



Dom Maklerski BDM S.A.

## NEUCA

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Neuca od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 939 PLN/akcję. Spółka posiada ugruntowaną pozycję na rynku hurtu aptecznego i rośnie razem z nim. Równoległe dynamicznie rozwijają się pozostałe segmenty grupy, szczególnie obszar badań klinicznych i pacjenta. Wszystkie komponenty składające się na szeroką działalność spółki wzajemnie się przenikają i dostarczają liczne synergie.

Neuca jest liderem polskiego rynku farmaceutycznego. Razem z firmami Pelion i Farmacol odpowiada za ok. 70% wartości sprzedaży farmaceutyków do aptek, z czego sama Neuca pokrywa ponad 30%. Segment hurtu aptecznego jest zarazem najistotniejszym w działalności grupy i odpowiada za ponad 90% przychodów. Misją spółki jest zapewnienie lepszej przyszłości niezależnym aptekom w Polsce. Realizuje ją poprzez programy partnerskie, mające na celu podniesienie konkurencyjności i rentowności tych aptek. Spółka przywiązuje dużą wagę do budowania satysfakcji farmaceutów i od kilku lat cieszy się najwyższym poziomem zaufania klientów na rynku, który regularnie mierzy wskaźnikiem NPS.

Istotnym czynnikiem, który wpłynie w najbliższym czasie na wyniki hurtu aptecznego jest nowelizacja ustawy refundacyjnej, która ma podnieść hurtową marżę na leki refundowane z 5% do 6%. Zmiana będzie dotyczyła ok. 30% sprzedaży segmentu, czyli ok. 3 mld PLN przychodów.

W ostatnich latach spółka znacząco zwiększyła zakres swojej działalności. Obok wzrostu organicznego rozwija się także stale poprzez akwizycje. Duży nacisk kładziony jest na badania kliniczne. Do segmentu tego przypisane są 32 spółki z 9 państw, w których Neuca posiada co najmniej 51% udziałów w kapitale. W 1Q'23 spółka otworzyła w Krakowie zaawansowany technologicznie Ośrodek Badań Klinicznych, w którym ma być przeprowadzane 8 000 wizyt klinicznych rocznie. W zakresie CRO ostatnim głośnym wydarzeniem było nabycie 72,6% udziałów OncoBay Clinical, które znacząco umocniło pozycję spółki na międzynarodowym rynku badań klinicznych.

Równoległe bardzo intensywnie rozwija się marka własna Świat Zdrowia. Pod tym szyldem działają apteki zrzeszone w programie Świat Zdrowia, ale też produkowane są farmaceutyki, a od niedawna pod taką samą nazwą działa też operator medyczny.

Głównymi akcjonariuszami spółki są jej założyciele – Kazimierz Herba (28,2% udziału w kapitale zakładowym i głosów na WZA) oraz Wiesława Herba (25,4%).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	9 244,9	9 864,3	11 232,5	12 279,4	13 304,4	14 434,7
EBIT [mln PLN]	212,1	198,2	243,0	248,3	341,9	416,2
EBITDA [mln PLN]	276,7	277,7	340,9	369,5	471,0	547,8
Wynik netto [mln PLN]	143,3	152,6	149,0	159,8	229,0	289,6
P/E	23,0	22,0	22,4	21,1	14,7	11,6
P/BV	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2	2,9
EV/EBIT	17,0	18,1	15,2	15,4	10,9	8,6
EV/EBITDA	13,0	12,9	10,8	10,3	7,9	6,5
DPS w okresie	8,6	10,1	11,8	13,0	14,9	17,5
DY	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	2,0%	2,3%

**KUPUJ**  
(RAPORT INICJUJĄCY)

**WYCENA 939 PLN**

3 LIPCA 2023, 12:45 CEST

Wycena DCF [PLN]	893
Wycena porównawcza [PLN]	984
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>939</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>22,8%</b>
Koszt kapitału	12,24%
Cena rynkowa [PLN]	764
Kapitalizacja [mln PLN]	3 369,1
Ilość akcji [mln. szt.]	4,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	790,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	569,0
Stopa zwrotu za 3 mc	26,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	26,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	12,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Kazimierz Herba	28,24%
Wiesława Herba	25,35%
Augebit FIZ z podmiotami zależnymi	10,70%
TFI Allianz Polska	5,54%
Pozostali	30,17%

\*- liczba głosów na WZA

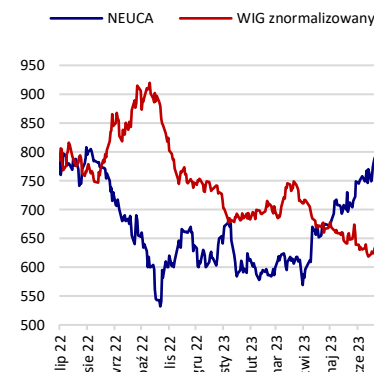
**Anna Tobiasz, DI**

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

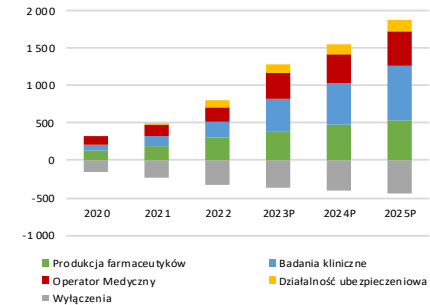
## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
ROZWÓJ RYNKU HURTU APTECZNEGO .....	4
WZROST MARŻY HURTOWEJ DO 6%.....	5
NOWE PRODUKTY SYNOPTIS PHARMA .....	5
DYNAMICZNY ROZWÓJ W OBSZARZE BADAŃ KLINICZNYCH .....	6
POWSTANIE OPERATORA MEDYCZNEGO .....	6
PRESJA KOSZTOWA .....	7
SYNERGIE .....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA DCF .....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
MODEL BIZNESOWY .....	13
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE .....	13
HURT APTECZNY .....	13
PROGRAMY PARTNERSKIE .....	13
PRODUKCJA FARMACEUTYKÓW .....	14
OBSZARY PACJENCKIE .....	15
BADANIA KLINICZNE .....	15
STRATEGIA .....	16
POLITYKA DYWIDENDOWA .....	17
PROGRAM MOTYWACYJNY .....	17
AKCJONARIAT .....	17
OTOCZENIE RYNKOWE .....	18
RYNEK APTEK.....	18
RYNEK BADAŃ KLINICZNYCH .....	19
PRYWATNA OPIEKA MEDYCZNA .....	20
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	22

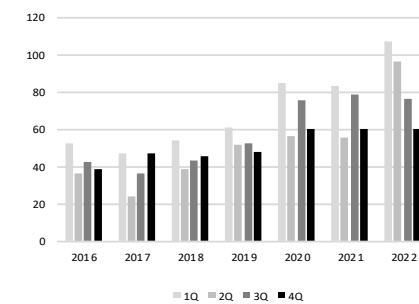
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>9 245</b>	<b>9 864</b>	<b>11 232</b>	<b>12 279</b>	<b>13 304</b>	<b>14 435</b>	<b>15 501</b>
Hurt apteczny	9 075	9 600	10 745	11 354	12 149	12 999	13 845
Produkcja farmaceutyków	133	201	316	392	471	541	599
Badania kliniczne	72	134	196	428	556	723	867
Operator Medyczny	112	145	198	348	400	460	506
Działalność ubezpieczeniowa	-	25	105	119	134	151	170
Wyłączenia	-148	-240	-328	-362	-406	-440	-487
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>932</b>	<b>1 023</b>	<b>1 233</b>	<b>1 368</b>	<b>1 541</b>	<b>1 697</b>	<b>1 849</b>
Koszty sprzedaży	476	530	638	707	737	800	853
Koszty zarządu	206	241	363	410	458	476	495
<b>EBIT</b>	<b>212</b>	<b>198</b>	<b>243</b>	<b>248</b>	<b>342</b>	<b>416</b>	<b>496</b>
<b>EBITDA</b>	<b>277</b>	<b>278</b>	<b>341</b>	<b>370</b>	<b>471</b>	<b>548</b>	<b>630</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>193</b>	<b>202</b>	<b>204</b>	<b>212</b>	<b>303</b>	<b>381</b>	<b>465</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>143</b>	<b>153</b>	<b>149</b>	<b>160</b>	<b>229</b>	<b>290</b>	<b>356</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 221</b>	<b>1 497</b>	<b>1 574</b>	<b>1 801</b>	<b>1 814</b>	<b>1 829</b>	<b>1 845</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	401	391	427	439	452	465	478
Aktywa niematerialne	110	125	133	133	137	141	145
Wartość firmy	428	649	726	945	945	945	945
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 421</b>	<b>2 620</b>	<b>3 186</b>	<b>3 273</b>	<b>3 582</b>	<b>3 919</b>	<b>4 319</b>
Zapasy	1 201	1 198	1 303	1 454	1 574	1 710	1 836
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 141	1 289	1 602	1 739	1 888	2 049	2 195
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23	65	208	25	78	124	258
<b>Aktywa razem</b>	<b>3 642</b>	<b>4 117</b>	<b>4 760</b>	<b>5 073</b>	<b>5 396</b>	<b>5 748</b>	<b>6 164</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>771</b>	<b>880</b>	<b>936</b>	<b>1 022</b>	<b>1 101</b>	<b>1 229</b>	<b>1 389</b>
Kapitał podstawowy	4	4	4	4	4	4	4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>324</b>	<b>390</b>	<b>337</b>	<b>328</b>	<b>317</b>	<b>307</b>	<b>298</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1	5	6	4	3	3	2
Zobowiązania z tytułu leasingu	140	128	142	131	122	112	104
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>2 547</b>	<b>2 848</b>	<b>3 487</b>	<b>3 724</b>	<b>3 978</b>	<b>4 211</b>	<b>4 476</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	14	20	197	146	108	23	5
Zobowiązania z tytułu leasingu	21	24	33	32	29	27	25
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania op	2 433	2 597	3 097	3 362	3 649	3 962	4 244
<b>Pasywa razem</b>	<b>3 642</b>	<b>4 117</b>	<b>4 760</b>	<b>5 073</b>	<b>5 396</b>	<b>5 748</b>	<b>6 164</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>325</b>	<b>300</b>	<b>336</b>	<b>224</b>	<b>420</b>	<b>476</b>	<b>532</b>
Amortyzacja	65	80	98	121	129	132	134
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-147</b>	<b>-145</b>	<b>-180</b>	<b>-218</b>	<b>-172</b>	<b>-181</b>	<b>-208</b>
CAPEX odtworzeniowy	-85	-53	-81	-82	-110	-113	-117
CAPEX na akwizycje	-70	-124	-98	-171	-84	-84	-105
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-234</b>	<b>-113</b>	<b>-7</b>	<b>-194</b>	<b>-196</b>	<b>-249</b>	<b>-191</b>
Dywidenda	-37	-44	-52	-57	-66	-77	-91
Odsetki	-13	-11	-40	-53	-46	-42	-37
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-56</b>	<b>42</b>	<b>144</b>	<b>-188</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>133</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>23</b>	<b>65</b>	<b>208</b>	<b>25</b>	<b>78</b>	<b>124</b>	<b>258</b>
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody	14%	7%	14%	9%	8%	8%	7%
Hurt apteczny	12%	6%	12%	6%	7%	7%	7%
Produkcja farmaceutyków	-10%	51%	57%	24%	20%	15%	11%
Badania kliniczne	-	85%	47%	118%	30%	30%	20%
Operator medyczny	-	29%	37%	75%	15%	15%	10%
Działalność ubezpieczeniowa	-	-	325%	14%	13%	13%	13%
EBITDA	30%	0%	23%	8%	27%	16%	15%
Zysk netto	22%	6%	-2%	7%	43%	26%	23%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Liczba akcji [mln]	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
ROE	5%	5%	2%	4%	4%	5%	5%
ROA	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DPS w okresie	8,6	10,1	11,8	13,0	14,9	17,5	20,6
Stopa dywidendy	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	2,0%	2,3%	2,7%
P/E	23,0	22,0	22,4	21,1	14,7	11,6	9,5
P/BV	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2	2,9	2,5
EV/EBITDA	13,0	12,9	10,8	10,3	7,9	6,5	5,4

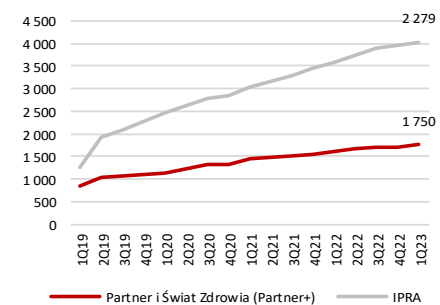
Struktura przychodów z wyłączeniem hurtu [mln PLN]



Sezonowość EBITDA [mln PLN]



Liczba aptek biorących udział w programach partnerskich (skum.)



Czynniki ryzyka

- 1) Ryzyko wydłużenia procesu legislacyjnego DNUR
- 2) Ryzyko wzrostu kosztów
- 3) Ryzyko spowolnienia tempa rozwoju rynku farmaceutycznego
- 4) Ryzyko wzmoczonego okresowego braku dostępności leków
- 5) Ryzyko pogorszenia sytuacji finansowej aptek
- 6) Ryzyko realizacji projektów w badaniach klinicznych
- 7) Ryzyko przerwania badania klinicznego przez firmę zlecającą
- 8) Ryzyko wzrostu konkurencji
- 9) Ryzyko nieprzedłużenia kontraktów z NFZ

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 764 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 893 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku hurtu aptecznego i badań klinicznych została oparta na prognozach wyników na lata 2023-2025 i dała wartość 1 akcji na poziomie 984 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 939 PLN.

### Podsumowanie wyceny

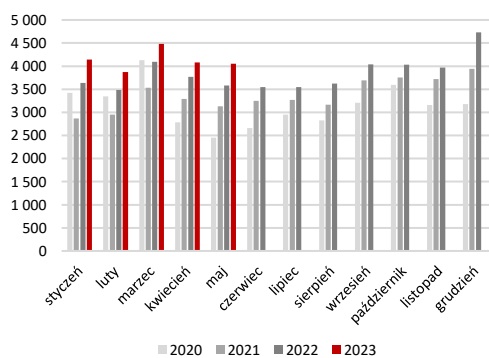
	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	893	17%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	984	29%
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>939</b>	<b>23%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Rozwój rynku hurtu aptecznego

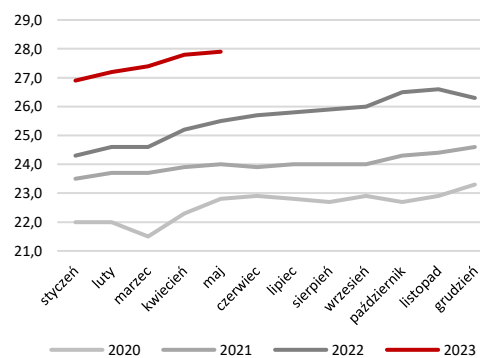
Spółka jest jednym z liderów rynku hurtu aptecznego w Polsce. Poprzez programy partnerskie rozwija bazę stałych klientów wśród aptek niezależnych. Posiada ponad 30% udziału w tym rynku, dlatego też przychody ze sprzedaży są skorelowane z obrotami aptek w Polsce. W 2022 r. wartość rynku aptecznego wzrosła o ok. 14%. W 1H'22 było to spowodowane głównie wzrostem liczby pacjentów, natomiast w 2H'22 decydującym czynnikiem był wzrost średniej ceny opakowania leku. W 2023 r. nadal obserwujemy wzrost cen leków.

Całkowity obrót w aptekach w Polsce [mln PLN]



Źródło: BDM, PEX

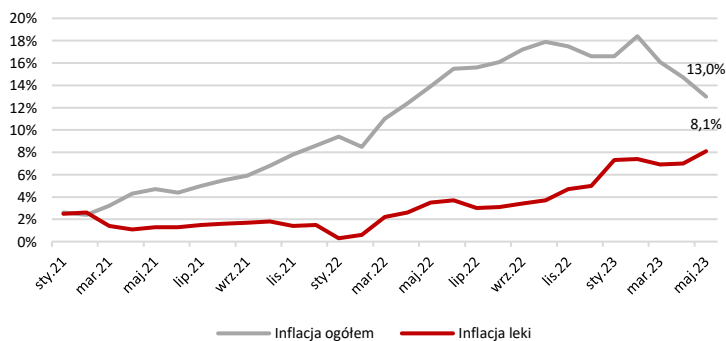
Średnia cena opakowania [PLN]



Źródło: BDM, PEX

Średnia cena opakowania leku utrzymuje tendencję wzrostową. Należy zauważyć, że w czasie istotnego wzrostu cen, inflacja leków rosła wolniej od inflacji ogółem. Jednocześnie, mimo spadku CPI w ostatnich miesiącach, inflacja leków nadal rośnie, w maju'23 wyniosła 8,1%.

### Inflacja leków na tle CPI [%]



Źródło: GUS

### Wzrost marży hurtowej do 6%

Wysokość marż aptecznych i hurtowych reguluje ustawa refundacyjna, która obowiązuje od 1 stycznia 2012. Zgodnie z jej zapisami, wysokość marży hurtowej wynosi 5% urzędowej ceny zbytu danego produktu, ustalonej przez podmiot odpowiedzialny i Ministerstwo Zdrowia. W tym czasie znacząco wzrosły koszty dystrybucji leków, natomiast ceny leków refundowanych spadły, co w efekcie istotnie obniżyło opłacalność dystrybucji tych produktów.

Aktualnie procedowana jest duża nowelizacja ustawy refundacyjnej (DNUR), która zakłada między innymi podniesienie marży hurtowej o 1 p.p. do 6%, jednak nie więcej niż 150 PLN dla leków finansowanych w aptece i 2 000 PLN dla leków objętych sprzedażą do szpitali. Minimalna marża ma wynosić 0,5 PLN.

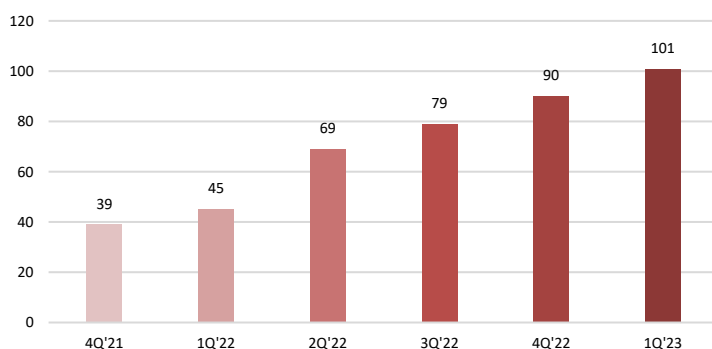
O nowelizacji ustawy mówi się od lat. W 2021 r. pojawiły się pierwsze założenia DNUR, a rynek oczekiwał jej przyjęcia w 2022 r. Temat ten był jednak odsuwany w czasie, trwały rozmowy między środowiskiem aptekarskim a Ministerstwem Zdrowia. W ostatnim czasie wydawało się, że strony osiągnęły porozumienie i wejście w życie ustawy zbliża się wielkimi krokami. 9 czerwca 2023 DNUR została przyjęta przez rząd, a 23 czerwca 2023 projekt ustawy trafił do sejmu. Na 5 lipca zaplanowane jest pierwsze czytanie projektu na posiedzeniu Komisji Zdrowia. Zakładamy, że ustawa zostanie przyjęta w 2H'23, jednak nie spodziewamy się jej wpływu w bieżącym roku.

W naszym modelu zakładamy wejście w życie nowych przepisów od początku 2024 r. Wzrost marży hurtowej będzie dotyczył ok. 30% sprzedaży segmentu hurtu aptecznego, czyli ok. 3 mld PLN rocznie, co przełoży się na nominalny wzrost marży o ok. 30 mln PLN rocznie.

### Nowe produkty Synoptis Pharma

Na koniec 1Q'23 w portfolio produktów marki Świat Zdrowia zawierało ok. 100 produktów. Po publikacji raportu za 1Q'23 spółka informowała, że Synoptis Pharma prowadzi postępowanie rejestracyjne dla 19 nowych produktów leczniczych, w tym 6 produktów na receptę i 13 produktów OTC. Na koniec 2023 r. spółka planuje posiadać 150 produktów marki Świat Zdrowia. Spodziewamy się wprowadzania kolejnych leków w następnych latach, co pozwoli w perspektywie średnioterminowej na utrzymanie dwucyfrowej dynamiki sprzedaży segmentu.

### Liczba produktów Świat Zdrowia (SKU) w kolejnych okresach



Źródło: BDM, spółka

Synoptis Pharma realizuje strategię medykalizacji, która polega na wprowadzaniu na rynek produktów o wysokiej wartości terapeutycznej z silnym wsparciem środowiska medycznego. Flagowym produktem tej strategii jest mikropompa insulinowa Equil, która została skomercjalizowana z dużym sukcesem w 1Q'23. Mikropompa jest przeznaczona dla pacjentów z cukrzycą typu 1, szczególnie dla dzieci. Plan na bieżący rok zakładał sprzedaż 500 pomp, tymczasem tylko w 1Q'23 sprzedaż szpitalna objęła 328 pomp (1,9 mln PLN), a dodatkowo sprzedaż komercyjna 56 pomp (0,65 mln PLN). Udział Equil w przetargach wyniósł 19%.

Według szacunków Ministerstwa Zdrowia w Polsce już co najmniej 3 mln osób choruje na cukrzycę, ale nawet 1 mln spośród nich nie zdaje sobie z tego sprawy, ponieważ nadal nie ma wykrytej choroby. Jest zatem znacząca luka do zagospodarowania przez nowy sprzęt.

### Dynamiczny rozwój w obszarze badań klinicznych

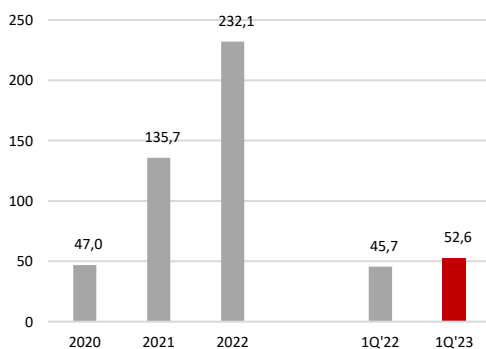
Relatywnie młodym segmentem, a zarazem najbardziej rozwojowym w strukturze grupy, są badania kliniczne. Dzięki połączeniu kompetencji CRO i SMO (patrz rozdział *Model Biznesowy*), a także informatycznych, spółka z powodzeniem może stawać się poważną konkurencją dla międzynarodowych ośrodków. Neuca jest w stanie dostarczać kompleksowych usług związanych z badaniami klinicznymi, od wyboru placówek, przez rekrutację pacjentów, po integrację danych.

Ważnym wydarzeniem w obszarze CRO było podpisanie w styczniu'23 umowy nabycia 72,6% udziałów w OncoBay Clinical. Spółka oferuje kompleksowe rozwiązania dla firm biotechnologicznych, rozwijających innowacyjne terapie w immuno-onkologii. Przejęcie umożliwiło prowadzenie operacji klinicznych, czyli monitoringu i nadzoru nad badaniami klinicznymi, na terenie USA, a dojrzały zespół Business Developmentu zapewnia dostęp do amerykańskiego rynku biotechnologicznego.

Neuca nabyła udziały w OncoBay za 33,5 mln USD. Cena ta może zostać powiększona o dopłaty uzależnione od wyniku finansowego spółki przejmowanej zrealizowanego w latach 2023 i 2024. Warunkiem dopłaty jest uzyskanie przez OncoBay wyniku EBITDA w 2024 r. na poziomie 16,6 mln USD. Łączna wysokość dopłat może wynieść ok. 18 mln USD, jednak w naszej ocenie ryzyko ziszczenia się warunku jest niskie. Prognozowane przychody Oncobay na rok 2023 w grudniu'22 mówiły o 70 mln USD. W naszych prognozach ostrożnie podchodzimy do tych szacunków. W 1Q'23 wzrost przychodów segmentu w naszej ocenie wynikał po części z konsolidacji, a na okres od 2Q'23 do 4Q'23 zakładamy przychody z nowo przejętej spółki na 40 mln USD.

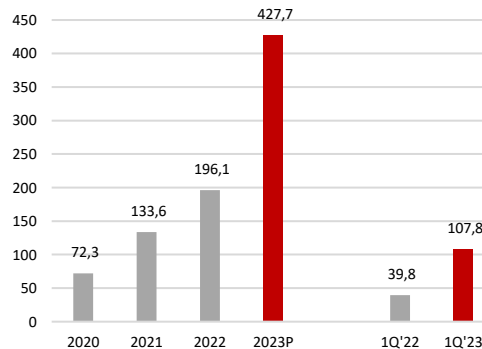
Intensywnie rozwijany jest również obszar SMO. W 1Q'23 powstał nowy Ośrodek Badań Klinicznych w Krakowie, w którym ma być przeprowadzane 8 tys. wizyt klinicznych rocznie. W 1Q'23 spółka pozyskała nowe kontrakty o wartości 52,6 mln PLN netto (+15% r/r).

Wartość podpisanych kontraktów netto [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Przychody badania kliniczne [mln PLN]



Źródło: BDM, PEX

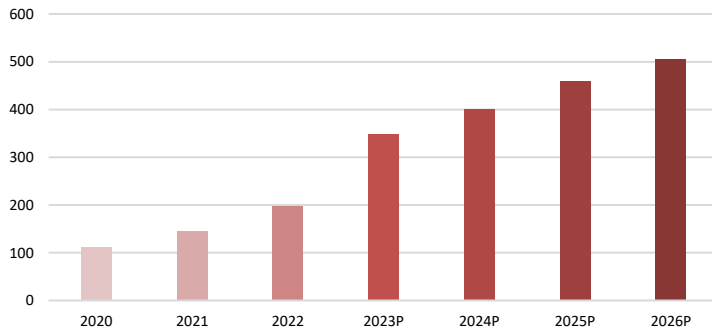
### Powstanie operatora medycznego

Na obszar pacjencki składa się wiele linii biznesowych, które zostały połączone w Operatorze Medycznym i tworzą kompletny ekosystem zdrowotny pod marką parasolową Świat Zdrowia. W jego ramach Neuca oferuje pełen zakres opieki od konsultacji medycznej, przez diagnostykę i leczenie, po działania profilaktyczne i regularną kontrolę stanu zdrowia.

W 1Q'23 segment odnotował istotny wzrost przychodów r/r, jednak wynika to z zaliczenia części przychodów pochodzących od TU Zdrowie, które są wyłączane na poziomie konsolidacji. Na poziomie EBIT segment odnotował stratę, na którą złożyło się kilka czynników. Po pierwsze sezonowość działalności ubezpieczeniowej – w okresie zimowym wyższa szkodowość przekłada się na niższe wyniki. Drugim elementem jest przeniesienie do segmentu Unimedi, które jest na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju, dlatego wymaga zwiększonych nakładów na rozwój technologii. Strata operacyjna wygenerowana przez tę spółkę wyniosła 3 mln PLN. W naszej opinii rentowność spółki będzie poprawiać się w kolejnych okresach wraz z pozyskiwaniem kolejnych podmiotów z rynku ubezpieczeń jako klientów operatora. Po oczyszczeniu wyniku segmentu o stratę Unimedi widoczny jest wzrost EBIT. Jest to zasługa zniesienia przez NFZ limitów realizacji wybranych usług z zakresu ambulatoryjnej opieki specjalistycznej oraz wzrostu liczby pacjentów, którzy zadeklarowali się do prowadzonej w przychodniach POZ, a także wzrostu liczby wykonanych badań przesiewowych.

Operator Medyczny jest młodym tworem, dlatego oczekujemy jego intensywnego rozwoju w kolejnych okresach. Oprócz pozyskiwania nowych klientów, spółka wdraża kolejne funkcjonalności, które w naszej ocenie pozwolą na zwiększenie zaangażowania dotychczasowych pacjentów.

#### Przychody segmentu Operator Medyczny (do 2022 r. Przychodnie Medyczne) [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

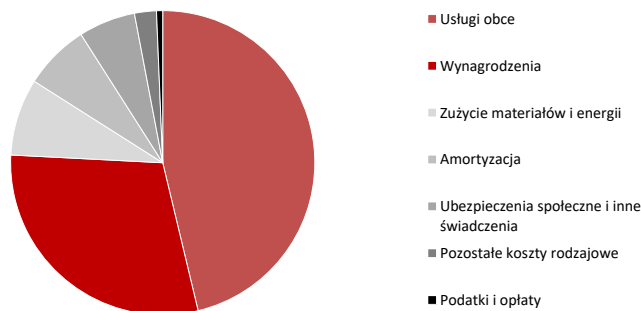
#### Presja kosztowa

2H'22 i 1H'23 znajdowały się pod zwiększoną presją kosztową. Wynikało to między innymi ze wzrostu stawek za energię elektryczną, ogrzewanie, czy paliwa. Istotnym czynnikiem, który w dalszym ciągu będzie wpływał na wzrost kosztów są kolejne podwyżki płacy minimalnej, która ma wpływ na wynagrodzenia pracowników niższego szczebla, m.in. w magazynach. Zakładamy, że wejście w życie stawki 3 600 PLN od lipca'23 będzie miało odbicie już w 2Q'23, kiedy spółka zazwyczaj przeprowadza podwyżki. Dodatkowo rząd zamierza wprowadzać kolejne podwyżki płacy minimalnej do 4 300 PLN w lipcu'24. W naszej ocenie czynnik ten wpłynie na zwiększoną presję także ze strony pracowników wyższych szczebli, którzy będą chcieli zachować premię względem minimalnej krajowej.

Dodatkowo w zawodach medycznych obowiązują minimalne stawki dla poszczególnych grup, które również są podnoszone. Ostatnia ustawowa podwyżka obowiązuje od lipca'23, jednak podobnie jak w przypadku innych pracowników, oczekujemy, że spółka uwzględniła te stawki już w 2Q'23.

W strukturze kosztów rodzajowych największą część stanowią usługi obce, w których zawierają się koszty magazynowania i transportu, w tym także wynagrodzeń, co zwiększa skalę presji kosztowej.

#### Struktura kosztów w 2022 r.



Źródło: BDM, spółka

#### Synergie

Pomiędzy poszczególnymi segmentami grupy zachodzą liczne synergie. Dzięki umocnieniu segmentów pacjenkich spółka może wzmacniać sprzedaż farmaceutyków marki własnej oraz innych producentów, z którymi współpracuje. Dzieje się to zarówno dzięki współpracy z lekarzami pracującymi w przychodniach medycznych, jak i konsultantami działającymi w ramach operatora medycznego. Sprzedaż hurtu wspierają także programy partnerskie dla aptek.

Jednocześnie uruchomienie operatora medycznego pozwoli zmniejszyć koszty TU Zdrowie, które do tej pory musiało korzystać z usług innego operatora.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko wydłużania procesu legislacyjnego DNUR**

Nowelizacja ustawy refundacyjnej została zatwierdzona przez rząd i trafiła do sejmu. W naszym modelu zakładamy, że wzrost marży hurtowej na leki refundowane z 5% do 6% zacznie obowiązywać od stycznia'24. Istnieje jednak ryzyko przedłużania prac legislacyjnych, co negatywnie wpłynęłoby na marżowość segmentu hurtu aptecznego i widocznie obniżyłoby wyniki całej grupy.
- **Ryzyko wzrostu kosztów**

W środowisku wysokiej inflacji spółka zmagają się z rosnącymi kosztami, które dotyczą głównie kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. W 2024 r. mają nastąpić kolejne dwie podwyżki płacy minimalnej, co zwiększy presję na wzrost kosztów wynagrodzeń. Presję tę może dodatkowo potęgować zatrudnianie kolejnych specjalistów w różnych dziedzinach, co przy szybkim rozwoju poszczególnych segmentów jest wysoce prawdopodobne.
- **Ryzyko spowolnienia tempa rozwoju rynku farmaceutycznego**

Spadek tempa rozwoju gospodarczego w kraju może mieć niekorzystny wpływ na rozwój całego rynku farmaceutycznego. W naszej opinii szczególnie narażony jest popyt na produkty dostępne bez recepty, na których grupa realizuje wyższą marżę brutto. Dodatkowym ryzykiem jest poziom stóp procentowych, który wpływa na koszt pozyskania kredytów.
- **Ryzyko wzmożonego okresowego braku dostępności leków**

Na liście leków deficytowych znajdują się produkty, których dostępność jest niska. Okresowe wzrosty zachorowalności doprowadzają do sytuacji, w której lista tych leków się wydłuża, co wiąże się ze zwiększeniem kosztów logistyki i transportu, aby sprostać potrzebom rynku.
- **Ryzyko pogorszenia sytuacji finansowej aptek**

Rosnący udział w rynku aptek sieciowych i spadek konkurencyjności aptek niezależnych, które są głównymi klientami spółki, może obniżyć ich zdolność obsługi zobowiązań, co negatywnie wpłynęłoby na działalność grupy. Z drugiej strony apteki takie mogą być bardziej chętne do przystępowania do programów partnerskich, w których Neuca pomaga w poprawie rentowności działalności, co pomogłoby zwiększyć sieć aptek współpracujących.
- **Ryzyko realizacji projektów w badaniach klinicznych**

Podmioty zlecające badania kliniczne często wybierają kilka firm, które będą je przeprowadzać. Zapłata za wykonane badania następuje po rekrutacji pacjenta i dostarczeniu wyników przeprowadzonych badań. Istnieje zatem ryzyko, że nawet w przypadku podpisania kontraktu i zrekrutowania pacjentów spółka nie otrzyma wynagrodzenia za przeprowadzone badania, jeżeli inna firma prowadząca te same badania zrobi to szybciej. Jak dotąd Neuca wykazywała się wysoką konkurencyjnością w tym zakresie, jednak istnieje ryzyko nieotrzymania części wynagrodzenia w przypadku wydłużania się procesu poszczególnych badań.
- **Ryzyko przerwania badania klinicznego przez firmę zlecającą**

Firmy zlecające badania kliniczne, w przypadku niesatysfakcjonujących wyników dla poszczególnych leków, cząsteczek itp., mogą zrezygnować z dalszego prowadzenia badań w celu ograniczenia kosztów.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji**

Pojawienie się nowej konkurencji mogłoby wpłynąć na spadek marżowości poszczególnych segmentów. Dotyczy to zarówno segmentu hurtu aptecznego, jak i produkcji farmaceutyków pod marką własną, czy przychodni medycznych.
- **Ryzyko nieprzedłużenia kontraktów z NFZ**

Przychodnie medyczne spółki wykonują świadczenia usług medycznych na zasadach komercyjnych oraz w oparciu o kontrakty z NFZ. W przypadku nieprzedłużenia istniejących kontraktów lub braku pozyskania nowych, perspektywy wzrostu tego segmentu mogą się osłabić. Oceniamy jednak to ryzyko jako mało prawdopodobne.



## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,8%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

### Główne założenia modelu

- Oczekujemy wzrostu przychodów w każdym segmencie działalności. W hurcie aptecznym, który odpowiada za ponad 90% przychodów grupy oczekujemy wzrostu sprzedaży proporcjonalnie do wzrostu rynku aptecznego w Polsce (w 2023 r. zakładamy 6%). W długim okresie dynamika wzrostu przychodów na poziomie całej grupy w naszym modelu zmierza do 3%.
- Zakładamy, że najszybciej rosnącym segmentem w krótkim i średnim terminie będą badania kliniczne. W związku z przejęciem OncoBay spodziewamy się skokowego wzrostu przychodów w 2023 r. o ok. 120%, a w 2024 i 2025 r. o 30% rocznie. Zakładamy, że w 2Q-4Q'23 przychody nowo przejętej spółki wyniosą ok. 40 mln USD.
- Przyjmujemy, że wzrost marży hurtowej z 5% do 6% zacznie obowiązywać od początku 2024 r. Zmiana dotyczy leków refundowanych, stanowiących ok. 30% wartości sprzedaży segmentu. Spowoduje to wzrost marży zysku brutto na sprzedaży grupy o ok. 0,3 p.p. W średnim okresie zakładamy wzrost marży o ok. 17 p.b. rocznie.
- Spodziewamy się, że w 2023 roku kluczowym czynnikiem wzrostu kosztów będzie wzrost wynagrodzeń (dwie podwyżki płacy minimalnej). Dotyczy to zarówno kosztów ogólnego zarządu, jak również kosztów sprzedaży (usługi obce). Mimo to oczekujemy zbliżonych do poprzednich lat poziomów marży EBIT dzięki wzrostowi marży brutto na sprzedaży. W kolejnych latach zakładamy systematyczny wzrost marży operacyjnej.
- Oczekujemy wzrostu kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w 2023 r. o 12% r/r, w 2024 i 2025 r. o 7% r/r i wyhamowywania wskaźnika w kolejnych latach.
- CAPEX odtworzeniowy zakładamy na poziomie podobnym do amortyzacji. Dodatkowo oczekujemy kolejnych akwizycji, które w 2024-2025 r. szacujemy na ok. 80 – 90 mln PLN rocznie, a w kolejnych okresach powyżej 100 mln PLN.
- W kolejnych latach nie uwzględniamy istotnych różnic kursowych, które mogłyby wpłynąć na wyniki grupy.
- Prognozujemy stabilne trzymanie się polityki dywidendowej i coroczny wzrost +15% dywidendy na akcję w długim terminie. Jeżeli nasze założenia na najbliższe lata się spełnią, spodziewamy się dynamiki wzrostu DPS w kolejnych trzech latach w granicach 17-20% r/r.
- Wysoki poziom podatku dochodowego ujętego w rachunku zysków i strat wynika z dokonywania korekt, m. in. przez koszty nie stanowiące kosztów uzyskania przychodu, czy korekty podatku bieżącego za lata ubiegłe. W kolejnych latach zakładamy dążenie wysokości podatku do 21% zysku brutto.
- Zakładamy, że w kolejnych latach ilość skupowanych i umarzanych akcji własnych będzie równa ilości akcji emitowanych w ramach programu motywacyjnego.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,93 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 893 PLN.**

**Metoda DCF**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 279,4	13 304,4	14 434,7	15 500,5	16 607,1	17 539,8	18 488,5	19 106,3	19 741,3	20 396,5
EBIT [mln PLN]	248,3	341,9	416,2	495,9	580,2	662,6	742,8	802,1	836,2	871,4
Stopa podatkowa	24,6%	24,4%	24,0%	23,5%	23,1%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	61,1	83,4	99,7	116,6	133,9	139,2	156,0	168,4	175,6	183,0
NOPLAT [mln PLN]	187,2	258,5	316,5	379,3	446,3	523,5	586,8	633,7	660,6	688,4
Amortyzacja [mln PLN]	121,2	129,1	131,6	134,1	136,8	139,5	142,3	145,2	148,2	151,3
CAPEX [mln PLN]	-81,5	-110,1	-113,2	-116,5	-119,9	-123,3	-126,9	-130,6	-134,4	-138,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-22,8	19,3	14,5	10,4	15,2	12,8	13,0	8,5	8,7	9,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-171,2	-84,1	-84,1	-105,2	-111,0	-108,9	-110,7	-108,9	-109,9	-109,6
FCF [mln PLN]	32,9	212,7	265,3	302,2	367,4	443,6	504,5	547,9	573,3	600,9
DFCF [mln PLN]	31,1	179,7	199,9	203,0	220,0	236,7	240,0	232,2	216,5	202,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 961,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 699,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 253,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 214,8									
Dług netto [mln PLN]	280,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>3 934,9</b>									
Ilość akcji [tys.]	4,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>893</b>									
<hr/>										
Przychody zmiana r/r	9,3%	8,3%	8,5%	7,4%	7,1%	5,6%	5,4%	3,3%	3,3%	3,3%
EBIT zmiana r/r	2,2%	37,7%	21,7%	19,1%	17,0%	14,2%	12,1%	8,0%	4,2%	4,2%
FCF zmiana r/r	-76,9%	547,0%	24,7%	13,9%	21,6%	20,7%	13,7%	8,6%	4,6%	4,8%
Marża EBITDA	3,0%	3,5%	3,8%	4,1%	4,3%	4,6%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża EBIT	2,0%	2,6%	2,9%	3,2%	3,5%	3,8%	4,0%	4,2%	4,2%	4,3%
Marża NOPLAT	1,5%	1,9%	2,2%	2,4%	2,7%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	67,2%	85,3%	86,1%	86,9%	87,6%	88,4%	89,2%	89,9%	90,6%	91,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,2%	1,9%	1,3%	1,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Źródło: DM BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	93,8%	95,1%	97,1%	97,8%	98,2%	98,4%	98,7%	98,8%	99,0%	99,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	6,2%	4,9%	2,9%	2,2%	1,8%	1,6%	1,3%	1,2%	1,0%	0,9%
WACC	11,9%	12,0%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%

Źródło: DM BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	
beta	0,7	899	950	1 012	1 089	1 187	1 317	1 494	1 755	2 173
	0,8	834	878	930	993	1 073	1 176	1 313	1 505	1 795
	0,9	776	813	857	911	976	1 059	1 167	1 313	1 523
	1,0	725	757	794	839	893	961	1 047	1 161	1 318
	1,1	678	706	738	776	821	877	947	1 038	1 159
	1,2	636	660	687	720	758	805	863	935	1 031
	1,3	598	618	642	670	703	742	790	850	926

Źródło: DM BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%	
premia za ryzyko	3,5%	1 022	1 090	1 174	1 281	1 423	1 618	1 905	2 367	3 237
	4,5%	904	956	1 019	1 097	1 197	1 329	1 510	1 777	2 208
	5,5%	807	847	895	954	1 026	1 119	1 242	1 411	1 659
	6,5%	725	757	794	839	893	961	1 047	1 161	1 318
	7,5%	655	680	710	745	786	837	900	980	1 086
	8,5%	595	615	639	667	699	738	785	844	918
	9,5%	543	560	579	601	626	657	693	737	791

Źródło: DM BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

	beta									
	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	
premia za ryzyko	3,5%	1 896	1 754	1 629	1 520	1 423	1 336	1 258	1 187	1 123
	4,5%	1 663	1 520	1 397	1 290	1 197	1 115	1 041	976	917
	5,5%	1 477	1 336	1 217	1 115	1 026	949	881	821	767
	6,5%	1 324	1 187	1 073	976	893	821	758	703	654
	7,5%	1 197	1 065	956	864	786	719	661	610	565
	8,5%	1 089	963	859	772	699	636	582	535	494
	9,5%	997	876	777	695	626	568	517	474	435

Źródło: DM BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla zagranicznych spółek porównywalnych. Podmioty wybrane do porównania operują w segmencie hurtu aptecznego oraz badań klinicznych.

Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 3 lipca 2023 roku.

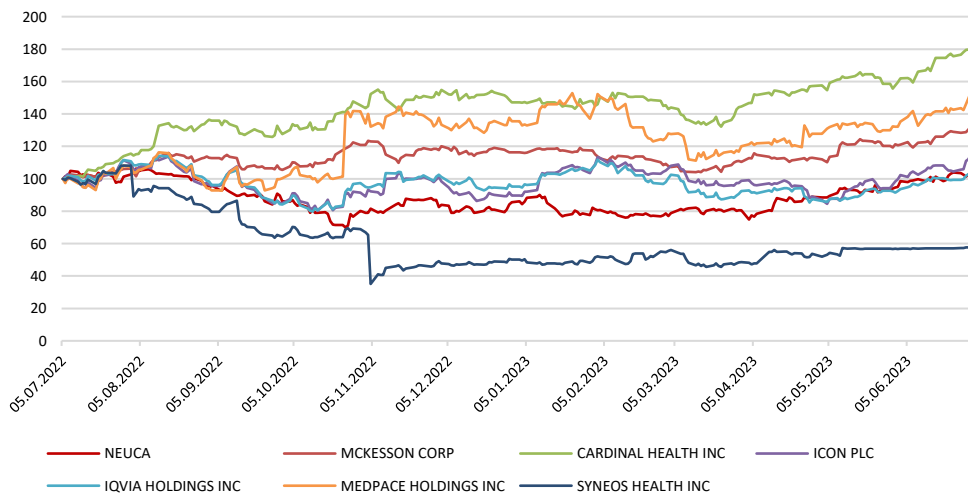
Porównując wyniki grupy Neuca do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 984 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 764 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka handlowana jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
MCKESSON CORP	15,7	16,4	15,1	11,4	11,3	10,5	12,3	12,7	11,6
CARDINAL HEALTH INC	16,0	14,7	13,5	10,1	8,7	7,8	12,1	10,7	9,5
ICON PLC	19,7	17,2	15,5	14,4	12,7	11,0	15,9	14,4	12,5
IQVIA HOLDINGS INC	21,1	18,7	16,5	14,4	12,9	11,5	19,6	17,1	15,4
MEDPACE HOLDINGS INC	28,1	24,8	21,9	20,5	17,3	14,3	22,3	18,8	15,9
SYNEOS HEALTH INC	12,3	10,5	9,8	9,8	8,3	7,5	11,1	9,4	8,3
<b>Mediana</b>	<b>17,9</b>	<b>16,8</b>	<b>15,3</b>	<b>12,9</b>	<b>12,0</b>	<b>10,7</b>	<b>14,1</b>	<b>13,6</b>	<b>12,1</b>
<b>NEUCA</b>	<b>22,4</b>	<b>21,1</b>	<b>14,7</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>7,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,4</b>	<b>10,9</b>
Premia/dyskonto grupa	25%	25%	-4%	-16%	-14%	-26%	7%	13%	-10%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>648</b>	<b>875</b>	<b>1 007</b>	<b>995</b>	<b>1 221</b>	<b>1 301</b>	<b>712</b>	<b>990</b>	<b>1 107</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>843</b>			<b>1 172</b>			<b>936</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>		<b>984</b>							

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 03.07.2023

### Zachowanie kursu Neuca na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

Grupa Neuca istnieje na rynku od ponad 30 lat. Głównym obszarem jej działalności jest dystrybucja farmaceutyków w Polsce. Poza tym spółka rozwija markę Świat Zdrowia, która jest marką parasolową dla aptek zrzeszonych w programach partnerskich. Świat Zdrowia to także od niedawna operator medyczny, który oferuje kompleksową opiekę nad pacjentem od badań, przez leczenie po profilaktykę. Pod tą marką produkowane są również farmaceutyki, głównie w segmencie OTC (bez recepty). Grupa nie posiada własnych aptek, aby nie konkurować ze swoimi klientami, jednak zrzesza apteki niezależne w programach partnerskich, które wspierają ich konkurencyjność i rentowność.

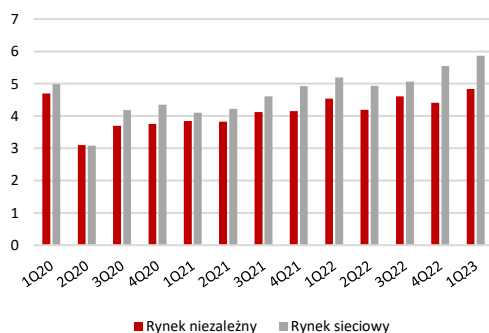
Najszybciej rozwijającym się segmentem działalności są badania kliniczne, w których spółka pełni funkcję SMO i CRO. Ostatnim największym przejęciem w tym obszarze było zakupienie 72,6% udziałów w OncoBay – CRO działającym w Stanach Zjednoczonych.

W skład grupy kapitałowej na dzień 31.03.2023 wchodziły 63 spółki, w tym Neuca S.A., 61 spółek zależnych oraz 1 spółka stowarzyszona.

### Hurt apteczny

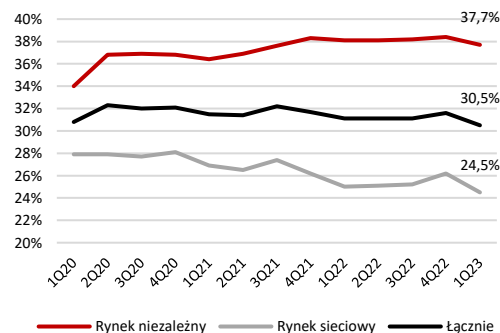
Dystrybucja farmaceutyków stanowi podstawową działalność grupy. Na podstawie danych IQVIA, spółka szacuje, że na koniec 1Q'23 posiadała 30,5% udziałów w rynku aptecznym. W obszarze aptek niezależnych udziały wyniosły 37,7%. W rankingach satysfakcji klienta spółka oceniana jest najwyższej spośród konkurencji. Regularnie monitoruje też poziom zaufania klientów na rynku poprzez wskaźnik Net Promoter Score, który w 1Q'23 wyniósł 67 pkt, znacznie przewyższając pod tym względem konkurencję.

Wartości rynku aptek niezależnych i sieciowych [mld PLN]



Źródło: BDM, spółka

Udziały rynkowe spółki w poszczególnych segmentach [%]



Źródło: BDM, spółka

Spółka w swojej ofercie posiada ok. 17 tys. produktów. Poziom ten utrzymuje się na stabilnym poziomie od wielu lat i jest uznawany za optymalny i zaspokajający potrzeby terapeutyczne. Neuca na bieżąco udoskonala ofertę poprzez aktywne wprowadzanie nowości zastępujących wycofywane produkty.

### Programy partnerskie

Misją grupy jest „zapewnienie lepszej przyszłości wszystkim niezależnym aptekom w Polsce”. Kierując się nią, Neuca uznaje niezależnych farmaceutów za filar rynku farmaceutycznego w Polsce i pomaga im w codziennym prowadzeniu aptek poprzez dostarczanie narzędzi do budowy konkurencyjności i rentowności.

Grupa prowadzi trzy programy partnerskie, zrzeszające apteki niezależne. Są to Świat Zdrowia (do 3Q'22 Partner+), Partner i IPRA. Zróżnicowanie programów daje farmaceutom swobodę wyboru zakresu współpracy, zaangażowania, a także czasu przynależności do programu.

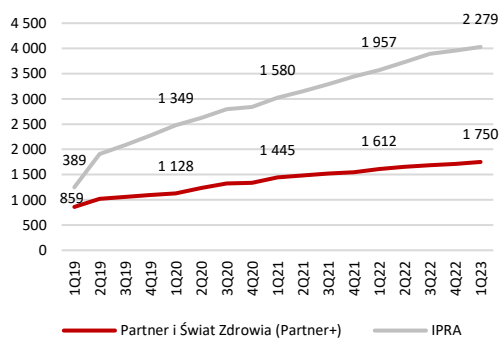
Pierwszym programem, który daje aptekom najmniejsze wsparcie, ale jednocześnie nie wymaga dużego zaangażowania klienta jest IPRA. Głównym beneficjentem udziału w tym programie jest dostęp do oferty rabatowej. Dodatkowo klienci mogą liczyć na wsparcie w zakresie marketingu, szkoleń i motywacji personelu. Jest to luźna forma współpracy, w której bierze udział ok. 2,3 tys. aptek (ok. 57% wszystkich placówek zrzeszonych w programach spółki).

Drugim, bardziej zaawansowanym programem jest Partner, w którym współpraca między spółką a apteką jest bardziej wyraźna. Apteki mają w nim zapewnione kompleksowe wsparcie we wszystkich obszarach funkcjonowania, począwszy od oferty z rabatami dostępnymi od jednej sztuki, przez szkolenia i motywację personelu, po rozwiązania z zakresu zarządzania asortymentem, marketingu i usług back office.

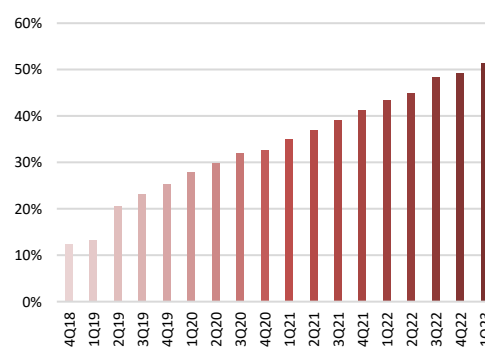
Świat Zdrowia jest programem o największym stopniu współpracy. Apteki w nim uczestniczące mają zapewnione kompleksowe wsparcie we wszystkich kluczowych obszarach ich działalności, które przysługują w programie Partner. Dodatkowo członkowie programu posiadają wystandaryzowany wygląd placówek. Aktualnie trwa rebranding zewnętrzny i wewnętrzny lokali. Do końca roku planowane jest przeprowadzenie rebrandingu zewnętrznego w 550 aptekach i wewnętrznego w 150 aptekach.

Działalność edukacyjna odbywają się poprzez Aptekarską Szkołę Zarządzania, która oferuje szkolenia w zakresie wiedzy fachowej, zmian w przepisach, umiejętności menadżerskich, czy dotyczące prowadzenia apteki. Organizowane są szkolenia stacjonarne, webinary, warsztaty oraz e-learningi. W minionym roku z oferty AZS skorzystało ok. 70 tys. uczestników.

Na koniec 1Q'23 w programach zrzeszonych było 4 029 aptek niezależnych, co stanowi 51% wszystkich aptek niezależnych w Polsce.

**Liczba aptek w kluczowych programach spółki**


Źródło: BDM, spółka

**Odsetek aptek biorących udział w programach**


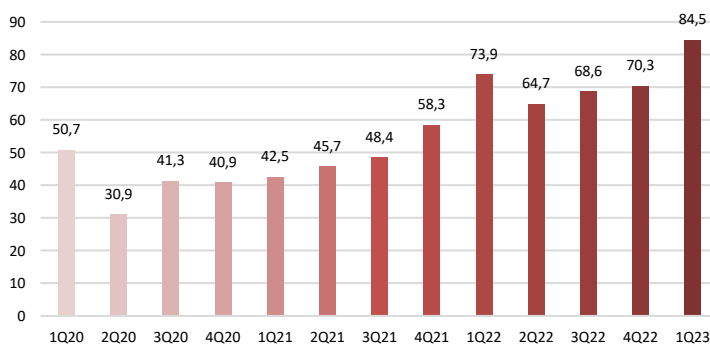
Źródło: BDM, spółka

### Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji farmaceutyków znajdują się dwie spółki – Synoptis Pharma oraz Global Pharma (Neuca posiada 50% w kapitale zakładowym spółki).

Podstawową działalnością Synoptis Pharma jest wprowadzanie na rynek produktów pod marką własną. W ofercie znajdują się leki Rx, OTC, suplementy diety, wyroby medyczne, kosmetyki, artykuły higieniczne, materiały diagnostyczne i opatrunkowe oraz środki ochrony indywidualnej. Produkty marki własnej można nabyć w aptekach Świat Zdrowia.

Marka Świat Zdrowia została wprowadzona w 2021 r. Aktualnie w swojej ofercie posiada ponad 101 produktów, a na koniec 2023 r. planowane jest 150. Synoptis Pharma w swoim portfolio posiada także takie marki jak APTEO, GENOPTIM, CERA+ Solutions i Kic Kic.

**Przychody ze sprzedaży produktów Synoptis Pharma zrealizowane przez segment hurtu [mln PLN]**


Źródło: BDM, spółka

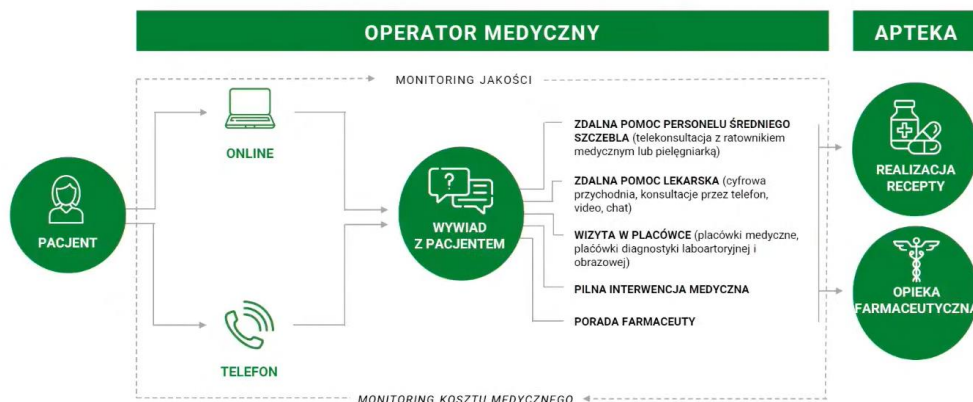
Global Pharma skupia się na prowadzeniu prac badawczo-rozwojowych w zakresie opracowywania, badania i rejestrowania nowych suplementów diety i wyrobów medycznych, a także na usłudze kontraktowej produkcji suplementów diety oraz wyrobów medycznych klasy I oraz II. Spółka nie posiada marek własnych. W 2022 r. Global Pharma CM wyprodukowała prawie 16 mln opakowań produktów (+52% r/r), co przełożyło się na 84% wzrost przychodów. Neuca posiada 50% udział w spółce.

### Obszary pacjenckie

W ramach biznesów pacjenckich grupa prowadzi przychodnie medyczne, świadczy usługi telemedycyny, e-commerce, operatora medycznego, a także posiada Towarzystwo Ubezpieczeń Zdrowie. Sieć własnych przychodni składa się z 83 przychodni. Dzięki prowadzeniu tej działalności spółka ma szansę lepiej poznać potrzeby pacjentów oraz lekarzy i reagować na nie poprzez segmenty marek własnych i hurtu aptecznego. Dodatkowo lekarze współpracujący z grupą mają większą świadomość asortymentową marki Świat Zdrowia, dlatego mogą częściej przepisywać leki produkowane w grupie pacjentom.

Kluczowym składnikiem tego segmentu jest operator medyczny, który jest głównym organizatorem i dostarczycielem opieki medycznej. Pierwszym ogniwem w strukturze operatora jest kontakt online lub telefoniczny z opiekunem pacjenta, który weryfikuje przypadek medyczny i decyduje o skierowaniu danej osoby do konkretnego specjalisty. W lekkich przypadkach może być to farmaceuta, pielęgniarka, ratownik medyczny. Pacjent może być też od razu przekierowany na zdalną konsultację z lekarzem (cyfrowa przychodnia jest czynna 24h/dobę), na badania diagnostyczne lub do sieci stacjonarnej. W trakcie porady wyłapywane są też pilne przypadki, wymagające natychmiastowej reakcji. Następnie pacjent jest kierowany do apteki współpracującej ze spółką, gdzie może szybko zrealizować receptę lub otrzymać poradę farmaceutyczną. Spółka współpracuje z ponad 3 200 przychodniami medycznymi w Polsce.

### Model działania operatora Świat Zdrowia



Źródło: spółka

Dopełnieniem działalności w tym obszarze jest Apteline, czyli platforma, na której pacjent może sprawdzić dostępność leków w aptekach współpracujących i zarezerwować lek w wybranej aptece. Świat Zdrowia współpracuje też z partnerami z zakresu profilaktyki, well-being, diagnostyki i leczenia. Spółka pracuje nad powstaniem marketplace'u zdrowotnego.

Nowym projektem jest portal „Mój Świat Zdrowia”, w którym pacjenci będą mieli dostęp do całej infrastruktury, którą oferuje operator oraz aptek. Spółka pracuje także nad rozwiązaniem, w którym pacjent będzie mógł skorzystać z opieki farmaceutycznej i medycznej poprzez połączenie online apteki z lekarzem.

### Badania kliniczne

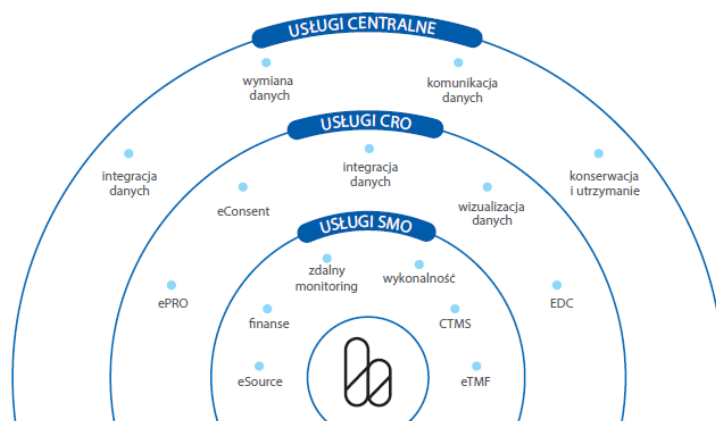
W ramach segmentu spółka zapewnia kompleksową obsługę i przeprowadzenie badań klinicznych. W swojej ofercie posiada kompetencje zarówno CRO, jak i SMO.

**CRO (Contract Research Organization)** jest to podmiot, który zajmuje się organizacją i nadzorowaniem badań klinicznych na zlecenie firm farmaceutycznych i biotechnologicznych. Firma taka zajmuje się całym procesem od stworzenia protokołu, poprzez analizę danych, po końcowy raport z badania klinicznego. Głównym podmiotem w obszarze CRO w strukturze grupy jest **Clinscience**, który świadczy usługi w 6 krajach Europy.

**SMO (Site Management Organization)** jest to podmiot, który koordynuje prowadzenie badań klinicznych. Do jego kompetencji wchodzi usługi związane z przygotowaniem i prowadzeniem badań klinicznych na zlecenie CRO. W grupie Neuca za ten obszar odpowiada spółka **Pratia**, która posiada ponad 90 ośrodków badań klinicznych w 6 krajach Europy. Oferta spółki pokrywa ok. 85% wszystkich obszarów terapeutycznych oraz umożliwia przeprowadzenie badań klinicznych w modelu hybrydowym oraz zdecentralizowanym.

Dodatkowo w grupie swoje miejsce mają też firmy o kompetencjach informatycznych, które tworzą systemy z zakresu data managementu, biostatystyki oraz platformy do zarządzania ośrodkami badań klinicznych. Spółka tworzy technologie, które pozwalają na dostarczanie danych ze wszystkich krajów, w których Pratia przeprowadza badania kliniczne i agregowanie ich w jednym miejscu w czasie rzeczywistym za pomocą platformy **hyggio**, która integruje usługi SMO i CRO poprzez protokoły badań i słowniki danych.

#### Kompetencje grupy w zakresie badań klinicznych



Źródło: spółka

Na początku 2023 r. Neuca sfinalizowała przejęcie większościowego udziału w amerykańskiej firmie typu CRO – OncoBay Clinical. Transakcja była zwieńczeniem dwuletniej współpracy spółek. OncoBay oferuje rozwiązania dla firm biotechnologicznych, które rozwijają innowacyjne terapie w immuno-onkologii. W 2022 r. przychody spółki wyniosły ok. 25 mln USD.

#### Strategia

Strategicznymi klientami grupy są niezależni farmaceuci, którym spółka zapewnia pomoc w postaci rozwiązań i programów wspierających konkurencyjność, dostarcza produkty Synoptis Pharma i serwis. Neuca nie posiada własnych aptek, przez co nie konkuruje ze swoimi klientami, wspiera interesy niezależnych aptekarzy w instytucjach i organizacjach. Grupa dąży do przywrócenia równowagi rynkowej między segmentami aptek sieciowych i niezależnych. Rozwój własnego portfolio produktów farmaceutycznych, dostępnych w aptekach partnerskich, pomaga aptekom w budowaniu marży, a biznes pacjenckie pozwalają lepiej poznać pacjenta i jego potrzeby.

Myślą przewodnią strategii jest budowa pozycji lidera satysfakcji klienta. Neuca stale monitoruje poziom zadowolenia w obszarze serwisu, oferty i wsparcia klienta przez Barometr Satysfakcji Farmaceutów, a także przez niezależne badanie w ramach Monitora Aptecznego prowadzonego przez firmę IQVIA. Satysfakcja klienta ma wpływ na jego zaufanie, które również jest mierzone za pomocą wskaźnika Net Promoter Score.

Neuca współpracuje też z aptekami sieciowymi. Przewagę konkurencyjną stara się budować wysoką jakością serwisu i odpowiednio dobranym asortymentem. Spółka podkreśla swoją przewidywalność i uczciwość, aby klient widział w niej stabilnego kontrahenta, z którym warto związać się na dłużej.

Strategia zakłada również dynamiczny rozwój obszaru pacjenckiego i ugruntowanie swojej obecności na rynku zdrowia. Spółka skupia się na przedsięwzięciach zapewniających jej synergie z podstawową działalnością, poszukuje innowacji i start-upów, które może włączyć w ten obszar. Systematycznie rozwija sieć przychodni POZ oraz obszar badań klinicznych.

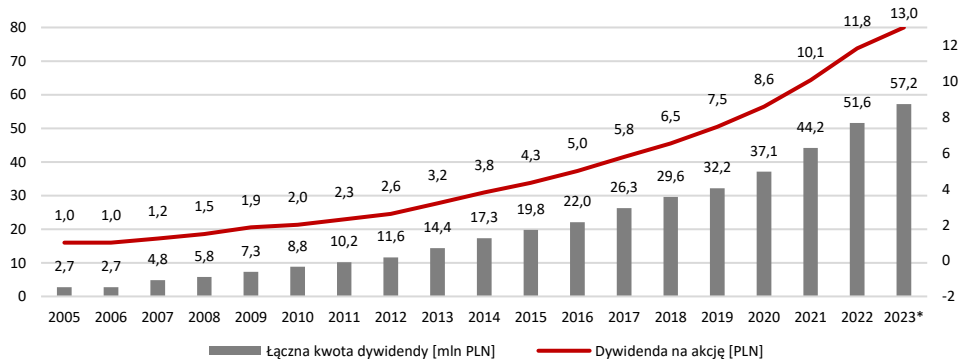
Ważnym segmentem rynku jest też zaopatrzenie szpitali, przychodni i gabinetów lekarskich. W tym obszarze celem grupy jest wzrost udziałów rynkowych. Wzbogaca ofertę produktów, ale też zabiega o posiadanie oferty towarów na wyłączność, co daje jej przewagę przy zawieraniu kontraktów.



### Polityka dywidendowa

Polityka spółki w zakresie dywidendy przewiduje regularne wypłacanie części zysku dla akcjonariuszy i coroczny wzrost wartości dywidendy na akcję o minimum 10-15%.

#### Dywidendy wypłacane w latach 2005-2023



Źródło: BDM, spółka

\* dywidenda za 2022 r. zostanie wypłacona 27.07.2023

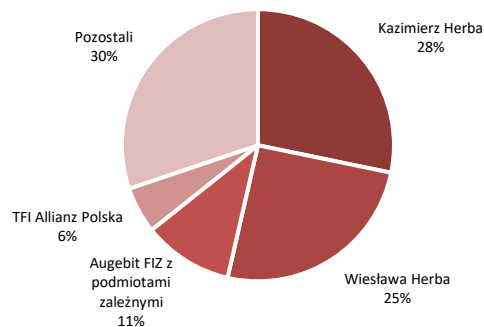
### Program motywacyjny

Program motywacyjny na lata 2021-2023 obejmuje członków zarządu jednostki dominującej oraz kluczowych członków kadry menedżerskiej. Osobom uprawnionym zostanie zaoferowanych łącznie 275 550 warrantów subskrypcyjnych – po 91 850 na każdy rok obrotowy. Każdy warrant upoważnia do nabycia 1 akcji spółki. Cena emisyjna, po której mogą nabywać akcje osoby uprawnione jest równa średniej arytmetycznej kursów zamknięcia akcji Neuca od 01.04.2020 do 30.06.2020, czyli 489,24 PLN. Spółka szacuje wartość warrantów na 33,7 mln PLN, w tym 10,6 mln PLN zostało zaliczone do kosztów wynagrodzeń 2021 r., a 11,3 mln PLN w 2022 r. Przy zachowaniu niezmiennych parametrów programu w 2023 r. w kosztach wynagrodzeń ujęta zostanie kwota 11,9 mln PLN z tytułu realizacji programu.

### Akcjonariat

Głównymi akcjonariuszami spółki są jej założyciele. Kazimierz Herba wraz z podmiotami powiązаныmi posiada 28,2% akcji. 25,4% udziału w kapitale zakładowym posiada Wiesława Herba. Ponad progiem 5% w ogólnej liczbie głosów na WZ znajduje się także Augebit FIZ z podmiotami zależnymi oraz TFI Allianz Polska.

#### Udział w kapitale zakładowym oraz w ogólnej liczbie głosów na WZ [%]



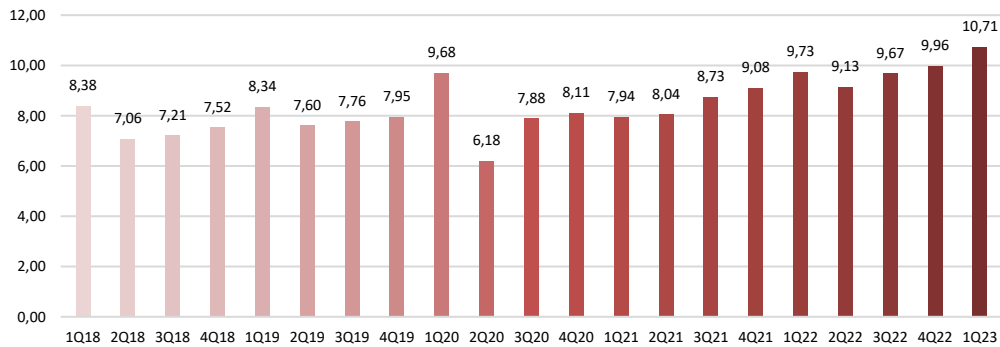
Źródło: BDM, spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

### Rynek aptek

Wartość polskiego rynku aptecznego w 1Q'23 wg danych IQVIA wyniosła 10,71 mld PLN (w całym 2022 r. było to 38,5 mld PLN). Wg prognoz PMR rynek ten ma się rozwijać w kolejnych latach i osiągnąć w 2027 roku wartość 54 mld PLN.

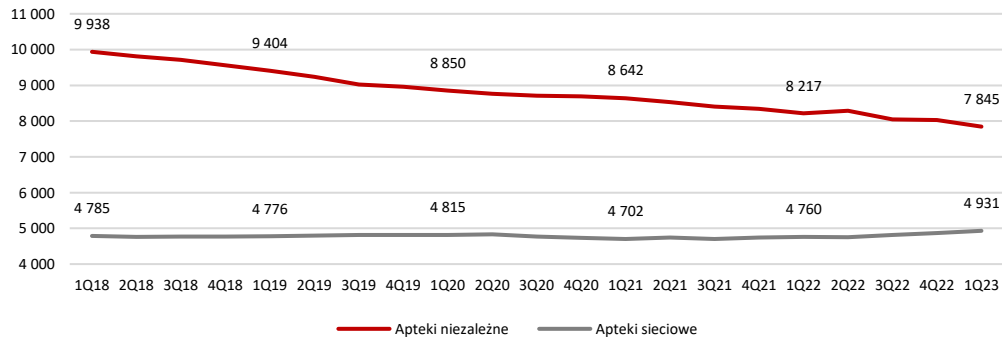
#### Wartość rynku aptecznego w latach 2018-2022 [mld PLN]



Źródło: NEUCA, IQVIA

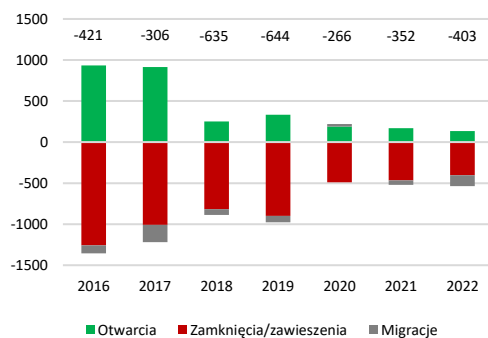
Apteki dzielą się ze względu na strukturę właścicielską na niezależne i sieciowe. W okresie 2018-2022 liczba aptek sieciowych utrzymuje się na podobnym poziomie ok. 4,9 tys. placówek, natomiast spada liczba aptek niezależnych – w 1Q'18 ich liczba wynosiła 9,9 tys., natomiast w 1Q'23 już tylko 7,8 tys.

#### Liczba aptek niezależnych i sieciowych w Polsce



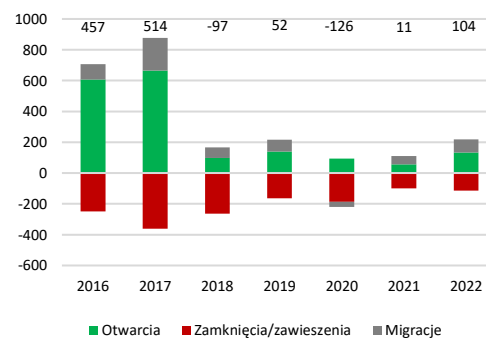
Źródło: BDM, NEUCA na podstawie danych IQVIA i wewnętrznym przypisaniu aptek do segmentów

#### Zmiana liczby aptek niezależnych



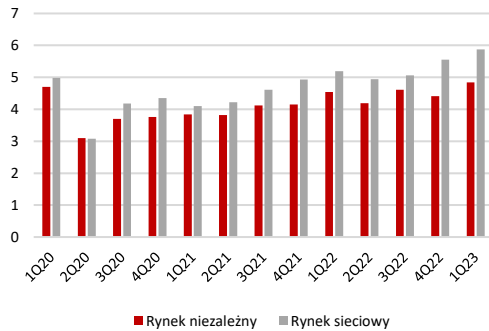
Źródło: NEUCA na podstawie danych IQVIA i wewnętrznym przypisaniu aptek do segmentów

#### Zmiana liczby aptek sieciowych

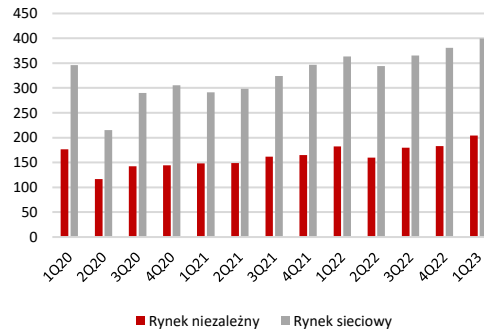


Źródło: NEUCA na podstawie danych IQVIA i wewnętrznym przypisaniu aptek do segmentów

Mimo znacznej przewagi liczebnej aptek niezależnych nad aptekami sieciowymi wartość rynku sieciowego jest wyższa. Średnia miesięczna wartość obrotu apteki sieciowej w 1Q'23 wyniosła ok. 399,4 tys. PLN w porównaniu do 204,5 tys. PLN w przypadku apteki niezależnej.

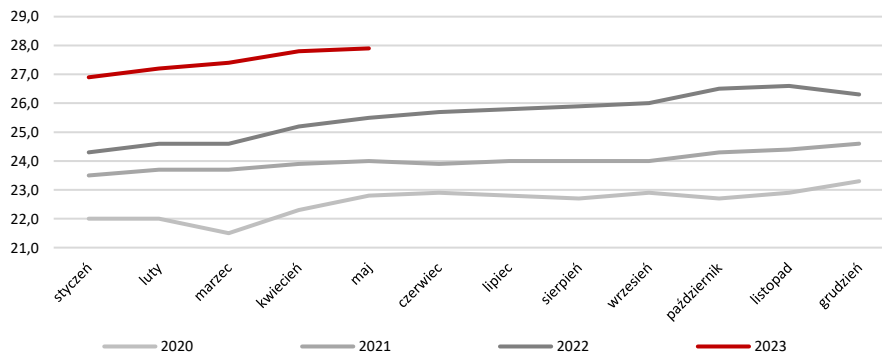
**Wartość rynku aptek sieciowych i niezależnych [mld PLN]**


Źródło: NEUCA na podstawie danych IQVIA

**Średnia miesięczna wartość obrotu aptek [tys. PLN]**


Źródło: NEUCA na podstawie danych IQVIA

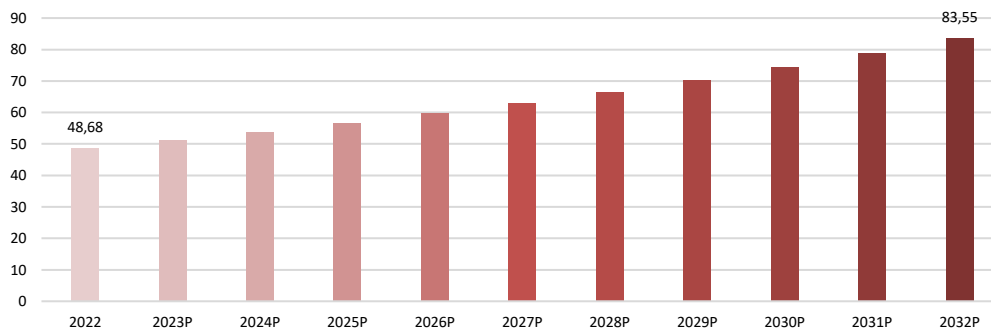
W 1H'22 na wzrost rynku decydujący wpływ miał wzrost liczby pacjentów odwiedzających apteki. Z kolei od 2H'22 czynnikiem napędzającym rozwój jest wzrost ceny opakowania. Tendencja ta utrzymuje się w 2023 r.

**Średnia cena opakowania leku [PLN]**


Źródło: BDM, PEX

### Rynek badań klinicznych

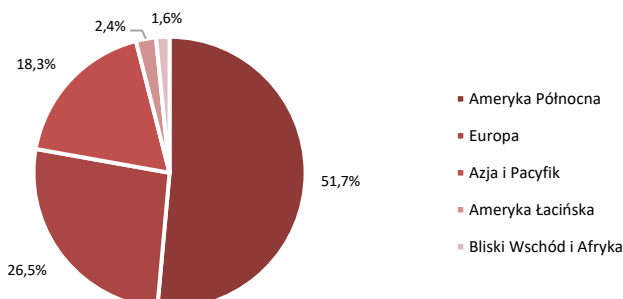
Globalny rynek badań klinicznych w 2022 roku był wart 48,7 mld USD. Według prognoz Precedence Research do 2032 roku z CAGR 5,6%, a jego wartość ma wzrosnąć do 83,6 mld USD.

**Wartość globalnego rynku badań klinicznych [mld USD]**


Źródło: BDM, Precedence Reserach

Największy udział w rynku, prawie 52%, ma Ameryka Północna. Na drugim miejscu plasuje się rynek europejski z udziałem 26,5%, a dalej azjatycki (18,3%).

#### Udział poszczególnych regionów w rynku badań klinicznych



Źródło: BDM, Precedence Reserach

Polska zajmuje 11 miejsce pod względem udziału w rynku komercyjnych badań klinicznych wszystkich faz (dane z 2019 r.) Największy udział w wykonywanych badaniach mają nowotwory (34,9%), choroby układu immunologicznego (20,6%) i choroby skóry i tkanki łącznej (16,7%).

Wg Grand View Research największy udział w przychodach na światowym rynku w 2022 r. miał segment onkologiczny (23,6%). Oczekuje się, że będzie on rósł w najszybszym tempie w kolejnych latach z CAGR na poziomie 6,3%. Przemysł farmaceutyczny wydaje obecnie ponad 38 mld USD na przedkliniczny i kliniczny rozwój produktów do terapii onkologicznej.

Drugim najszybciej rosnącym obszarem ma być segment chorób sercowo-naczyniowych przy CAGR na poziomie 6,1%. Rosnące rozpowszechnienie i zwiększony popyt na opłacalne leki na całym świecie doprowadziły do znacznych inwestycji w badania i rozwój w tym segmencie, gdzie w przygotowaniu jest ponad 190 leków.

#### Prywatna opieka medyczna

Wg analiz PwC pacjenci w Polsce wydają ponad 20 mld PLN rocznie na prywatną opiekę zdrowotną opłacaną per usługę. W ciągu najbliższych 4 lat wydatki na prywatną opiekę medyczną mają przyrastać o ok. 10-15% rocznie<sup>1</sup>. Przyczyni się do tego kilka czynników:

- ceny usług wzrosną o 11-13% przez wysoką inflację medyczną, która jest łatwotransferowalna na pacjenta; inflacja ma osiągnąć swój szczyt w 2023 r.;
- wysoki popyt i ograniczona podaż specjalistów sprawiają, że inflacja „medyczna” będzie o ok. 5% powyżej przeciętnej inflacji;
- baza klientów wzrośnie o 5-7%, podczas gdy w latach 2016-20 wzrost wyniósł blisko 10%.

Wg danych GUS w 2016 r. ok. 6% badanych deklaroowało nabycie abonamentu lub ubezpieczenia medycznego. W 2020 r. odsetek ten wzrósł do 8,2%. Przy założeniu spadku konwersji do 30% ma się to przełożyć na średnioroczny wzrost liczby klientów na poziomie 6,1% r/r. Równoległe można się spodziewać wprowadzania nowych produktów, które będą generować na rynku nowe strumienie przychodów i dokładać dodatkowo 1-3% wzrostu.

Wg raportu „Rola pracodawcy w czasach nieustannych zmian – jak personalizować ofertę dla pracowników i wyjść naprzeciw ich potrzebom?” sporządzonego przez Enel-Med., abonament zdrowotny oferowany przez pracodawcę jest ważny dla 73% badanych, a dla 28% bardzo ważny. Największe znaczenie przy wyborze pracy ma on dla osób młodych, mieszkających w dużych miastach.

<sup>1</sup> Źródło: <https://ceo.com.pl/rynek-medycyny-prywatnej-bedzie-rosl-ceny-uslug-rowniez-14795>

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23P	4Q23P
Przychody	2 299,4	2 331,1	2 552,3	2 681,5	2 816,5	2 654,9	2 809,1	2 951,9	3 002,0	2 987,0	3 085,8	3 204,7
<i>Hurt apteczny</i>	2 245,9	2 268,2	2 498,5	2 587,3	2 712,1	2 546,4	2 681,1	2 805,4	2 802,9	2 784,0	2 825,9	2 941,1
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	41,1	43,7	58,2	58,1	75,9	75,5	84,4	80,2	60,3	95,2	122,0	114,7
<i>Badania kliniczne</i>	31,4	34,7	27,9	39,5	39,8	42,3	54,1	59,9	107,8	96,5	108,7	114,8
<i>Operator medyczny</i>	31,0	35,3	35,4	43,0	43,4	44,2	51,5	59,4	81,4	72,9	93,0	100,7
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	-	-	-	24,7	24,1	25,2	27,8	27,9	28,6	29,4	30,3	31,2
<i>Wyłączenia</i>	-50,0	-50,8	-67,8	-71,0	-78,7	-78,5	-89,8	-80,8	-79,0	-91,1	-94,1	-97,7
Wynik brutto na sprzedaży	249,9	242,8	250,7	279,3	312,2	286,3	311,0	323,5	330,2	324,8	352,8	359,8
EBITDA	83,3	55,7	78,7	60,1	107,3	96,6	76,7	60,4	97,7	82,6	93,3	95,9
EBIT	64,7	36,6	58,9	38,0	84,9	73,6	52,8	31,7	69,9	52,2	62,9	63,3
Zysk brutto	63,7	47,6	52,9	38,1	80,0	63,3	36,7	23,7	65,0	41,4	52,4	53,1
Zysk netto	50,2	36,0	40,9	25,6	63,2	40,9	29,3	15,6	51,5	30,2	40,7	37,3
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,9%	10,4%	9,8%	10,4%	11,1%	10,8%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%	11,4%	11,2%
Marża EBITDA	3,6%	2,4%	3,1%	2,2%	3,8%	3,6%	2,7%	2,0%	3,3%	2,8%	3,0%	3,0%
Marża EBIT	2,8%	1,6%	2,3%	1,4%	3,0%	2,8%	1,9%	1,1%	2,3%	1,7%	2,0%	2,0%
Marża zysku netto	2,2%	1,5%	1,6%	1,0%	2,2%	1,5%	1,0%	0,5%	1,7%	1,0%	1,3%	1,2%

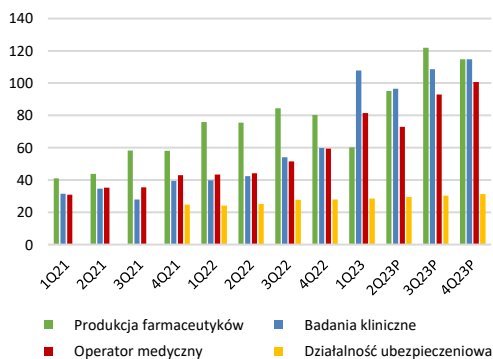
Źródło: BDM, spółka

### Prognoza wyników na kolejne lata

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	8 272,4	9 244,9	9 864,3	11 232,5	12 279,4	13 304,4	14 434,7	15 500,5
<i>Hurt apteczny</i>	8 102,2	9 074,8	9 599,9	10 745,1	11 353,9	12 148,7	12 999,1	13 844,5
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	148,7	133,4	201,1	316,0	392,2	470,7	541,3	599,5
<i>Badania kliniczne</i>	-	72,3	133,6	196,1	427,7	556,1	722,9	867,5
<i>Operator medyczny</i>	-	112,0	144,8	198,4	347,9	400,1	460,2	506,2
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	-	-	24,7	104,9	119,4	134,4	151,3	170,3
<i>Wyłączenia</i>	-136,2	-147,6	-239,7	-327,9	-361,9	-405,6	-440,1	-487,4
Wynik brutto na sprzedaży	834,5	932,3	1 022,7	1 233,1	1 367,5	1 541,4	1 697,1	1 848,9
EBITDA	212,3	276,7	277,7	340,9	369,5	471,0	547,8	630,0
EBIT	156,7	212,1	198,2	243,0	248,3	341,9	416,2	495,9
Zysk brutto	154,5	193,4	202,2	203,7	212,0	302,8	380,9	465,5
Zysk netto	117,5	143,3	152,6	149,0	159,8	229,0	289,6	356,0
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,1%	10,1%	10,4%	11,0%	11,1%	11,6%	11,8%	11,9%
Marża EBITDA	2,6%	3,0%	2,8%	3,0%	3,0%	3,5%	3,8%	4,1%
Marża EBIT	1,9%	2,3%	2,0%	2,2%	2,0%	2,6%	2,9%	3,2%
Marża zysku netto	1,4%	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,7%	2,0%	2,3%

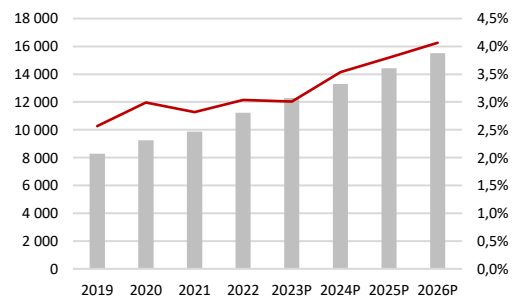
Źródło: BDM, spółka

### Przychody w podziale na segmenty z wyłączeniem hurtu



Źródło: BDM, spółka

### Marża EBITDA na tle przychodów



Źródło: BDM, spółka

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	1 054,6	1 220,6	1 496,7	1 574,0	1 800,6	1 813,8	1 828,7	1 844,8	1 861,7	1 879,0	1 896,9	1 915,2
Rzeczowe aktywa trwałe	349,6	401,3	391,1	427,3	439,3	451,7	464,5	477,6	491,1	505,0	519,3	533,9
Aktywa niematerialne	90,3	109,6	125,4	132,8	133,0	137,0	141,1	145,3	149,6	154,1	158,7	163,5
Wartość firmy	309,2	427,9	649,4	726,5	944,6	944,6	944,6	944,6	944,6	944,6	944,6	944,6
Aktywa obrotowe	2 396,7	2 421,1	2 620,5	3 186,1	3 272,8	3 582,0	3 919,4	4 318,7	4 801,5	5 306,6	5 859,5	6 347,5
Zapasy	1 085,9	1 200,9	1 198,1	1 303,3	1 454,2	1 573,6	1 710,2	1 835,6	1 966,7	2 077,1	2 189,5	2 262,7
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 178,9	1 140,8	1 289,0	1 601,8	1 738,9	1 887,6	2 049,5	2 195,1	2 351,8	2 483,9	2 618,2	2 705,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	78,9	22,6	64,6	208,4	25,2	77,9	124,4	257,6	455,7	719,8	1 027,0	1 355,1
Aktywa razem	3 451,2	3 641,7	4 117,2	4 760,0	5 073,5	5 395,8	5 748,1	6 163,6	6 663,2	7 185,6	7 756,4	8 262,7
Kapitał własny	643,6	771,4	879,7	935,8	1 021,9	1 101,0	1 229,4	1 389,5	1 592,9	1 863,7	2 177,2	2 517,6
Kapitał podstawowy	4,6	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Zobowiązania długoterminowe	152,6	323,6	389,9	337,1	327,9	317,2	307,4	298,4	290,2	282,6	275,7	269,3
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	0,6	4,7	5,9	4,1	3,3	2,7	2,2	1,8	1,5	1,2	1,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	132,9	139,9	127,8	142,3	131,4	121,5	112,3	103,9	96,0	88,8	82,1	75,9
Zobowiązania krótkoterminowe	2 655,0	2 546,7	2 847,6	3 487,2	3 723,7	3 977,6	4 211,3	4 475,7	4 780,1	5 039,3	5 303,5	5 475,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	290,6	13,6	19,9	196,6	146,1	108,1	23,5	5,5	1,6	0,7	0,4	0,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	30,7	20,8	24,1	33,4	31,7	29,3	27,1	25,0	23,1	21,4	19,8	18,3
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	2 309,5	2 433,0	2 596,8	3 096,6	3 361,8	3 649,1	3 962,1	4 243,6	4 546,6	4 801,9	5 061,7	5 230,8
Pasywa razem	3 451,2	3 641,7	4 117,2	4 760,0	5 073,5	5 395,8	5 748,1	6 163,6	6 663,2	7 185,6	7 756,4	8 262,7

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	8 272,4	9 244,9	9 864,3	11 232,5	12 279,4	13 304,4	14 434,7	15 500,5	16 607,1	17 539,8	18 488,5	19 106,3
Hurt apteczny	8 102,2	9 074,8	9 599,9	10 745,1	11 353,9	12 148,7	12 999,1	13 844,5	14 689,9	15 424,4	16 195,6	16 681,5
Produkcja farmaceutyków	148,7	133,4	201,1	316,0	392,2	470,7	541,3	599,5	650,0	693,7	734,3	766,8
Badania kliniczne	-	72,3	133,6	196,1	427,7	556,1	722,9	867,5	1 041,0	1 145,1	1 259,6	1 322,6
Operator Medyczny	-	112,0	144,8	198,4	347,9	400,1	460,2	506,2	556,8	612,5	643,1	675,2
Działalność ubezpieczeniowa	-	-	24,7	104,9	119,4	134,4	151,3	170,3	191,7	215,7	237,3	261,0
Wyłączenia	-136,2	-147,6	-239,7	-327,9	-361,9	-405,6	-440,1	-487,4	-522,2	-551,5	-581,4	-600,8
Wynik brutto na sprzedaży	834,5	932,3	1 022,7	1 233,1	1 367,5	1 541,4	1 697,1	1 848,9	2 009,4	2 152,2	2 300,3	2 409,9
Koszty sprzedaży	467,4	476,2	530,2	638,1	706,5	737,2	799,8	852,5	913,4	964,7	1 016,9	1 050,8
Koszty zarządu	182,3	205,6	240,5	362,6	410,0	457,6	475,9	494,9	509,8	525,1	540,8	557,1
EBIT	156,7	212,1	198,2	243,0	248,3	341,9	416,2	495,9	580,2	662,6	742,8	802,1
EBITDA	212,3	276,7	277,7	340,9	369,5	471,0	547,8	630,0	717,0	802,1	885,1	947,4
Zysk brutto	154,5	193,4	202,2	203,7	212,0	302,8	380,9	465,5	550,4	639,2	719,2	778,4
Zysk netto	117,5	143,3	152,6	149,0	159,8	229,0	289,6	356,0	423,4	504,9	568,2	615,0

Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	202,2	324,7	300,2	335,9	224,1	420,2	476,4	532,4	611,8	687,5	754,4	799,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-135,9	-146,9	-145,5	-180,2	-218,2	-171,6	-180,6	-208,4	-219,5	-222,1	-227,8	-229,7
Przepływy z działalności finansowej	-20,0	-234,1	-112,8	-6,6	-193,8	-195,9	-249,3	-190,9	-194,2	-201,2	-219,4	-241,2
Przepływy pieniężne netto	46,3	-56,3	42,0	149,1	-187,9	52,7	46,5	133,2	198,1	264,2	307,2	328,1
Środki pieniężne na początek okresu	32,6	78,9	22,6	64,6	208,4	25,2	77,9	124,4	257,6	455,7	719,8	1 027,0
Środki pieniężne na koniec okresu	78,9	22,6	64,6	208,4	25,2	77,9	124,4	257,6	455,7	719,8	1 027,0	1 355,1

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	6,7%	11,8%	6,7%	13,9%	9,3%	8,3%	8,5%	7,4%	7,1%	5,6%	5,4%	3,3%
EBITDA zmiana r/r	17,1%	30,3%	0,4%	22,8%	8,4%	27,4%	16,3%	15,0%	13,8%	11,9%	10,3%	7,0%
EBIT zmiana r/r	18,3%	35,3%	-6,5%	22,6%	2,2%	37,7%	21,7%	19,1%	17,0%	14,2%	12,1%	8,0%
Zysk netto zmiana r/r	23,3%	22,0%	6,5%	-2,3%	7,2%	43,3%	26,5%	22,9%	18,9%	19,3%	12,5%	8,2%
Marża brutto na sprzedaży	10,1%	10,1%	10,4%	11,0%	11,1%	11,6%	11,8%	11,9%	12,1%	12,3%	12,4%	12,6%
Marża EBITDA	2,6%	3,0%	2,8%	3,0%	3,0%	3,5%	3,8%	4,1%	4,3%	4,6%	4,8%	5,0%
Marża EBIT	1,9%	2,3%	2,0%	2,2%	2,0%	2,6%	2,9%	3,2%	3,5%	3,8%	4,0%	4,2%
Marża brutto	1,9%	2,1%	2,1%	1,8%	1,7%	2,3%	2,6%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,1%
Marża netto	1,4%	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,7%	2,0%	2,3%	2,5%	2,9%	3,1%	3,2%
COGS / przychody	89,9%	89,9%	89,6%	89,0%	88,9%	88,4%	88,2%	88,1%	87,9%	87,7%	87,6%	87,4%
SG&A / przychody	7,9%	7,4%	7,8%	8,9%	9,1%	9,0%	8,8%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,4%
SG&A / COGS	8,7%	8,2%	8,7%	10,0%	10,2%	10,2%	10,0%	9,9%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%
ROE	3,5%	4,7%	4,7%	2,4%	4,1%	3,7%	5,4%	4,6%	4,6%	3,8%	7,0%	4,2%
ROA	0,8%	1,1%	1,0%	0,5%	0,8%	0,7%	1,1%	0,9%	0,9%	0,7%	1,3%	0,9%
Dług	454,3	321,8	303,1	561,7	472,3	426,9	336,4	312,9	304,8	299,6	295,9	291,2
D / (D+E)	41,4%	29,4%	25,6%	37,5%	31,6%	27,9%	21,5%	18,4%	16,1%	13,9%	12,0%	10,4%
D / E	70,6%	41,7%	34,5%	60,0%	46,2%	38,8%	27,4%	22,5%	19,1%	16,1%	13,6%	11,6%
Dług netto	274,7	281,0	183,6	280,0	373,8	275,7	138,7	-18,0	-224,1	-493,5	-804,4	-1137,2
Dług netto / kapitał własny	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Dług netto / EBITDA	1,3	1,0	0,7	0,8	1,0	0,6	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Dług netto / EBIT	1,8	1,3	0,9	1,2	1,5	0,8	0,3	0,0	-0,4	-0,7	-1,1	-1,4
EV	3 572,9	3 583,1	3 536,9	3 610,6	3 739,9	3 641,7	3 504,7	3 348,1	3 141,9	2 872,6	2 561,6	2 228,9
Dług / EV	12,7%	9,0%	8,6%	15,6%	12,6%	11,7%	9,6%	9,3%	9,7%	10,4%	11,6%	13,1%
CAPEX / Przychody	1,5%	0,9%	0,5%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	218,1%	131,8%	66,3%	83,2%	67,2%	85,3%	86,1%	86,9%	87,6%	88,4%	89,2%	89,9%
Amortyzacja / Przychody	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	-0,3%	-0,5%	-0,2%	-0,7%	0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-8,6%	-9,4%	-17,7%	-14,0%	-16,1%	-18,3%	-17,9%	-20,0%	-20,6%	-25,8%	-26,8%	-42,5%

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	28,1	23,0	22,0	22,4	21,1	14,7	11,6	9,5	8,0	6,7	5,9	5,5
P/BV*	5,1	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2	2,9	2,5	2,2	1,9	1,6	1,4
P/CE*	19,1	15,9	14,4	13,5	12,0	9,4	8,0	6,9	6,0	5,2	4,7	4,4
EV/EBITDA*	17,3	13,0	12,9	10,8	10,3	7,9	6,5	5,4	4,5	3,7	3,0	2,4
EV/EBIT*	23,4	17,0	18,1	15,2	15,4	10,9	8,6	6,9	5,5	4,4	3,5	2,9
EV/S*	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	148,8	177,3	191,9	202,5	219,4	237,3	266,4	302,8	349,0	410,4	481,6	558,8
EPS	27,2	33,1	34,8	34,2	36,3	52,0	65,7	80,8	96,1	114,6	129,0	139,6
CEPS	40,1	48,1	52,9	56,6	63,8	81,3	95,6	111,3	127,1	146,3	161,3	172,5
FCFPS	18,8	55,4	56,4	58,4	32,4	70,4	82,4	94,4	111,7	128,0	142,4	151,7
DPS w okresie	7,5	8,6	10,1	11,8	13,0	14,9	17,5	20,6	24,7	28,4	32,7	37,6
DY	1,0%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	2,0%	2,3%	2,7%	3,2%	3,7%	4,3%	4,9%
Payout ratio	27,4%	25,9%	29,0%	34,6%	35,8%	28,8%	26,7%	25,5%	25,7%	24,8%	25,3%	26,9%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 764 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Tomasz Ilcyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilcyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilcyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Historia rekomendacji Neuca**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>939</b>	---	---	<b>03.07.2023</b>	<b>12:45 CEST</b>	<b>764</b>	<b>67 834,01</b>



**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahał wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2023-07-03.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-07-03 (12:45 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-07-10.**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 03.07.2023 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.