT</i>	10,6%	10,5%				
<b>Zysk netto</b>	<b>19,1</b>	<b>25,5</b>	-25,1%	<b>19,1</b>	<b>27,2</b>	-29,9%
<i>marża netto</i>	0,8%	1,2%		0,8%	1,2%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>60,9</b>	<b>117,5</b>	-48,2%			

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 4Q20, podobnie jak w kilku poprzednich kwartałach, ponownie pozytywnie zaskoczyły rynkowy konsensus. Neuca, kontynuowała zwiększanie udziałów rynkowych w hurcie aptecznym przez co jej wyniki zachowywały się zdecydowanie powyżej rynku. Marżowości sprzyjały m.in. poczynione w zeszłym roku inwestycje w logistykę i program optymalizacji kosztów, a także coraz wyższy udział na rynku aptek niezależnych. Ponadto dwucyfrowe wzrosty wyników kontynuowały także segmenty biznesów pacjenckich. Wprawdzie zarząd sygnalizuje wyraźny spadek rynku hurtu aptecznego w 1Q'21 (efekt bazy, wpływ 2 i 3 fali pandemii), to w całości 2021 r. spodziewany jest wzrost rzędu 1-3% r/r. Dotychczasowe czynniki wzrostu (rozwój biznesów pacjenckich, rozwój

Wyniki operacyjne 4Q'20 powyżej konsensusu

Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w kolejnych kwartałach



programów aptecznych, odbicie wyników marek własnych) pozostają w mocy dlatego podtrzymujemy pozytywną opinię o spółce.



W 4Q'20 roku dynamika rynku hurtu aptecznego była na poziomie +2,0% r/r i +2,9% q/q. Podobnie jak w poprzednich kwartałach w 2020 r., segment hurtu Neuki kontynuował zdecydowanie lepsze wyniki na tle rynku odnotowując 12,2% wzrostu przychodów r/r, co było możliwe dzięki relatywnie silniejszej sytuacji głównej grupy klientów, czyli aptek

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

niezależnych. Neuka korzysta z intensywnie rozwijanych w ostatnich latach programów partnerskich dla aptek niezależnych. Łącznie w programach uczestniczyło pod koniec IV kwartału 2842 aptek (blisko +25% r/r), a udział rynkowy spółki w rynku hurtowym do aptek niezależnych utrzymał rekordowo wysoki poziom 36,8% (+3,6 pkt. proc. r/r). Ponadto warto przypomnieć, że 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 poprawę przychodów odnotowały marki własne (+17,6% r/r przychody raportowane, +11,2% sprzedaż przez segment hurtowy), jednakże zysk operacyjny zmniejszył się w 4Q'20 o 27,6% r/r do 5,6 mln zł. W przypadku segmentu biznesów pacjenckich, przychody były wyższe o 24,8% r/r, a zysk operacyjny o 26,6% r/r. W rozbięciu na poszczególne linie biznesowe, pod względem obrotów najlepiej poradził sobie e-commerce (+94% r/r do 14,2 mln zł) oraz badania kliniczne i telemedycyna (+58% r/r do 22,8 mln zł). Obszar przychodni lekarskich jest bardziej stabilnym obszarem ze wzrostem rzędu 7% r/r (do 32,7 mln zł przychodów).

*Dobre wyniki biznesów pacjenckich*

Łącznie EBITDA Neuki wyniosła 60,6 mln zł (+25,2% r/r), co było 8,5% powyżej rynkowych oczekiwań. Spółka w dalszym ciągu utrzymuje dyscyplinę na poziomie kosztów SG&A, które w IV kwartale wzrosły o 14,5% r/r (vs 16,4% dynamiki zysku brutto na sprzedaży). W ujęciu r/r niekorzystnie na wyniki oddziaływało saldo z pozostałej działalności operacyjnej (-1,7 mln zł) oraz saldo z działalności finansowej (-8,4 mln zł), co związane było z ujemnymi różnicami kursowymi po wzroście kursu EUR/PLN na koniec roku. Na poziomie podatku wysoka stawka efektywna (45,25%) wynika z zdarzenia jednorazowego, tj. rezerwy na należności podatkowe sporne w wys. 9,15 mln zł (spółka zależna Prosper, podatek od osób prawnych za 2012, sprawa z US trwa od 2018 r, bez w). W efekcie powyższych czynników raportowany zysk netto spadł o 25% r/r do 19,1 mln zł, a bez zdarzeń jednorazowych byłby to wzrost o 7% r/r do 27,9 mln zł.

*Zdarzenia jednorazowe wpływają na wynik netto*

Pod względem przepływów operacyjnych odnotowano spadek o 48,2% r/r do 60,8 mln zł, co wynikało głównie ze zmniejszenia zobowiązań handlowych i wzrostu należności (odwrócenie tendencji z 3Q'20). Wskaźnik długu netto/EBITDA był jednak stabilny q/q (1,08x) i zanotował poprawę r/r z 1,76x.

#### Komentarze Zarządu do wyników i perspektyw spółki podczas telekonferencji:

- Rynek hurtu: Spółka odnotowała ostabienie dynamik rynku w trakcie 2 i 3 fali pandemii. W 1Q'21 dynamiki są ujemne i sięgają -10% r/r (niższy sezon grypowy, częściowy lockdown), w marcu z uwagi na efekt wysokiej bazy (zakupy na zapas przed 1 falą) spadek może sięgnąć -15% r/r, przy czym obecnie widać już odbicie zamówień, a w 2Q dynamiki r/r powinny być pozytywne (normalizacja sytuacji rynkowej, niska baza), także w całym roku zarząd oczekuje 1-3% wzrost rynku. Ponadto pomimo dużej zmienności, w 1Q'21 Neuka utrzymuje udziały rynkowe z 4Q'20.



- Zarząd pozytywnie ocenia w długim terminie podnoszenie rangi zawodu farmaceuty i wzmacnianie pozycji farmaceutów, co pomaga w równowadze na rynku pomiędzy sieciami a niezależnymi aptekami.
- Spółka cały czas obserwuje potencjał do wzrostu liczby uczestników w programach aptecznych – lepsze wyniki aptek w programach przyciąga nowych klientów.
- Neuca jest liderem procesu dystrybucji szczepionek, działalność ta jest jednak niskomargżowa dlatego nie wpłynie na wyniki 2021 r.
- Marki własne: rok 2020 to było przygotowanie do dalszego rozwoju – weryfikacja i optymalizacja dotychczasowego portfela, przygotowanie produktów Rx (na receptę). Wszystkie działania dokonane zgodnie z planem, także od 2021 r. powinny być widoczne efekty finansowe.
- TU Zdrowie: jeszcze nie komentują wpływu finansowego (przed decyzją UOKiK), w 2H'21 przedstawione zostaną plany na rozwój tego obszaru. Spółka we wcześniejszym komunikacie o realizacji akwizycji podała, że w 2020 roku składka zarobiona TUZ wyniosła ok. 79,5 mln PLN, a wynik brutto ok. 7,7 mln PLN.
- Neuka bardzo rozszerzyła kompetencje i ofertę w badaniach klinicznych. W 2021 celem jest integracja przejętych spółek, są już pierwsze wspólne projekty i zamówienia. Zarząd spodziewa się odbicia rynku badań po pandemii z uwagi na odblokowanie dotychczasowych postępowań oraz nowe badania związane z COVID-19. Spółka zbudowała także platformę technologiczną hygio (ucyfrowienie procesu prowadzenia badania), która w 2021 r. ma być wdrożona we wszystkich spółkach zależnych, rozpoczęta ma być także komercjalizacja poza Grupą Neuca.
- Finanse: one-off podatkowy z 4Q'20 (ok. 9 mln zł) sprawy spornej dotyczy Prospera z 2012 r. Sprawa jest w NSA, wg zarządu z praktyki procesowej w podobnych przypadkach jest szansa 50/50 na korzystne rozstrzygnięcie więc z powodów ostrożnościowych zawiązana została rezerwa, przy czym nie wpływa ona na cash flow spółki.
- Zmiany w zarządzie: decyzja awansu K. Miszewskiego przygotowywana od wielu miesięcy (obszar dostaw i hurtu), rezygnacja P. Kuśmierowskiego – bez podania przyczyn, ale na razie jest on konsultantem zarządu w obszarze pacjenckim. Obecnie prezes Sucharski będzie nadzorował obszar biznesów pacjenckich.





## KONTAKT

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

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Karolina Marczuk	22 566 97 38	<a href="mailto:karolina.marczuk@bnpparibas.pl">karolina.marczuk@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.sotdaj@bnpparibas.pl">paulina.sotdaj@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozdz@bnpparibas.pl">ewa.drozdz@bnpparibas.pl</a>
Damian Sieńko	--	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Beata Skórka-Bydgoska	--	<a href="mailto:beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgoska@bnpparibas.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)

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 porównywanych 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](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

