

2021-04-08 08:40

**Dane podstawowe**

Cena bieżąca [PLN]	702
Zmiana YTD	7,83%

<b>Wycena na 31.12.2021 [PLN]</b>	<b>676</b>
max/min 52 tygodni [PLN]	753/418
Kapitalizacja [mln PLN]	3 126,7
Free float [mln PLN]	1 079,3
Sektor	Dystrybucja leków
Kod GPW	NEU
Bloomberg	NEU PW

**Analityk**
**Tomasz Czarnecki**

Tel.: +48 (22) 53 95 542

**Artur Wizner**

Tel.: +48 (22) 53 95 548

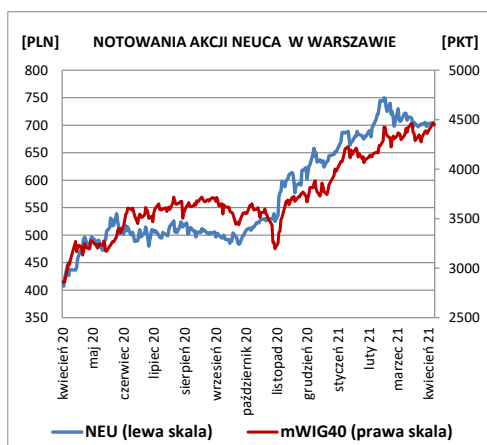
**Profil Spółki:**

Jeden z liderów w hurtowej dystrybucji farmaceutyków w Polsce. Grupa poprzez spółkę Synoptis Pharma, prowadzi działalność w zakresie zarządzania produktami własnymi: Apteo, Genoptim, CERA+. W skład Grupy wchodzi również NEUCA MED, odpowiedzialna za rozwój usług i produktów dla pacjenta. W skład tego segmentu wchodzi przychodnie lekarskie Świat Zdrowia, firmy zajmujące się badaniami klinicznymi oraz spółka odpowiedzialna za rozwój usług telemedycznych.

<b>Główni Akcjonariusze* **:</b>	<b>[%]</b>
Kazimierz Herba *	28,53
Wiesława Herba	25,08
Augebit FIZ (TFI Forum)	10,59
Pozostali	35,80

)\* z podmiotami powiązаныmi

)\*\* stan na 07.04.2021



# NEUCA

Aktualizacja Raportu Analitycznego

**Badania kliniczne siłą napędową wyników.**
**Zgodnie z naszymi prognozami sprzed roku pandemia Covid-19 nie wpłynęła negatywnie na wyniki Spółki w 2020 roku.**

Ubiegłoroczny sukces Neuki miał swoje źródła w odpowiednim przygotowaniu i antycypowaniu trendów rynkowych na co zwracaliśmy uwagę w poprzednich raportach.

Mimo trudnego roku w gospodarce, na tle innych dystrybutorów Neuca wypada dobrze. Zwiększyła odsetek aptek dla których pełni rolę głównego dostawcy (z 69,7% do 74,7% w IV kw. 2020) oraz średni udział w obrocie apteki (z 60,4% w IV kw. 2019 do 61,9% w IV kw. 2020). Na wzrost przychodów ze sprzedaży z podstawowej działalności, znaczący wpływ miał dalszy wzrost liczby aptek uczestniczących w programach Partner+, Partner oraz IPRA, które wzrosły z 2275 na koniec 2019 roku do 2842 na koniec IV kw. 2020 roku (+ 24,9%).

Uważamy, że Zarząd Neuki realizuje dobrą strategię rozwoju segmentów dla pacjenta oraz badań klinicznych, które poza core businesssem mogą być motorem napędowym wyników w kolejnych latach. Wiele zależy jednak od tego jaka będzie rzeczywistość gospodarcza na świecie po pandemii, a szczególnie ważne dla Spółki będzie tempo rozwoju badań klinicznych.

Podnosimy naszą wycenę do 676 zł, ponieważ uważamy, że przed Neuką jest więcej szans niż zagrożeń. Dotychczasowe działania zarządu pokazują, że Spółka konsekwentnie rozwija się w szybko zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej.

[mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	9 254	9 294	8 998	9 125	9 239	9 342
EBITDA	277,3	266,6	258,5	263,1	270,0	273,5
marża EBITDA	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
EBIT	212,7	204,5	193,5	195,5	200,3	202,0
Wynik netto	143,7	152,8	142,1	141,9	147,5	148,1
Kapitał własny	776,8	890,6	972,1	1 058,7	1 143,2	1 220,7
Dług netto	384,0	136,9	182,2	98,1	50,6	35,6
P/E	21,8	20,5	22,0	22,0	21,2	21,1
P/BV	4,0	3,5	3,2	3,0	2,7	2,6
EV/EBITDA	12,7	12,2	12,8	12,3	11,8	11,6
DY	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,1%	2,3%
DY skorygowane	1,8%	3,3%	3,5%	3,7%	3,9%	4,1%

# NEUCA S.A.

## Aktualizacja Raportu Analitycznego

### Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLÝWAJĄCE NA WYCENĘ .....	3
2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH .....	3
3. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE .....	7
4. PROGNOZY FINANSOWE .....	14
5. ESG .....	16
6. CZYNNIKI RYZYKA .....	17

# GRUPA NEUCA

*Wykorzystany plik graficzny pochodzi od Spółki.*

*Niniejszy raport analityczny został opracowany na zlecenie GPW w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego i jest przeznaczony do publicznej wiadomości dla nieoznaczonego adresata. Udostępnia się go odbiorcom poprzez publikację na stronie internetowej Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.: [www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl) oraz na stronie internetowej GPW: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl). Dodatkowo materiały te rozpowszechnia się za pośrednictwem środków komunikacji elektronicznej (adres e-mail) pod warunkiem uzyskania uprzedniej zgody odbiorcy.*

## 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ

- ✚ Zaprezentowanie dobrych wyników za 2020 rok. Neuca utrzymała pozycję lidera rynku hurtu aptecznego, osiągając w nim 32,1 %, oraz lidera satysfakcji klienta wg. danych IQVIA.
- ✚ Zwiększenie przychodów ze sprzedaży w 2020 roku o 11,9 % w ujęciu r/r.
- ✚ Utrzymanie wyższego tempa wzrostu biznesu Grupy powyżej dynamiki rozwoju rynku hurtu aptecznego.
- ✚ Zawarcie przedwstępnej warunkowej umowy zakupu 32,82 % akcji spółki Pomerania Investment, która jest jedynym akcjonariuszem Towarzystwa Ubezpieczeń Zdrowie. Umowa warunkowa została poprzedzona umowami nabycia 17,38 % akcji spółki Pomerania, co oznacza, że cała transakcja zakłada objęcie przez Neucę 50,2 % akcji.
- ✚ Rekomendowana dywidenda z zysku za 2020 rok w wysokości 10 zł na akcje, czyli o 15,6% więcej niż przed rokiem. Spółka zaktualizowała również program skupu akcji własnych. W ramach realizacji Programu Skupu Spółka może nabyć akcje stanowiące łącznie nie więcej niż 5% kapitału zakładowego Spółki w wysokości ustalonej na ostatni dzień Programu. Wysokość środków przeznaczona na sfinansowanie Programu Skupu została określona na maksymalnie 90.000.000 zł. Cena minimalna, za którą Spółka będzie nabywać własne akcje wyniesie 1 zł za każdą akcją (wartość równa wartości nominalnej akcji), a cena maksymalna za akcje nabywane na rynku regulowanym została przyjęta na poziomie 900,00 zł.
- ✚ Sieć ośrodków badań klinicznych w Europie Pratia, należąca do Grupy Neuca, zainwestowała w bułgarską sieć Clinical Research Union, największą sieć ośrodków badawczych w Bułgarii. Jest to szósty kraj, w którym zainwestowała Pratia w okresie czerwiec 2020 - luty 2021, zapewniając sobie obecność w ponad 90 ośrodkach badawczych.
- ✚ Zbudowanie oraz rozpoczęcie wdrażania platformy technologicznej (Hyggio), umożliwiającej zarówno cyfryzację badania pacjenta jak i zarządzanie siecią ośrodków.



## 2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Neuca doskonale dostosowuje strategię do zmieniającego się otoczenia. Zakładamy, że wraz z ciągle rosnącymi współczynnikami zadowolenia klientów (wzrost Net Promotor Score z 34 do 62 pkt. r/r) oraz lepszym od konkurentów odpowiadaniem na ich potrzeby, Neuca dalej będzie zwiększała swój udział w rynku farmaceutycznym, co przełoży się również na dalszy wzrost sprzedaży marek własnych (Apteo, Genoptim, Cera+, Kic Kic). Uważamy, że Neuca ma obecnie niewielki potencjał do redukcji kosztów. Zakładamy, że w 2021 roku wraz z ustępowaniem pandemii, następować będzie powolny powrót pacjentów do przychodni. Taki rozwój wypadków powinien mieć pozytywne odzwierciedlenie w przyszłorocznym wyniku tego segmentu. Za główny katalizator wzrostu w dłuższym terminie uważamy segment badań klinicznych jako efekt przeprowadzonych akwizycji na rynku europejskim i zdobyciu przez Spółkę silnej pozycji.

Poniżej przedstawiamy wyniki za 2020 rok w porównaniu do analogicznego okresu 2019 roku oraz zmiany naszych prognoz na 2021 rok.

#### Neuca - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019 vs 2020			2021P		
			Różnica	Nowe	Stare	Zmiana
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>8 278,7</b>	<b>9 254,0</b>	<b>12%</b>	<b>9 294,5</b>	<b>8 620,0</b>	<b>8%</b>
Przychody ze sprzedaży	8 278,7	9 254,0	12%	9 294,5	8 620,0	8%
<b>KOSZTY SPRZEDANYCH PRODUKTÓW</b>	<b>7 443,7</b>	<b>8 272,8</b>	<b>11%</b>	<b>8 272,8</b>	<b>7 733,9</b>	<b>7%</b>
Amortyzacja	55,6	64,6	16%	62,1	58,0	7%
Koszty sprzedaży	467,4	524,5	12%	529,8	493,9	7%
Koszt ogólnego zarządu	182,3	205,6	13%	223,1	206,8	8%
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>185,3</b>	<b>251,1</b>	<b>36%</b>	<b>232,4</b>	<b>185,3</b>	<b>25%</b>
EBIT	157,2	212,7	35%	204,5	158,7	29%
EBITDA	212,8	277,3	30%	266,6	216,7	23%
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>117,8</b>	<b>143,7</b>	<b>22%</b>	<b>152,8</b>	<b>119,4</b>	<b>28%</b>

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Notowania 07.04

702

Metoda wyceny	TP (PLN)	Potencjał wzrostu (%)	Waga (%)
DCF	728	50%	50%
Mnożnikowa	581	50%	50%
Średnia	<b>655</b>		
Potencjał wzrostowy	-7%		

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Poprzednia wycena	Stary TP (PLN)	Zmiana
DCF	670	9%
Mnożnikowa	588	-1%
Średnia	<b>629</b>	4%

## WYCENA

Wartość akcji Neuca S.A., dokonaną na podstawie wyceny DCF, szacujemy na 728 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 581 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	581
Wycena DCF	50%	728
Cena wynikowa		655
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>676</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Neuca S.A. odnieśliśmy do wybranej grupy porównawczej spółek notowanych na różnych rynkach o podobnym profilu działalności. Po kilku latach rozwijania segmentów biznesu badań klinicznych oraz pacjenckiego, w tym również przez akwizycje, spółka osiągnęła skalę, która pozwala na zwiększanie przychodów, przy stabilnych kosztach. Zgodnie z deklaracjami zarządu 10% przychodów spółki pochodzące z tych segmentów generuje adekwatnie 10% kosztów. Strategia określająca takie proporcje ma zostać utrzymana przez najbliższe lata. W związku z powyższym nasza wycena porównawcza również będzie to odzwierciedlać.

Dla spółek z segmentu dystrybucja farmaceutyków przypisaliśmy wagę 90%, i odpowiednio wagę 10% dla firm prowadzących badania kliniczne.

### Wycena porównawcza segmentu hurtu aptecznego

Dystrybutorzy farmaceutyków	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ORIOIA CORP - A S	Finlandia	21,9	18,6	16,8	2,2	2,1	2,0	7,1	6,6	6,2
UDG HEALTHCARE PLC	Irlandia	21,3	19,7	18,0	2,8	2,6	2,5	12,7	11,6	10,6
MCKESSON CORP	Stany Zjednoczone	11,2	10,3	9,7	8,4	5,6	5,1	8,4	7,9	7,8
CARDINAL HEALTH INC	Stany Zjednoczone	10,1	9,7	9,2	7,3	5,7	4,5	7,2	6,8	6,5
AMERISOURCEBERGEN CORP	Stany Zjednoczone	13,6	12,0	11,1	36,2	11,8	7,9	8,5	7,4	7,2
CORPORATIVO FRAGUA SAB DE CV	Meksyk	11,1	9,4	-	1,6	1,4	-	5,8	5,5	-
VIFOR PHARMA AG	Szwajcaria	28,2	23,0	19,2	2,3	2,1	2,0	14,4	12,6	11,0
EBOS GROUP LTD	Nowa Zelandia	23,8	22,2	20,5	3,2	3,0	2,9	13,8	13,3	12,6
RAIA DROGASIL SA	Brazylia	48,4	37,7	29,1	8,1	7,3	6,0	24,8	20,2	16,1
AUSTRALIAN PHARMA INDUS LTD	Australia	15,6	13,4	12,6	1,4	1,3	1,3	6,1	5,7	5,2
<b>Mediana</b>		<b>18,4</b>	<b>16,0</b>	<b>16,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>
NEUCA SA	Polska	20,5	22,0	22,0	3,6	3,3	3,0	12,2	12,8	12,3
premia (dyskonto)		11%	38%	31%	19%	15%	4%	45%	68%	56%
Implikowana wycena (w mln zł)		2 816,3	2 269,6	2 391,2	2 630,5	2 717,6	3 014,7	2 152,6	1 864,3	1 998,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza segmentu badań klinicznych

Firmy prowadzące badania kliniczne	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
ICON PLC	Irlandia	24,0	21,8	19,6	4,8	4,3	4,0	16,6	14,7	13,4
SYNEOS HEALTH INC	Stany Zjednoczone	18,1	15,7	13,8	2,4	2,1	1,9	13,9	12,7	11,4
PRA HEALTH SCIENCES INC	Stany Zjednoczone	26,6	23,8	21,7	6,5	5,5	4,9	18,5	16,5	15,1
MEDPACE HOLDINGS INC	Stany Zjednoczone	38,0	33,3	29,6	6,9	6,6	6,2	26,3	21,8	19,7
<b>Mediana</b>		<b>25,3</b>	<b>22,8</b>	<b>20,7</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>17,5</b>	<b>15,6</b>	<b>14,2</b>
NEUCA SA	Polska	20,5	22,0	22,0	3,6	3,3	3,0	12,2	12,8	12,3
premia (dyskonto)		-19%	-3%	7%	-37%	-34%	-33%	-30%	-18%	-14%
Implikowana wycena (w mln zł)		3 869,9	3 240,0	2 935,3	4 964,2	4 703,1	4 673,8	4 482,3	3 815,8	3 633,2

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,58 (co wynika z oszacowania Beta indeksu mWIG40 względem indeksu WIG).
- ✚ Premia za ryzyko: 5,5%.
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 0,22% (co odpowiada WIBOR3M).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika z analizy regresji).
- ✚ W związku z tym, że spółka zamierza uzyskiwać 10% przychodów z segmentu usług dla pacjentów, taka struktura została uwzględniona w wycenie DCF od 2021 r. - założona stopa wzrostu dla tego segmentu po okresie szczegółowej prognozy wynosi 5%.

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>9 254,0</b>	<b>9 294,5</b>	<b>8 998,2</b>	<b>9 125,3</b>	<b>9 238,7</b>	<b>9 341,8</b>	<b>9 436,9</b>	<b>9 525,6</b>	<b>9 608,9</b>	<b>9 687,9</b>	<b>9 763,1</b>	<b>9 842,5</b>
segment hurtu aptecznego	9 082,5	8 473,1	8 584,0	8 676,7	8 756,2	8 826,0	8 888,0	8 943,9	8 994,8	9 041,4	9 084,5	9 130,0
segment pacjenta	349,8	378,8	414,2	448,6	482,5	515,9	548,9	581,6	614,1	646,4	678,6	712,5
<b>EBITDA</b>	<b>277,3</b>	<b>266,6</b>	<b>258,5</b>	<b>263,1</b>	<b>270,0</b>	<b>273,5</b>	<b>277,6</b>	<b>281,6</b>	<b>284,8</b>	<b>288,1</b>	<b>291,2</b>	<b>281,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>212,7</b>	<b>204,5</b>	<b>193,5</b>	<b>195,5</b>	<b>200,3</b>	<b>202,0</b>	<b>204,3</b>	<b>206,9</b>	<b>208,8</b>	<b>210,8</b>	<b>212,7</b>	<b>213,8</b>
Stopa podatkowa	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<b>NOPLAT</b>	<b>163,7</b>	<b>157,5</b>	<b>149,0</b>	<b>150,6</b>	<b>154,3</b>	<b>155,5</b>	<b>157,3</b>	<b>159,3</b>	<b>160,7</b>	<b>162,3</b>	<b>163,8</b>	<b>164,6</b>
Amortyzacja	64,6	62,1	65,0	67,5	69,7	71,6	73,2	74,7	76,1	77,3	78,5	78,5
CAPEX	146,9	157,9	120,0	90,3	90,9	90,3	89,8	90,3	90,6	91,2	72,8	78,5
Inwestycje w kapitał obrotowy	73,64	45,62	2,16	1,88	1,68	1,52	1,40	1,31	1,23	1,17	1,11	1,11
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>7,8</b>	<b>16,0</b>	<b>91,8</b>	<b>126,0</b>	<b>131,4</b>	<b>135,2</b>	<b>139,3</b>	<b>142,5</b>	<b>145,0</b>	<b>147,3</b>	<b>168,4</b>	<b>163,5</b>
Współczynnik dyskontujący	0,97	0,93	0,88	0,84	0,81	0,78	0,74	0,71	0,68	0,65	0,65	0,63
<b>DFCF</b>	<b>7,6</b>	<b>14,9</b>	<b>81,1</b>	<b>106,4</b>	<b>106,4</b>	<b>104,9</b>	<b>103,6</b>	<b>101,5</b>	<b>99,0</b>	<b>96,4</b>	<b>110,2</b>	<b>102,7</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%										
Stopa wzrostu po okresie prognozy dla segm. kliencki		5,0%										
Wartość rezydualna (TV)		4 291,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		2 694,0										
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>3 626,0</b>										
Dług netto/(gotówka netto)		384,0										
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>3 242,0</b>										
Ilość akcji [w mln]		4,45										
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>728</b>										
Przychody zmiana r/r	0,4%	-3,2%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
EBIT zmiana r/r	-3,8%	-5,4%	1,1%	2,5%	0,8%	1,2%	1,2%	0,9%	1,0%	0,9%	0,9%	0,5%
FCF zmiana r/r	105,1%	472,9%	37,2%	4,3%	2,9%	3,0%	2,2%	1,8%	1,6%	14,3%	-2,9%	
Marża EBITDA	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%
Marża EBIT	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Marża NOPLAT	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
CAPEX/Przychody	1,6%	1,7%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
CAPEX/Amortyzacja	227,3%	254,4%	184,5%	133,6%	130,4%	126,2%	122,7%	120,8%	119,1%	117,9%	117,9%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego	73,64	45,62	2,16	1,88	1,68	1,52	1,40	1,31	1,23	1,17	1,11	1,11
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		13,1										
P/E ('20) dla wyceny DCF		22,6										
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		74,3%										

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
Stopa wolna od ryzyka	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Beta (zlewarowana)	0,76	0,83	1,07	0,84	0,71	0,73	0,70	0,69	0,70	0,69	0,69
Koszt kapitału własnego	4,4%	4,8%	6,1%	4,8%	4,1%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Udział kapitału własnego	24,8%	25,8%	27,5%	28,8%	29,8%	30,8%	31,7%	32,3%	32,9%	33,4%	32,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	75,2%	74,2%	72,5%	71,2%	70,2%	69,2%	68,3%	67,7%	67,1%	66,6%	67,1%
<b>WACC</b>	<b>4,44%</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,91%</b>	<b>4,57%</b>	<b>4,35%</b>	<b>4,39%</b>	<b>4,33%</b>	<b>4,32%</b>	<b>4,32%</b>	<b>4,31%</b>	<b>4,31%</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

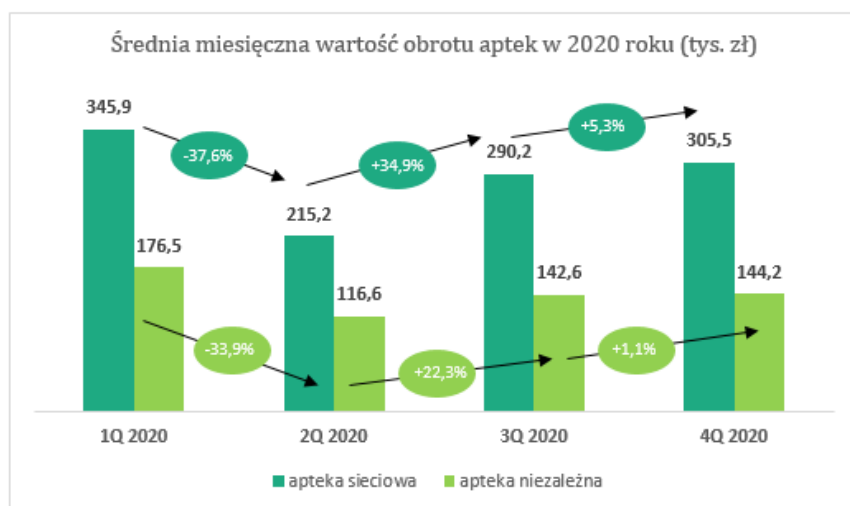
		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy									
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	537	546	556	566	577	638	716	819	963	
	0,75%	565	576	586	598	609	677	766	884	1 053	
	0,50%	596	608	620	632	645	721	821	959	1 158	
	0,25%	630	643	656	670	685	770	885	1 045	1 284	
	0,00%	667	681	696	711	728	825	956	1 145	1 437	
	-0,25%	707	723	740	757	776	886	1 039	1 263	1 627	
	-0,50%	752	770	789	808	829	956	1 134	1 406	1 868	
	-0,75%	801	822	843	865	889	1 035	1 247	1 580	2 184	
	-1,00%	856	879	904	929	957	1 127	1 380	1 798	2 617	

Źródło: DM Banku BPS S.A.

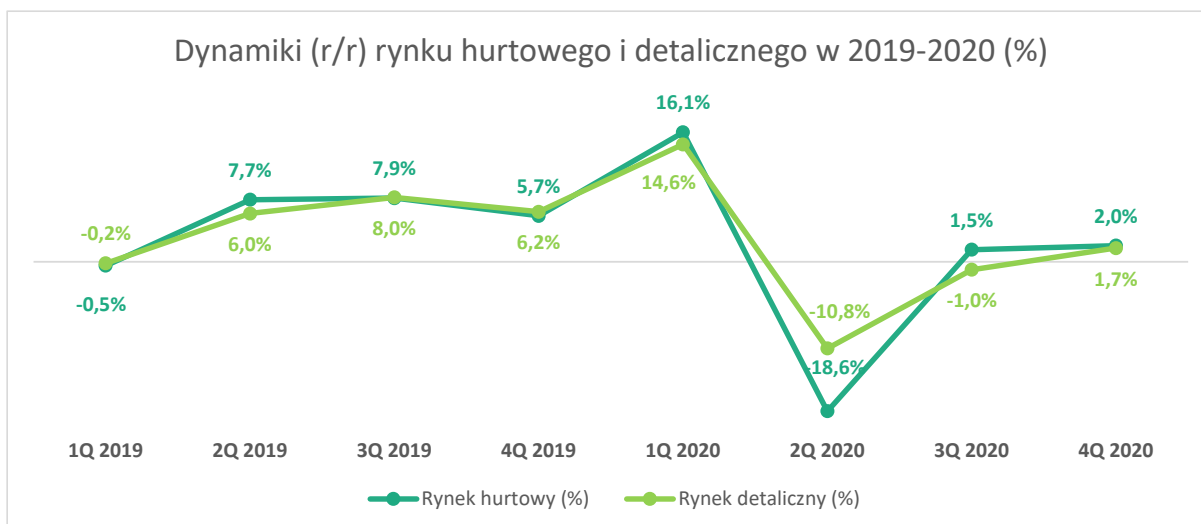
### 3. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE

#### Segment hurtu aptecznego

Mimo że wyniki Neuki tego nie odzwierciedlają, rynek apteczny zmienił się diametralnie na przestrzeni ubiegłego roku. Od wybuchu pandemii w Polsce, wśród pierwszych obostrzeń znalazło się m.in. wprowadzenie teleporad, w zastępstwie tradycyjnych wizyt w gabinetach lekarskich. Restrykcje odbiły się negatywnie na obrotach aptek, zwłaszcza tych znajdujących się w przychodniach, w których liczba pacjentów w największym stopniu uzależniona jest od wizyt w placówkach POZ. W marcu ubiegłego roku, czyli w pierwszym miesiącu pandemii, gdy pacjenci szturmowali apteki, ich obroty wzrosły o 39,7 % względem analogicznego okresu w 2019 roku, natomiast już w kwietniu 2020 roku obrót statystycznej apteki wyniósł o 2,4 % mniej w stosunku r/r, pozostałe miesiące wyglądały niewiele lepiej. W rezultacie w 2020 roku rynek apteczny wzrósł z 7,95 do 8,11 mld zł. (2% w ujęciu r/r), natomiast średnia miesięczna wartość obrotów spadła do 305,5 tys. zł. w przypadku apteki sieciowej oraz do 144,2 tys. zł. w przypadku apteki niezależnej.

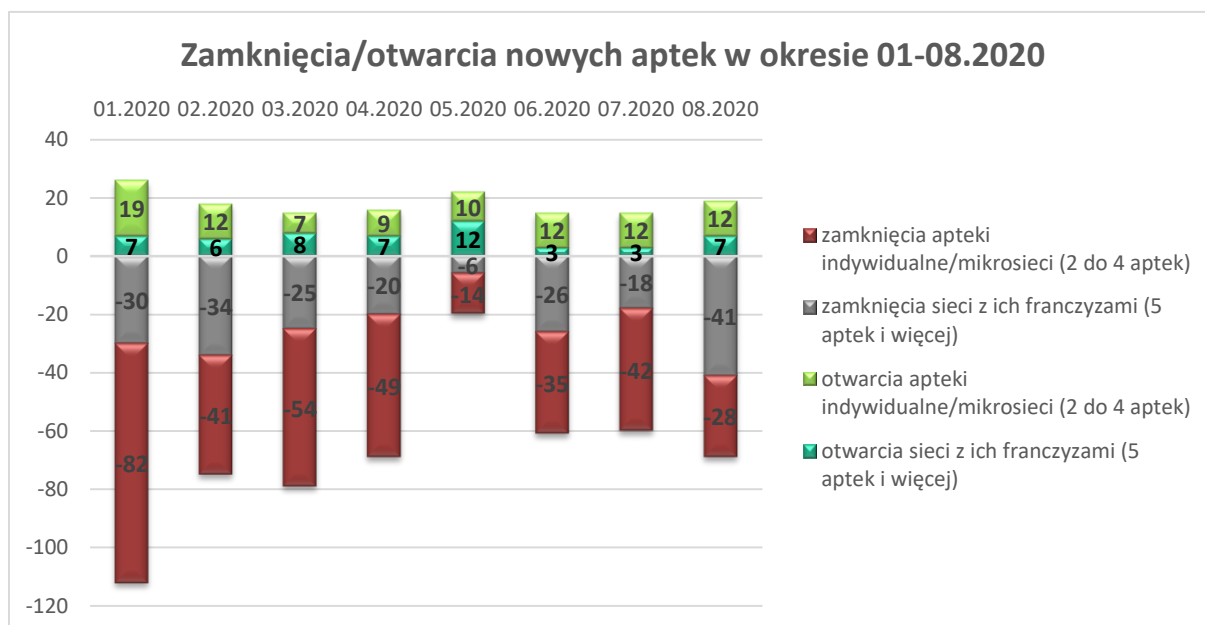


Źródło: Spółka



Źródło: Spółka

W konsekwencji zachodzących zmian apteki wciąż znikają z rynku i to wtedy, gdy są najbardziej potrzebne. Polski rynek aptek skurczył się do poziomu z 2011 roku w czasie pandemii i w przeddzień wprowadzenia do aptek opieki farmaceutycznej i usług dla pacjentów, którego ideą jest wzrost roli apteki i zapotrzebowania na jej usługi. Jednym z deklarowanych celów wprowadzenia „Apteki dla aptekarza” miało być zwiększenie dostępności do aptek. Osiągnięto jednak cel odwrotny do zamierzonego. W Polsce panuje jeden z najostrożniejszych i najbardziej przeregulowanych w Europie systemów zamkniętych, w którym łącznie obowiązują restrykcyjne ograniczenia właścicielskie, ilościowe, geograficzne i demograficzne oraz bezwzględny zakaz reklamy aptek i punktów aptecznych.

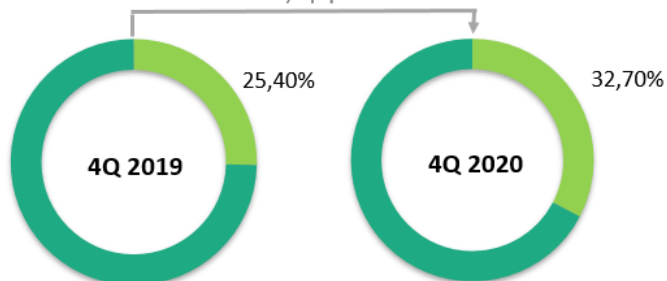


Źródło: Opracowanie DM BPS S.A. na podstawie Monitor Zdrowotny 09/2020



Mimo tej tendencji Neuca zanotowała dalszy wzrost liczby aptek uczestniczących w programach Partner+, Partner oraz IPRA, które wzrosły z 2275 na koniec 2019 roku do 2842 na koniec IV kw. 2020 roku (+ 24,9%).

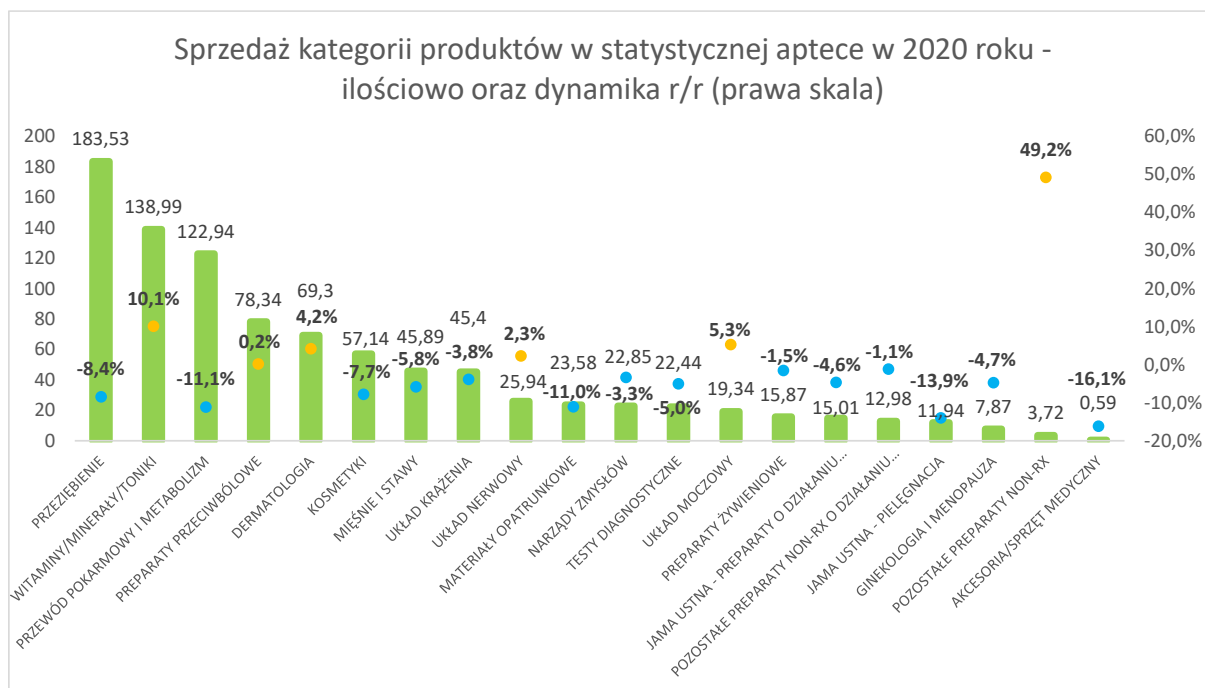
Odsetek aptek niezależnych w programach Partner+, Partner, IPRA  
+ 7,3 p.p.



Źródło: Opracowanie DM BPS S.A. na podstawie danych Spółki

Przyglądając się szczegółowo tendencjom jakie zachodziły w ubiegłym roku na podstawie podsumowania IQVIA można zauważyć, że w 2020 r. mieliśmy do czynienia ze spadkiem konsumpcji leków (oprócz produktów bez recepty), a także ze wzrostem cen w przypadkach Rx refundowanych i nier refundowanych. Średnia cena detaliczna za opakowanie Rx ref wyniosła 28,3 zł, Rx nieref - 29,8 zł, a produktów bez recepty - 15,9 zł. Największe wartościowo wzrosty rok do roku wśród produktów bez recepty odnotowano w przypadku pulsoksymetrów (2384 %) i termometrów (312 %), które w czasie pandemii są niezbędnymi narzędziami do monitorowania stanu naszego zdrowia.

Liczba pacjentów odwiedzających lekarzy spadła o 6 % , w tym nowych pacjentów aż o 30 %. Było to spowodowane przede wszystkim ograniczonym dostępem do lekarzy, a także brakiem sezonu grypowego pod koniec 2020 roku. Największe spadki w porównaniu do 2019 roku dotyczą pacjentów z infekcjami, alergiami czy chorobami mięśni i stawów. Największe wzrosty dotyczyły zaś leczenia pacjentów z depresją, padaczką i schizofrenią. Efekt jest taki, że liczba wystawionych recept w 2020 r. była mniejsza (o 8 %) niż w 2019 r.: w przypadku chorób zakaźnych ich liczba zmniejszyła się (o 30,8 %). Mniej recept wystawili też pediatrzy (o 30,1 %) i laryngolodzy (o 27,6 %). Najmniejsze minimalne spadki w ilości recept lub ich małe wzrosty miały miejsce dla recept wystawianych przez psychiatrów (+3 %), onkologów (-4,7 %) i lekarzy medycyny rodzinnej (-6,9 %). Poniżej przedstawiony wykres pokazuje, jakie to miało przełożenie na sprzedaż poszczególnych kategorii produktów w aptekach.

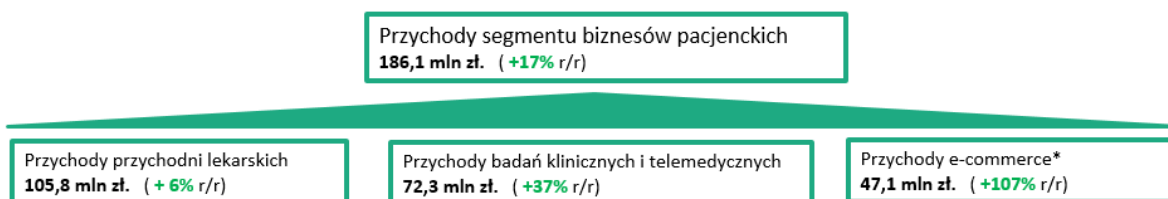


Źródło: Monitor Zdrowotny 01/2021

Część klientów przekonała się do udogodnień w postaci telefonicznego kontaktu z lekarzem oraz zamawianiu leków online. Również tą szansę Neuca wykorzystała, wzmacniając segment e-commerce. Wyniki sprzedażowe Ortopedio.pl i Apteline.pl wzrosły w III kw. o 86% w stosunku do roku poprzedniego.

## Segment badań klinicznych

W ubiegłym roku Neuca odnotowała skokowy wzrost w obszarze badań klinicznych i e-commerce.



źródło: Spółka, \* wyniki sprzedażowe Ortopedio.pl i Apteline.pl są uwzględniane w wynikach hurtu aptecznego

Działalność Neuki w obszarze badań klinicznych koncentruje się na dwóch pionach. Pierwszym jest SMO (Site Management Organisation tzn. zarządzanie ośrodkami badawczymi), pod marką Pratia. Drugim pionem w ramach badań klinicznych w Grupie Neuca jest CRO (Contract Research Organisation tzn. wykonywanie badań klinicznych leków na zlecenie). Ten obszar realizowany jest przez Clinscience i przejęty w Hiszpanii Exuperior.

## SMO (Pratia)



## CRO (Clinscience)



Źródło : Prezentacja spółki

Neuca ma ambicje na zbudowanie największej europejskiej sieci badań klinicznych. Jest to obszar biznesowy, który naszym zdaniem ma największy potencjał do wzrostu przychodów oraz do generowania ponadprzeciętnych marż. Po inwestycjach w Niemczech i na Ukrainie, Neuca w ubiegłym roku poprzez spółkę zależną Clinscience, zwiększyła swój zasięg w obszarze CRO o Hiszpanię. Przejęty Experior działa także we Włoszech, Francji, Wielkiej Brytanii oraz krajach Beneluxu. Spółka specjalizuje się w onkologii, neurologii, chorobach zakaźnych oraz autoimmunologicznych. Uważamy, że Experior i Clinscience dobrze uzupełniają się w ujęciu kompetencyjnym oraz zasięgu geograficznym. Neuca realizuje w ten sposób swoją długoterminową strategię rozwoju w tym obszarze, która zakłada międzynarodową obecność oraz zwiększanie kompetencji i możliwości prowadzenia coraz większych projektów, co w naszej ocenie jest kluczowe dla pozyskiwania kontraktów od dużych koncernów farmaceutycznych.



Źródło: Spółka

Poniżej przedstawiamy, schemat współzależności na rynku badań klinicznych.



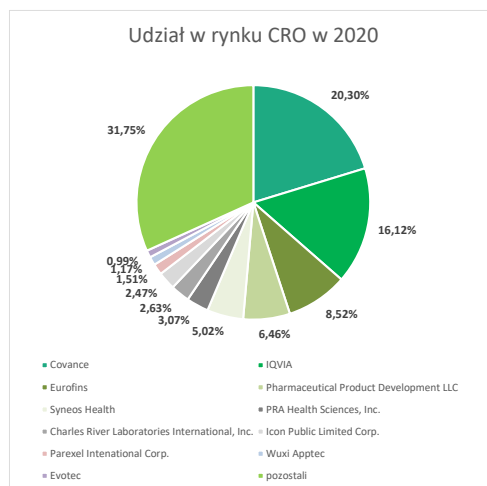
*Źródło: opracowanie DM Banku BPS S.A.*

Według raportu Fortune Business Insights, wartość światowego rynku CRO w 2018 roku wyniosła 38,4 mld USD. Ten rynek rosnąc w średniorocznym tempie 9,9% w 2026 roku powinien osiągnąć 90,9 mld USD. W 2020 roku jego wartość szacujemy na ok. 67 mld. Rynek pozostaje dość rozdrobniony, jednak dziewięciu największych graczy posiada około 70% światowego rynku a kilkuset mniejszych graczy stanowi jego pozostałą część. Rynek przeszedł okres intensywnej konsolidacji w ciągu ostatniej dekady w wyniku wielu przełomowych fuzji. Konsolidację zapoczątkowały duże koncerny farmaceutyczne chcąc współpracować z mniejszą liczbą kompleksowych dostawców usług.

Poniższe wykresy przedstawiają aktualną strukturę rynku.

	Przychody 2020 (mln zł.)	marża EBIT
Covance	52 209,71	17,45%
IQVIA	42 425,06	20,95%
Eurofins	24 635,77	14,81%
Pharmaceutical Product Development LLC	17 477,93	10,85%
Syneos Health	16 432,24	6,66%
PRA Health Sciences, Inc.	11 876,03	10,31%
Charles River Laboratories International, Inc.	10 830,34	14,93%
Icon Public Limited Corp.	10 456,88	13,98%
Parexel International Corp.	8 216,12	9,14%
Wuxi Apptec	7 411,44	19,38%
Evotec	2 326,26	9,51%

Źródło: raporty finansowe spółek, szacunki DM Banku BPS S.A.



Źródło: szacunki DM Banku BPS S.A.



Źródło: [clearwaterinternational.com](http://clearwaterinternational.com)

## 4. PROGNOZY FINANSOWE

### Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w mln zł)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>9 254,0</b>	<b>9 294,5</b>	<b>8 998,2</b>	<b>9 125,3</b>	<b>9 238,7</b>	<b>9 341,8</b>	<b>9 436,9</b>	<b>9 525,6</b>	<b>9 608,9</b>	<b>9 687,9</b>	<b>9 763,1</b>
Przychody ze sprzedaży produktów	9 254,0	8 851,9	8 998,2	9 125,3	9 238,7	9 341,8	9 436,9	9 525,6	9 608,9	9 687,9	9 763,1
hurt apteczny	9 082,5	8 473,1	8 584,0	8 676,7	8 756,2	8 826,0	8 888,0	8 943,9	8 994,8	9 041,4	9 084,5
marki własne	163,9	161,0	166,2	170,5	174,3	177,6	180,5	183,1	185,5	187,7	189,7
przychodnie, badania kliniczne i teledm.	185,9	217,9	248,0	278,1	308,2	338,3	368,4	398,5	428,6	458,8	488,9
Koszt sprzedanych produktów	8 272,8	8 309,3	8 044,4	8 158,0	8 259,4	8 351,6	8 436,6	8 515,9	8 590,4	8 661,0	8 728,2
<b>WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>981,2</b>	<b>985,2</b>	<b>953,8</b>	<b>967,3</b>	<b>979,3</b>	<b>990,2</b>	<b>1 000,3</b>	<b>1 009,7</b>	<b>1 018,5</b>	<b>1 026,9</b>	<b>1 034,9</b>
Koszty sprzedaży	524,5	529,8	512,9	520,1	526,6	532,5	537,9	543,0	547,7	552,2	556,5
Koszty ogólnego zarządu	205,6	223,1	216,0	219,0	221,7	224,2	226,5	228,6	230,6	232,5	234,3
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>251,1</b>	<b>232,4</b>	<b>225,0</b>	<b>228,1</b>	<b>231,0</b>	<b>233,5</b>	<b>235,9</b>	<b>238,1</b>	<b>240,2</b>	<b>242,2</b>	<b>244,1</b>
Pozostałe przychody operacyjne	13,0	9,9	10,1	11,0	10,3	10,5	10,6	10,5	10,5	10,5	10,5
Pozostałe koszty operacyjne	51,5	37,7	41,6	43,6	41,0	42,0	42,2	41,7	42,0	42,0	41,9
<b>EBIT</b>	<b>212,7</b>	<b>204,5</b>	<b>193,5</b>	<b>195,5</b>	<b>200,3</b>	<b>202,0</b>	<b>204,3</b>	<b>206,9</b>	<b>208,8</b>	<b>210,8</b>	<b>212,7</b>
Amortyzacja	64,6	62,1	65,0	67,5	69,7	71,6	73,2	74,7	76,1	77,3	78,5
<b>EBITDA</b>	<b>277,3</b>	<b>266,6</b>	<b>258,5</b>	<b>263,1</b>	<b>270,0</b>	<b>273,5</b>	<b>277,6</b>	<b>281,6</b>	<b>284,8</b>	<b>288,1</b>	<b>291,2</b>
Przychody finansowe	12,1	13,2	13,0	12,8	13,0	12,9	12,9	13,0	12,9	12,9	12,9
Koszty finansowe	28,5	17,8	20,3	22,2	20,1	20,9	21,1	20,7	20,9	20,9	20,8
Udział w wyniku metodą praw własności	-2,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
<b>WYNIK BRUTTO</b>	<b>194,0</b>	<b>198,5</b>	<b>184,5</b>	<b>184,3</b>	<b>191,6</b>	<b>192,4</b>	<b>194,5</b>	<b>197,5</b>	<b>199,1</b>	<b>201,1</b>	<b>203,1</b>
Podatek dochodowy	50,3	45,7	42,4	42,4	44,1	44,2	44,7	45,4	45,8	46,3	46,7
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>143,7</b>	<b>152,8</b>	<b>142,1</b>	<b>141,9</b>	<b>147,5</b>	<b>148,1</b>	<b>149,8</b>	<b>152,1</b>	<b>153,3</b>	<b>154,9</b>	<b>156,4</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.



## 5. ESG

Neuca awansując po sesji 20 marca 2020 do indeksu mWIG40 dołączyła do grona spółek, które obejmuje publikowany od 3 września 2019 indeks WIG-ESG. W związku z tym, że kryteria ESG (Environmental, Social, Governance) są dla inwestorów z roku na rok coraz ważniejsze w procesie podejmowania decyzji, przeanalizowaliśmy, jak spółka aktualnie podchodzi do elementów środowiskowych, społecznych oraz kodeksu dobrych praktyk w prowadzonej działalności.

**Environmental.** Neuca od lat przywiązuje bardzo dużą uwagę do kwestii środowiskowych i przekazuje inwestorom informacje o podejmowanych działaniach, mających na celu redukcję szkodliwego wpływu na środowisko prowadzonej działalności. Dane dotyczące zużycia energii, wody, odpadów oraz emisji CO<sub>2</sub> są publikowane na stronie internetowej spółki.

W ubiegłym roku Neuca rozpoczęła działania zmierzające do ograniczenia negatywnego wpływu Spółki na środowisko naturalne i optymalne wykorzystanie zasobów, rozpoczynając pracę nad strategią działań w tym obszarze. Spółka podjęła działania mające na celu zbadania źródeł i najważniejszych czynników wpływających na emisję do środowiska aby podjąć efektywne działania zmierzające do ograniczenia i zmniejszenia śladu węglowego Grupy. Spółka opracowała raporty z emisji gazów cieplarnianych za 2019 oraz 2020 rok, na bazie których przygotowuje działania skutecznie ograniczające wpływ na środowisko naturalne.

Neuca pracuje również nad kompleksową strategią CSR (Corporate Social Responsibility) obejmującą zarówno strefę zdrowia, strefę środowiska, jak i odpowiedzialne prowadzenie biznesu rozumiane jako harmonijne łączenie zaangażowania pracowników z kulturą różnorodności i standardami etycznymi.

**Social.** Działalność społeczna jest z założenia wpisana w misję spółki operującej na rynku ochrony zdrowia. Poza podstawową działalnością, Neuca angażuje się w edukację prozdrowotną, promocję zdrowego trybu życia i sportu oraz współfinansowanie dostępu do różnych form terapii i rehabilitacji. Spółka działa również charytatywnie prowadząc poprzez fundację Neuca dla Zdrowia wspólnie ze studentami wydziału lekarskiego i pielęgniarskiego z Międzynarodowego Stowarzyszenia Studentów Medycyny przychodnie dla ubogich i bezdomnych „Otwarte Drzwi” w Bydgoszczy oraz Toruniu.

**Governance.** Neuca od początku notowania na giełdzie, przyjęła do stosowania zasady ładu korporacyjnego zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. Przejawia się to doskonałą komunikacją z inwestorami, zarówno dotyczącą bieżącej działalności, jak również informacji o stosowanych standardach komunikacji marketingowej oraz wdrażanych programach rozwoju pracowników.



## 6. CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko ciągłości dostaw i zapewnienia dostępności leków

Ryzyko utrzymania dostępności najbardziej poszukiwanych leków przeciwprzebiegniowych i wzmacniających odporność oraz ciągłości realizowanych dostaw w warunkach zwiększonych zamówień.

### Ryzyko utrzymania ciągłości działania magazynów

Ryzyko utrzymania ciągłości działania magazynów centralnych oraz lokalnych, transportu kolejowego i lokalnego między magazynami oraz dostępności obiektów biurowych na wypadek wystąpienia ryzyka kwarantanny osób pracujących w danej lokalizacji. Ryzyko wystąpienia braków środków ochronnych i zapobiegawczych oraz braku stosowania przez pracowników rygorów stałej dezynfekcji miejsc najbardziej narażonych na przenoszenie wirusa.

### Ryzyko operacyjne

Ryzyko związane z komunikacją pracowników biurowych, obszarów sprzedaży oraz wsparcia po przejściu w system pracy zdalnej tzw. home office.

### Ryzyko okresowych braków kadrowych

Ryzyko okresowych braków kadrowych spowodowanych możliwością zarażenia pracowników Spółki koronawirusem lub objęcia ich kwarantanną.

### Ryzyko konkurencji

Konkurencja na rynku hurtu aptecznego w Polsce może spowodować spadek średnich realizowanych marż, co może negatywnie oddziaływać na wyniki finansowe Grupy Neuca S.A.

### Ryzyko makroekonomiczne

Rozwój rynku farmaceutycznego może być powiązany z tempem wzrostu polskiej gospodarki tak, że obniżenie się dynamiki rozwoju gospodarczego w Polsce może spowodować spadek dynamiki sprzedaży Grupy Neuca S.A. W szczególności może to zjawisko być odczuwalne w segmencie leków sprzedawanych bez recepty (OTC), gdzie Grupa Neuca S.A. realizuje wyższe marże i w następstwie spowodować pogorszenie się wyników finansowych.

### Ryzyko płynności

Grupa Neuca S.A. finansuje w części działalność operacyjną za pomocą długu, co generuje ryzyko utraty płynności finansowej w momencie utraty lub utrudnienia finansowania kapitałem obcym. W celu zarządzania ryzykiem płynności Grupa Neuca S.A. ponosi koszt utrzymywania koniecznych rezerw finansowych oraz stale optymalizuje rotację kapitału obrotowego.

## Ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu

Zadłużenie Grupy Neuca S.A. jest w większości obsługiwane poprzez zmienne oprocentowanie według formuły opartej o stopy procentowe oraz marżę dostawcy strony finansującej. Stwarza to ryzyko zwiększenia się kosztów finansowania długiem w przypadku wzrostu stóp procentowych oraz w przypadku wzrostu marż (co może być spowodowane spadkiem apetytu na ryzyko na rynkach finansowych albo pogorszeniem się sytuacji finansowej Grupy Neuca S.A.).

## Ryzyko prawne

Otoczenie prawne ma istotny wpływ na działalność Grupy Neuca S.A. Na mocy ustawy o refundacji leków z 2011 roku zostały stopniowo ograniczone marże hurtowe na leki refundowane oraz wprowadzono nowe marże detaliczne. Dodatkowo ustawa wprowadziła całkowity zakaz stosowania wszelkich zachęt przy dystrybucji i sprzedaży leków refundowanych. W rezultacie została ograniczona istotnie rentowność Grupy Neuca S.A. Ryzyko prawne może pośrednio dotyczyć Grupy Neuca S. A. (która sama nie posiada własnych aptek) w przypadku niekorzystnych zmian w prawie dotyczącym aptek – głównych odbiorców Spółki (np. zmiany w prawie farmaceutycznym istotnie znowelizowanym w 2017 r.). Kolejne zmiany prawne w przyszłości mogą znacząco wpłynąć na funkcjonowanie Grupy.

## Ryzyko kondycji finansowej aptek

Wzrost konkurencyjności wśród aptek (w tym rosnąca liczba aptek sieciowych) oraz inne czynniki prawne i makroekonomiczne mogą niekorzystnie wpłynąć na sytuację finansową aptek niezależnych, a w rezultacie pogorszyć ich zdolność do terminowej realizacji zobowiązań. W następstwie może to spowodować pogorszenie się wyników finansowych Grupy Neuca S.A.

## Ryzyko braku dostępności leków

Ministerstwo Zdrowia prowadzi wykaz leków zagrożonych brakiem dostępności (aktualizowanym co dwa miesiące). Na liście są umieszczane farmaceutyki, których brakuje w co najmniej 5% aptek w danym województwie. Lista deficytowych leków z lipca 2019 r. jest rekordowo szeroka, gdyż znajduje się na niej 341 lekarstw (wobec 311 pozycji na koniec 2018 roku oraz 169 w lipcu 2016 r.). W przypadku wzrostu liczby leków deficytowych utrzymujących się przez dłuższy okres może to negatywnie wpłynąć na wielkość sprzedaży Grupy Neuca S.A.

## Ryzyko sądowe

Przeciwko podmiotom należącym do Grupy Neuca S.A. prowadzonych jest kilka spraw gospodarczych i cywilnych. Spółka informuje o nich w swoich raportach finansowych. Stan taki generuje dodatkowe koszty obsługi prawnej oraz absorbuje własne i zewnętrzne zasoby

organizacyjne, co obciąża Grupę Neuca S.A. jeszcze przed ostatecznym rozstrzygnięciem sprawy w sądzie.

### **Ryzyko ograniczenia listy leków refundowanych**

Większą część sprzedaży w segmencie leków dostępnych na receptę (Rx) stanowią leki refundowane w części lub w całości. W przypadku ograniczenia listy leków refundowanych lub ograniczeniu poziomu refundacji może się pojawić ryzyko częściowego ograniczenia zakupów przez pacjentów i spowodować to negatywny wpływ na dynamikę sprzedaży Grupy Neuca S.A.

### **Ryzyko walutowe**

Istotna część dystrybuowanych farmaceutyków jest produkowana za granicą. Na chwilę bieżącą Grupa Neuca S.A. posiada tak silną pozycję rynkową, że zdołała w całości przerzucić ryzyko walutowe na dostawców leków do Polski. Nie zmienia to faktu, że w przyszłości mogą ulec zmianie warunki rynkowe lub pozycja samej Grupy tak, że ta nie zdoła unikać ponoszenia ryzyka walutowego w całości.

## WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodów.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCFF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**F2P** (*ang. Free-to-Play*) – model dystrybucji gier, polegający na udostępnianiu za darmo i monetyzacji graczy za pomocą mikropłatności oraz za pomocą wyświetlanych reklam w przestrzeni gier.

**FCFF** (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**GaaS** (*ang. Games as a Service*) – Zawansowany model monetyzacji gier F2P. Gry wydane na podstawie modelu GaaS zazwyczaj otrzymują długi lub nieokreślony strumień nowych treści zarabianych w czasie, aby zachęcić graczy do kontynuowania płacenia za wsparcie gry. Często prowadzi to do tego, że gry działające w modelu GaaS nazywane są „żywymi gramami”, ponieważ stale się zmieniają wraz z tymi aktualizacjami.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**IAP** (*ang. In-App Purchases*) – metoda monetyzacji gier mobilnych za pomocą mikropłatności polegająca na sprzedaży dodatkowych funkcjonalności lub zawartości, która inaczej dostępna jest dopiero po spełnieniu określonych warunków. Ważne jest tutaj zachowanie odpowiedniego sposobu, tak aby użytkownik dokonywał tych czynności bez opuszczenia samej aplikacji mobilnej.

**NCBiR (Narodowe Centrum Badań i Rozwoju)** -polska agencja wykonawcza, powołana do realizacji zadań z zakresu polityki naukowej, naukowo-technicznej i innowacyjnej państwa. Ma siedzibę w Warszawie. Misją NCBiR jest wsparcie polskich jednostek naukowych oraz przedsiębiorstw w rozwijaniu ich zdolności do tworzenia i wykorzystywania rozwiązań opartych na wynikach badań naukowych w celu nadania impulsu rozwojowego gospodarce i z korzyścią dla społeczeństwa.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (*ang. price earnings ratio*) – wskaźnik akcji giełdowych. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TV** (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

**WZO** – Walne Zgromadzenie Obligatariuszy.

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy DM Banku BPS SA a GPW S.A w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”. Opracowanie publikowane jest w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 08 kwietnia 2021 roku, 08:40

Dystrybucja niniejszego opracowania: 08 kwietnia 2021 roku, 08:50

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zlecniodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) osobistej rekomendacji; bądź (2) porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź (3) oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególnie sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem: [https://dmbps.pl/informacje/221/Materialy\\_Analityczne](https://dmbps.pl/informacje/221/Materialy_Analityczne).

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

[https://dmbps.pl/informacje/228/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_w\\_Domu\\_Maklerskim\\_Banku\\_BPS\\_SA](https://dmbps.pl/informacje/228/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_w_Domu_Maklerskim_Banku_BPS_SA)

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą DM BPS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez DM BPS. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> ; <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 542  <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 548	<b>Wojciech Białek</b> Analityk  <b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 559  <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 522  <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a>  tel.: (22) 53 95 560  <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>

### Wykaz rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
Śnieżka	Kupuj	106,00	89,00	Raport Inicjujący	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
JSW	Trzymaj	27,00	25,17	Raport Aktualizujący	22.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	629,00	650,00	Raport Aktualizujący	10.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	2,19	1,79	Raport Aktualizujący	03.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	23,20	18,25	Raport Aktualizujący	16.11.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	464,00	405,00	Raport Aktualizujący	26.03.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner