



Neuca - Komentarz do wyników za 1Q'18

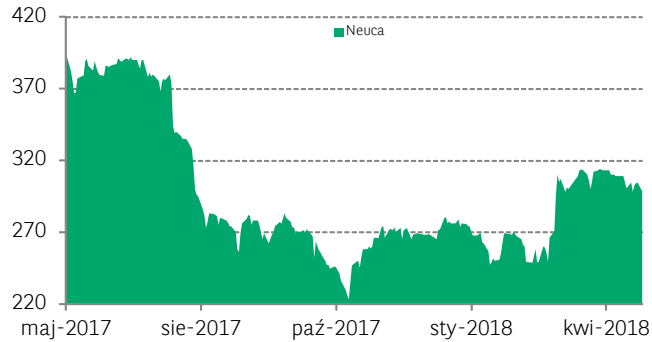
Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl

analitik: Michał Krajczewski, CFA

2018-05-14

Podstawowe dane o spółce

Cena	298,50
Kapitalizacja (mln zł)	1 384,8
Free float	37,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,55
P/E	14,2
EV/EBITDA	9,96



Wyniki 1Q18

mln PLN	1Q'18	1Q'17	r/r	1Q'18 BGŻ BNP	różnica	1Q'18	kons.	vkons
Przychody	2159,2	1999,1	8,0%	2159,2	2071,4	2159,2	2119,4	1,9%
- Hurt apteczny	2136,1	1980,4	7,9%	2136,1	2039,9			
- Marki własne	68,3	14,4	374,0%	68,3	20,2			
- Usługi informatyczne	-	2,2	-	-	2,4			
- Biznesy pacjenckie	24,8	19,7	26,4%	24,8	27,5			
EBITDA	48,3	47,2	2,2%	48,3	47,5	48,3	50,3	-4,1%
<i>marża EBITDA</i>	2,2%	2,4%		2,2%	2,3%	2,2%	2,4%	
EBIT	40,1	39,2	2,3%	40,1	39,0	40,1	41,4	-3,1%
<i>marża EBIT</i>	1,9%	2,0%		1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	
- Hurt apteczny	29,4	27,5	6,7%	29,4	30,6			
<i>marża EBIT</i>	1,4%	1,4%		1,4%	1,5%			
- Marki własne	10,6	9,7	8,6%	10,6	9,1			
<i>marża EBIT</i>	15,5%	67,4%		15,5%	45,0%			
- Usługi informatyczne	-	3,5	-	-	-0,2			
<i>marża EBIT</i>	-	157,2%		-	-8,3%			
- Biznesy pacjenckie	0,2	-1,6	-111,6%	0,2	-0,5			
<i>marża EBIT</i>	0,7%	-8,0%		0,7%	-1,8%			
Zysk netto	32,0	30,2	5,8%	32,0	31,4	32,0	33,3	-4,0%
<i>marża netto</i>	1,5%	1,5%		1,5%	1,5%	1,5%	1,6%	
Cash flow operacyjny	22,2	6,8	229,2%					

Komentarz do wyników

Rezultaty Neuki za 1Q'18 oceniamy neutralnie. Były one zbliżone zarówno do rynkowego konsensusu, jak i naszych prognoz.

Spółka wypracowała o 8% r/r lepsze przychody, w tym segment hurtowy zanotował +7,9% r/r, czyli dynamikę lepszą względem rynkowej (+7,3% r/r). Pomógł w tym dalszy rozwój programów aptecznych, w szczególności najbardziej zaawansowanego Partner+ (777 aptek, +31% r/r). Neuca minimalnie zwiększyła także udziały w obrocie z sieciami aptecznymi (z 29,3% do 29,4% udziałów rynkowych q/q). W dalszym ciągu bardzo dobrze rozwija się również segment marek własnych, który miał 68 mln PLN raportowanych przychodów (kwota mocno zmienna pomiędzy kwartalami), natomiast sprzedaż marek własnych przez hurt apteczny wyniosła 37,6 mln PLN (+28% r/r).

Przychody rosną szybciej niż rynek

Wszystkie segmenty poprawiły również wynik operacyjny w ujęciu r/r, przy czym tempo poprawy było niższe niż wzrost przychodów, co było pochodną dokonywanych przez Neukę inwestycji we wspomniane programy apteczne i wsparcie marketingowe własnych marek (dynamika kosztów sprzedaży wyniosła +12,5% r/r).

Niższa rentowność z uwagi na inwestycje w programy apteczne

Jeżeli chodzi o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych to w 1Q'18 spółka zanotowała stratę 1,4 mln PLN z tytułu sprzedaży nieruchomości. W ubiegłym roku Neuca



poniosła 5,0 mln PLN straty z tytułu wytudzenia przez nieuczciwego konkurenta, równocześnie wykazany był również zysk 4,0 mln PLN ze sprzedaży spółki zależnej Mediporta. Łącznie saldo w tej linii było o 5 mln PLN lepsze r/r. Przy zbliżonym saldzie finansowym oraz podatku, raportowany zysk netto został poprawiony o 5,8% r/r.

Zdarzenia
jednorazowe
wpływają na wynik

pozytywnie należy natomiast ocenić wygenerowany w I kwartale cash flow z działalności operacyjnej, który miał swoje źródło zarówno w lepszych wynikach, jak i optymalizacji kapitału obrotowego. Neuca zmniejszyła także dług netto do EBITDA do poziomu 0,2x (0,36x przed rokiem i 0,15x po 4Q'17).

Wyraźna poprawa
cash flow

Podsumowanie konferencji po wynikach

- Zarząd podtrzymuje cel poprawy w ujęciu r/r oczyszczonego zysku netto (99,0 mln PLN w 2017 r.)
- Spółka co roku w kwietniu dokonuje podwyżek płac (głównie telemarketing i logistyka), który powinien mieć wpływ co najmniej kilku milionów złotych na koszty. W drugim półroczu możliwy jest też wzrost kosztów logistyki z uwagi na rosnące ceny paliw – obydwa czynniki zostały wg. Zarządu zabudżetowane w planach na 2018 r.
- W kolejnych kwartałach możliwe jest natomiast wolniejsze tempo wzrostu kosztów SG&A z uwagi na malejącą skalę inwestycji w programy partnerskie aptek i marketing marek własnych. Neuca obserwuje coraz większe efekty programów aptecznych (m.in. w postaci poprawiających się wyników uczestniczących aptek), co przyciąga coraz więcej chętnych.
- Na rynku hurtu aptecznego obserwowane było w kwietniu sezonowe spowolnienie dynamiki wzrostu. Zarząd zwraca uwagę, iż obecny sezon grypowy był jednym z dłuższych w ostatnich latach i notowano b. wysoki poziom zachorowalności. Dotychczas nie ma natomiast wpływu na biznes Neuki zakazu handlu w niedzielę.
- Stopniowo dostrzegane jest spowolnienie tempa wzrostu sieci aptecznych na rynku, jako skutek wprowadzenia w ub. roku ustawy „Apteka dla Aptekarza”. W ujęciu kwartalnym sieci po raz pierwszy od dłuższego czasu zanotowały niższą dynamikę względem rynku aptek niezależnych.
- Cały czas wysoka jest konkurencja ze strony pozostałych graczy – szczególnie Pelion i Farmacol po wyjściu z giełdy, zmieniły strategię na bardziej długoterminowe podejście i, wzorem Neuki, starają się poprawić jakość obsługi aptek (np. mierzoną wskaźnikiem Net Promotor Score).
- Zarząd oczekuje utrzymania dodatnich wyników w obszarze biznesów pacjenckich – dotychczas mocno rezultaty poprawiały przychodnie (wzrost skali, ujednoczenie sieci, inwestycje w IT), które nadrobiły stratę pozostałych spółek. Jednakże przejęcie ClinMed Pharma w obszarze badań klinicznych i wprowadzenie rozwiązania sprzedaży on-line refundowanego przez NFZ sprzętu w Ortopedio powinno wpływać na osiągnięcie dodatnich wyników w tych spółkach w horyzoncie kolejnych kwartałów. Z uwagi na konieczne dalsze inwestycje, w br. stratę nadal będzie ponosiło Apteline. W maju Diabdis razem z Johnson&Johnson rozpoczął wspólną kampanię marketingową oraz testy płatnego abonamentu – od powodzeń tych działań zależec będzie wynik w telemedycynie.
- Planowany na 2018 r. CAPEX to ok. 100 mln PLN, który ma być przeznaczony na dokończenie inwestycji w centralny magazyn (uruchomienie planowane we wrześniu) oraz kolejne przejęcia w segmencie pacjenckim. W kolejnych latach dużym wydatkiem może być budowa nowego biura w Toruniu (ok. 100 mln PLN), ale na razie decyzja ta jest odsunięta w czasie.

Rosnące koszty,
ale i coraz lepsza
efektywność
programów
aptecznych

Coraz lepsze
wyniki nowych
biznesów
pacjenckich

Podtrzymujemy pozytywną opinię o Neuce. Pomimo braku nowych, istotnych informacji, pozytywnie oceniamy biznes spółki i możliwości długoterminowego rozwoju.

Pozytywna ocena
Spółki



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.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

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@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

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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ 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 BGZ 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ 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 (-10%; + 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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ 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 BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ 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 BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji 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

Autorzy: **Michał Krajczewski**
nr ewidencyjny: **KW/2018/05/14/NEU/01**
Data sporządzenia: **2018-05-14**