



Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów NEUCA oraz podnosimy cenę docelową do 1.006 PLN na akcję (wobec 939 PLN poprzednio). Spółka stabilnie rozwija się w obszarze podstawowej działalności hurtu aptecznego oraz intensywnie pracuje nad budową wyników w pozostałych segmentach.

W obszarze hurtu aptecznego zakładamy rozwój w kolejnych latach na poziomie podobnym do wzrostu całego rynku aptecznego w Polsce. W 2024 r. widać zwiększenie udziału w rynku aptek sieciowych, przez co dynamika przychodów spółki powinna być niższa niż rynku. W naszej ocenie należy to jednak odbierać pozytywnie, ponieważ w segmencie sieciowym spółka osiąga niższe marże, dlatego apteki niezależne są bardziej atrakcyjnymi klientami. W związku z wejściem w życie AdA 2.0 spodziewamy się w kolejnych latach umocnienia pozycji aptek niezależnych i wzrostu ich udziału w programach partnerskich, które oferuje m. in. Neuca.

W zakresie produkcji farmaceutyków spółka aktualnie skupia się na medykalizacji portfela. Rozwojowym kierunkiem mogą okazać się produkty zawierające marihuanę medyczną. Dodatkowo w zakresie urządzeń medycznych, wprowadzenie mikropompy insulinowej okazało się sukcesem, dlatego oczekujemy, że w kolejnych latach spółka poszerzy ofertę urządzeń wykorzystywanych w diabetologii.

Duży potencjał widzimy w segmencie operatora medycznego i ubezpieczeń. Aktualnie spółka pracuje nad rozwojem narzędzi cyfrowych, które mają poprawić dostępność w kanale online. W ostatnim raporcie kwartalnym spółka informowała o zakończeniu pierwszego etapu wdrożenia strony swiatzdrowia.pl oraz konta pacjenta Mój Świat Zdrowia. Rozbudowa infrastruktury informatycznej jest niezbędna, aby być konkurencyjnym względem dużych graczy operujących na rynku, dlatego spodziewamy się, że intensywny rozwój tego obszaru nastąpi po zakończeniu planowanych wdrożeń.

W segmencie badań klinicznych spółka sukcesywnie zwiększa backlog. W naszej ocenie funkcjonowanie w ramach jednej grupy zarówno CRO, jak i SMO usprawni proces przeprowadzania badań i przepływu informacji, dlatego spółka powinna być atrakcyjnym partnerem. Potrzebuje jednak czasu i wartościowych kontraktów, aby zbudować swoją markę na międzynarodowym rynku. Spółka jest przygotowana na zwiększenie liczby przeprowadzanych badań, dlatego koszty stałe aktualnie obniżają rentowność, jednak w kolejnych okresach marża powinna wracać do rynkowych poziomów.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	9 864,3	11 232,2	11 812,6	12 484,8	13 333,5	14 266,8
EBIT [mln PLN]	198,2	243,4	265,1	297,9	371,4	459,5
EBITDA [mln PLN]	277,7	341,3	379,1	423,0	499,3	587,8
Wynik netto [mln PLN]	152,6	149,4	159,5	182,2	244,9	336,6
P/E	24,5	24,8	23,5	20,9	15,6	11,3
P/BV	4,4	4,2	3,8	3,6	3,3	2,9
EV/EBIT	20,0	16,7	16,3	14,0	10,8	8,6
EV/EBITDA	14,3	11,9	11,4	9,8	8,0	6,7
DPS w okresie	10,1	11,8	13,2	15,2	17,8	21,0
DY	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,5%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1 006 PLN

21 SIERPNIĄ 2024, 08:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	907
Wycena porównawcza [PLN]	1 105
Wycena końcowa [PLN]	1 006
Potencjał do wzrostu / spadku	18,2%
Koszt kapitału	11,7%
Cena rynkowa [PLN]	851
Kapitalizacja [mln PLN]	3 752,7
Ilość akcji [mln. szt.]	4,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	969
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	659
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	9,7%
Akcjonariat (% głosów):	
Kazimierz Herba	27,3%
Wiesława Herba	25,0%
Augebit FIZ z podmiotami zależnymi	10,5%
TFI Allianz Polska	6,6%
Pozostali	30,5%

*- liczba głosów na WZA

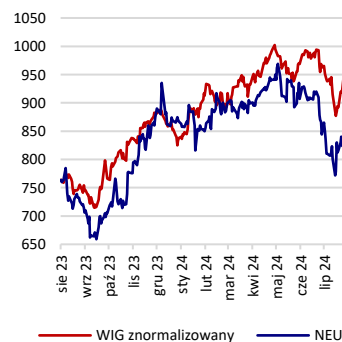
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



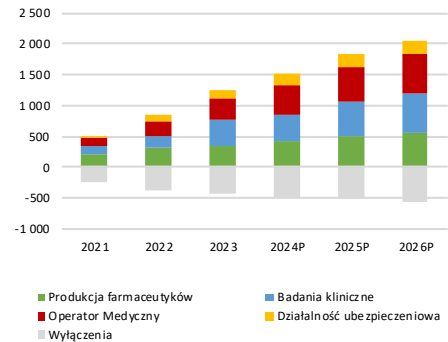
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 1Q'24.....	12
PROGNOZA NA 2Q'24	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	14
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	15

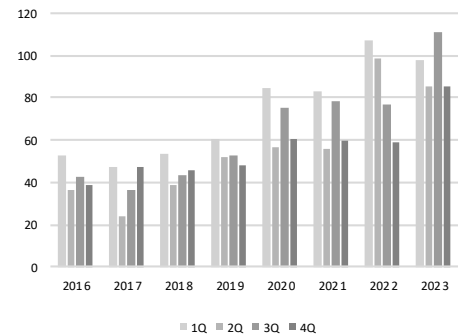
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	9 864	11 232	11 813	12 485	13 333	14 267
Hurt apteczny	9 600	10 745	10 973	11 440	12 013	12 779
Produkcja farmaceutyków	201	316	357	434	499	552
Badania kliniczne	134	196	404	427	557	645
Operator Medyczny	145	236	362	475	570	627
Działalność ubezpieczeniowa	25	103	135	184	207	233
Wyłączenia	-240	-363	-418	-476	-512	-570
Wynik brutto na sprzedaży	1 023	1 126	1 307	1 422	1 531	1 652
Koszty sprzedaży	530	613	699	742	768	785
Koszty zarządu	241	281	352	370	385	401
EBIT	198	243	265	298	371	460
EBITDA	278	341	379	423	499	588
Zysk brutto	202	204	204	237	314	429
Zysk netto	153	149	159	182	245	337
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	1 497	1 574	1 886	1 877	1 869	1 866
Rzeczowe aktywa trwałe	391	426	470	466	462	457
Aktywa niematerialne	125	133	150	157	168	180
Wartość firmy	649	727	975	975	975	975
Aktywa obrotowe	2 620	3 186	3 289	3 507	3 827	4 186
Zapasy	1 198	1 303	1 509	1 523	1 618	1 823
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 289	1 602	1 602	1 695	1 815	1 934
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	65	208	105	241	357	399
Aktywa razem	4 117	4 760	5 175	5 385	5 697	6 052
Kapitał własny	880	935	1 057	1 136	1 231	1 374
Kapitał podstawowy	4	4	4	4	4	4
Zobowiązania długoterminowe	390	337	352	343	330	318
Oprocentowane kredyty i pożyczki	5	6	3	3	2	2
Zobowiązania z tytułu leasingu	128	142	148	132	120	108
Zobowiązania krótkoterminowe	2 848	3 487	3 766	3 906	4 136	4 361
Oprocentowane kredyty i pożyczki	20	197	185	126	100	80
Zobowiązania z tytułu leasingu	24	33	34	31	28	25
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania op	2 597	3 097	3 259	3 449	3 694	3 936
Pasywa razem	4 117	4 760	5 175	5 385	5 697	6 053
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	300	336	288	475	473	419
Amortyzacja	80	98	114	125	128	128
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-145	-180	-257	-129	-146	-188
CAPEX odtworzeniowy	-53	-81	-94	-95	-103	-107
CAPEX na akwizycje	-124	-98	-176	-65	-70	-101
Przepływy z działalności finansowej	-113	-7	-139	-211	-210	-189
Dywidenda	-44	-52	-58	-68	-80	-94
Odsetki	-11	-40	-78	-73	-69	-40
Zmiana środków pieniężnych	42	144	-104	135	116	42
Środki pieniężne	65	208	104	240	356	399
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	7%	14%	5%	6%	7%	7%
Hurt apteczny	6%	12%	2%	4%	5%	6%
Produkcja farmaceutyków	51%	57%	13%	21%	15%	11%
Badania kliniczne	85%	47%	106%	6%	30%	16%
Operator medyczny	29%	63%	54%	31%	20%	10%
Działalność ubezpieczeniowa	-	316%	32%	36%	13%	13%
EBITDA	0%	23%	11%	12%	18%	18%
Zysk netto	6%	-2%	7%	14%	34%	37%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji [mln]	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5
ROE	5%	2%	4%	4%	5%	5%
ROA	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DPS w okresie	10,1	11,8	13,2	15,2	17,8	21,0
Stopa dywidendy	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,5%
P/E	24,5	24,8	23,5	20,9	15,6	11,3
P/BV	4,4	4,2	3,8	3,6	3,3	2,9
EV/EBITDA	14,3	11,9	11,4	9,8	8,0	6,7

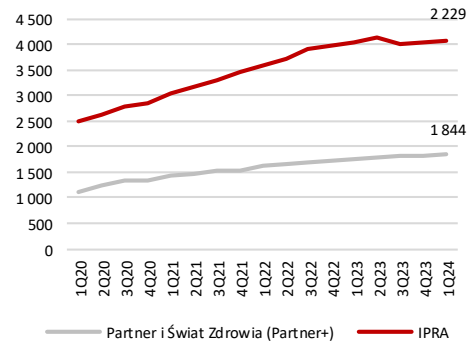
Struktura przychodów z wyłączeniem hurtu [mln PLN]



Sezonowość EBITDA [mln PLN]



Liczba aptek biorących udział w programach partnerskich (skum.)



Czynniki ryzyka

- 1) Ryzyko wprowadzenia niekorzystnych zmian prawnych
- 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 851 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 907 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku hurtu aptecznego i badań klinicznych została oparta na prognozach wyników na lata 2024-2026 i dała wartość 1 akcji na poziomie 1.105 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 1.006 PLN.

Podsumowanie wyceny

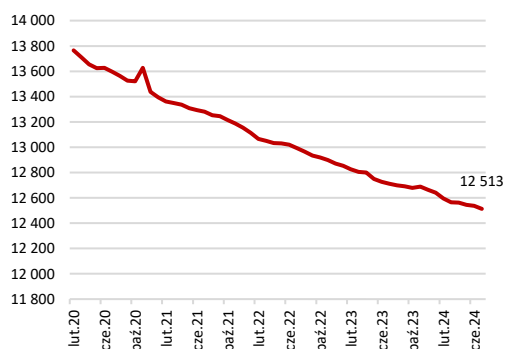
	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	907	7%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	1 105	30%
Wycena spółki [PLN]		1 006	18%

Źródło: BDM S.A.

Rozwój rynku hurtu aptecznego

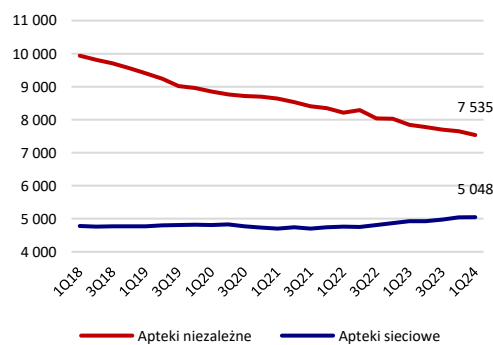
Rynek apteczny w Polsce w ostatnich miesiącach odnotowywał wzrosty, mimo spadku liczby aptek. Narastająco od stycznia'24 do lipca'24 obrót wzrósł +11,1%. W tym czasie z rynku zniknęło 150 aptek. W dalszym ciągu widzimy wzrost liczby aptek sieciowych kosztem niezależnych, które albo migrują do sieci, albo zostają zamykane. Wnioskujemy z tego, że za większą część wzrostu rynku aptecznego odpowiadają apteki sieciowe, dlatego zakładamy, że dynamiki przychodów hurtu aptecznego spółki będą niższe od rynku, ze względu na większy udział sprzedaży do aptek niezależnych.

Liczba aptek w Polsce



Źródło: PEX

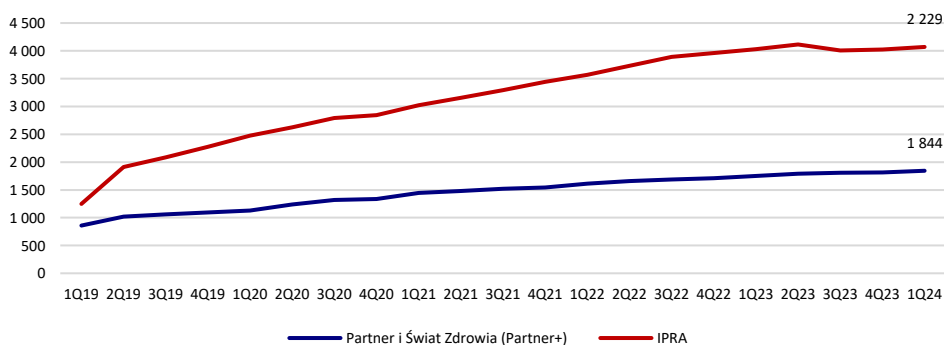
Liczba aptek sieciowych i niezależnych w Polsce



Źródło: Neuca

Wprowadzenie AdA 2.0, która ogranicza rozwój sieci aptecznych do 4 placówek, powinno ograniczyć tę tendencję. Apteki niezależne potrzebują jednak wsparcia, aby być konkurencyjnymi w stosunku do już istniejących sieci. W naszej ocenie mogą w tym pomóc programy partnerskie, takie jak te, które prowadzi Neuca. Aptekarze mogą liczyć w nich na rabaty oraz pomoc w prowadzeniu placówki.

Liczba aptek w programach partnerskich spółki



* W 3Q'23 spółka zakończyła współpracę ze 140 aptekami z programu IPRA ze względu na niespełnienie warunków uczestnictwa
Źródło: spółka

Produkcja farmaceutyków

Dynamiczne wzrosty, jakie miały miejsce w poprzednich okresach w segmencie produkcji farmaceutyków są wynikiem głównie wprowadzania do oferty nowych produktów. Leki i suplementy pod marką Świat Zdrowia sprzedawane są przy wyższych marżach, niż produkowane pod marką Apteo. Zwiększanie udziału w sprzedaży tych pierwszych, pozwala spółce podnosić rentowność.

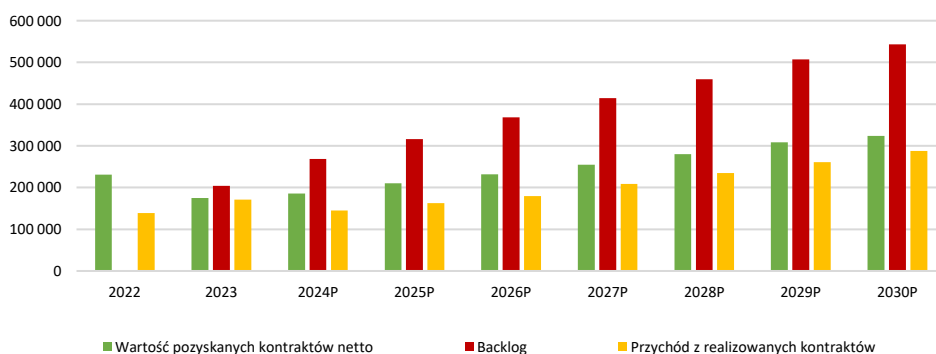
Spółka pracuje nad zwiększeniem udziału w portfolio leków, a także produktów zawierających marihuanę medyczną. W zakresie urządzeń medycznych sukcesem okazało się wprowadzenie mikropompy insulinowej Equil. W 1Q'24 spółka zakontraktowała 821 pomp, przy zakładanym celu 870 pomp na cały 2024 r. Zwracamy uwagę, że kontrakty takie w większości rozstrzygane są w pierwszej połowie roku, jednak biorąc pod uwagę, że pompy zostały wprowadzone w 2023 r., uważamy, że jest to bardzo dobry wynik. Oczekujemy dalszego rozwoju portfolio w zakresie urządzeń wykorzystywanych w diabetologii. Na ostatnim czacie inwestorskim spółka informowała, że możliwym terminem wprowadzenia na rynek nowego produktu jest 2025 r. Będzie to jednak zależec od możliwych rozwiązań refundacyjnych.

Badania kliniczne

W 4Q'23 backlog badań klinicznych po raz pierwszy przekroczył 1 mld PLN. Spodziewamy się dalszego wzrostu tej wartości. W 2024 r. szacujemy ok. +18% wzrostu, przy czym 22% w obszarze CRO i 6% w SMO. W 2025 r. oczekujemy ok. +20% wzrostu backlogu. Tak wysokie dynamiki wynikają z wczesnego etapu rozwoju, na jakim znajduje się spółka. W długim terminie zakładamy wzrost backlogu o +5% rocznie.

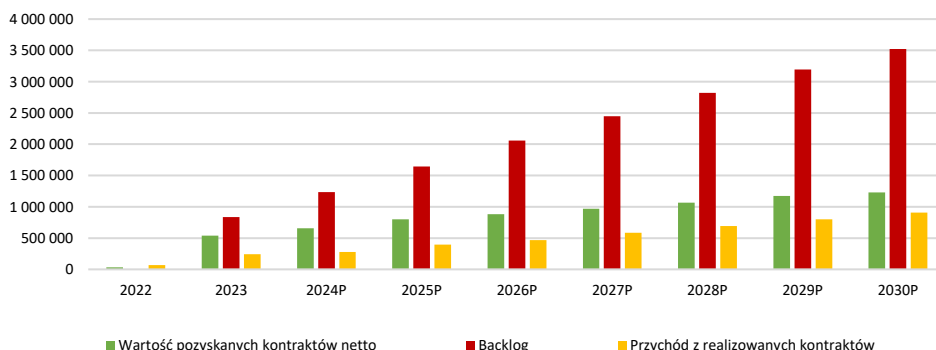
W naszym modelu zakładamy, że ok. 85% wartości backlogu przełoży się na przychody. W SMO przyjmujemy realizację tej wartości w ciągu sześciu kwartałów, a w CRO – dwunastu. Podkreślamy, że w perspektywie kwartalnej przychody segmentu mogą ulegać dużym wahanom ze względu na charakter branży. W zależności od ilości zakończonych w danym okresie procedur, występują przesunięcia, jednak średniorocznie powinna zostać zachowana tendencja wzrostowa.

Mierniki strategiczne Pratia (SMO)



Źródło: BDM, spółka

Mierniki strategiczne Kapadi (CRO)



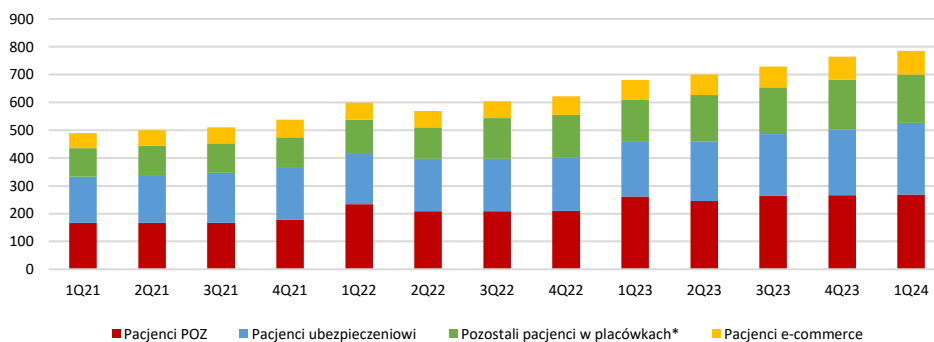
Źródło: BDM, spółka

Operator medyczny

W obszarze pacjenckim spółka systematycznie powiększa liczbę pacjentów korzystających z jej usług. Największą grupę stanowią pacjenci POZ, natomiast w ostatnich okresach dynamicznie rosła liczba pacjentów ubezpieczeniowych (w 1Q'24 +29,6% r/r). Spodziewamy się dalszego wzrostu, jednak w naszej ocenie w pierwszej kolejności spółka musi zakończyć prace informatyczne, które ułatwią korzystanie z systemów zarówno lekarzom, jak i pacjentom. Spodziewamy się, że procesy te mogą zostać sfinalizowane w połowie 2025 r.

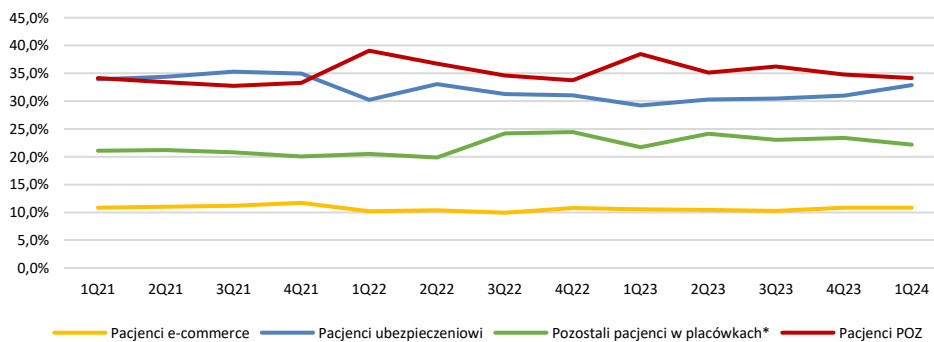
Z takim zapleczem w naszej opinii operator byłby w stanie obsługiwać także inne firmy, mające w ofercie ubezpieczenia zdrowotne. Byłby to duży skok w rozwoju Świata Zdrowia. Spodziewamy się, że w kolejnych latach segment ten będzie notował dwucyfrowe wzrosty przychodów. Na rynku obecnych jest kilku silnych graczy, dlatego zwiększenie udziału prawdopodobnie będzie się początkowo odbywało kosztem rentowności, natomiast w długim okresie spodziewamy się stabilnych wzrostów wyników.

Liczba pacjentów [tys.]



* Pacjenci AOS, FFS, MP i profilaktyka w placówkach Świat Zdrowia
Źródło: spółka

Udział poszczególnych grup pacjentów



* Pacjenci AOS, FFS, MP i profilaktyka w placówkach Świat Zdrowia
Źródło: spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko wzrostu kosztów**

Utrzymanie inflacji powyżej celu NBP wiąże się z presją na wzrost wynagrodzeń. Minimalne wynagrodzenie w styczniu'25, zgodnie z projektem rozporządzenia, ma wzrosnąć +7,6% względem obecnie obowiązującej stawki (+9,1% r/r). Implikuje to też narastającą presję ze strony pracowników zarabiających powyżej tej kwoty, a dodatkowo może potęgować ją zatrudnianie kolejnych specjalistów w związku z szybkim rozwojem poszczególnych segmentów.
- **Ryzyko spowolnienia tempa rozwoju rynku farmaceutycznego**

W 1H'24 rynek farmaceutyczny notował dwucyfrowe wzrosty, z czego większą część wypracowywały sieci apteczne. Spadek dynamik w segmencie aptek niezależnych może odbić się na sprzedaży hurtu. W naszej opinii szczególnie narażony jest popyt na produkty dostępne bez recepty, na których grupa realizuje wyższą marżę brutto.
- **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 wspiera placówki 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 w wysokości 5,3% (poprzednio 5,8%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia i zmiany w modelu

- Założenia przychodowe na 2023 r. z poprzedniej rekomendacji okazały się zbyt wysokie (z wyjątkiem operatora medycznego i ubezpieczeń), dlatego w aktualnym modelu obniżyliśmy prognozy krótkoterminowe. Wzrost rynku aptecznego w 2024 r. okazał się większy od wcześniejszych oczekiwań, jednak umocnienie aptek sieciowych obniża udział spółki w rynku. Na poziomie grupy szacujemy 6% wzrostu przychodów w całym 2024 r. (8% poprzednio). W latach 2025-2027 prognozujemy 7% wzrostu, a w kolejnych okresach stopniowy spadek dynamiki do 3% w okresie rezydualnym.
- Podtrzymujemy założenie, że w średnim i długim terminie najszybciej rosnącym segmentem będą badania kliniczne. Ze względu na wysoką bazę, w 2024 r. spodziewamy się 6% wzrostu przychodów, natomiast w 2025 r. jest to już 30%. Dwucyfrowe wzrosty w średnim terminie powinien notować także operator medyczny.
- W 2024 r. spodziewamy się wyhamowania dynamiki wzrostu kosztów SG&A do 6%. W naszej ocenie głównym czynnikiem wzrostu ponownie będą wynagrodzenia. W kolejnych latach istotny w budowaniu rentowności powinien być rozwój badań klinicznych i operatora medycznego. Na obecnym etapie rozwoju spółka ponosi znaczne koszty utrzymania personelu medycznego i prac związanych z tworzeniem rozwiązań cyfrowych. Istotny poziom kosztów stałych w tych obszarach na razie zaniża marżę, jednak przy istotnym wzroście przychodów oczekujemy sukcesywnego wzrostu rentowności.
- CAPEX odtworzeniowy zakładamy na poziomie podobnym do amortyzacji. Dodatkowo oczekujemy kolejnych akwizycji, które w 2025-2026 r. szacujemy na ok. 70 – 100 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. Przy wycenie uwzględniamy aktualną liczbę akcji, czyli 4,48 mln wobec 4,41 mln akcji przy poprzedniej rekomendacji.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,06 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 907 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 484,8	13 333,5	14 266,8	15 278,1	16 195,9	17 106,9	17 763,9	18 416,1	19 074,7	19 746,7
EBIT [mln PLN]	297,9	371,4	459,5	542,6	612,0	674,3	721,3	755,3	789,5	824,5
Stopa podatkowa	23,2%	22,1%	21,6%	21,1%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	69,0	82,0	99,2	114,4	128,5	141,6	151,5	158,6	165,8	173,1
NOPLAT [mln PLN]	228,9	289,4	360,3	428,2	483,4	532,7	569,8	596,7	623,7	651,4
Amortyzacja [mln PLN]	125,1	127,9	128,3	129,1	130,5	132,2	134,4	137,2	140,3	144,0
CAPEX [mln PLN]	-94,7	-103,4	-107,2	-111,3	-115,7	-120,5	-125,7	-131,3	-137,3	-144,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	83,3	29,2	-81,7	12,7	11,5	11,4	8,2	8,2	8,3	8,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-77,2	-70,0	-100,5	-105,6	-102,6	-103,3	-103,0	-103,6	-103,1	-103,3
FCF [mln PLN]	265,4	273,1	199,2	353,1	407,1	452,5	483,8	507,1	531,9	556,6
DFCF [mln PLN]	255,1	235,4	153,9	244,4	252,4	251,2	240,4	225,6	211,8	198,3
Suma DFCF [mln PLN]	2 268,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 560,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 337,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 606,1									
Dług netto [mln PLN]	544,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	4 061,6									
Ilość akcji [tys.]	4,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	907									
<hr/>										
Przychody zmiana r/r	5,7%	6,8%	7,0%	7,1%	6,0%	5,6%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
EBIT zmiana r/r	12,4%	24,7%	23,7%	18,1%	12,8%	10,2%	7,0%	4,7%	4,5%	4,4%
FCF zmiana r/r	-	2,9%	-27,1%	77,3%	15,3%	11,2%	6,9%	4,8%	4,9%	4,6%
Marża EBITDA	3,4%	3,7%	4,1%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża EBIT	2,4%	2,8%	3,2%	3,6%	3,8%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%
Marża NOPLAT	1,8%	2,2%	2,5%	2,8%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%
CAPEX / Przychody	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	75,7%	80,9%	83,6%	86,2%	88,7%	91,2%	93,5%	95,7%	97,8%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,2%	-0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,4%	3,4%	-8,8%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Udział kapitału własnego	94,6%	95,6%	96,4%	97,1%	97,7%	98,1%	98,5%	98,7%	98,9%	99,1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	5,4%	4,4%	3,6%	2,9%	2,3%	1,9%	1,5%	1,3%	1,1%	0,9%
WACC	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%

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	906	960	1 026	1 109	1 217	1 361	1 566	1 878	2 412
	0,8	840	886	941	1 009	1 095	1 209	1 363	1 588	1 942
	0,9	782	820	867	923	994	1 084	1 204	1 371	1 620
	1,0	729	763	802	849	907	980	1 075	1 203	1 385
	1,1	683	711	744	784	833	893	969	1 069	1 207
	1,2	640	665	694	727	768	818	880	960	1 066
	1,3	602	623	648	677	711	753	804	869	953

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%	1 031	1 104	1 194	1 312	1 470	1 695	2 039	2 631	3 894
	4,5%	911	966	1 033	1 117	1 227	1 374	1 584	1 904	2 457
	5,5%	812	855	905	968	1 046	1 148	1 285	1 481	1 780
	6,5%	729	763	802	849	907	980	1 075	1 203	1 385
	7,5%	659	685	716	753	797	851	919	1 008	1 127
	8,5%	599	620	645	673	707	748	799	863	945
	9,5%	547	564	584	606	633	665	703	750	810

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%	1 998	1 837	1 698	1 577	1 470	1 376	1 292	1 217	1 149
	4,5%	1 735	1 577	1 442	1 327	1 227	1 139	1 062	994	932
	5,5%	1 529	1 376	1 248	1 139	1 046	966	895	833	778
	6,5%	1 363	1 217	1 095	994	907	833	768	711	661
	7,5%	1 227	1 087	973	877	797	728	669	617	571
	8,5%	1 113	980	872	782	707	644	589	541	499
	9,5%	1 016	889	787	703	633	574	523	479	440

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 20 sierpnia 2024 roku.

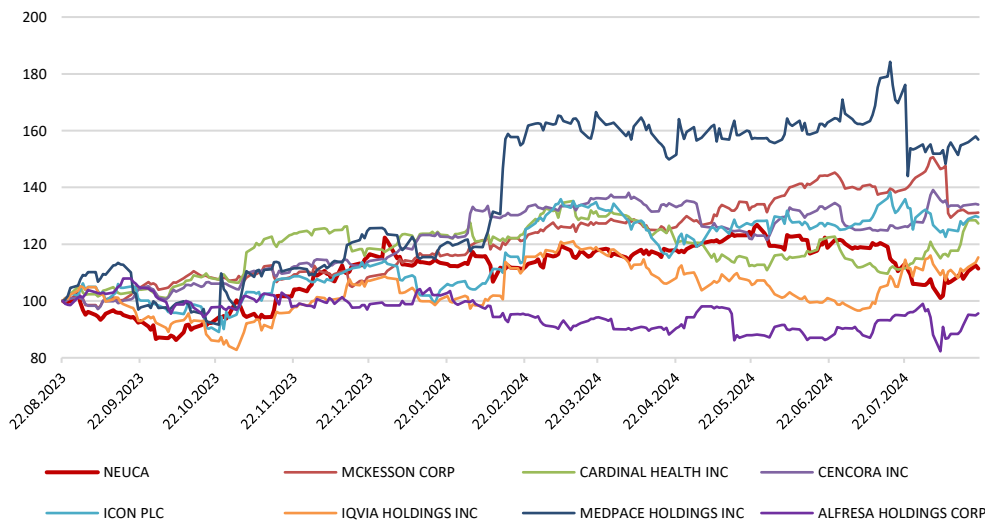
Porównując wyniki grupy Neuca do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 1.105 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 851 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka handlowana jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MCKESSON CORP	19,3	17,2	16,0	13,6	12,0	10,9	14,8	13,0	11,8
CARDINAL HEALTH INC	14,6	14,3	13,2	9,4	9,3	8,2	11,4	10,9	9,8
CENCORA INC	17,1	15,8	14,8	11,4	9,9	9,0	13,1	11,6	10,6
ICON PLC	21,3	18,9	17,1	16,0	14,0	12,3	17,0	15,0	13,3
IQVIA HOLDINGS INC	21,8	19,9	18,0	15,3	13,9	12,7	24,0	19,0	17,1
MEDPACE HOLDINGS INC	32,4	30,1	25,9	25,4	22,4	18,9	27,2	23,9	19,9
ALFRESA HOLDINGS CORP	17,0	16,5	15,8	6,9	6,4	6,1	8,6	8,4	8,0
Mediana	19,3	17,2	16,0	13,6	12,0	10,9	14,8	13,0	11,8
NEUCA	20,9	15,6	11,3	9,8	8,0	6,7	14,0	10,8	8,6
Premia/dyskonto grupa	8%	-9%	-29%	-28%	-33%	-38%	-6%	-17%	-27%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	787	940	1 201	1 208	1 291	1 399	909	1 032	1 177
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		976			1 299			1 039	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]		1 105							

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 20.08.2024

Zachowanie kursu Neuca na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 1Q'24

Wyniki 1Q'24 przewyższyły nasze oczekiwania. W hurcie aptecznym, zgodnie z naszymi prognozami, przychody rosły wolniej niż cały rynek, co prawdopodobnie wynikało ze spadku udziałów rynkowych, który nastąpił w 4Q'23. Pozytywnie jednak zaskoczyły pozostałe segmenty, szczególnie produkcja farmaceutyków i operator medyczny. W pierwszym z nich na wzrost przychodów miało wpływ wprowadzenie na rynek nowych produktów we wszystkich statusach rejestracyjnych w markach Świat Zdrowia i Apteo oraz poszerzanie dystrybucji produktów na apteki niezależne poza programami oraz klientów w segmencie sieciowym. W operatorze medycznym poprawa wyników związana była z optymalizacją procesów oraz sukcesywnym zwiększaniem skali po stronie sieci centrów medycznych. W segmencie badań klinicznych niższe przychody spowodowane były przesunięciem realizacji części projektów badawczych na 2Q'24 oraz negatywną zmianą kursu USD wobec zeszłego roku. Spadek zysku EBITDA segmentu wynikał z niższych wyników spółek czeskich, spowodowanych przejściowymi trudnościami z rozpoczęciem nowych projektów przy nowych wymaganiach regulacyjnych. Dodatkowo wynik segmentu obciążały koszty związane z rozwojem systemów informatycznych ponoszonych przez Hyggio.

Na poziomie grupy pozytywnie zaskoczył wzrost marży brutto na sprzedaży, przy wyższych od naszych prognoz przychodach. Dodatkowo, niższy poziom kosztów operacyjnych przyczynił się do wzrostu EBITDA o +17,7% r/r (oczekiwaliśmy +10,2%). Działalność finansowa również pozytywnie zaskoczyła, dzięki zwiększonym przychodom finansowym, co finalnie skutkowało osiągnięciem przez spółkę 59,6 mln PLN zysku netto (+14,5% r/r) wobec prognozowanych 46,3 mln PLN.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	zmiana r/r	1Q'24P BDM	zmiana r/r
Przychody	3 002,0	3 162,1	5,3%	3 072,5	2,9%
<i>Hurt apteczny</i>	2 802,9	2 913,2	3,9%	2 895,7	0,6%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	65,2	97,9	50,1%	72,4	35,3%
<i>Badania kliniczne</i>	107,8	104,4	-3,2%	108,3	-3,6%
<i>Operator medyczny</i>	81,4	110,7	36,0%	93,6	18,2%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	28,6	44,0	54,0%	39,5	11,2%
<i>Wylączenia</i>	-84,0	-108,1		-137,0	
Wynik brutto na sprzedaży	330,2	362,9	9,9%	351,4	3,3%
EBITDA	97,7	115,0	17,7%	104,4	10,2%
<i>Hurt apteczny</i>	68,6	71,2	3,7%		
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	14,5	33,1	128,1%		
<i>Badania kliniczne</i>	11,6	5,9	-48,8%		
<i>Operator medyczny</i>	3,1	4,2	35,6%		
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	-0,1	0,6	-778,7%		
<i>Wylączenia</i>	97,7	-115,0			
EBIT	70,5	85,9	21,8%	72,1	19,2%
Zysk brutto	65,6	75,8	15,5%	58,0	30,6%
Zysk netto	52,1	59,6	14,5%	46,3	28,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,0%	11,5%		11,4%	
Marża EBITDA	3,3%	3,6%		3,4%	
Marża EBIT	2,3%	2,7%		2,3%	
Marża zysku netto	1,7%	1,9%		1,5%	

Źródło: BDM, spółka

PROGNOZA NA 2Q'24

Hurt apteczny

Według raportów PEX, w 2Q'24 rynek apteczny wzrósł +9,3% r/r. Zakładamy, że za dużą część wzrostów odpowiadają sieci apteczne, w których Neuca ma niższe udziały, niż w segmencie aptek niezależnych. W 2Q'24 szacujemy wzrost przychodów segmentu na ok. 4% r/r do 2,8 mld PLN.

Produkcja farmaceutyków

W tym segmencie spodziewamy się wzrostu przychodów +15% r/r. Biorąc pod uwagę sezonowość z ostatnich lat, kiedy to w 2Q występowała spora nadwyżka przychodów segmentu nad przychodami ze sprzedaży własnych farmaceutyków zrealizowanej przez hurt apteczny, spodziewamy się, że w 2Q'24 również część wzrostów wystąpi tylko w sprzedaży między segmentami i nie będzie budować wyniku.

Badania kliniczne

Spółka systematycznie zwiększa backlog badań klinicznych, co pozytywnie wpłynie na przychody w kolejnych latach. 2Q'23 stanowi dość niską bazę porównawczą, dlatego w 2Q'24 spodziewamy się +11,5% wzrostu przychodów r/r. W całym roku szacujemy wzrost na +5,7%. Jest to spowodowane wysoką bazą 1Q'23 po przejściu OncoBay Clinical oraz etapem rozwoju, na którym znajduje się spółka. W naszej ocenie w segmencie badań klinicznych Neuca musi ugruntować swoją pozycję na rynku, aby pokazać mocniejsze wzrosty przychodów i rentowności.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Rosnąca liczba pacjentów przyczynia się do wzrostu przychodów. Spółka intensywnie pracuje nad wprowadzeniem rozwiązań informatycznych, które pozwolą jej wyjść z ofertą do szerszego grona odbiorców. Przy obecnej bazie klientów ubezpieczeniowych, w naszej ocenie przychody powinny rosnąć szybciej niż koszty, dlatego spodziewamy się stopniowej poprawy marżowości w tym segmencie.

Na poziomie grupy oczekujemy 3,1 mld PLN przychodów oraz delikatnego wzrostu marży brutto ze sprzedaży (10,8% vs 10,7% w 2Q'23). Szacujemy, że koszty sprzedaży wzrosną proporcjonalnie do dynamiki przychodów, natomiast koszty ogólnego zarządu będą obciążone wzrostem wynagrodzeń (ok. +10% r/r), co odbije się na marży operacyjnej. Jednocześnie marża EBITDA w naszej ocenie powinna zostać utrzymana na poziomie ok. 3,0%, co daje wynik 91,2 mln PLN. W 2Q'23 wynik został istotnie zaniżony przez odpis na udziały Geneme (15,3 mln PLN brutto). W 2Q'24 spodziewamy się, że koszty finansowe zostaną obciążone ujemnymi różnicami kursowymi w wysokości ok. 2 mln PLN. Finalnie prognozujemy 32 mln PLN zysku netto (+33,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	2 891,2	3 059,8	5,8%	5 893,2	6 221,9	5,6%	11 812,6	12 484,8	5,7%
<i>Hurt apteczny</i>	2 707,0	2 824,6	4,3%	5 509,9	5 737,8	4,1%	10 972,6	11 440,5	4,3%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	90,1	103,7	15,0%	155,4	201,6	29,7%	357,3	433,8	21,4%
<i>Badania kliniczne</i>	92,1	102,7	11,5%	199,9	207,1	3,6%	403,8	426,8	5,7%
<i>Operator medyczny</i>	86,4	112,3	30,0%	167,8	223,0	32,9%	361,8	475,3	31,3%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	32,4	45,3	39,8%	61,0	89,3	46,4%	135,0	184,0	36,3%
<i>Wyłączenia</i>	-116,8	-128,8	10,3%	-200,7	-236,8	18,0%	-417,8	-475,5	13,8%
Wynik brutto na sprzedaży	309,8	330,9	6,8%	640,0	693,8	8,4%	1 307,4	1 421,6	8,7%
EBITDA	85,3	91,2	6,9%	183,0	206,2	12,7%	379,1	421,9	11,3%
EBIT	57,7	59,2	2,6%	128,2	145,1	13,2%	265,1	297,8	12,3%
Zysk brutto	32,8	42,1	28,6%	98,3	117,9	19,9%	203,8	237,0	16,3%
Zysk netto	23,9	32,0	33,8%	76,0	91,6	20,5%	159,5	182,2	14,2%
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,7%	10,8%		10,9%	11,2%		11,1%	11,4%	
Marża EBITDA	3,0%	3,0%		3,1%	3,3%		3,2%	3,4%	
Marża EBIT	2,0%	1,9%		2,2%	2,3%		2,2%	2,4%	
Marża zysku netto	0,8%	1,0%		1,3%	1,5%		1,3%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q'24	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	2 816,5	2 654,8	2 809,0	2 951,8	3 002,0	2 891,2	2 967,6	2 951,8	3 162,1	3 059,8	3 138,7	3 124,1
<i>Hurt apteczny</i>	2 712,1	2 546,4	2 681,1	2 805,4	2 802,9	2 707,0	2 748,4	2 714,3	2 913,2	2 824,6	2 870,6	2 832,1
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	75,9	75,5	84,4	80,2	65,2	90,1	83,0	118,9	97,9	103,7	95,5	136,8
<i>Badania kliniczne</i>	39,8	42,3	54,1	59,9	107,8	92,1	98,5	105,4	104,4	102,7	104,3	115,4
<i>Operator medyczny</i>	43,4	47,5	65,7	79,1	81,4	86,4	93,2	100,9	110,7	112,3	121,1	131,2
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	24,1	25,2	26,1	27,2	28,6	32,4	35,6	38,4	44,0	45,3	46,6	48,0
<i>Wyłączenia</i>	-78,7	-82,1	-102,4	-99,9	-84,0	-116,8	-91,1	-126,0	-108,1	-128,8	-99,4	-139,3
Wynik brutto na sprzedaży	312,2	251,6	282,1	280,1	330,2	309,8	324,8	342,6	362,9	330,9	358,0	369,8
EBITDA	107,3	98,3	77,1	58,6	97,7	85,3	110,9	85,2	115,0	91,2	109,1	107,7
EBIT	84,9	75,3	52,0	31,1	70,5	57,7	82,5	54,4	85,9	59,2	77,1	75,7
Zysk brutto	80,0	65,0	35,9	23,2	65,6	32,8	58,8	46,7	75,8	42,1	60,1	59,1
Zysk netto	63,2	42,3	28,7	15,1	52,1	23,9	50,6	32,8	59,6	32,0	45,7	44,9
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,1%	9,5%	10,0%	9,5%	11,0%	10,7%	10,9%	11,6%	11,5%	10,8%	11,4%	11,8%
Marża EBITDA	3,8%	3,7%	2,7%	2,0%	3,3%	3,0%	3,7%	2,9%	3,6%	3,0%	3,5%	3,4%
Marża EBIT	3,0%	2,8%	1,9%	1,1%	2,3%	2,0%	2,8%	1,8%	2,7%	1,9%	2,5%	2,4%
Marża zysku netto	2,2%	1,6%	1,0%	0,5%	1,7%	0,8%	1,7%	1,1%	1,9%	1,0%	1,5%	1,4%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	9 244,9	9 864,3	11 232,2	11 812,6	12 484,8	13 333,5	14 266,8
<i>Hurt apteczny</i>	9 074,8	9 599,9	10 745,1	10 972,6	11 440,5	12 012,5	12 778,8
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	133,4	201,1	316,0	357,3	433,8	498,9	552,2
<i>Badania kliniczne</i>	72,3	133,6	196,1	403,8	426,8	556,7	645,1
<i>Operator medyczny</i>	112,0	144,8	235,7	361,8	475,3	570,3	627,3
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	-	24,7	102,5	135,0	184,0	207,1	233,0
<i>Wyłączenia</i>	-147,6	-239,7	-363,2	-417,8	-475,5	-512,0	-569,7
Wynik brutto na sprzedaży	932,3	1 022,7	1 126,0	1 307,4	1 421,6	1 531,3	1 652,4
EBITDA	276,7	277,7	341,3	379,1	423,0	499,3	587,8
EBIT	212,1	198,2	243,4	265,1	297,9	371,4	459,5
Zysk brutto	193,4	202,2	204,1	203,8	237,2	314,4	429,3
Zysk netto	143,3	152,6	149,4	159,5	182,2	244,9	336,6
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,1%	10,4%	10,0%	11,1%	11,4%	11,5%	11,6%
Marża EBITDA	3,0%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,7%	4,1%
Marża EBIT	2,3%	2,0%	2,2%	2,2%	2,4%	2,8%	3,2%
Marża zysku netto	1,5%	1,5%	1,3%	1,3%	1,5%	1,8%	2,4%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 03.07.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	13 304,4	12 484,8	-6,2%	14 434,7	13 333,5	-7,6%	15 500,5	14 266,8	-8,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	1 541,4	1 421,6	-7,8%	1 697,1	1 531,3	-9,8%	1 848,9	1 652,4	-10,6%
EBITDA	471,0	423,0	-10,2%	547,8	499,3	-8,9%	630,0	587,8	-6,7%
EBIT	341,9	297,9	-12,9%	416,2	371,4	-10,8%	495,9	459,5	-7,3%
Wynik brutto	302,8	237,2	-21,7%	380,9	314,4	-17,5%	465,5	429,3	-7,8%
Wynik netto	229,0	182,2	-20,4%	289,6	244,9	-15,4%	356,0	336,6	-5,4%
marża brutto	11,6%	11,4%		11,8%	11,5%		11,9%	11,6%	
marża EBITDA	3,5%	3,4%		3,8%	3,7%		4,1%	4,1%	
marża EBIT	2,6%	2,4%		2,9%	2,8%		3,2%	3,2%	
marża netto	1,7%	1,5%		2,0%	1,8%		2,3%	2,4%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	1 573,6	1 886,5	1 877,1	1 869,1	1 866,2	1 863,5	1 862,8	1 863,9	1 866,9	1 871,8	1 878,7	1 887,8
Rzeczowe aktywa trwałe	425,9	470,2	465,9	461,6	457,3	453,1	449,0	444,9	440,8	436,7	432,7	429,0
Aktywa niematerialne	132,8	150,4	156,8	168,2	180,4	193,5	207,5	222,6	238,8	256,1	274,7	294,7
Wartość firmy	727,5	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2	975,2
Aktywa obrotowe	3 186,1	3 288,8	3 507,4	3 827,5	4 185,8	4 641,4	5 115,8	5 620,4	6 069,3	6 519,4	6 970,5	7 419,5
Zapasy	1 303,3	1 509,2	1 522,7	1 618,0	1 822,8	1 952,0	2 069,3	2 185,7	2 269,6	2 352,9	2 437,1	2 522,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 601,8	1 601,5	1 695,0	1 815,3	1 934,2	2 071,4	2 195,8	2 319,3	2 408,4	2 496,8	2 586,1	2 677,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	208,4	105,0	240,5	357,0	398,8	592,0	825,0	1 090,0	1 366,2	1 644,7	1 922,6	2 194,8
Aktywa razem	4 759,7	5 175,3	5 384,5	5 696,6	6 052,0	6 505,0	6 978,6	7 484,3	7 936,2	8 391,1	8 849,2	9 307,3
Kapitał własny	935,5	1 057,2	1 136,1	1 231,2	1 373,5	1 561,4	1 792,3	2 053,6	2 331,2	2 610,5	2 888,6	3 161,0
Kapitał podstawowy	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Zobowiązania długoterminowe	337,1	352,1	342,8	329,6	317,8	307,2	297,6	289,0	281,2	274,1	267,7	262,0
Oprocentowane kredyty i pożyczki	5,9	3,1	3,0	2,5	2,0	1,6	1,3	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5
Zobowiązania z tytułu leasingu	142,3	147,9	132,4	119,8	108,5	98,2	89,0	80,6	73,0	66,1	59,8	54,2
Zobowiązania krótkoterminowe	3 487,2	3 766,0	3 905,7	4 135,8	4 361,2	4 636,8	4 889,2	5 142,3	5 324,3	5 507,1	5 693,4	5 884,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	196,6	184,6	126,1	100,2	79,7	63,3	50,4	40,0	31,8	25,3	20,1	16,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	33,4	33,7	31,1	28,1	25,5	23,1	20,9	18,9	17,1	15,5	14,1	12,7
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	3 096,6	3 258,9	3 449,0	3 693,9	3 935,9	4 214,9	4 468,1	4 719,4	4 900,7	5 080,6	5 262,3	5 447,7
Pasywa razem	4 759,7	5 175,3	5 384,5	5 696,6	6 052,6	6 505,5	6 979,1	7 484,9	7 936,7	8 391,6	8 849,7	9 307,9

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	11 232,2	11 812,6	12 484,8	13 333,5	14 266,8	15 278,1	16 195,9	17 106,9	17 763,9	18 416,1	19 074,7	19 746,7
Hurt apteczny	10 745,1	10 972,6	11 440,5	12 012,5	12 778,8	13 545,1	14 222,4	14 933,5	15 381,5	15 842,9	16 318,2	16 807,8
Produkcja farmaceutyków	316,0	357,3	433,8	498,9	552,2	598,3	638,2	675,5	705,3	731,5	756,0	780,0
Badania kliniczne	196,1	403,8	426,8	556,7	645,1	792,5	927,8	1 059,3	1 192,4	1 305,5	1 407,3	1 503,2
Operator Medyczny	235,7	361,8	475,3	570,3	627,3	690,1	759,1	797,0	836,9	878,7	922,7	968,8
Działalność ubezpieczeniowa	102,5	135,0	184,0	207,1	233,0	262,3	295,2	324,7	357,2	392,9	432,2	475,4
Wyłączenia	-363,2	-417,8	-475,5	-512,0	-569,7	-610,1	-646,7	-683,1	-709,4	-735,4	-761,7	-788,5
Wynik brutto na sprzedaży	1 126,0	1 307,4	1 421,6	1 531,3	1 652,4	1 784,5	1 907,6	2 031,7	2 127,1	2 205,2	2 284,0	2 364,5
Koszty sprzedaży	612,7	699,2	741,9	767,5	784,7	821,2	870,5	919,5	954,8	989,8	1 025,2	1 061,4
Koszty zarządu	280,9	351,5	370,5	385,3	400,7	412,7	425,1	437,9	451,0	460,0	469,2	478,6
EBIT	243,4	265,1	297,9	371,4	459,5	542,6	612,0	674,3	721,3	755,3	789,5	824,5
EBITDA	341,3	379,1	423,0	499,3	587,8	671,7	742,4	806,5	855,7	892,4	929,9	968,5
Zysk brutto	204,1	203,8	237,2	314,4	429,3	514,6	585,9	650,0	698,5	733,8	769,2	805,0
Zysk netto	149,4	159,5	182,2	244,9	336,6	406,1	462,8	513,5	551,8	579,7	607,6	635,9

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	335,9	287,7	475,1	472,9	419,3	593,6	648,9	700,2	734,0	764,3	795,5	827,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-180,2	-257,0	-128,8	-146,1	-187,7	-200,0	-204,6	-209,4	-213,6	-219,4	-224,4	-230,7
Przepływy z działalności finansowej	-6,6	-139,1	-210,9	-210,4	-189,3	-200,4	-211,3	-225,8	-244,2	-266,4	-293,2	-324,9
Przepływy pieniężne netto	149,1	-108,4	135,5	116,4	42,3	193,3	233,0	265,0	276,2	278,5	277,9	272,2
Środki pieniężne na początek okresu	64,6	208,4	104,5	240,0	356,4	398,8	592,0	825,0	1 090,0	1 366,2	1 644,7	1 922,6
Środki pieniężne na koniec okresu	208,4	104,5	240,0	356,4	398,8	592,0	825,0	1 090,0	1 366,2	1 644,7	1 922,6	2 194,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	13,9%	5,2%	5,7%	6,8%	7,0%	7,1%	6,0%	5,6%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
EBITDA zmiana r/r	22,9%	11,1%	11,6%	18,0%	17,7%	14,3%	10,5%	8,6%	6,1%	4,3%	4,2%	4,2%
EBIT zmiana r/r	22,8%	8,9%	12,4%	24,7%	23,7%	18,1%	12,8%	10,2%	7,0%	4,7%	4,5%	4,4%
Zysk netto zmiana r/r	-2,1%	6,8%	14,3%	34,4%	37,4%	20,6%	14,0%	11,0%	7,5%	5,1%	4,8%	4,7%
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	11,1%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Marża EBITDA	3,0%	3,2%	3,4%	3,7%	4,1%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%
Marża EBIT	2,2%	2,2%	2,4%	2,8%	3,2%	3,6%	3,8%	3,9%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%
Marża brutto	1,8%	1,7%	1,9%	2,4%	3,0%	3,4%	3,6%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%
Marża netto	1,3%	1,3%	1,5%	1,8%	2,4%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%
COGS / przychody	90,0%	88,9%	88,6%	88,5%	88,4%	88,3%	88,2%	88,1%	88,0%	88,0%	88,0%	88,0%
SG&A / przychody	8,0%	8,9%	8,9%	8,6%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%
SG&A / COGS	8,8%	10,0%	10,1%	9,8%	9,4%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
ROE	2,4%	4,1%	3,7%	5,4%	4,6%	4,6%	3,8%	7,0%	4,2%	5,9%	2,4%	6,0%
ROA	0,5%	0,8%	0,7%	1,1%	0,9%	0,9%	0,7%	1,3%	0,9%	1,3%	0,5%	1,4%
Dług	561,7	663,4	593,6	563,5	540,3	524,5	512,1	503,4	494,4	488,0	483,8	481,6
D / (D+E)	37,5%	38,6%	34,3%	31,4%	28,2%	25,1%	22,2%	19,7%	17,5%	15,7%	14,3%	13,2%
D / E	60,0%	62,8%	52,2%	45,8%	39,3%	33,6%	28,6%	24,5%	21,2%	18,7%	16,7%	15,2%
Dług netto	280,0	544,5	353,1	206,5	141,5	-67,5	-313,0	-586,6	-871,8	-1156,7	-1438,8	-1713,2
Dług netto / kapitał własny	0,3	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	0,8	1,4	0,8	0,4	0,2	-0,1	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8
Dług netto / EBIT	1,2	2,1	1,2	0,6	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	-1,2	-1,5	-1,8	-2,1
EV	3 989,9	4 295,6	4 162,6	4 016,1	3 951,0	3 742,0	3 496,6	3 222,9	2 937,7	2 652,8	2 370,8	2 096,4
Dług / EV	14,1%	15,4%	14,3%	14,0%	13,7%	14,0%	14,6%	15,6%	16,8%	18,4%	20,4%	23,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	83,2%	82,6%	75,7%	80,9%	83,6%	86,2%	88,7%	91,2%	93,5%	95,7%	97,8%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	-0,7%	0,4%	-0,7%	-0,2%	0,6%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-14,0%	-25,5%	-34,4%	-30,7%	-19,2%	-18,9%	-22,1%	-23,5%	-33,9%	-35,4%	-36,3%	-36,8%
Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	24,8	23,5	20,9	15,6	11,3	9,4	8,2	7,4	6,9	6,6	6,3	6,0
P/BV*	4,2	3,8	3,6	3,3	2,9	2,5	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2
P/CE*	15,0	13,7	12,4	10,2	8,2	7,1	6,4	5,9	5,6	5,3	5,1	4,9
EV/EBITDA*	11,9	11,4	9,8	8,0	6,7	5,6	4,7	4,0	3,4	3,0	2,5	2,2
EV/EBIT*	16,7	16,3	14,0	10,8	8,6	6,9	5,7	4,8	4,1	3,5	3,0	2,5
EV/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
BVPS	202,5	224,7	239,5	260,8	292,6	334,6	386,1	444,5	506,5	568,9	631,0	691,9
EPS	34,3	36,2	40,7	54,7	75,2	90,7	103,4	114,7	123,3	129,5	135,7	142,1
CEPS	56,7	62,1	68,7	83,3	103,9	119,6	132,5	144,2	153,3	160,1	167,1	174,2
FCFPS	58,4	43,9	85,0	82,5	69,7	107,7	119,1	129,5	135,9	141,4	147,0	152,8
DPS w okresie	11,8	13,2	15,2	17,8	21,0	25,1	28,9	33,3	38,2	44,0	50,6	58,2
DY	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,5%	3,0%	3,4%	3,9%	4,5%	5,2%	5,9%	6,8%
Payout ratio	34,5%	36,5%	37,3%	32,6%	27,9%	27,7%	28,0%	29,0%	31,0%	34,0%	37,3%	40,9%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 851 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: 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
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: 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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Neuca

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	1 006	Kupuj	939	21.08.2024	08:55 CEST	851	83 717,15
Kupuj	939	---	---	03.07.2023	12:45 CEST	764	67 834,01

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'24*:			, 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	7	78%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	11%	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: 2024-08-21.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-08-21 (08:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-08-26.

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 portfelowa 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 portfelowa 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 21.08.2024 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 świadomym, 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.