



Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA

RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy cenę docelową dla spółki NEUCA do 930 PLN na akcję (wobec 1006 PLN poprzednio) i podtrzymując rekomendację KUPUJ. Ostatnie kwartały przebiegały pod negatywnym wpływem anulacji w segmencie badań klinicznych i spodziewamy się, że w 3Q'25 nadal widoczny będzie ten efekt, jednak w średnim terminie dostrzegamy szanse na stabilizację wyników oraz poprawę rentowności grupy.

Rynek hurtu aptecznego w bieżącym roku zachowuje się lepiej niż oczekiwaliśmy, głównie dzięki wzrostom wynikającym z rosnącej popularności leków na cukrzycę, stosowanych także w terapii leczenia otyłości. Strategia grupy, oparta na współpracy z aptekami niezależnymi oraz stawianiu nacisku na rentowność sprzedaży, w naszej ocenie nadal wpływa na ograniczenie udziału Neuki w segmencie sieciowym. Z drugiej strony, wciąż przybywa aptek w najbardziej zaawansowanych programach, czyli Partner i Świat Zdrowia, co oznacza wysokie zaangażowanie aptek niezależnych biorących udział w tych projektach.

W zakresie produkcji radiofarmaceutyków, spółka nadal skupia się na procesie medykalizacji portfela oraz wprowadzaniu do oferty nowych urządzeń medycznych. Po sukcesie pompy insulinowej Equil, w kwietniu'25 do sprzedaży został wprowadzony system ciągłego monitorowania poziomu glukozy we krwi LinX. Spodziewamy się, że w kolejnych latach portfolio urządzeń medycznych będzie poszerzane.

W segmencie Operatora Medycznego widzimy ciągły wzrost liczby pacjentów objętych opieką. Spółka stale podnosi atrakcyjność swojej oferty, nie tylko poprzez dostępność placówek i lekarzy, ale także pod kątem rozwiązań informatycznych, które mają ułatwić korzystanie z systemu zarówno pacjentom, jak i lekarzom. Oczekujemy, że prace informatyczne, jakie prowadzone są w 2025 r. pozwolą na poszerzenie liczby klientów, włączając w to ubezpieczycieli, którzy w swojej ofercie posiadają pakiety medyczne.

Segment badań klinicznych grupy rozwija się intensywnie. Anulacje, jakie wyniknęły ze względu na brak finansowania po stronie klientów spowodowały obniżenie założeń krótkoterminowych, jednak podtrzymujemy tezę, że jest to jeden z najbardziej perspektywicznych obszarów, w jakich działa grupa, chociaż niesie też za sobą największe ryzyka. W naszej ocenie, rosnący backlog projektów jest podstawą do obudowy rentowności segmentu w średnim okresie.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	11 232,2	11 812,6	12 611,8	13 490,8	14 354,4	15 264,3
EBIT [mln PLN]	243,4	265,1	274,7	267,2	319,3	388,8
EBITDA [mln PLN]	341,3	379,7	394,9	393,8	450,5	524,7
Wynik netto [mln PLN]	149,4	159,5	171,6	150,3	194,0	241,2
P/E	23,1	21,8	20,6	23,9	18,5	14,9
P/BV	3,9	3,5	3,1	3,4	3,3	3,0
EV/EBIT	15,6	15,2	15,1	16,2	13,4	10,9
EV/EBITDA	11,1	10,6	10,5	11,0	9,5	8,0
DPS w okresie	11,8	13,3	14,8	15,8	16,8	17,6
DY	1,5%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 930 PLN

17 LISTOPADA 2025, 08:55 CET

Wycena DCF [PLN]	797
Wycena porównawcza [PLN]	1 062
Wycena końcowa [PLN]	930
Potencjał do wzrostu / spadku	17,7%
Koszt kapitału	11,8%
Cena rynkowa [PLN]	790
Kapitalizacja [mln PLN]	3 583,2
Ilość akcji [mln. szt.]	4,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	900
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	649
Stopa zwrotu za 3 mc	19,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,2%
Akcjonariat (% głosów):	
Kazimierz Herba z podmiotami powiązanymi	26,9%
Wiesława Herba	24,6%
Tadeusz Wesołowski z podmiotami zależnymi	10,4%
Pozostali	35,5%

*- liczba głosów na WZA

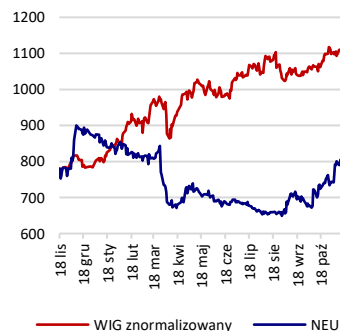
Anna Tobiasz, DI

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
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 2Q'25.....	11
PROGNOZA NA 3Q'25	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	14
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	11 232	11 813	12 612	13 491	14 354	15 264
Hurt apteczny	10 745	10 973	11 592	12 414	13 034	13 686
Produkcja farmaceutyków	316	357	366	398	438	470
Badania kliniczne	196	404	452	437	525	614
Operator Medyczny	236	362	458	523	654	817
Działalność ubezpieczeniowa	103	135	193	212	237	265
Wyłączenia	-363	-418	-442	-492	-533	-589
Wynik brutto na sprzedaży	1 126	1 307	1 441	1 559	1 675	1 799
Koszty sprzedaży	613	699	779	821	873	916
Koszty zarządu	281	352	387	447	470	484
EBIT	243	265	275	267	319	389
EBITDA	341	380	395	394	450	525
Hurt apteczny	202	235	243	254	278	292
Produkcja farmaceutyków	65	89	78	80	88	97
Badania kliniczne	38	35	35	9	21	55
Operator Medyczny	18	16	21	31	42	56
Działalność ubezpieczeniowa	18	4	18	20	23	25
Zysk brutto	204	204	227	201	261	326
Zysk netto	149	159	172	150	194	241

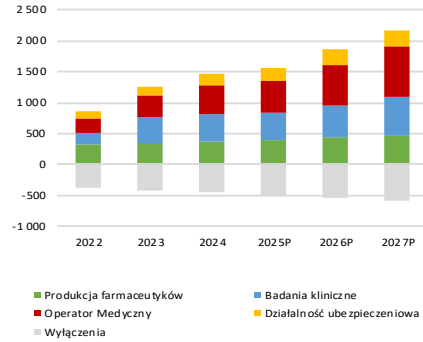
Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1 574	1 886	1 945	2 004	2 043	2 080
Rzeczowe aktywa trwałe	426	470	493	524	557	589
Aktywa niematerialne	133	150	150	150	149	147
Wartość firmy	727	975	1 003	1 020	1 020	1 020
Aktywa obrotowe	3 186	3 289	3 565	3 605	3 929	4 136
Zapasy	1 303	1 509	1 608	1 645	1 758	1 869
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 602	1 602	1 755	1 880	2 008	2 136
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	208	105	110	15	119	98
Aktywa razem	4 760	5 175	5 510	5 608	5 973	6 216
Kapitał własny	935	1 057	1 412	1 264	1 318	1 419
Kapitał podstawowy	4	4	4	5	5	5
Zobowiązania długoterminowe	337	352	330	296	281	264
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6	3	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	142	148	151	139	125	108
Zobowiązania krótkoterminowe	3 487	3 766	3 769	4 049	4 374	4 533
Oprocentowane kredyty i pożyczki	197	185	261	190	268	184
Zobowiązania z tytułu leasingu	33	34	35	35	31	27
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania op	3 097	3 259	3 239	3 470	3 706	3 941
Pasywa razem	4 760	5 175	5 510	5 608	5 973	6 216

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	336	288	63	416	391	443
Amortyzacja	98	115	120	127	131	136
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-180	-257	-198	-203	-151	-163
CAPEX odnowieniowy	-81	-94	-93	-91	-92	-95
CAPEX na akwizycje	-98	-176	-103	-144	-98	-93
Przepływy z działalności finansowej	-7	-139	140	-308	-136	-302
Dywidenda	-52	-58	-66	-72	-77	-80
Odsetki	-40	-78	-71	-66	-75	-75
Zmiana środków pieniężnych	144	-103	5	-95	105	-21
Środki pieniężne	208	105	110	15	119	98

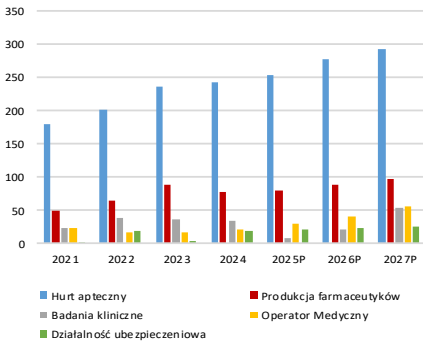
Dynamiki [%]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	14%	5%	7%	7%	6%	6%
Hurt apteczny	12%	2%	6%	7%	5%	5%
Produkcja farmaceutyków	57%	13%	2%	9%	10%	8%
Badania kliniczne	47%	106%	12%	-3%	20%	17%
Operator medyczny	63%	54%	26%	14%	25%	25%
Działalność ubezpieczeniowa	316%	32%	43%	10%	12%	12%
EBITDA	23%	11%	4%	0%	14%	16%
Zysk netto	-2%	7%	8%	-12%	29%	24%

Wybrane dane i wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	4,4	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6
ROE	2%	4%	4%	5%	5%	5%
ROA	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DPS w okresie	11,8	13,3	14,8	15,8	16,8	17,6
Stopa dywidendy	1,5%	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%
P/E	23,1	21,8	20,6	23,9	18,5	14,9
P/BV	3,9	3,5	3,1	3,4	3,3	3,0
EV/EBITDA	11,1	10,6	10,5	11,0	9,5	8,0

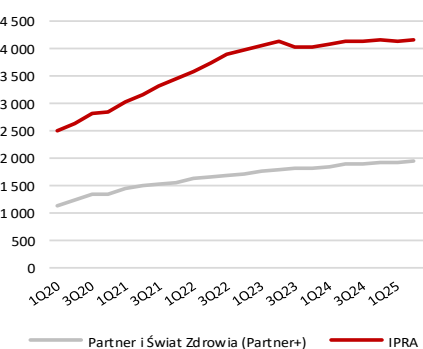
Struktura przychodów z wyłączeniem hurtu [mln PLN]



Prognoza EBITDA dla segmentów [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 790 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 797 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku hurtu aptecznego i badań klinicznych została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 1.062 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 930 PLN.

Podsumowanie wyceny

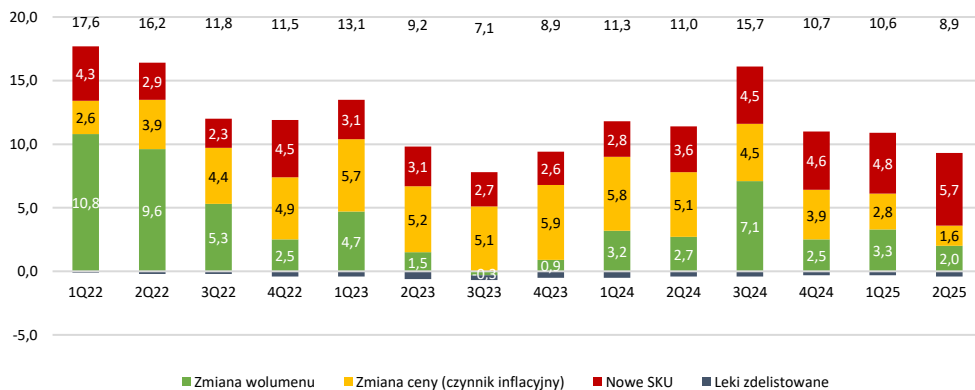
	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	797	1%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	1 062	34%
Wycena spółki [PLN]		930	18%

Źródło: BDM S.A.

Rozwój rynku hurtowego i detalicznego

Rynek hurtu aptecznego wykazuje dalsze wzrosty. Stopniowo traci na znaczeniu czynnik inflacyjny, natomiast zyskuje wpływ sprzedaży nowych leków. Na rynku detalicznym coraz większe znaczenie mają nowe produkty z grupy inhibitorów GLP-1 i GIP, stosowanych w diabetologii i odchudzaniu. Wiodącą rolę odgrywa aktualnie Mounjaro Kwipenken, produkowane przez Eli Lilly.

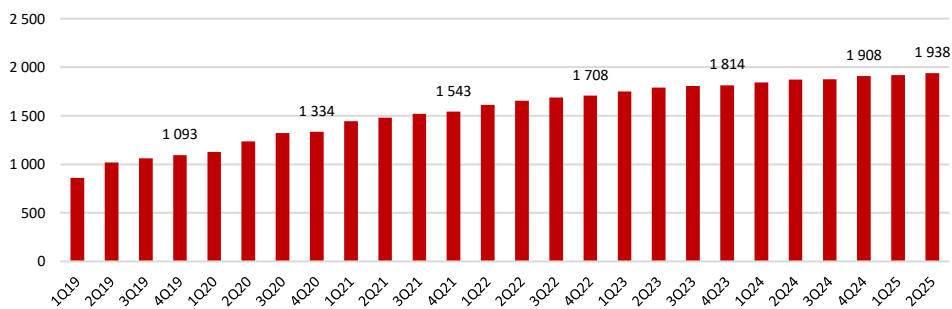
Struktura wzrostu rynku detalicznego



Źródło: BDM, spółka, za: Pharnascope (IQVIA) – opracowanie własne ODOKA

W 1H'25 rynek hurtu wzrósł o ok. +8,4% r/r. Spółka spodziewa się dalszych wzrostów w drugiej połowie roku, dlatego roczna dynamika szacowana jest na 7,5-8% r/r. Biorąc pod uwagę spadające udziały spółki w dostawach do aptek sieciowych, spodziewamy się, że dynamiki sprzedaży segmentu hurtu będą nieco niższe. Zakładamy ok. 7% wzrostu przychodów z tego tytułu w całym 2025 r.

Liczba aptek w programach Partner i Świat Zdrowia

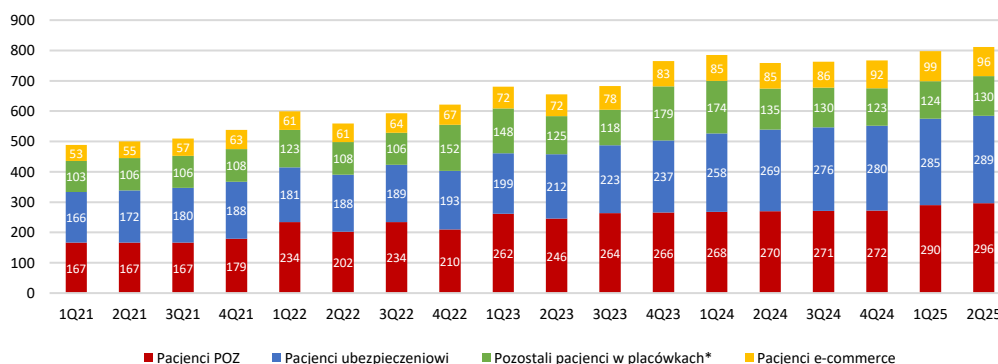


Źródło: BDM, spółka

Operator medyczny

Operator Medyczny Świat Zdrowia systematycznie zwiększa liczbę pacjentów objętych opieką. W 2Q'25 było to ok. 811 tysięcy pacjentów, głównie podstawowej opieki zdrowotnej i pacjenci ubezpieczeniowi. Poza wzrostem organicznym, spółka zwiększa portfel pacjentów poprzez akwizycje. W 1H'25 sieć placówek własnych Świat Zdrowia powiększyła się o 5 nowych lokalizacji (Poznań, Gostyń, Orneta, Bydgoszcz, Pruszcz Gdański).

Liczba pacjentów Centrów Medycznych Świat Zdrowia (tys.)



Źródło: BDM, spółka

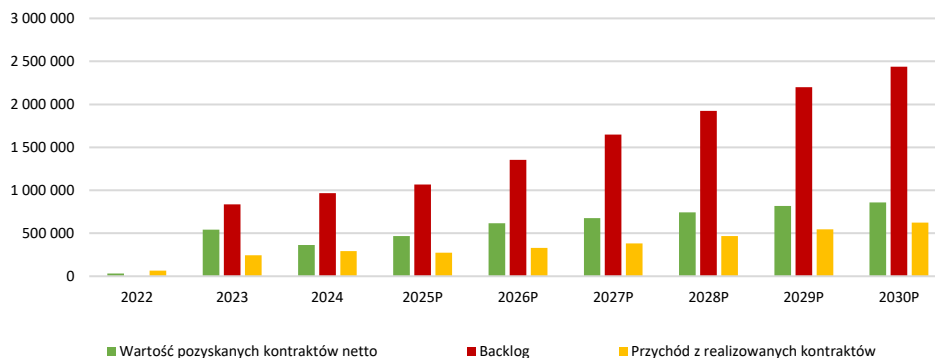
Spółka cały czas inwestuje w narzędzia cyfrowe. Z jednej strony rozwija funkcjonalności dla pacjenta, takie jak konto pacjenta Mój Świat Zdrowia. Z drugiej, rozwiązania mające ułatwiać zarządzanie usługami w sieci oraz służyć lekarzom. W naszej ocenie, rozszerzenie zdolności operatora medycznego w zakresie integracji danych i systemów zarządzania, pomoże w poszerzaniu grupy klientów o zewnętrznych ubezpieczycieli, którzy w swoich pakietach posiadają ubezpieczenia zdrowotne.

Badania kliniczne

Obszar CRO (Kapadi) pozostaje nadal pod presją zeszłorocznych anulacji projektów, które były związane z brakiem finansowania po stronie klientów. W 1H'25 miały one jeszcze miejsce, ale już w mniejszym stopniu. Dodatkowo, negatywnie na marżę wpływa wysoki udział przychodów przepływowych, co w naszej ocenie może utrzymać się w 3Q'25.

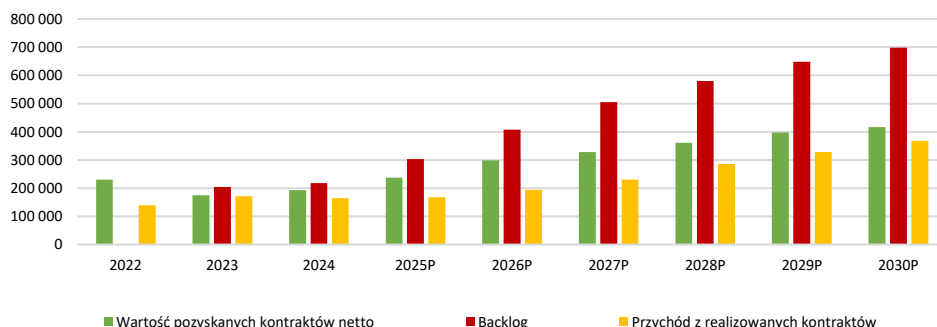
W obszarze SMO, w naszej ocenie, widoczne będą nadal wysokie koszty ekspansji, w tym rozwój zespołu w USA. Spółka planuje rozpoczęcie pierwszych projektów w ramach strategicznej umowy z Essen Healthcare w bieżącym roku.

Mienniki strategiczne Kapadi (CRO)



Źródło: BDM, spółka

Mierniki strategiczne Pratia (SMO)



Źródło: BDM, spółka

W naszej ocenie, rosnący backlog, zarówno w obszarze CRO, jak i SMO, jest dobrym prognostykiem w średnim okresie. Oczekujemy, że po trudnym 2025 r., kolejne lata przyniosą poprawę wyników i dalsze wzrosty portfela zamówień.

Poza organicznym wzrostem, spodziewamy się również kolejnych akwizycji. W trakcie ostatniego czatu inwestorskiego, spółka poinformowała, że jest w trakcie kilku procesów due diligence i spodziewa się sfinalizowania przynajmniej jednej transakcji w nadchodzących kwartałach. Wyzwaniem są jednak wysokie wyceny formalnych procesów akwizycyjnych, szczególnie w segmencie SMO. W naszych prognozach nie uwzględniamy efektów potencjalnych akwizycji ze względu na brak informacji o konkretnych planach.

Prognozy dla segmentów

Hurt apteczny i produkcję farmaceutyków traktujemy jako stabilną bazę biznesu. Segmenty te wykazują sezonowość w zależności od natężenia infekcji w danych okresach roku, jednak patrząc z perspektywy długoterminowej, gwarantują one stabilizację grupie.

Badania kliniczne w naszej ocenie są najbardziej perspektywicznym i rozwojowym sektorem, ale jednocześnie niosącym za sobą największe ryzyko. Niezadowalające wyniki badań, czy brak wystarczającego finansowania na kontynuację działań, może skutkować rezygnacjami klientów z prowadzenia dalszych etapów badań. Zakładamy, że w kolejnych okresach przychody segmentu będą wykazywać wzrosty, a rentowność EBITDA będzie stopniowo wracać do dwucyfrowych poziomów.

W operatorze medycznym i działalności ubezpieczeniowej zakładamy dalszy dynamiczny wzrost przychodów oraz stopniową poprawę rentowności. Wzrost udziałów rynkowych poprzez poszerzanie oferty i pozyskiwanie nowych pacjentów powinno sprzyjać osiągnięciu satysfakcjonujących wyników.

Prognoza przychodów i EBITDA w podziale na segmenty

Przychody	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Hurt apteczny	9 599,9	10 745,1	10 972,6	11 591,5	12 413,5	13 034,2	13 685,9	14 370,2	15 088,7	15 541,4	16 007,6
Produkcja farmaceutyków	201,1	316,0	357,3	365,8	397,7	437,5	470,3	499,7	527,8	550,6	570,7
Badania kliniczne	133,6	196,1	403,8	451,6	436,8	525,2	614,3	752,7	874,0	990,5	1 085,9
Operator Medyczny	144,8	235,7	361,8	457,5	523,1	653,9	817,4	940,0	1 033,9	1 137,3	1 217,0
Działalność ubezpieczeniowa	24,7	102,5	135,0	192,8	211,6	237,0	265,5	297,3	327,1	359,8	385,0
Wyłączenia	-239,7	-363,2	-417,8	-441,9	-492,0	-533,4	-589,1	-626,5	-663,3	-690,4	-706,3
Razem	9 864,3	11 232,2	11 812,6	12 617,4	13 490,8	14 354,4	15 264,3	16 233,4	17 188,3	17 889,3	18 559,9
EBITDA	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Hurt apteczny	178,8	202,3	235,3	243,0	254,1	277,7	291,6	306,1	321,4	331,1	341,0
Produkcja farmaceutyków	50,5	64,8	88,6	77,9	79,9	87,9	96,8	105,4	114,0	121,1	124,4
Badania kliniczne	23,6	38,2	35,5	34,7	8,8	20,6	54,8	104,7	121,6	137,8	151,1
Operator Medyczny	22,8	17,6	16,3	20,8	30,7	41,7	56,2	69,3	81,4	89,6	95,9
Działalność ubezpieczeniowa	2,1	18,4	3,9	18,4	20,2	22,6	25,4	28,4	31,2	34,4	36,8
Razem	277,7	341,3	379,7	394,9	393,8	450,5	524,7	614,0	669,7	714,0	749,2
Marża EBITDA	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Hurt apteczny	1,9%	1,9%	2,1%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Produkcja farmaceutyków	25,1%	20,5%	24,8%	21,3%	20,1%	20,1%	20,6%	21,1%	21,6%	22,0%	21,8%
Badania kliniczne	17,7%	19,5%	8,8%	7,7%	2,0%	3,9%	8,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Operator Medyczny	15,7%	7,5%	4,5%	4,6%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	7,9%	7,9%
Działalność ubezpieczeniowa	8,7%	17,9%	2,9%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Grupa	2,8%	3,0%	3,2%	3,1%	2,9%	3,1%	3,4%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%

Źródło: BDM, spółka

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 5,9%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia i zmiany w modelu

- W 2025 r. szacujemy ok. 7,5% wzrost rynku aptecznego. Przychody segmentu hurtu aptecznego prognozujemy lekko poniżej tego poziomu, w okolicach 7% r/r. Spodziewamy się spadku rentowności EBITDA w całym roku do 2,0% (vs. 2,1% w 2024 r.) oraz wzrostu do 2,2% od 2026 r.
- W zakresie produkcji farmaceutyków zakładamy dalsze wzrosty przychodów oraz utrzymanie rentowności EBITDA powyżej poziomu 20%.
- W segmencie badań klinicznych spodziewamy się dalszego wzrostu backlogu oraz przychodów. Przez trudne otoczenie w 2025 r. obniżamy nasze założenia wynikowe. Zakładamy, że segment powróci do dwucyfrowej rentowności EBITDA w 2028 r. W modelu nie bierzemy pod uwagę potencjalnych akwizycji ze względu na brak informacji o konkretnych planach w tym zakresie.
- W obszarze operatora medycznego i ubezpieczeń zakładamy dalsze dwucyfrowe wzrosty przychodów oraz zysku operacyjnego w kolejnych latach.
- Intensywny rozwój zarówno w obszarze Operatora Medycznego, jak i badań klinicznych w naszej ocenie będzie wiązał się z dalszym wzrostem kosztów operacyjnych, jednak zakładamy, że dynamiki przychodów będą wyższe, dlatego spodziewamy się stopniowej poprawy rentowności zysku operacyjnego. Wydaje się, że największe wzrosty wynagrodzeń, związane głównie z istotnym podniesieniem płacy minimalnej, dokonały się już w poprzednich latach, dlatego w kolejnych okresach spodziewamy się wyhamowania dynamik w tym zakresie.
- Wydatki inwestycyjne w kolejnych latach szacujemy na ok. 90-100 mln PLN rocznie. Dodatkowo, szacujemy, że podobne kwoty będą przeznaczane na akwizycje, co oznacza kontynuację polityki spółki w tym obszarze, jaką obserwowaliśmy w poprzednich latach.
- W kolejnych okresach nie uwzględniamy istotnych różnic kursowych, które mogłyby wpłynąć na wyniki grupy.
- Obniżamy założenia dotyczące wypłaty zysku do akcjonariuszy. Prognozujemy wzrost dywidendy na akcję ok. +5% r/r do 2028 r. (poprzednio 17-20%) oraz +15% r/r w długim okresie.
- 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. Podtrzymujemy założenie dążenia do poziomu 21% zysku brutto w długim okresie.
- 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 4,55 mln wobec 4,48 mln akcji przy poprzedniej rekomendacji.
- Wycenę spółki dokonaliśmy na dzień 17.11.2025.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 3,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 797 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	13 490,8	14 354,4	15 264,3	16 233,4	17 188,3	17 889,3	18 559,9	19 052,2	19 547,8	20 051,1
EBIT [mln PLN]	267,2	319,3	388,8	473,8	525,2	565,3	596,8	622,1	643,2	661,1
Stopa podatkowa	25,2%	25,6%	26,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	67,4	81,8	101,0	99,5	110,3	118,7	125,3	130,6	135,1	138,8
NOPLAT [mln PLN]	199,8	237,6	287,8	374,3	414,9	446,6	471,5	491,4	508,2	522,3
Amortyzacja [mln PLN]	126,6	131,1	135,9	140,2	144,5	148,7	152,3	155,8	158,6	161,6
CAPEX [mln PLN]	-90,6	-92,2	-95,2	-97,8	-99,8	-101,3	-102,3	-102,6	-106,4	-109,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-181,0	-98,1	-92,9	-89,0	-87,9	-76,9	-73,6	-64,8	-60,6	-52,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	68,5	-3,8	-3,8	-4,0	-4,0	-2,9	-2,8	-2,0	-2,1	-2,1
FCF [mln PLN]	123,3	174,6	231,8	323,7	367,7	414,1	445,1	477,7	497,7	519,8
DFCF [mln PLN]	121,7	154,8	184,4	230,9	235,0	237,0	228,1	219,1	204,3	190,9
Suma DFCF [mln PLN]	2 006,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	6 116,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 246,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 252,6									
Dług netto [mln PLN]	624,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	3 627,7									
Ilość akcji [tys.]	4,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	797									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3,0%

Przychody zmiana r/r	7,0%	6,4%	6,3%	6,3%	5,9%	4,1%	3,7%	2,7%	2,6%	2,6%
EBIT zmiana r/r	-2,7%	19,5%	21,8%	21,8%	10,9%	7,6%	5,6%	4,2%	3,4%	2,8%
FCF zmiana r/r	-	41,6%	32,8%	39,6%	13,6%	12,6%	7,5%	7,3%	4,2%	4,4%
Marża EBITDA	2,9%	3,1%	3,4%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	2,0%	2,2%	2,5%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża NOPLAT	1,5%	1,7%	1,9%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
CAPEX / Przychody	2,0%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	214,6%	145,1%	138,4%	133,2%	129,9%	119,9%	115,5%	107,5%	105,3%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,8%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
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	93,4%	92,4%	94,7%	96,1%	97,1%	97,9%	98,4%	98,8%	99,1%	99,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,1%	5,1%	5,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	6,6%	7,6%	5,3%	3,9%	2,9%	2,1%	1,6%	1,2%	0,9%	0,7%
WACC	11,4%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%

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	790	841	903	981	1 082	1 218	1 410	1 702	2 203
	0,8	730	773	825	889	970	1 077	1 222	1 433	1 765
	0,9	677	713	757	810	876	961	1 074	1 232	1 465
	1,0	629	660	697	742	797	866	955	1 076	1 247
	1,1	586	613	644	682	728	785	857	951	1 081
	1,2	547	570	597	629	668	715	774	849	950
	1,3	512	532	555	583	616	655	704	765	844

Źródło: DM BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
premia za ryzyko		-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%
	3,5%	905	973	1 058	1 168	1 316	1 527	1 849	2 403	3 581
	4,5%	795	847	910	989	1 092	1 230	1 426	1 727	2 245
	5,5%	705	744	792	851	925	1 021	1 150	1 333	1 614
	6,5%	629	660	697	742	797	866	955	1 076	1 247
	7,5%	564	589	618	653	695	746	810	894	1 007
	8,5%	509	529	552	580	612	651	699	759	837
	9,5%	461	477	496	518	543	574	610	655	711

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

Wzrostowe modele DCF: premia za ryzyko i beta										
premia za ryzyko	beta									
		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	3,5%	1 803	1 655	1 526	1 415	1 316	1 229	1 152	1 082	1 019
	4,5%	1 561	1 415	1 290	1 184	1 092	1 011	940	876	820
	5,5%	1 371	1 229	1 111	1 011	925	850	785	728	677
	6,5%	1 218	1 082	970	876	797	728	668	616	569
	7,5%	1 092	962	857	769	695	631	576	528	486
	8,5%	986	863	764	681	612	553	502	458	419
	9,5%	897	780	686	608	543	489	441	401	365

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 14 listopada 2025 roku.

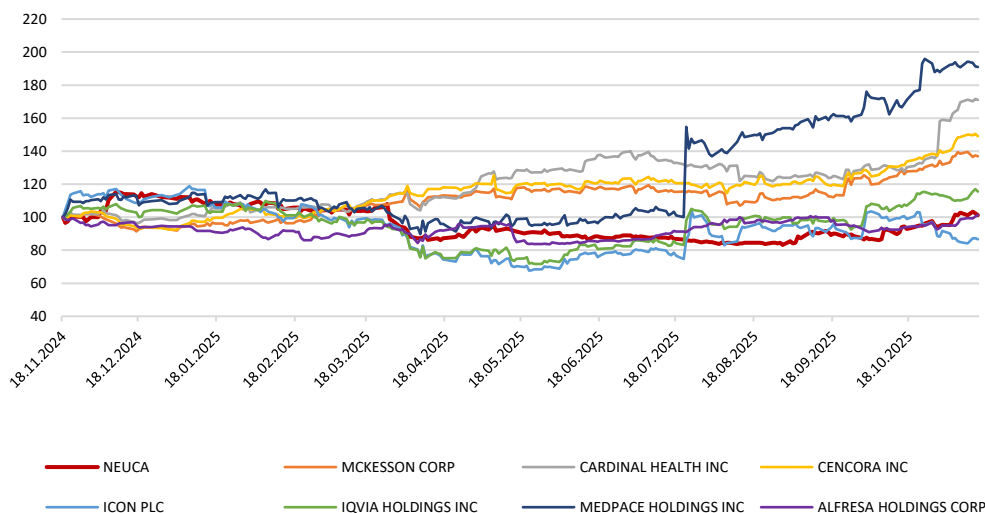
Porównując wyniki grupy Neuca do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 1.062 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 790 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka handlowana jest z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
MCKESSON CORP	24,8	21,6	19,7	18,5	16,0	14,3	19,2	17,2	15,4
CARDINAL HEALTH INC	24,5	20,9	18,8	16,0	13,6	12,0	18,5	15,7	13,8
CENCORA INC	22,6	20,5	18,9	15,9	13,6	12,6	17,6	15,5	14,0
ICON PLC	11,9	11,9	10,9	9,6	9,3	8,2	10,7	10,3	9,3
IQVIA HOLDINGS INC	18,2	17,0	15,4	13,3	12,4	11,3	21,6	18,3	16,4
MEDPACE HOLDINGS INC	38,1	34,8	31,4	30,5	28,4	26,0	31,9	29,9	27,3
ALFRESA HOLDINGS CORP	14,5	13,5	14,9	6,0	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0
Mediana	22,6	20,5	18,8	15,9	13,6	12,3	18,5	16,4	14,7
NEUCA	23,9	18,5	14,9	11,0	9,5	8,0	16,2	13,4	10,9
Premia/dyskonto grupa	6%	-10%	-21%	-31%	-30%	-35%	-13%	-18%	-26%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	744	874	996	1 226	1 205	1 293	941	1 012	1 132
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników [PLN]		897			1 244			1 046	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]		1 062							

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 14.11.2025

Zachowanie kursu Neuca na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 2Q'25

Hurt apteczny

Wartość rynku hurtu aptecznego w 2Q'25 wzrosła +8,1%. W tym czasie przychody tego segmentu grupy wzrosły +7% r/r. Ze względu na ciągły wzrost udziału aptek sieciowych, spodziewaliśmy się, że przychody będą rosły o ok. +5% r/r, dlatego dynamika ta jest pozytywnym zaskoczeniem. Głównym czynnikiem wzrostu rynku detalicznego w 2Q'25 był wzrost sprzedaży nowych SKU, a na drugim miejscu był wzrost wolumenów.

Produkcja farmaceutyków

W 2Q'25 przychody segmentu wzrosły +14% r/r (sprzedaż produktów pod marką własną zrealizowane przez segment hurtu wzrosła +6% r/r), natomiast zysk EBITDA spadł -8% r/r. Wyniki całej 1H'25 obciążone były kosztami promocji, w tym kampanią telewizyjną leku Paramig.

Badania kliniczne

Przychody segmentu spadły -7% r/r, co spowodowane było podwyższoną przez zdarzenia jednorazowe bazą. W 2Q'24 spółka zanotowała znaczące przychody z tytułu przedwczesnego zakończenia jednego z dużych projektów realizowanych w obszarze CRO. Segment nadal boryka się ze skutkami anulacji projektów, które miały miejsce w związku z brakiem finansowania po stronie klientów.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W tym obszarze spółka konsekwentnie pozyskuje nowych pacjentów. Na koniec 2Q'25 Neuca posiadała 296 tys. aktywnych deklaracji POZ w porównaniu z 270 tys. rok wcześniej. Spółka skupia się na budowie produktów i rozwiązań wspierających realizację usług z zakresu profilaktyki i medycyny pracy oraz testuje nowe rozwiązania obsługowe na infolinii medycznej oraz kontynuuje rozwój narzędzi IT.

Wyniki 2Q'25 okazały się niższe od naszych założeń. Główny wpływ miał na to ujemny wynik EBITDA segmentu Badania kliniczne. Obszar CRO pozostawał nadal pod presją zeszłorocznych anulacji projektów. Dodatkowo, negatywnie na rentowność wpływał dosyć wysoki poziom przychodów przepływowych, które z jednej strony nie generowały dodatkowej marży, a z drugiej powodowały uruchomienie kosztów. Backlog tego segmentu na koniec 2Q'25 wyniósł 322,2 mln USD (+25% r/r).

Pozostałe segmenty nie zdołały „zasypać dziury”, jaką wygenerowały badania kliniczne. Obciążeniem dla spółki w tym okresie był też wzrost wynagrodzeń i osłabienie USD, które przełożyło się na wzrost ujemnych różnic kursowych. Na uwagę zasługuje jednak segment Operatora Medycznego i Działalność ubezpieczeniowa, które nadal notują istotne wzrosty wyników.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25P BDM	różnica	1H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody	3 043,4	3 268,0	7,4%	3 178,8	2,8%	6 205,6	6 633,9	6,9%
Wynik brutto na sprzedaży	355,4	374,7	5,4%	373,8	0,3%	718,3	765,5	6,6%
EBITDA	92,4	74,6	-19,3%	94,9	-21,4%	207,5	185,1	-10,8%
<i>Hurt apteczny</i>	37,0	41,0	10,9%			108,2	111,3	2,9%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	27,5	25,2	-8,4%			60,6	51,6	-14,8%
<i>Badania kliniczne</i>	17,6	-6,5	-			23,5	-2,3	-
<i>Operator Medyczny</i>	6,2	9,4	52,6%			10,4	18,2	75,0%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	4,2	5,5	30,9%			4,8	6,3	32,1%
EBIT	62,4	43,2	-30,7%	62,6	-31,0%	148,2	122,5	-17,3%
Zysk brutto	46,8	27,5	-41,2%	48,0	-42,7%	122,6	93,4	-23,8%
Zysk netto	36,5	17,3	-52,6%	35,1	-50,7%	96,1	67,9	-29,3%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,7%	11,5%		11,8%		11,6%	11,5%	
Marża EBITDA	3,0%	2,3%		3,0%		3,3%	2,8%	
Marża EBIT	2,0%	1,3%		2,0%		2,4%	1,8%	
Marża zysku netto	1,2%	0,5%		1,1%		1,5%	1,0%	

Źródło: BDM, spółka

PROGNOZA NA 3Q'25

Hurt apteczny

Obrót apteczny w 3Q'25 notował dalsze wzrosty. Szczególnie silny pod tym względem był wrzesień. Według danych PEX, sprzedaż w aptekach we wrześniu'25 wzrosła +13,7% r/r. Spodziewamy się, że wysoka odsprzedaż w aptekach oraz przygotowania do sezonu infekcyjnego będą wspierać przychody hurtu. W 3Q'25 szacujemy +7% r/r wzrostu sprzedaży tego segmentu.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji zakładamy nieco wyższą dynamikę sprzedaży, sięgającą +10% r/r. Spodziewamy się stabilnego rozwoju tej linii biznesowej, wraz ze stopniowym wdrażaniem nowych suplementów diety i medykacją portfela.

Badania kliniczne

Segment badań klinicznych w 3Q'25 w naszej ocenie dalej musiał mierzyć się z trudną sytuacją rynkową. Zakładamy, że sprzedaż w tym zakresie spadła o ok. -11% r/r do 102,5 mln PLN. Spodziewamy się, że nadal rentowność może być pod presją wyższego udziału przychodów przepływowych, które charakteryzują się niższą marżą, co dodatkowo będzie wpływać na obniżenie wyników grupy.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów w 3Q'25 oraz całym 2025 r. Równolegle do prowadzonych inwestycji w zakresie systemów informatycznych, spółka konsekwentnie pozyskuje nowych pacjentów i rozwija się organicznie. Jednocześnie stopniowo podnoszone są stawki składek ubezpieczeniowych, co wspiera dynamikę sprzedaży.

W naszej ocenie, wyniki 3Q'25 nadal będą pod presją słabszych rezultatów badań klinicznych, dla których 3Q'24 nadal jest wysoką bazą, a pozostałe segmenty nie będą w stanie nadrobić tego spadku. Na poziomie grupy szacujemy 72,0 mln PLN zysku operacyjnego (-8,2% r/r) oraz 104,0 mln PLN EBITDA (-4,0% r/r). Wynik działalności finansowej w naszej ocenie może być pod presją ujemnych różnic kursowych, dlatego spadek zysku netto prognozujemy na -14,0% r/r do 43,8 mln PLN.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 185,2	3 406,9	7,0%	12 611,8	13 490,8	7,0%
Wynik brutto na sprzedaży	369,5	394,1	6,6%	1 440,5	1 558,6	8,2%
EBITDA	108,3	104,0	-4,0%	394,9	393,8	-0,3%
EBIT	78,4	72,0	-8,2%	274,7	267,2	-2,7%
Zysk brutto	61,4	52,8	-14,0%	227,0	201,0	-11,5%
Zysk netto	51,0	43,8	-14,0%	171,6	150,3	-12,4%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,6%	11,6%		11,4%	11,6%	
Marża EBITDA	3,4%	3,1%		3,1%	2,9%	
Marża EBIT	2,5%	2,1%		2,2%	2,0%	
Marża zysku netto	1,6%	1,3%		1,4%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	3 162,1	3 043,4	3 185,2	3 221,0	3 365,9	3 268,0	3 406,9	3 449,9
<i>Hurt apteczny</i>	2 913,2	2 795,6	2 931,8	2 950,9	3 092,8	3 002,6	3 148,8	3 169,3
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	97,9	89,1	81,8	97,1	99,5	101,6	89,9	106,8
<i>Badania kliniczne</i>	104,4	113,7	114,8	118,7	117,2	106,0	102,5	111,1
<i>Operator medyczny</i>	110,7	113,5	110,4	122,9	124,5	130,4	126,9	141,3
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	44,0	47,3	50,1	51,4	51,4	51,8	53,4	55,0
<i>Wyłączenia</i>	-108,1	-115,9	-103,6	-120,0	-119,5	-124,4	-114,6	-133,5
Wynik brutto na sprzedaży	362,9	355,4	369,5	352,7	390,7	374,7	394,1	399,0
EBITDA	115,0	92,4	108,3	79,1	110,5	74,6	104,0	104,7
EBIT	85,9	62,4	78,4	48,1	79,3	43,2	72,0	72,7
Zysk brutto	75,8	46,8	61,4	43,1	65,9	27,5	52,8	54,8
Zysk netto	59,6	36,5	51,0	24,5	50,6	17,3	43,8	38,6
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,5%	11,7%	11,6%	11,0%	11,6%	11,5%	11,6%	11,6%
Marża EBITDA	3,6%	3,0%	3,4%	2,5%	3,3%	2,3%	3,1%	3,0%
Marża EBIT	2,7%	2,0%	2,5%	1,5%	2,4%	1,3%	2,1%	2,1%
Marża zysku netto	1,9%	1,2%	1,6%	0,8%	1,5%	0,5%	1,3%	1,1%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	9 864,3	11 232,2	11 812,6	12 611,8	13 490,8	14 354,4	15 264,3
<i>Hurt apteczny</i>	9 599,9	10 745,1	10 972,6	11 591,5	12 413,5	13 034,2	13 685,9
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	201,1	316,0	357,3	365,8	397,7	437,5	470,3
<i>Badania kliniczne</i>	133,6	196,1	403,8	451,6	436,8	525,2	614,3
<i>Operator medyczny</i>	144,8	235,7	361,8	457,5	523,1	653,9	817,4
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	24,7	102,5	135,0	192,8	211,6	237,0	265,5
<i>Wyłączenia</i>	-239,7	-363,2	-417,8	-441,9	-492,0	-533,4	-589,1
Wynik brutto na sprzedaży	1 022,7	1 126,0	1 307,4	1 440,5	1 558,6	1 675,3	1 799,5
EBITDA	277,7	341,3	379,7	394,9	393,8	450,5	524,7
EBIT	198,2	243,4	265,1	274,7	267,2	319,3	388,8
Zysk brutto	202,2	204,1	203,8	227,0	201,0	260,8	325,9
Zysk netto	152,6	149,4	159,5	171,6	150,3	194,0	241,2
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,4%	10,0%	11,1%	11,4%	11,6%	11,7%	11,8%
Marża EBITDA	2,8%	3,0%	3,2%	3,1%	2,9%	3,1%	3,4%
Marża EBIT	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,0%	2,2%	2,5%
Marża zysku netto	1,5%	1,3%	1,3%	1,4%	1,1%	1,4%	1,6%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.08.2024 [mln PLN]

	2025P			2026P			2027P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	13 333,5	13 490,8	1,2%	14 266,8	14 354,4	0,6%	15 278,1	15 264,3	-0,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	1 531,3	1 558,6	1,8%	1 652,4	1 675,3	1,4%	1 784,5	1 799,5	0,8%
EBITDA	499,3	393,8	-21,1%	587,8	450,5	-23,4%	671,7	524,7	-21,9%
EBIT	371,4	267,2	-28,1%	459,5	319,3	-30,5%	542,6	388,8	-28,3%
Wynik brutto	314,4	201,0	-36,1%	429,3	260,8	-39,2%	514,6	325,9	-36,7%
Wynik netto	244,9	150,3	-38,6%	336,6	194,0	-42,4%	406,1	241,2	-40,6%
marża brutto	11,5%	11,6%		11,6%	11,7%		11,7%	11,8%	
marża EBITDA	3,7%	2,9%		4,1%	3,1%		4,4%	3,4%	
marża EBIT	2,8%	2,0%		3,2%	2,2%		3,6%	2,5%	
marża netto	1,8%	1,1%		2,4%	1,4%		2,7%	1,6%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	1 886,5	1 945,1	2 003,6	2 043,4	2 080,2	2 116,2	2 151,1	2 182,4	2 211,7	2 236,7	2 263,1	2 289,8
Rzeczowe aktywa trwałe	470,2	492,9	523,8	556,7	588,8	619,8	649,4	677,1	702,6	725,6	749,7	773,9
Aktywa niematerialne	150,4	150,0	150,3	149,0	147,0	145,0	143,1	140,4	137,8	134,6	131,4	128,3
Wartość firmy	975,2	1 002,6	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4	1 020,4
Aktywa obrotowe	3 288,8	3 565,1	3 604,8	3 929,2	4 136,0	4 479,1	4 872,4	5 244,5	5 633,1	5 994,2	6 359,3	6 726,6
Zapasy	1 509,2	1 608,5	1 645,4	1 757,7	1 869,1	1 987,8	2 104,7	2 190,6	2 272,7	2 333,0	2 393,7	2 455,3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	1 601,5	1 755,2	1 880,0	2 008,3	2 135,6	2 271,2	2 404,8	2 502,8	2 596,7	2 665,5	2 734,9	2 805,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	105,0	109,8	14,6	119,3	97,9	187,3	330,6	519,4	732,5	964,9	1 200,4	1 436,0
Aktywa razem	5 175,3	5 510,2	5 608,4	5 972,6	6 216,3	6 595,3	7 023,5	7 426,9	7 844,8	8 230,9	8 622,4	9 016,4
Kapitał własny	1 057,2	1 411,7	1 264,2	1 318,0	1 419,3	1 608,8	1 831,0	2 082,8	2 347,4	2 621,6	2 894,9	3 164,6
Kapitał podstawowy	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Zobowiązania długoterminowe	352,1	329,8	295,6	280,8	264,2	249,8	237,3	226,5	217,1	209,0	202,0	195,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	3,1	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	147,9	151,3	139,4	124,6	108,0	93,6	81,1	70,3	60,9	52,8	45,8	39,7
Zobowiązania krótkoterminowe	3 766,0	3 768,6	4 048,6	4 373,8	4 532,8	4 736,8	4 955,2	5 117,6	5 280,3	5 400,2	5 525,5	5 655,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	184,6	261,4	189,9	267,9	184,2	126,6	87,0	59,8	41,1	28,3	19,4	13,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	33,7	35,5	34,9	31,2	27,0	23,4	20,3	17,6	15,3	13,2	11,5	9,9
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	3 258,9	3 239,4	3 469,7	3 706,5	3 941,4	4 191,6	4 438,2	4 619,2	4 792,4	4 919,5	5 047,4	5 177,4
Pasywa razem	5 175,3	5 510,2	5 608,4	5 972,6	6 216,3	6 595,3	7 023,5	7 426,9	7 844,8	8 230,9	8 622,4	9 016,4

Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	11 812,6	12 611,8	13 490,8	14 354,4	15 264,3	16 233,4	17 188,3	17 889,3	18 559,9	19 052,2	19 547,8	20 051,1
Hurt apteczny	10 972,6	11 591,5	12 413,5	13 034,2	13 685,9	14 370,2	15 088,7	15 541,4	16 007,6	16 327,8	16 654,4	16 987,4
Produkcja farmaceutyków	357,3	365,8	397,7	437,5	470,3	499,7	527,8	550,6	570,7	586,9	601,0	614,3
Badania kliniczne	403,8	451,6	436,8	525,2	614,3	752,7	874,0	990,5	1 085,9	1 170,2	1 249,1	1 325,6
Operator Medyczny	361,8	457,5	523,1	653,9	817,4	940,0	1 033,9	1 137,3	1 217,0	1 277,8	1 341,7	1 408,8
Działalność ubezpieczeniowa	135,0	192,8	211,6	237,0	265,5	297,3	327,1	359,8	385,0	404,2	424,4	445,6
Wyłączenia	-417,8	-441,9	-492,0	-533,4	-589,1	-626,5	-663,3	-690,4	-706,3	-714,7	-722,8	-730,6
Wynik brutto na sprzedaży	1 307,4	1 440,5	1 558,6	1 675,3	1 799,5	1 932,9	2 066,8	2 172,2	2 253,6	2 313,4	2 373,6	2 434,7
Koszty sprzedaży	699,2	779,3	820,8	873,3	916,1	974,2	1 031,6	1 073,6	1 113,9	1 143,4	1 173,2	1 203,4
Koszty zarządu	351,5	387,4	447,5	469,9	484,0	498,5	513,4	528,8	539,4	550,2	561,2	572,4
EBIT	265,1	274,7	267,2	319,3	388,8	473,8	525,2	565,3	596,8	622,1	643,2	661,1
EBITDA	379,7	394,9	393,8	450,5	524,7	614,0	669,7	714,0	749,2	777,9	801,8	822,7
Zysk brutto	203,8	227,0	201,0	260,8	325,9	417,8	474,3	517,7	551,7	578,7	601,1	619,8
Zysk netto	159,5	171,6	150,3	194,0	241,2	330,0	374,7	409,0	435,9	457,1	474,9	489,6

Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	288,3	63,2	415,8	391,1	443,3	535,0	581,0	616,4	645,5	668,2	688,9	707,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-257,0	-198,1	-203,0	-150,9	-162,7	-171,3	-171,7	-161,6	-158,8	-149,9	-149,2	-143,9
Przepływy z działalności finansowej	-139,1	139,6	-307,9	-135,7	-302,0	-274,2	-266,0	-266,0	-273,6	-285,9	-304,2	-327,6
Przepływy pieniężne netto	-107,8	4,7	-95,1	104,6	-21,4	89,4	143,3	188,8	213,1	232,4	235,5	235,6
Środki pieniężne na początek okresu	208,4	105,0	109,8	14,6	119,3	97,9	187,3	330,6	519,4	732,5	964,9	1 200,4
Środki pieniężne na koniec okresu	105,0	109,8	14,6	119,3	97,9	187,3	330,6	519,4	732,5	964,9	1 200,4	1 436,0

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	5,2%	6,8%	7,0%	6,4%	6,3%	6,3%	5,9%	4,1%	3,7%	2,7%	2,6%	2,6%
EBITDA zmiana r/r	11,3%	4,0%	-0,3%	14,4%	16,5%	17,0%	9,1%	6,6%	4,9%	3,8%	3,1%	2,6%
EBIT zmiana r/r	8,9%	3,6%	-2,7%	19,5%	21,8%	21,8%	10,9%	7,6%	5,6%	4,2%	3,4%	2,8%
Zysk netto zmiana r/r	6,8%	7,6%	-12,4%	29,1%	24,3%	36,8%	13,5%	9,2%	6,6%	4,9%	3,9%	3,1%
Marża brutto na sprzedaży	11,1%	11,4%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	12,0%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Marża EBITDA	3,2%	3,1%	2,9%	3,1%	3,4%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%
Marża EBIT	2,2%	2,2%	2,0%	2,2%	2,5%	2,9%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża brutto	1,7%	1,8%	1,5%	1,8%	2,1%	2,6%	2,8%	2,9%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%
Marża netto	1,3%	1,4%	1,1%	1,4%	1,6%	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
COGS / przychody	88,9%	88,6%	88,4%	88,3%	88,2%	88,1%	88,0%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%	87,9%
SG&A / przychody	8,9%	9,3%	9,4%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
SG&A / COGS	10,0%	10,4%	10,6%	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
ROE	4,1%	3,7%	5,4%	4,6%	4,6%	3,8%	7,0%	4,2%	5,9%	2,4%	6,0%	4,4%
ROA	0,8%	0,7%	1,1%	0,9%	0,9%	0,7%	1,3%	0,9%	1,3%	0,5%	1,4%	1,0%
Dług	663,4	741,8	741,4	813,2	720,9	658,2	615,8	584,5	563,1	546,6	535,6	528,7
D / (D+E)	38,6%	34,4%	37,0%	38,2%	33,7%	29,0%	25,2%	21,9%	19,3%	17,3%	15,6%	14,3%
D / E	62,8%	52,5%	58,7%	61,7%	50,8%	40,9%	33,6%	28,1%	24,0%	20,9%	18,5%	16,7%
Dług netto	544,5	624,9	668,7	635,8	564,9	412,8	227,1	6,9	-227,6	-476,4	-722,9	-965,5
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	1,4	1,6	1,7	1,4	1,1	0,7	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Dług netto / EBIT	2,1	2,3	2,5	2,0	1,5	0,9	0,4	0,0	-0,4	-0,8	-1,1	-1,5
EV	4 014,4	4 152,4	4 266,6	4 233,8	4 162,8	4 010,7	3 825,0	3 604,9	3 370,3	3 121,5	2 875,1	2 632,5
Dług / EV	16,5%	17,9%	17,4%	19,2%	17,3%	16,4%	16,1%	16,2%	16,7%	17,5%	18,6%	20,1%
CAPEX / Przychody	2,3%	1,6%	1,7%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
CAPEX / Amortyzacja	235,7%	163,1%	185,4%	145,1%	138,4%	133,2%	129,9%	119,9%	115,5%	107,5%	105,3%	100,2%
Amortyzacja / Przychody	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	2,2%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-25,5%	15,6%	6,3%	6,9%	7,0%	7,0%	7,5%	10,6%	11,5%	16,1%	16,4%	16,5%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	21,8	20,6	23,9	18,5	14,9	10,9	9,6	8,8	8,3	7,9	7,6	7,3
P/BV*	3,5	3,1	3,4	3,3	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2
P/CE*	12,7	12,1	13,0	11,1	9,5	7,7	6,9	6,5	6,1	5,9	5,7	5,5
EV/EBITDA*	10,6	10,5	11,0	9,5	8,0	6,6	5,8	5,1	4,6	4,1	3,7	3,3
EV/EBIT*	15,2	15,1	16,2	13,4	10,9	8,6	7,4	6,5	5,7	5,1	4,6	4,1
EV/S*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	225,5	255,1	229,8	241,6	263,8	305,4	354,2	409,5	467,6	527,8	587,8	647,1
EPS	36,3	38,4	33,0	42,6	53,0	72,5	82,3	89,8	95,7	100,4	104,3	107,5
CEPS	62,4	65,3	60,8	71,4	82,8	103,3	114,0	122,5	129,2	134,6	139,1	143,0
FCFPS	44,2	-6,6	71,4	65,6	76,4	96,0	105,7	113,1	119,3	124,2	127,9	131,3
DPS w okresie	13,3	14,8	15,8	16,8	17,6	18,5	21,3	24,5	28,2	32,4	37,3	42,8
DY	1,7%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,7%	3,1%	3,6%	4,1%	4,7%	5,4%
Payout ratio	36,5%	38,6%	47,7%	39,4%	33,3%	25,6%	25,9%	27,3%	29,4%	32,3%	35,7%	39,8%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 790 PLN

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko wzrostu kosztów**

Wraz ze wzrostem skali biznesu, intensyfikacją działań marketingowych, czy presją na wzrost wynagrodzeń, rośnie ryzyko wystąpienia podwyższonej dynamiki kosztów operacyjnych. Grupa ogranicza to ryzyko poprzez optymalizację procesów i elastyczne podejście do działań marketingowych w zależności od kondycji finansowej.
- **Ryzyko spowolnienia tempa rozwoju rynku farmaceutycznego**

Tempo wzrostu rynku farmaceutycznego pozostaje stosunkowo wysokie. W 2025 r. udział czynnika inflacyjnego w tym wzroście był mniejszy, natomiast większy wpływ miał wzrost sprzedaży leków stosowanych w leczeniu cukrzycy i otyłości. Spowolnienie tempa rozwoju tego rynku wpłynie bezpośrednio na dynamiki podstawowej działalności spółki.
- **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.

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](#)**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

[healthcare, odzież](#)**Piotr Barcz**

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: piotr.barcz@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	930	Kupuj	1 006	17.11.2025	08:55 CET	790	111 687,24
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 wahać 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, jaką 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 4Q'25*:			, 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	5	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 zawartą umowę 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: 2025-11-17.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-11-17 (08:55 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-11-24.

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 obciążona 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 wczytane 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 WPŁYWAĆ 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.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premii. 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 17.11.2025 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 zaistnieć 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.