

Suplement wzrostu

Inwestycja w akcje dystrybutorów leków jest naszym zdaniem dobrą ekspozycją na zachodzące obecnie procesy demograficzne. W latach 2016-19 rynek hurtu do aptek i szpitali będzie rósł średniorocznie w przedziale 4-6%, a oczekiwany wzrost liczby ludności w wieku 60+ i dalsze wydłużanie długości życia zwiększają z roku na rok potencjalny rynek. Dystrybutorzy pokazali, że nawet w trudnych warunkach legislacyjnych potrafią efektywnie zarządzać swoim mixem produktowym i poprawiać wyniki. Zestawiając Polskę z innymi europejskimi krajami dostrzegamy potencjał wzrostu wydatków na ochronę zdrowia. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla polskich dystrybutorów farmaceutyków od KUPUJ Neukę z ceną docelową 398 PLN (wzrost FCF) i TRZYMAJ Pelion z ceną docelową 70 PLN (opcja na urentownienie detalu).

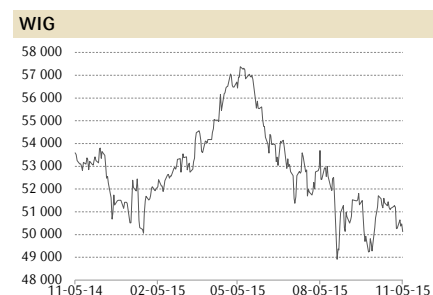
KUPUJ Neuca z ceną docelową 398 PLN – recepta na FCF

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji KUPUJ. Dzięki przejściu ACP Pharma Neuca skokowo zwiększyła skalę przychodów (+1,2 mld PLN), proces integracji obu spółek uwolnił gotówkę, a umocnienie pozycji najsilniejszego gracza w kanale aptecznym skutkowało poprawą warunków zakupowych. W następnych latach marki własne będą zwiększać swoją kontrybucję do wyników, czego konsekwencją będzie poprawa rentowności w grupie. Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym przekłada się na niewielki dług (1,3x do EBITDA), planowane zakończenie procesu inwestycji w przychodnie uwolni wolne przepływy pieniężne, które dadzą potencjał do wzrostu dywidendy lub wznowienia akwizycji. Na '15: P/E: 15,7x i EV/EBITDA 11,7x.

TRZYMAJ Pelion z ceną docelową 70 PLN – w poszukiwaniu lekarstwa dla detalu

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji TRZYMAJ. Hurt Peliona jest trzonem rentownej działalności w grupie, którego wartość naszym zdaniem oddaje bieżąca wycena spółki. Nierentowny od lat detal stanowi zaś drzemiący w spółce potencjał do poprawy wyników. Po akwizycji Natury Pelion wszedł w perspektywiczny segment rynku drogerijnego (wyższe marże), jednak jego restrukturyzacja obciążyła wyniki 2016 r., dodatni wynik operacyjny segmentu pojawia się dopiero w 2017 r. Spółka działa na ujemny kapitał obrotowy czego nie uda się utrzymać w długim terminie, co podwyższa ryzyko zwiększenia i tak wysokiego zadłużenia (3x EBITDA). Planowany CAPEX obniży wolne przepływy pieniężne co naszym zdaniem nie pozwoli zwiększyć poziomu dywidendy z zysku za 2015 r. Na '15: P/E: 16,8x i EV/EBITDA: 8,1x.

Ticker	Rekomend.	Cena docelowa	Cena bieżąca
NEU PW	Kupuj	398,0	345,2
PEL PW	Trzymaj	70,0	68,0



Spółka	Kapitalizacja (mIn PLN)	Stopa dywidendy	P/E			EV/EBITDA		
			2014	2015P	2016P	2014	2015P	2016P
Neuca	1 572	1%	11,4	15,7	14,4	11,4	11,7	10,3
Pelion	758	3%	15,8	16,8	15,8	8,9	8,1	8,7

Źródło: Spółki, P - prognozy DM PKO BP

Analitik

Adrian Skłodowski
+48 22 521 87 23
adrian.sklodowski@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Argumenty inwestycyjne

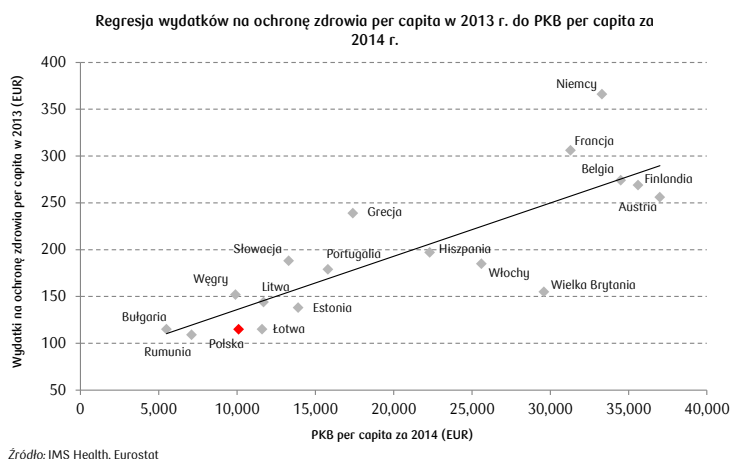
Dystrybutorzy leków są naszym zdaniem dobrą ekspozycją na zachodzące obecnie procesy demograficzne. Rynek sprzedaży hurtowej do aptek w 2015 r. wyniesie 26,2 mld PLN (+4% r/r), a jego średnioroczny wzrost w latach 2016-19 szacujemy w przedziale 4-6% rocznie. Sprzedaż hurtowa do szpitali w 2015 r. wyniesie 4,6 mld PLN (+6% r/r), a CAGR wzrostu w tym kanale szacujemy na 5-8% rocznie. Oczekiwany wzrost liczby ludności w wieku 65+ (+89% do 2050 r.) oraz wzrost średniej długości życia będą naszym zdaniem impulsem zwiększającym potencjał rynku z roku na rok.

Rekomendujemy kupowanie akcji Neuki, ze względu na oczekiwany wzrost wolnych przepływów pieniężnych. Dzięki przejęciu ACP Pharma Neuca umocniła pozycję najsilniejszego gracza w kanale aptecznym oraz wzmocniła swoją pozycję zakupową. Marki własne będą zwiększać swoją pozytywną kontrybucję do wyników, czego konsekwencją będzie poprawa rentowności w grupie. Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym przekłada się na niewielki dług, a planowane zakończenie procesu inwestycji w przychodnie uwolni wolne przepływy pieniężne, które dadzą potencjał do wzrostu dywidendy lub wznowienia akwizycji.

Ze względu na wciąż nierentowny detal rekomendujemy trzymanie akcji Peliona. Hurt jest obecnie trzonem rentownej działalności w grupie, którego wartość naszym zdaniem oddaje bieżąca wycena spółki, a nierentowny od lat detal stanowi drzemiący w spółce potencjał do poprawy wyników. Akwizycja drogerii Natura dodatkowo obciąży wyniki segmentu detalicznego w 2016 r., a dodatni wynik operacyjny pojawi się dopiero w 2017 r. Spółka działa na ujemny kapitał obrotowy czego naszym zdaniem nie uda się utrzymać w długim terminie głównie ze względu na wejście w nowe grupy produktowe, co podwyższa ryzyko zwiększenia i tak wysokiego zadłużenia. Planowany CAPEX obniży wolne przepływy pieniężne co naszym zdaniem nie pozwoli zwiększyć poziomu dywidendy z zysku za 2015 r.

Doganiamy Europę

Wydatki Polaków na ochronę zdrowia kształtują się na relatywnie niskim poziomie wśród europejskich krajów. Polska ma jeden z najniższych udziałów całkowitych wydatków na zdrowie do PKB (6,4%, wobec mediany i średniej na poziomie 9% PKB dla pozostałych krajów). Wartościowo polski rynek zajmuje #6 w Europie (rynek apteczny w cenach producenta), jednak pod względem wielkości per capita wydajemy tyle co Łotwa, Bułgaria czy Rumunia. **Potencjał wzrostu wydatków na ochronę zdrowia dla Polski szacujemy na poziomie 15-18% (na podstawie modelu regresji liniowej).**



Starzejące się społeczeństwo motorem wzrostu dla dystrybutorów

Rynek sprzedaży hurtowej do aptek w 2015 r. wyniesie 26,2 mld PLN (+4% r/r), a jego średnioroczny wzrost w latach 2016-19 nie będzie wyższy niż 6% rocznie. Sprzedaż hurtowa do szpitali w 2015 r. wyniesie 4,6 mld PLN (+6% r/r), a CAGR wzrostu w tym kanale szacujemy na 5-8% rocznie. Polski rynek dystrybucji hurtowej osiągnął już pewną dojrzałość, impulsem do jego dalszych wzrostów będzie zmiana struktury demograficznej – wzrost liczby ludności w wieku 60+ oraz wydłużenie przeciętnego trwania życia.

W Polsce ponad 51% recept wystawianych jest pacjentom w wieku 65+. Ze względu na oczekiwane procesy demograficzne (podwojenie liczby osób w wieku 65+ do 2050 r.), szacujemy, że rynek leków refundowanych (stanowiący 37% całkowitego rynku) wzrośnie o blisko 35% do 2050 r., a rynek w grupie wiekowej 65+ o blisko 110% w okresie prognozy.

Grupy wiekowe	Średnia liczba recept na osobę	Wartość rynku w mld PLN								
		2014	2015P	2020P	2025P	2030P	2035P	2040P	2045P	2050P
0-64	2,8	5,3	5,8	5,6	5,3	5,2	5,0	4,7	4,4	4,1
65+	12,5	4,2	4,8	5,7	6,5	6,9	7,1	7,5	8,1	8,9
Wartość rynku leków refundowanych		9,6	10,7	11,3	11,9	12,1	12,1	12,3	12,6	13,0

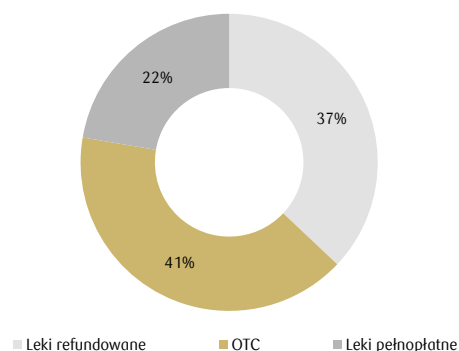
Źródło: P - szacunki DM PKO BP

Zakładamy 5% wzrost średniej wartości recepty i 5% wzrost średniej liczby recept w każdym okresie prognozy

Rynek produktów OTC, stanowiący w Polsce blisko 41% rynku, będzie rozwijać się w tempie 4% CAGR do 2020 r., wciąż duży potencjał widzimy w sprzedaży pozaaptecznej, która stanowi obecnie 12% całkowitej sprzedaży (podczas gdy w Europie między 15-20%). Ponadto wydatki *per capita* na OTC na tle Europy są wciąż poniżej średniej – jednak potencjał wzrostu jest już ograniczony.

Wzrost rynku leków pełnopłatnych stanowiących 22% całkowitego rynku uzależniamy od potencjalnych dalszych zmian regulacji w sektorze leków refundowanych. W przypadku rosnącej presji państwa na obniżkę cen leków refundowanych, producenci naszym zdaniem będą zwiększać swoją ekspozycję na produkcję leków nie objętych refundacją, co pozwoli im wyrównać marżę. W bazowym scenariuszu spodziewamy się wzrostu rynku leków pełnopłatnych na poziomie 3-5% rocznie.

Struktura rynku sprzedaży detalicznej farmaceutyków w Polsce



Źródło: Pharmaexpert

Wydatki publiczne na refundację leków muszą rosnąć

Wzrost udziału osób w wieku 65+ w populacji (z 15% obecnie do 33% w 2050 r.) wymusi wzrost publicznych wydatków na leki refundowane, naszym zdaniem o blisko 90% do 2050 r. Zaplanowany na 2016 r. budżet NFZ zakłada spadek wydatków na refundację leków o 1,9% (wartościowo -0,2 mld PLN), przy jednoczesnym wzroście wydatków na cały sektor ochrony zdrowia o 6,6% (wartościowo 3,6 mld PLN) – co wydaje się być cyklicznym odchyleniem od trendu wzrostowego, jaki będziemy obserwować w najbliższych latach.

Populacja	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2020P	2025P	2030P	2035P	2040P	2045P	2050P
Populacja w wieku 65+ [mln osób] *	5,3	5,4	5,5	5,7	5,9	6,1	7,2	8,2	8,6	8,9	9,4	10,2	11,1
Wydatki na refundację leków [mld PLN]:	8,8	6,9	7,2	7,6	7,8	7,6	9,3	10,6	11,2	11,6	12,2	13,2	14,4
Refundacja w przeliczeniu na osoby powyżej 65+ [w tys. PLN/ osobę]	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

Źródło: prognozy DM PKO BP

* na podstawie prognoz GUS

Czy nowy Rząd zrealizuje stare obietnice?

Opierając się na wcześniejszych zapowiedziach partii PiS, zakładamy przeprowadzenie zmiany finansowania z systemu ubezpieczeniowego na budżetowy. Budżetowy system finansowania ochrony zdrowia, uzależnia wielkość wydatków na opiekę zdrowotną od bieżącej polityki (preferencji politycznych), co naszym zdaniem wprowadza ryzyko dla stabilności systemu, poprzez brak jednorodnego, przewidywalnego strumienia wydatków państwowych, w tym na refundację leków. Ponadto likwidacja NFZ, rozdrobnienie budżetów na poszczególne województwa i decentralizacja procesów decyzyjnych może utrudnić komunikację dystrybutora z państwem, w szczególności w kanale szpitalnym. W konsekwencji jednak stworzona sieć szpitali publicznych powinna regulować swoje zobowiązania w sposób zbliżony do obecnego, a zapowiadane zwiększenie wydatków z budżetu państwa na ochronę zdrowia o 25-30 mld PLN do 2019 r. (+40%) to pozytywna informacja dla sektora.

W programie „Nowoczesna, solidna, bezpieczna Polska” z 2011 r. PiS krytykował wprowadzoną w 2012 r. ustawę refundacyjną. Uważa, iż przyczyniła się do likwidacji resztek przemysłu farmaceutycznego w Polsce, likwidacji wielu aptek, podwyższenia cen i ograniczenia dostępu do leków. Jednakże nie przedstawia propozycji jej zmiany, która miałaby naszym zdaniem najistotniejszy z punktu widzenia przychodów i marż wpływ na dystrybutorów farmaceutyków w Polsce. Zaproponowane zwiększenie udziału tańszych leków generycznych na listach refundowanych to według nas zapowiedź negocjacji z producentami i wymuszenia obniżenia cen wybranych produktów oraz ryzyko kolejnego obniżenia marż dystrybucyjnych na produkty refundowane. Odbudowanie programu medycyny szkolnej powinno przyczynić się do zwiększenia zapotrzebowania na leki, jednak trudno obecnie oszacować, czy zostanie wykreowany nowy rynek czy nastąpi tylko przesunięcie popytu.

Negatywny wpływ ustawy refundacyjnej na rynek i dystrybutorów

W efekcie wprowadzenia ustawy refundacyjnej w 2012 r., w pierwszym roku jej obowiązywania rynek w cenach detalicznych spadł o 6% r/r (wartościowo -1,5 mld PLN), a struktura rynku zmieniła się

istotnie - udział leków refundowanych spadł do 37% (-8pp), wzrost natomiast udział leków pełnopłatnych do 22% (+3pp) i leków OTC do 41% (+5pp).

W efekcie wprowadzenia ustawy spadkowi marży rządowej na leki refundowane (z 9-10% w 2011, do 7% w 2012, do 6% w 2013 i do 5% w 2014+) towarzyszył również spadek podstawy jej naliczania. Szacujemy, że potencjalna strata całego sektora dystrybucyjnego z tytułu usztywnienia marż w latach 2012-2015 kształtuje się w przedziale 319-386 mln PLN. Naszym zdaniem dystrybutorzy w taki sposób dostosowali swój mix produktowy, że od 2015 r. potencjalna strata sektora z roku na rok będzie coraz mniejsza.

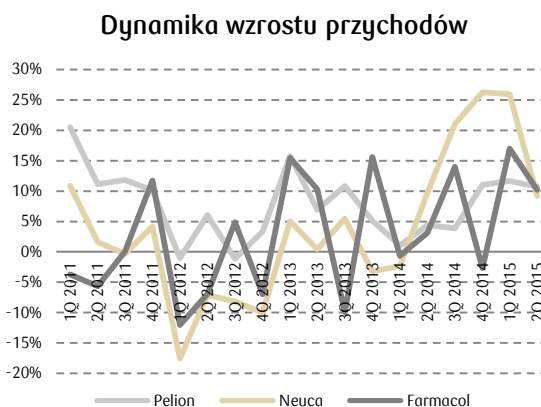
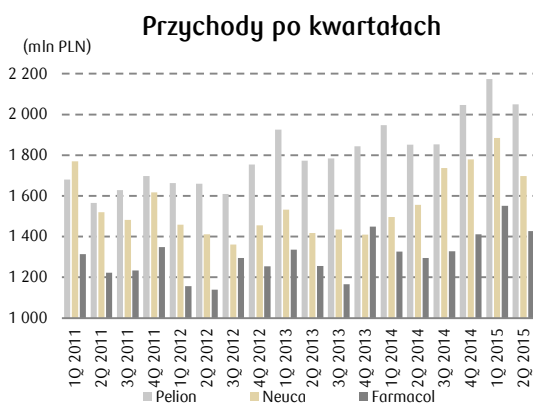
	2011	2012	2013	2014	2015P
Rynek leków refundowanych (mln PLN)	12,609	9,753	10,138	10,466	11,281
Zysk/strata na dystrybucji leków refundowanych	286	(28; 35)	(-65; -69)	(-155; -172)	(-123; -185)

Źródło: DM PKO BP

Z punktu widzenia pacjenta średnia cena leków refundowanych w latach 2011-2015 pozostała na tym samym poziomie (ustawa spełniła swoje zadanie), podczas gdy średnia cena leków rosta 2% rocznie. Jednak porównując całkowite wydatki pacjentów na leki (rynek w cenach detalicznych) do budżetu jaki NFZ przeznaczają na refundację leków widać, że poziom refundacji leków spadł z blisko 31% w 2011 do 26% w 2012 i utrzymuje się na tym poziomie, co oznacza, że po wprowadzeniu ustawy pacjenci w większym stopniu partycypują w kosztach leków aniżeli przed 2012 r.

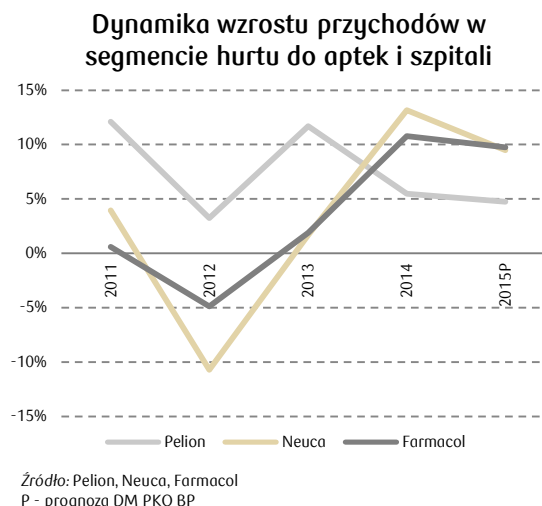
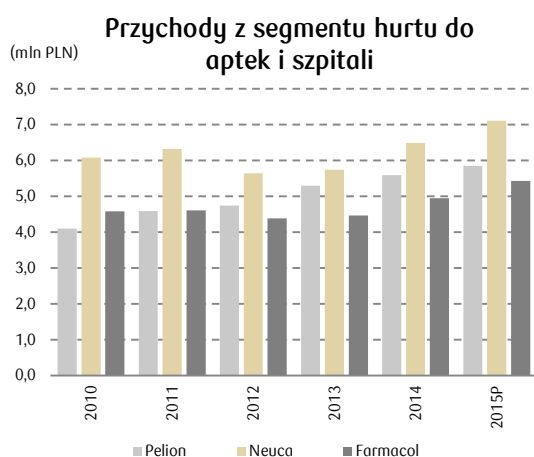
Pelion, Neuca, Farmacol - porównanie polskich dystrybutorów

Przychody dystrybutorów leków charakteryzuje się sezonowością, najwyższą sprzedaż osiągają w 1Q i 4Q, co jest związane z okresami zwiększonej zachorowalności. Sezonowość sprzedaży w pewnym stopniu wygładzana jest przez rozszerzanie oferty produktów o kosmetyki czy drobny sprzęt medyczno-rehabilitacyjny. Najwyższą sprzedaż za ostatnie 4 kwartały wypracował Pelion 8,1 mld PLN, Neuca 7,1 mld PLN, a Farmacol 5,7 mld PLN. Dystrybutorzy skupiają swoją działalność na krajowym rynku, jedynie Pelion 9% przychodów realizuje z rynku litewskiego. Pelion i Farmacol są hurtownikami posiadającymi również detal. Pelion 30% przychodów generuje z detalu - jest właścicielem największej w Polsce sieci aptek oraz dwóch sieci na Litwie, w 2014 r. przejął czwartą co do wielkości sieć drogerii w Polsce, pozostałe 70% przychodów generuje z hurtu do aptek i szpitali. Farmacol 92% przychodów realizuje na dystrybucji hurtowej, pozostałe 8% z kanału detalicznego. Neuca jest największym pod względem wolumenów hurtownikiem w Polsce, blisko 99% przychodów generuje ze sprzedaży hurtowej.



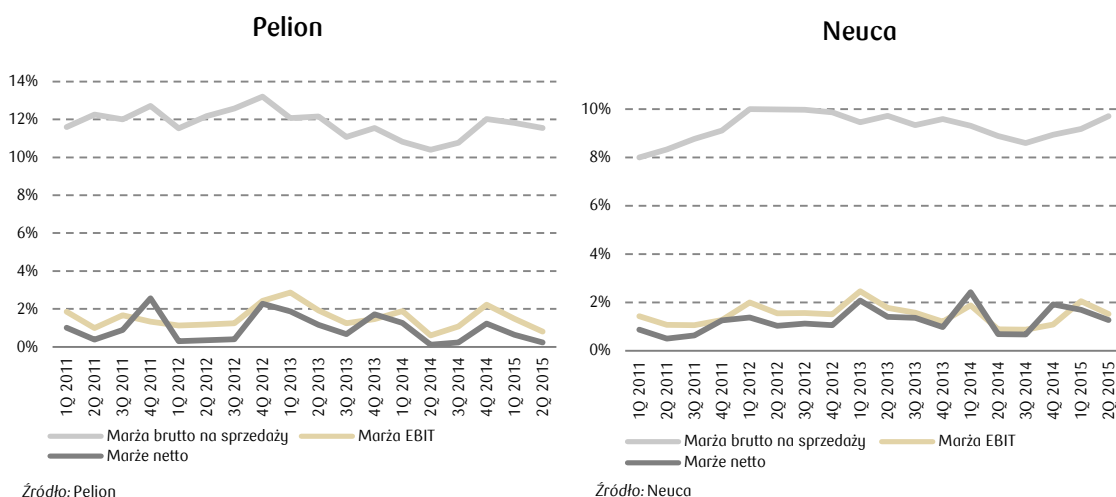
Dynamika przychodów w ostatnich 4 latach, dla 3 porównywanych spółek wyniosła średniorocznie 4%. Jednak po wprowadzeniu ustawy refundacyjnej od 1 stycznia 2012 r., rynek istotnie się załamał i w pierwszym roku obowiązywania ustawy przychody dystrybutorów spadły średnio o 5%. Załamanie przychodów wynikało z dostosowania mixu produktowego i zmniejszenia wolumenu sprzedaży leków refundowanych, czego konsekwencją była trwała zmiana struktury rynku w kierunku większej sprzedaży leków pełnopłatnych i OTC. Spadek sprzedaży (-1,5 mld PLN r/r dla całego rynku) miał miejsce w kanale aptecznym, natomiast wartość sprzedaży do szpitali, gdzie dystrybuowane są niemal wyłącznie leki refundowane wzrosła o 0,1 mld PLN r/r.

Największy spadek przychodów w tym czasie w segmencie hurtowym zanotowała Neuca -0,7 mld PLN (-11% r/r) co miało związek z najwyższą wolumenowo ekspozycją w kanale aptecznym (93% całkowitej sprzedaży). Przychody Farmacol spadły o -0,2 mld PLN (-5% r/r), co ma związek z niższym procentowo udziałem sprzedaży do aptek i wyższym procentowo udziałem sprzedaży szpitalnej, która nie odnotowała spadku. Najmniej poszkodowany był Pelion, któremu przychody w 2012 r. w kanale hurtowym wzrosły o 3%, głównie ze względu na relatywnie niski, 52% udział sprzedaży do aptek w całkowitej masie przychodów i dobre zarządzanie mixem produktowym.

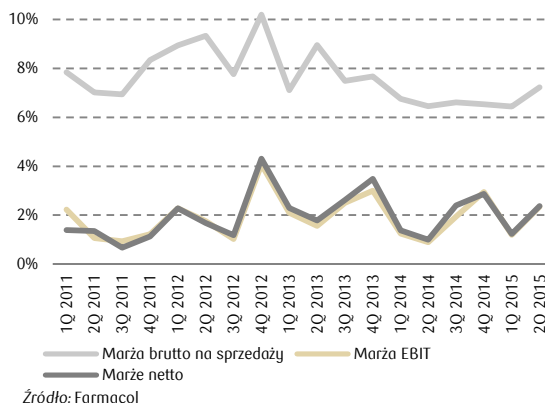


Charakterystyka biznesu dystrybucyjnego wydaje się być dość prosta. Wszyscy dystrybutorzy współpracują z tymi samymi, największymi producentami leków, podpisując niemal jednorodne umowy, które w zależności od wolumenów mogą się różnić warunkami zakupów. Masa zakupowa wszystkich 3 dystrybutorów jest podobna, stąd podobne powinny być również warunki współpracy. Jednak coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać dodatkowe usługi jakie dystrybutor może zaoferować producentom.

Istotniejsze różnice można zaobserwować po stronie klientowskiej, gdzie dystrybutorzy mają różne udziały w poszczególnych kanałach sprzedaży (aptecznym, szpitalnym) czy inny mix produktowy. Istotny wpływ na wypracowywaną marżę ma również posiadanie swoich sieci aptecznych. Coraz większe znaczenie w kanale aptek niezależnych zaczynają odgrywać programy partnerskie i usługi wspierające procesy zarządzania mixem produktowym i magazynem, które rozwijają dystrybutorzy.



Farmacol

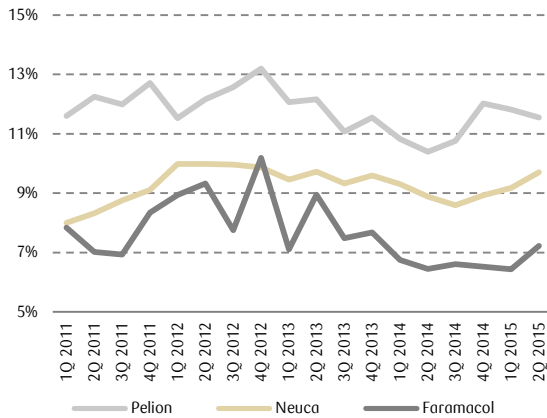


Pelion realizuje najwyższą wśród dystrybutorów marżę brutto na sprzedaży co ma związek z wysokim, bo 31% udziałem detalu w całkowitej sprzedaży. Apteki Peliona wypracowują naszym zdaniem średnią marżę brutto na poziomie 20%, a przejęta w 2014 r. sieć drogerii Natura marżę brutto na poziomie 34%. Jednak wysokie koszty podstawowej działalności operacyjnej, związane ze specyfiką prowadzenia aptek i drogerii oraz wysoki udział mniej rentownych leków refundowanych w mixie produktowym segmentu hurtowego obciążają wyniki w grupie, czego konsekwencją jest niższa marża ebit. Ponadto koszty jakie generuje wysoki dług istotnie obniżają zysk netto w Pelionie.

Biznes Neki opiera się w 99% na dystrybucji hurtowej, czego konsekwencją jest wypracowywanie niższej marży brutto na sprzedaży. Jednak wysoka koncentracja sprzedaży w kanale aptecznym (93% masy przychodów) i relatywnie niewielka sprzedaż do szpitali oraz mix produktowy zbudowany w 70% na lekach pełnopłatnych i OTC oraz rozwój marek własnych pozwalają spółce wypracowywać solidne, powtarzalne wyniki. Ponadto relatywnie niewielki dług nie obciąża istotnie wyników grupy.

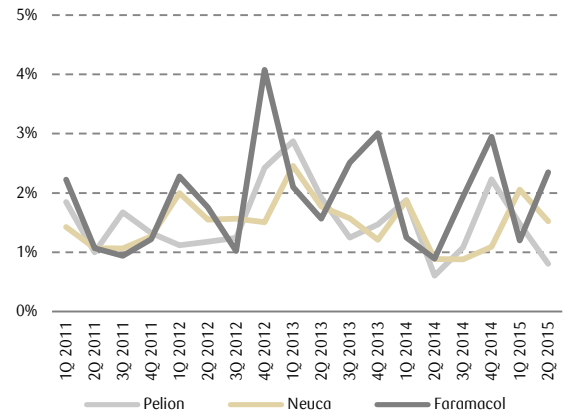
Farmacol pomimo posiadania swojego detalu pokazuje najniższą wśród dystrybutorów marżę brutto na sprzedaży. Naszym zdaniem może mieć to związek z najniższą siłą zakupową wśród porównywanych spółek, dużym udziałem sprzedaży do szpitali opierającej się głównie na produktach refundowanych oraz polityce rachunkowościowej (różnice w księgowaniu kosztów oraz np. przychody z opóźnień w płatnościach księgowane w przychodach finansowych, a nie w pierwszej marży). Spółka od lat utrzymuje wysoką pozycję gotówkową, co przekłada się na dodatkowe przychody finansowe i poprawia wyniki grupy.

Marża brutto na sprzedaży



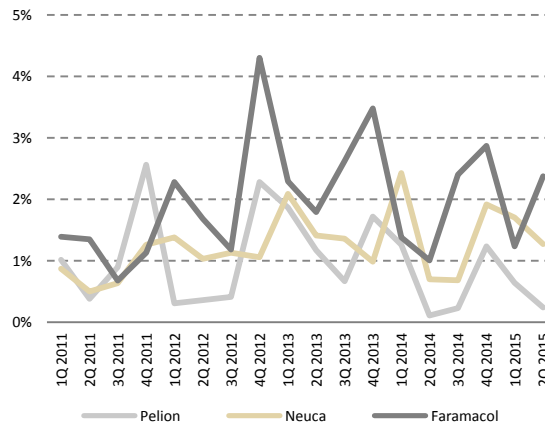
Źródło: Pelion, Neuca, Faramacol

Marża EBIT



Źródło: Pelion, Neuca, Faramacol

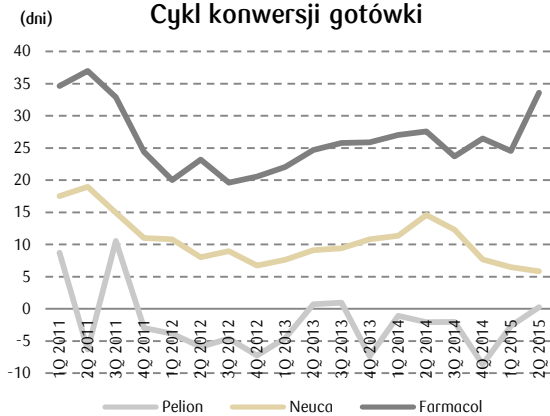
Marża netto



Źródło: Pelion, Neuca, Faramacol

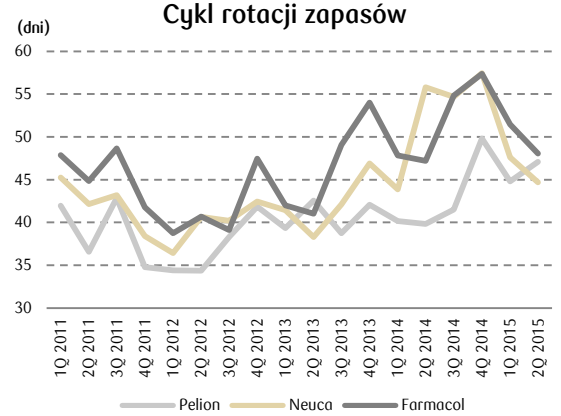
Dystrybucja farmaceutyków charakteryzuje się sezonowością. Spółki budują swoje zapasy w 3Q i 4Q, osiągając „peak” sprzedażowy i 4Q i 1Q, co pociąga za sobą najwyższe saldo należności i zobowiązań. Spływ gotówki ma zwykle miejsce na przełomie 1-2Q, a spłata zobowiązań 2-3Q.

Cykl konwersji gotówki

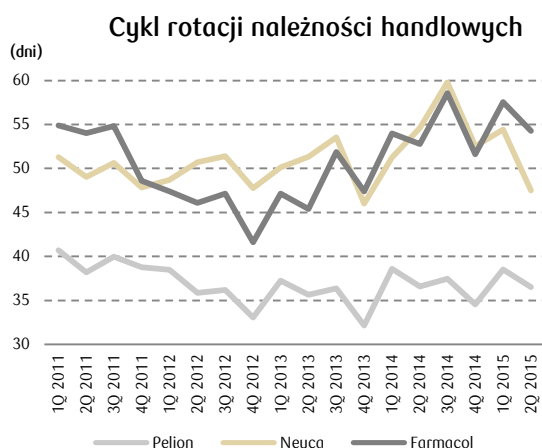


Źródło: Pelion, Neuca, Faramacol

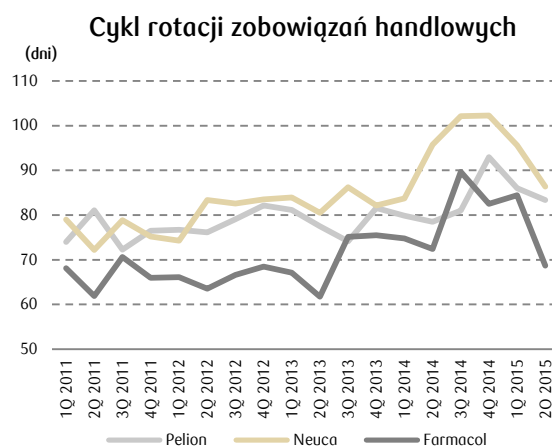
Cykl rotacji zapasów



Źródło: Pelion, Neuca, Faramacol



Źródło: Pelion, Neuca, Farmacol



Źródło: Pelion, Neuca, Farmacol

Pelion raportuje najlepszy cykl konwersji gotówki, zyskując przewagę (6 dni do Neuki i 34 dni do Farmacolu). Jako jedyny z analizowanych dystrybutorów działa na ujemnym kapitale obrotowym, co naszym zdaniem nie jest do utrzymania w długim okresie, głównie ze względu na wejście w nowe segmenty produktowe (wzrost liczby SKU), które wymagają zbudowania oddzielnych zapasów. Największą przewagę spółka zyskuje dzięki istotnie niższemu cyklowi rotacji należności, co według nas może mieć związek z posiadaniem swojego detalu i polityką szybkiego regulowania zobowiązań wobec hurtu (PGF), czy ponadprzeciętnego wspomaganie się faktoringiem przy obsłudze należności w kanale szpitalnym (co zaburza „rzeczywisty” obraz ściągłości należności). Ponadto spółka lekko zyskuje na lepszej rotacji zapasów, która naszym zdaniem będzie się pogarszać w następnych kwartałach.

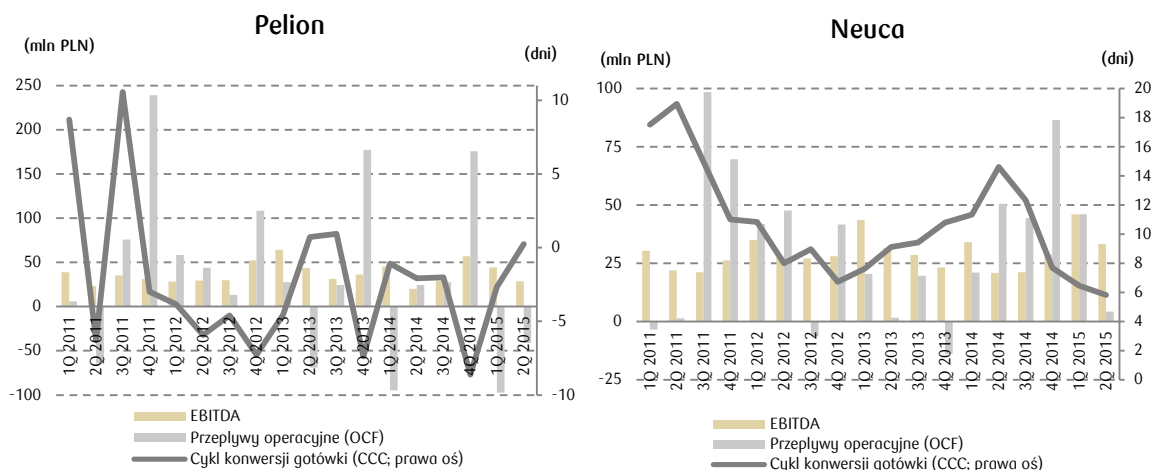
Neuca naszym zdaniem ma największy potencjał do optymalizacji kapitału obrotowego, głównie ze względu na koncentrację mixu produktowego na farmaceutykach i konserwatywną politykę dodawania nowych grup produktowych z poza core businessu. Efekt skali uzyskany po akwizycji ACP, opiera się na tych samych grupach produktowych, co w długim okresie powinno przyczynić się do optymalizacji zapasów, a poprzez zwiększoną siłę zakupową do poprawy cyklu rotacji zobowiązań.

Farmacol pokazuje najgorszy cykl rotacji gotówki (34 dni), podobny do konkurencji poziom zapasów, najniższą ściągłość należności oraz najniższy cykl rotacji zobowiązań. Naszym zdaniem istotnie wyższy cykl rotacji należności (+18 dni do Peliona i 7 dni do Neuki) wynika ze świadomej polityki spółki, której celem jest dać klientom najlepsze na rynku terminy płatności, na co może sobie pozwolić spółka posiadająca dużą pozycję gotówkową (na koniec 1H Farmacol miał 336 mln PLN gotówki netto). Najniższy cykl rotacji zobowiązań naszym zdaniem wynika z relatywnie najniższej siły zakupowej spółki.

Neuca angażuje relatywnie najmniej gotówki w kapitał obrotowy. Za ostatnie 4 kwartały spółka wypracowała 181 mln PLN skumulowanych przepływów operacyjnych i skumulowany wynik EBITDA na poziomie 129 mln PLN, co ma swoje odzwierciedlenie w poprawiającym się cyklu konwersji gotówki. Powyższa tendencja utrzymuje się od 4 lat.

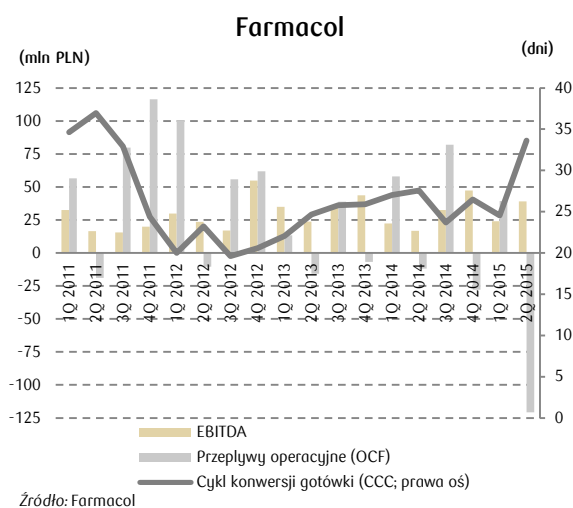
Pelion za ostatnie 4 kwartały wypracował 65 mln PLN skumulowanych przepływów operacyjnych i 159 mln PLN skumulowanego wyniku EBITDA. Przyczyną konsumowania wypracowywanej gotówki jest pogarszający się kapitał obrotowy. W ciągu ostatnich 4 lat skumulowane przepływy operacyjne były niższe niż skumulowana EBITDA.

Skumulowany wynik EBITDA za ostatnie 4 kwartały w Farmacolu wyniósł 143 mln PLN, przy ujemnych przepływach pieniężnych na poziomie 27 mln PLN, co oznacza, że w ostatnim roku spółka zaangażowała więcej wypracowanej gotówki w kapitał obrotowy.



Źródło: Pelion

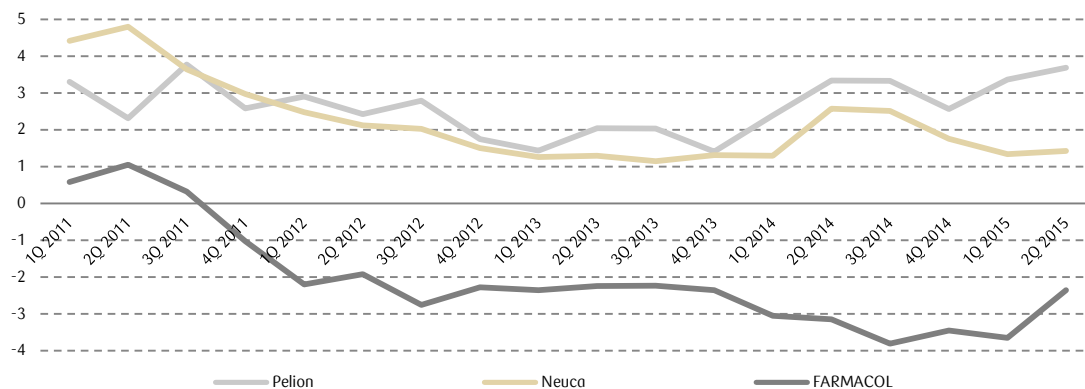
Źródło: Neuca



Źródło: Farmacol

Farmacol jako jedyny z analizowanych dystrybutorów posiada gotówkę netto – na koniec 2H'15 336 mln PLN, co naszym zdaniem świadczy o niewykorzystanym potencjale spółki. Oczekujemy, że Neuca na koniec 2015 r. zaraportuje 200 mln PLN długu netto bez faktoringu (1,3x EBITDA), którego poziom szacujemy na 40 mln PLN, wobec 450 mln PLN w Pelionie (3,0x EBITDA), którego faktoring należności szacujemy na 180 mln PLN (wysoki udział sprzedaży do szpitali). Dług Peliona zwiększył się w 2014 r. o ponad 100 mln PLN w wyniku akwizycji Natury, natomiast dług Neuki, która zapłaciła 203 mln PLN za hurt ACP, w konsekwencji tylko o 35 mln PLN.

Dług netto (bez faktoringu) do EBITDA



Źródło: Pelion, Neuca, Farmacol

Zakładamy, że Pelion z zysku za 2015 r. wypłaci 2 PLN dywidendy na akcję, co oznacza stopę dywidendy na godziwym dla hurtowników poziomie 3,3%. Oczekujemy, Neuca z zysku za 2015 wypłaci 5 PLN dywidendy na akcję – stopa dywidendy na relatywnie niskim poziomie 1,4%. Jednak ze względu na wzrost wolnych przepływów pieniężnych, spodziewamy się istotnie wyższej dywidendy z zysku za 2016 r. (lub wznowienia akwizycji). Farmacol od lat nie wypłaca dywidendy, przeznaczając zyski z lat ubiegłych w całości na kapitał zapasowy.

	Zysk na akcje za 2015P	Dywidenda z zysku za 2015P	Stopa dywidendy
Pelion	4,0 PLN	2,0 PLN	3,3%
Neuca	22,0 PLN	5,0 PLN	1,4%

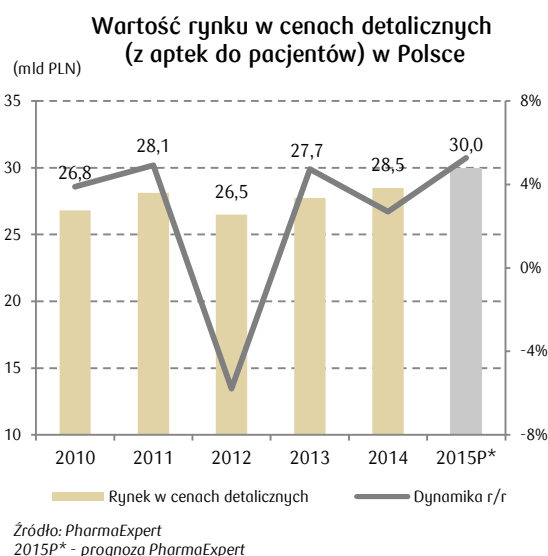
Źródło: Pelion, Neuca
P - Prognozy DM PKO BP

Jednocyfrowe dynamiki wzrostu polskiego rynku

Wartość rynku sprzedaży hurtowej do aptek w 2014 r. w Polsce wyniosła 25,2 mld PLN (+5% r/r). Znaczącymi dynamikami jakie osiągnął rynek w 1H, szacujemy jego wzrost w całym 2015 r. na 4% r/r, do 26,2 mld PLN. W latach 2006-2014 rynek hurtowej sprzedaży do aptek rósł na poziomie blisko 6% CAGR. W latach 2016-2019 spodziewamy się, utrzymania dynamiki wzrostu rynku w przedziale 4-6% rocznie.

Wartość krajowego rynku sprzedaży hurtowej do szpitali w 2014 r. wyniosła 4,3 mld PLN (+15% r/r). Spodziewamy się, że w 2015 jego wartość osiągnie 4,6 mld PLN (+6% r/r), a jego wzrost w latach 2016-2019 szacujemy w przedziale 5-8% rocznie. W latach 2006-2014 rynek hurtowej sprzedaży do szpitali rósł na poziomie 11% CAGR.

Polski rynek farmaceutyczny w cenach detalicznych (sprzedaż z aptek do pacjentów) w 2014 r. wart był 28,5 mld PLN (+3% r/r), a jego wartość w 2015 r. PharmaExpert szacuje na 30 mld PLN (+4,5% r/r). W latach 2016-2019 oczekujemy, że rynek farmaceutyczny w cenach detalicznych będzie rósł w przedziale 3-6% rocznie.



Wydatki NFZ na refundację leków

Całkowitą wartość Polskiego sektora ochrony zdrowia w 2015 r. szacujemy na 110,2 mld PLN (6,2% PKB), w tym zaplanowane wydatki NFZ na poziomie 67,6 mld PLN, 24 mld PLN na leczenie w prywatnych klinikach, szpitalach oraz dodatkowe ubezpieczenia zdrowotne (płatne głównie przez pracodawców) oraz 18,6 mld PLN na leki (płatne głównie przez pacjentów).

Wydatki NFZ w 2015 zaplanowane zostały na 67,6 mld PLN (+2,7% r/r). Największa kwota wydana zostanie na leczenie szpitalne 28,44 mld PLN (+5% r/r), w tym 2,5 mld PLN (-3,5% r/r) na produkty farmaceutyczne i programy lekowe. Na podstawową opiekę zdrowotną zaplanowane zostało 7,8 mld PLN (+1% r/r), na ambulatoryjną opiekę medyczną 5,3 mld PLN (-2,3% r/r), na refundację leków 7,8 mld PLN (+3,1% r/r).

Planowany budżet NFZ na 2016 r. zakłada wzrost wydatków na sektor o 6,6% (wartościowo +3,6 mld PLN), przy jednoczesnym spadku wydatków na refundację leków o 1,9% (wartościowo -0,2 mld PLN). Ponadto istotnie spada udział refundacji leków w całkowitych wydatkach NFZ – trend ten widoczny był również w pierwszym roku obowiązywania ustawy refundacyjnej, kiedy to wydatki na refundację spadły o 22,3% (wartościowo o 1,9 mld PLN).

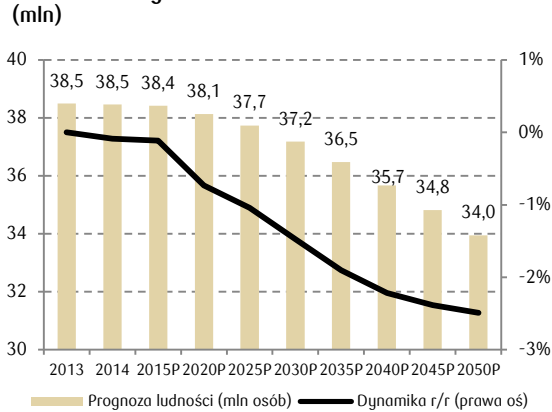
mld PLN	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody netto NFZ	60,3	62,6	64,2	66,6	68,4	72,0
r/r		3,7%	2,7%	3,7%	2,7%	5,2%
Całkowite wydatki NFZ w tym:	60,6	62,0	64,2	65,8	67,6	72,0
r/r		2,4%	3,6%	2,5%	2,7%	6,6%
Wydatki na podstawową opiekę medyczną	7,3	7,6	7,6	7,7	7,8	9,4
Wydatki na ambulatoryjną opiekę specjalistyczną	4,4	5,0	5,3	5,4	5,3	5,5
Wydatki na leczenie szpitalne, w tym:	27,6	29,4	30,6	31,2	28,4	29,9
planowane wydatki na programy terapeutyczne (lekowe)	1,7	2,0	2,3	2,6	2,5	2,7
Wydatki na refundację leków:	8,8	6,9	7,2	7,6	7,8	7,6
r/r		-22,3%	4,7%	5,1%	3,1%	-1,9%
% całkowitych wydatków	14,6%	11,1%	11,2%	11,5%	11,5%	10,6%

Źródło: NFZ, P - założenia budżetu NFZ

Starzejące się społeczeństwo

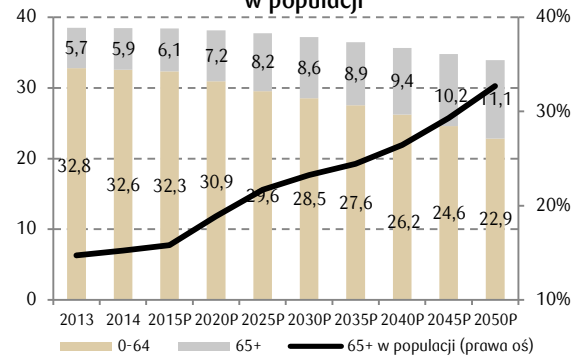
Ze względu na proces starzenia się społeczeństwa i wzrost udziału osób starszych w populacji, poziom reprodukcji ludności będzie daleki od zastępowalności pokoleń, a poziom umieralności będzie się stopniowo obniżał, sprzyjając wydłużeniu przeciętnego trwania życia. GUS zakłada, że w 2050 r. mężczyźni będą żyli o 9 lat dłużej, a kobiety o 6 lat dłużej niż obecnie. Efektem tych założeń i przewidywanych migracji będzie stopniowe zmniejszenie liczby ludności Polski do 34 mln w 2050 r. oraz wzrost populacji w wieku 65+ z 5,9 mln w 2014 r. do 7,2 mln (+23%) w 2020 r., do 8,6 mln (+47%) w 2030 r., do 9,4 mln (+61%) i 11,1 mln (+89%) w 2050 r.

Prognoza ludności Polski do 2050



Źródło: GUS Prognoza ludności na lata 2014-2015

Prognoza ludności Polski w podziale na grupy wiekowe i udział osób w wieku 65+ w populacji



Źródło: GUS Prognoza ludności na lata 2014-2015

Prognoza liczby ludności w wybranych grupach wiekowych w mln

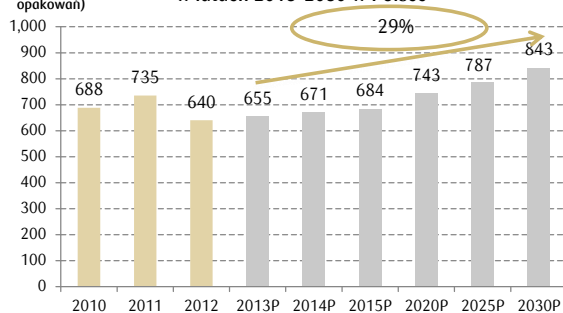
	2014	2015P	2020P	2025P	2030P	2035P	2040P	2045P	2050P
60+	8,5	8,8	9,9	10,4	10,8	11,4	12,3	13,2	13,7
65+	5,9	6,1	7,2	8,2	8,6	8,9	9,4	10,2	11,1
70+	3,9	3,9	4,7	5,7	6,5	6,9	7,0	7,5	8,2
75+	2,7	2,7	2,7	3,4	4,2	4,9	5,1	5,2	5,6

Źródło: GUS

Wzrost zapotrzebowania na leki refundowane

Wzrost liczby ludności w wieku 60+ przekłada się na wzrost zapotrzebowania na leki. Według szacunków Sequence w okresie 2013-2030 zapotrzebowanie na leki refundowane Rx, wzrośnie w samych tylko aptekach ilościowo o 29%. Największy wzrost prognozowany jest w przypadku chorób, których częstość występowania rośnie wraz z wiekiem jak Alzheimer, nadciśnienie, osteoporoza, cukrzyca.

Prognoza zapotrzebowania na leki refundowane Rx w latach 2013-2030 w Polsce

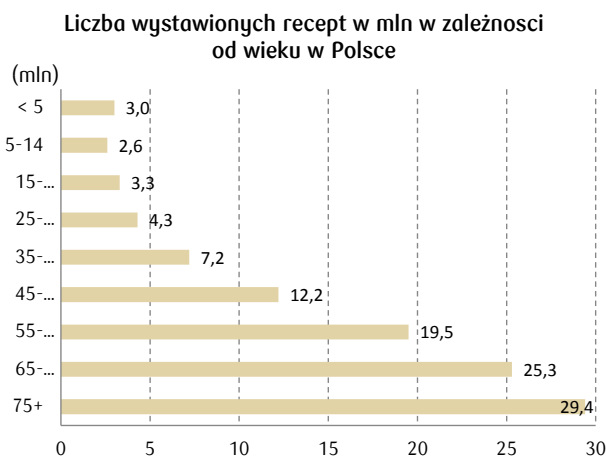


Źródło: Sequence

	Zmiana 2013-2030	średnia roczna zmiana 2013-2030 (CAGR)
Rynek	29%	1.7%
Astma i POCHP	25%	1.5%
Alzheimer	118%	6.9%
Cukrzyca	82%	4.8%
Depresja	21%	1.2%
Nadciśnienie	36%	2.1%
Osteoporoza	28%	1.6%
Schizofrenia	11%	0.6%
Terapie przeciwzakrzepowe	35%	2.0%
Zaburzenia lipidowe	61%	3.6%
Pozostałe	15%	0.9%

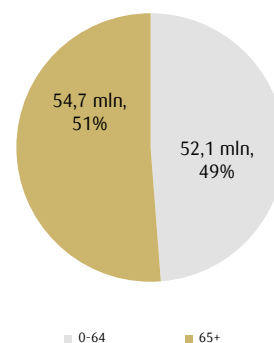
Źródło: Sequence

Liczba wystawionych recept rośnie wraz z wiekiem, blisko 51% wszystkich wystawianych w Polsce recept przepisanych było pacjentom w wieku 65+.



Źródło: GUS Rocznik demograficzny 2009

Liczba wystawionych recept w Polsce



Źródło: GUS Rocznik demograficzny 2009

Zakładając, że w Polsce w 2014 r. wystawianych było 180 mln recept rocznie, a ich struktura nie zmieniła się istotnie od 2008 r. (51% pacjenci 65+) szacujemy, że w 2014 r. średnia liczba recept wystawianych w grupie wiekowej 0-64 wyniosła 2,8 recepty na osobę rocznie, a w grupie 65+ 12,5 recept/osobę rocznie, przy średniej wartości recepty na poziomie 58 PLN. Przedstawiamy nasze prognozy dla rynku leków refundowanych Rx na lata 2015-2050 (wartościowo).

Grupy wiekowe	Średnia liczba recept na osobę	Wartość rynku w mld PLN								
		2014	2015P	2020P	2025P	2030P	2035P	2040P	2045P	2050P
0-64	2,8	5,3	5,8	5,6	5,3	5,2	5,0	4,7	4,4	4,1
65+	12,5	4,2	4,8	5,7	6,5	6,9	7,1	7,5	8,1	8,9
Wartość rynku leków refundowanych		9,6	10,7	11,3	11,9	12,1	12,1	12,3	12,6	13,0

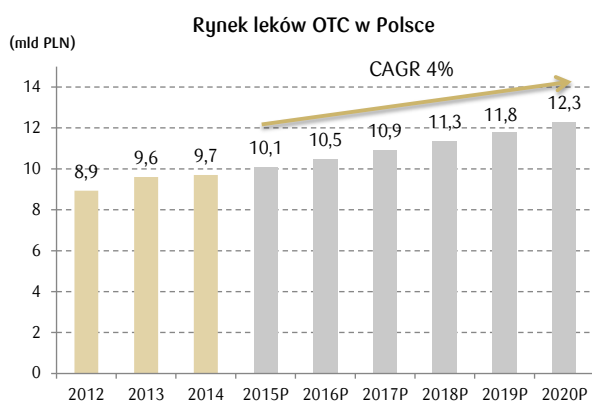
Źródło: P - szacunki DM PKO BP

Zakładamy 5% wzrost średniej wartości recepty i 5% wzrost średniej liczby recept w każdym okresie prognozy

Rynek leków OTC

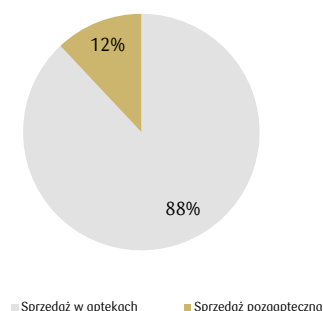
Całkowita wartość polskiego rynku leków OTC w 2014 r. wyniosła około 9,7 mld PLN, a jego wzrost w latach 2015-2020 szacowany jest na 4% CAGR (agencja PMR). Z punktu widzenia kanałów sprzedaży szacuje się, że blisko 88% leków OTC sprzedawanych jest w aptekach. Rynek pozaapteczny OTC w latach 2005-2010 rozwijał się na poziomie 10-15% rocznie, w latach 2010-2014 wzrosty oscylowały już na poziomie poniżej 10%, jednak naszym zdaniem ten kanał sprzedaży będzie wciąż rość szybciej aniżeli sprzedaż apteczna.

Na rynek pozaapteczny składa się sprzedaż w marketach, sklepach spożywczych, kioskach, na stacjach benzynowych oraz w sklepach zielarsko-medycznych. Obejmuje on głównie suplementy diety, ale także wybrane produkty mające status leku, w szczególności na przeziębienie i grypę.



Źródło: PMR

Udział rynku pozaaptecznego w całkowitej sprzedaży leków OTC w Polsce w 2010 r.



Źródło: PMR

Czy nowy Rząd zrealizuje stare obietnice?

Zakładając, że strategia Prawa i Sprawiedliwości „Nowoczesna, solidna, bezpieczna Polska” z 2011 r. jest wciąż aktualna, w systemie ochrony zdrowia powinien dominować sektor publiczny. Konieczne jest stopniowe zwiększanie udziału wydatków publicznych na ochronę zdrowia w PKB z obecnych 4,6% do poziomu 6%, czyli o 25-30 mld PLN do 2019 r. (7,2% średnia w UE), poprzez sztywny poziom wydatków z budżetu państwa na ochronę zdrowia. Opierając się na wcześniejszych zapowiedziach zamierza przeprowadzić zmianę systemu finansowania z ubezpieczeniowego na budżetowy, zlikwidować NFZ. Finansowanie jednostek opieki zdrowotnej ma się odbywać za pośrednictwem urzędów wojewódzkich, które mają rozdzielać pieniądze na leczenie w swoim regionie. Świadczenia mają być finansowane bez limitów w systemie *pay for service*. Wypracowany ma zostać koszyk gwarantowanych świadczeń opieki zdrowotnej, co ma doprowadzić do określenia kosztu każdego świadczenia.

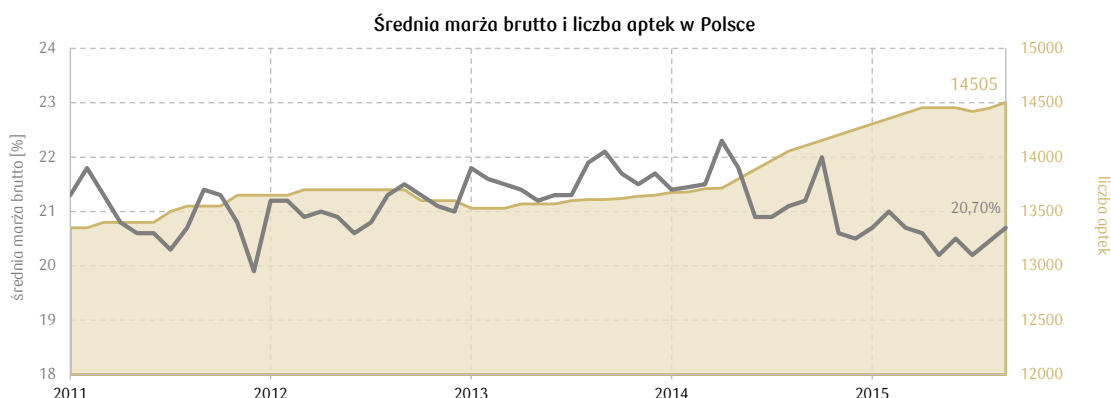
W swoim programie Prawo i Sprawiedliwość nie zgadza się z jakąkolwiek formą prywatyzacji szpitali publicznych, za szkodliwą uważa ustawę o działalności leczniczej, która umożliwi komercjalizację jednostek opieki zdrowotnej w celu urentownienia ich działalności. Ponadto zakłada wprowadzenie ustawy o sieciach szpitali publicznych, które mają być finansowane z budżetu. Zadłużenie szpitali ma zostać rozwiązane poprzez utworzenie Funduszu Restrukturyzacji Publicznych Zakładów Opieki Zdrowotnej, który przejmie na okres przejściowy zarządzanie tymi zakładami oraz ich zobowiązania i wprowadzi działania restrukturyzacyjne w celu doprowadzenia do zbilansowania przychodów i wydatków. W tym czasie Fundusz zasilany będzie obowiązkowym odpisem od składki ubezpieczenia zdrowotnego, a w chwili likwidacji NFZ – z budżetu państwa. W konsekwencji po oddłużeniu szpitali publiczne mają być zarządzane przez województwa, powiaty czy gminy.

Powołując się na strategię z 2011 r. konsekwencją wprowadzenia w 2012 r. ustawy refundacyjnej będzie likwidacja resztek przemysłu farmaceutycznego w Polsce, likwidacja wielu aptek, podwyższenie cen i ograniczenie dostępu do leków. W programie opowiada się za koniecznością zmniejszenia udziału współpłacenia pacjenta w wydatkach na leki, proponując zwiększenie udziału leków generycznych (tańszych) na listach leków refundowanych. Za konieczne uważa odbudowanie medycyny szkolnej, w tym celu ma zostać zapewnione funkcjonowanie gabinetów profilaktycznych z dostępnością opieki lekarskiej, w tym stomatologicznej w każdej szkole.

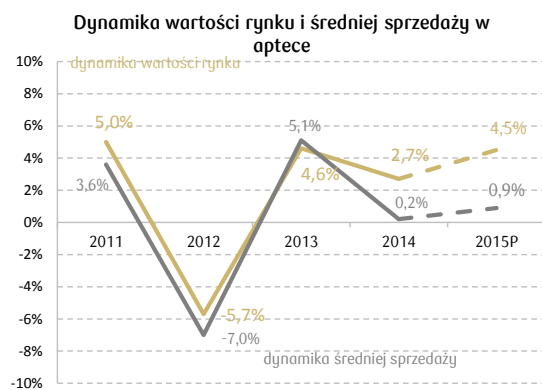
Rynek detaliczny – wzrost liczby aptek, spadek marż

Polski rynek aptek jest mocno rozdrobniony, funkcjonuje na nim blisko 14,5 tys. aptek, z czego blisko 66% to apteki indywidualne (pojedyncze lub mikro sieci do 4 aptek). Sieci apteczne zrzeszają 34% rynku, a w grupie sieci powyżej 50 aptek działa zaledwie 12% rynku (1 740 aptek). Łącznie w Polsce działa 330 sieci zrzeszających co najmniej 5 aptek.

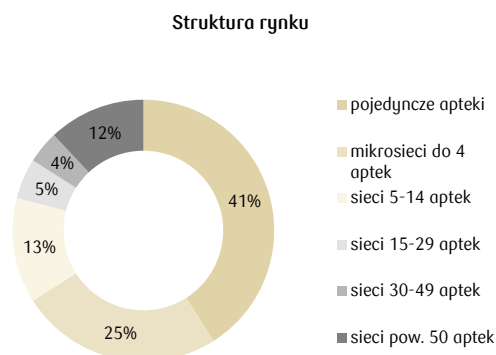
W ostatnich 5 latach liczba aptek wzrosła z 13,3 tys. do 14,5 tys. (+9%) a średnia marża brutto apteki spadła do poziomów 20,7%. W najbliższych latach spodziewamy się dalszego wzrostu liczby aptek i kontynuacji erozji marż.



Źródło: PharmaExpert



Źródło: PharmaExpert



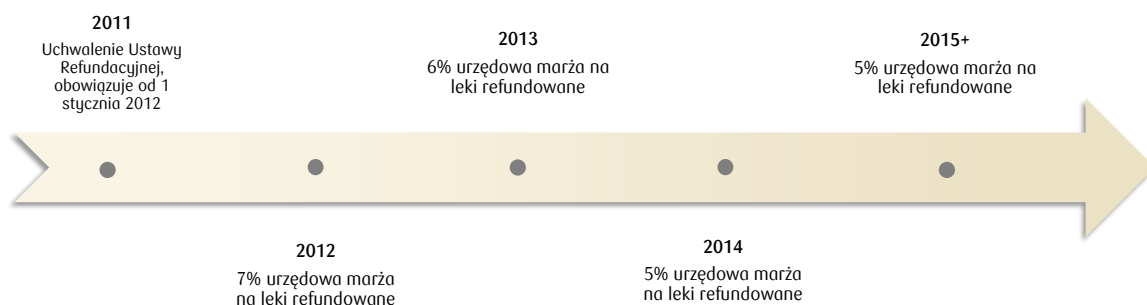
Źródło: PharmaExpert

Założenia ustawy refundacyjnej

Od 1 stycznia 2012 roku obowiązują przepisy Ustawy Refundacyjnej, która reguluje system refundacji produktów leczniczych w Polsce (37% rynku farmaceutycznego po wprowadzeniu ustawy). Ustawa wprowadziła m.in.:

- urzędowe ceny i usztywniła marże leków refundowanych, która to w 2012 r. wynosiła 7%, w 2013 6%, a od 2014 r. wynosi 5%. Do końca 2011 r. urzędowa marża wynosiła 8,91% według PWC, a maksymalna nawet 9,87% według ZPHF,
- zastosowanie maksymalnych cen i marż hurtowych na rynku aptecznym,

- zakaz promocji i reklamy aptek (art. 94a prawa farmaceutycznego),
- zakaz stosowania zachęt w sprzedaży leków na rynku aptecznym (np. upustów, rabatów, czy przekazywania przez firmy farmaceutyczne darmowych leków dla szpitali) oraz ich ograniczenie na rynku szpitalnym (marża hurtowa nie może przekroczyć wartości maksymalnej)



Źródło: Dom Maklerski PKO BP

Na mocy ustawy Ministerstwo Zdrowia co 2 miesiące aktualizuje listę leków refundowanych, a ceny leków są negocjowane z firmami farmaceutycznymi (producentami). Dla leków refundowanych określone są limity, do wysokości których są finansowane. Limit cen leku jest górną granicą kwoty refundowanej. Jeśli cena detaliczna leku jest wyższa od ustalonego limitu, pacjent dopłaca różnicę.

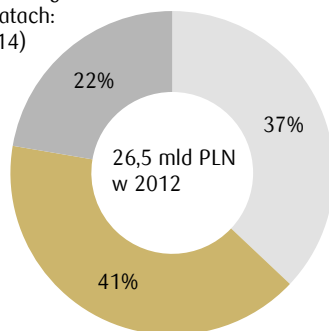
Na rynku detalicznym narzut naliczany jest od ceny hurtowej leku stanowiącego podstawę limitu w danej grupie limitowej, co oznacza, że leki zakwalifikowane do tej samej grupy, niezależnie od ich ceny jednostkowej, mają taką samą marżę wartościowo. Ponadto ustawa nakłada na apteki obowiązek zapewnienia dostępności leków (art. 95 prawa farmaceutycznego).

Wpływ ustawy refundacyjnej na sektor dystrybucji

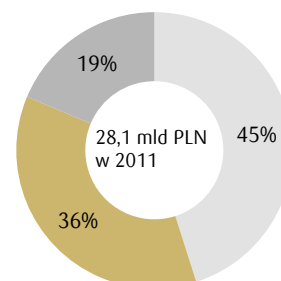
Po wprowadzeniu Ustawy Refundacyjnej w 2012 r. istotnie zmieniła się struktura rynku sprzedaży leków w Polsce. Udział leków Rx refundowanych spadł do 37% (-8pp), wartościowo o blisko 2,9 mln PLN (-23% r/r). Wzrósł natomiast udział leków Rx pełnopłatnych do 22% (+3pp), wartościowo o 0,7 mld PLN (+13% r/r) i leków OTC do 41% (+5pp), wartościowo o blisko 0,6 mld PLN (+6% r/r) – w rynku detalicznym.

Struktura rynku sprzedaży detalicznej leków w Polsce

Po wprowadzeniu Ustawy Refundacyjnej (w latach: 2012, 2013, 2014)



Przed wprowadzeniem Ustawy Refundacyjnej (w latach: 2010, 2011)



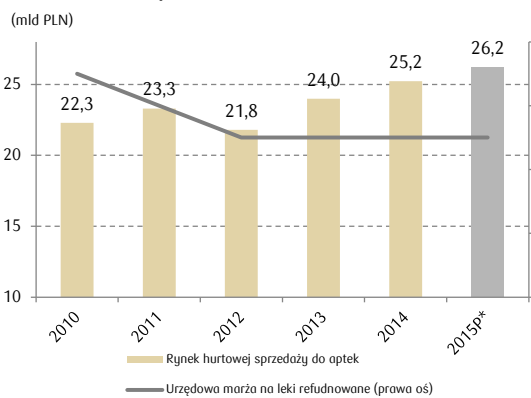
■ Leki refundowane ■ OTC ■ Leki pełnopłatne

Źródło: Pharmaexpert

Zmniejszenie udziału leków refundowanych na korzyść leków pełnopłatnych i OTC jest konsekwencją wprowadzenia urzędowych cen na leki refundowane oraz obniżenia ich marży, co w pierwszym roku obowiązywania ustawy przyczyniło się do blisko 6% spadku rynku w cenach detalicznych.

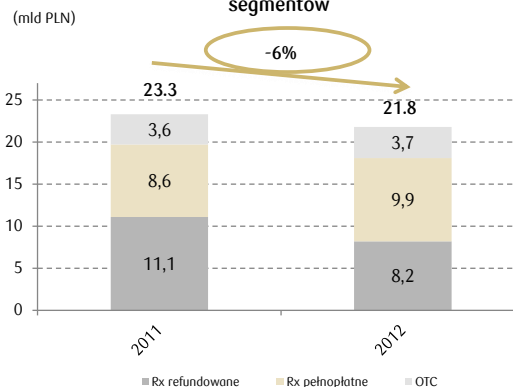
Ustawa refundacyjna nie miała wpływu na rynek szpitalny, spadek rynku leków refundowanych o 2,9 mld PLN w całości obciążył kanał sprzedaży do aptek. Spadek sprzedaży leków Rx refundowanych wyniósł 26%.

Urzędowa marża na leki refundowane



Źródło: IMS Health
2015P* - prognoza DM PKO BP

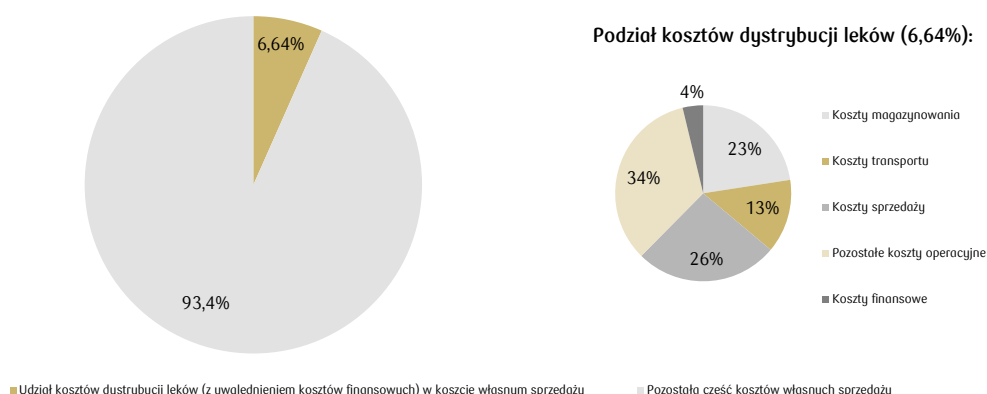
Spadek hurtowej sprzedaży do aptek według segmentów



Źródło: IMS Health

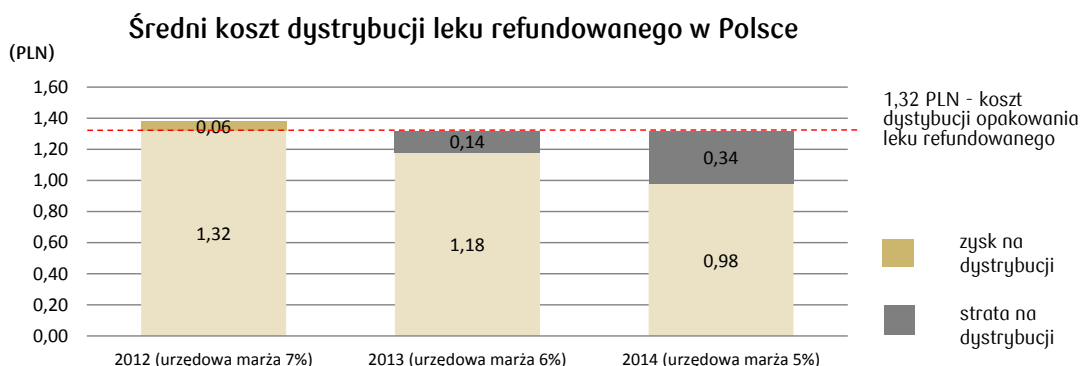
Zakładając średni poziom kosztów dystrybucyjnych leku refundowanego na poziomie 1,32 PLN, przy średniej urzędowej cenie sprzedaży leku refundowanego na poziomie 19,71 PLN, PWC szacuje średni koszt dystrybucji na poziomie 6,64% ceny leku. Obliczenia PWC na zlecenie ZPHF oparte są na próbie firm reprezentujących blisko 70% udziału w rynku obrotu hurtowego produktami farmaceutycznymi w Polsce.

Udział kosztów operacyjnych dystrybucji leku w koszcie własnym sprzedaży w 2012 r. (z uwzględnieniem kosztów finansowych)



Źródło: ZPHF

Obecny poziom urzędowej marży na leki refundowane ustalony na 5% i obowiązujący od 2014 r. nie pokrywa kosztów dystrybucji. Ponadto procentowy udział leków, których cena kształtuje się poniżej zakładanej średniej 19,71 PLN według szacunków PWC wynosi 68%, co implikuje brak ekonomicznego uzasadnienia dla dystrybucji 2/3 produktów refundowanych. W konsekwencji dochodzi do straty hurtowników na dystrybucji leków refundowanych, czego naturalną konsekwencją jest zmniejszenie udziału leków refundowanych w mixie produktowym do koniecznego minimum, co przekłada się na niewystarczającą dostępność leków refundowanych w aptekach (strata pacjenta).



Źródło: ZPHF

W 2012 zysk na dystrybucji leków refundowanych wyniosła 1,38 PLN na opakowanie, w 2013 już 1,18 PLN na opakowanie (-11% r/r), w 2014 0,98 PLN na opakowanie (-17% r/r). Według naszych szacunków, uwzględniających spadek udziału leków refundowanych do 37% w całkowitym mixie sprzedażowym dla branży, spadek marży na lekach refundowanych w latach 2012-2014 przełożył się na średnioroczny 4% spadek zysku brutto na sprzedaży u każdego z dystrybutorów.

W efekcie wprowadzenia ustawy od stycznia 2012 r. spadkowi marży urzędowej towarzyszył również spadek podstawy do jej naliczenia (spadek zysku). Szacowana strata z tytułu usztywnienia marż na leki refundowane dla całego sektora dystrybucji farmaceutyków w 2013 r. (przy 6% marży ustawowej) wyniosła 65 mln PLN, w 2014 r. (przy 5% marży ustawowej) już 172 mln PLN, a stratę w 2015 r. szacujemy na 185 mln PLN – przy założeniach średniego kosztu dystrybucji na poziomie 6,64%.

	2011	2012	2013	2014	2015P	
Rynek leków refundowanych (mln PLN)	12 609	9 753	10 138	10 466	11 281	
Urzędowa marża na leki refundowane	8,91%	7%	6%	5%	5%	
Zysk na lekach refundowanych (mln PLN)	1 123	683	608	523	564	
Narastająco strata zysku z tyt. obniżenia urzędowej marży do 7%, 6% i 5% dla całego sektora		-186	-295	-409	-441	-1332
Koszty dystrybucji	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	6,64%	
Koszty dystrybucji (mln PLN)	837	648	673	695	749	
Zysk/strata na dystrybucji leków refundowanych	286	35	-65	-172	-185	

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych PWC

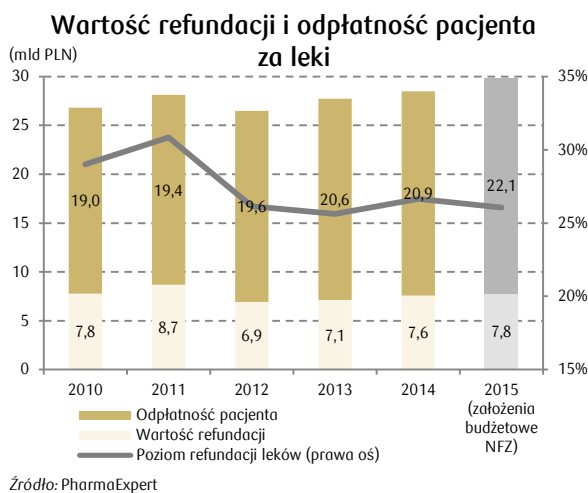
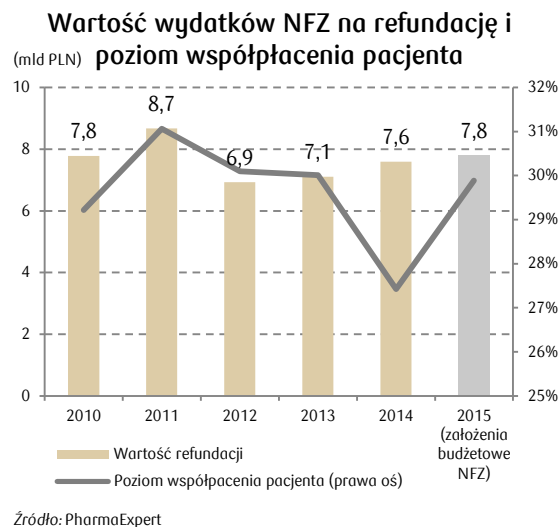
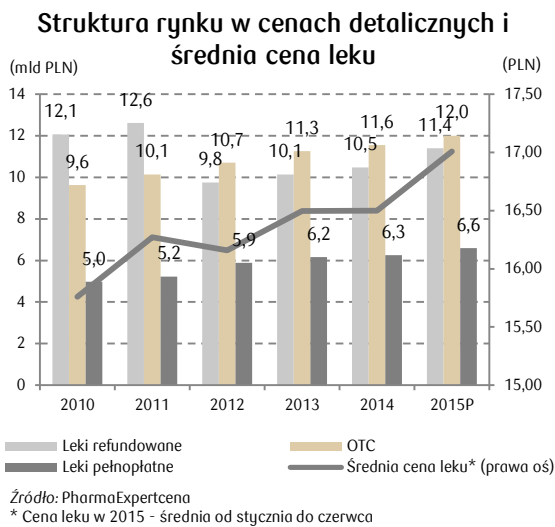
Bazując na bardziej szczegółowych danych klientów umieszczonych w raporcie PWC, oszacowaliśmy wpływ spadku marży w segmencie leków refundowanych na wyniki całej branży dystrybucyjnej. Naszym zdaniem średnia marża brutto na sprzedaży w branży była niższa aniżeli maksymalna urzędowa marża. Po dodaniu koszty sprzedaży i zarządu oraz kosztów finansowych oceniamy, że wprowadzenie ustawy refundacyjnej w latach 2012-2015P wpłynie na spadek wyników dystrybutorów farmaceutyków w przedziale 319-386 mln PLN.

mln PLN	2012	2013	2014	2015P
Przychody (leki refundowane)	9 753	10 138	10 466	11 281
Koszty	9 166	9 626	10 035	10 791
Wynik brutto na sprzedaży	587	512	431	490
Marża brutto na sprzedaży	6,0%	5,0%	4,1%	4,3%
Urzędowa marża maksymalna	7%	6%	5%	5%
Koszty sprzedaży i zarządu	455	473	477	498
Pozostałe koszty operacyjne	65	67	67	70
EBIT	67	-29	-113	-78
Marża EBIT	0,7%	-0,3%	-1,1%	-0,7%
Koszty finansowe	39	41	42	45
Marża brutto	28	-69	-155	-123
Marża brutto	0,3%	-0,7%	-1,5%	-1,1%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych PWC

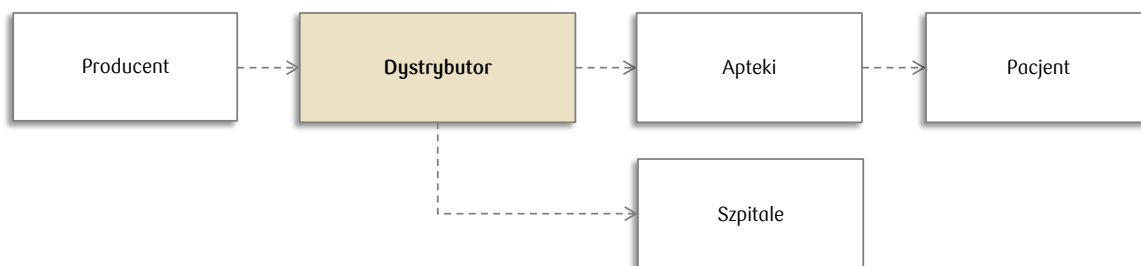
Sytuacja pacjenta po wprowadzeniu ustawy refundacyjnej

Z punktu widzenia pacjenta, po wprowadzeniu ustawy, nastąpił wzrost średniej ceny leków w aptekach. Poziom współpłacenia pacjenta w segmencie leków refundowanych wciąż waha się w przedziale 28-31% (69-72% refundowane przez NFZ). Jednak porównując całkowite wydatki pacjentów na leki (rynek w cenach detalicznych) do budżetu jaki NFZ przeznacza na refundację leków widać, że poziom refundacji leków spadł z blisko 31% w 2011 r. do 26% w 2012 r. i utrzymuje się na tym poziomie, co oznacza, że po wprowadzeniu ustawy pacjenci w większym stopniu partycypują w kosztach leków aniżeli przed 2012 r.



Dystrybutor z wartością dodaną

Rola dystrybutora w łańcuchu dystrybucji farmaceutyków sprowadza się już nie tylko do tradycyjnej funkcji zapewnienia dostępności leków w aptekach czy zaopatrywania szpitali. Dystrybutorzy finansują swoich klientów (apteki) a nierzadko świadczą im dodatkowe usługi wspomagające bieżące zarządzanie apteką (optymalizacja zamówień i magazynu). Ponadto na mocy ustawy z dnia 29 października 2010 r. o rezerwach strategicznych (Dz.U. Nr 229, poz. 1496, z późn. zm.) dystrybutorzy odpowiadają również za strategiczne rezerwy lekowe (utrzymywanie zapasów obowiązkowych).



Źródło: Dom Maklerski PKO BP

Dystrybutorzy w swojej ofercie mają średnio około 25-30 tys. produktów farmaceutycznych, z czego na dzień 1 września 2015 r. 3 827 leków znajdowało się na listach leków refundowanych. Produkty dystrybuowane przez hurtownie farmaceutyczne można podzielić na 3 segmenty produktowe:

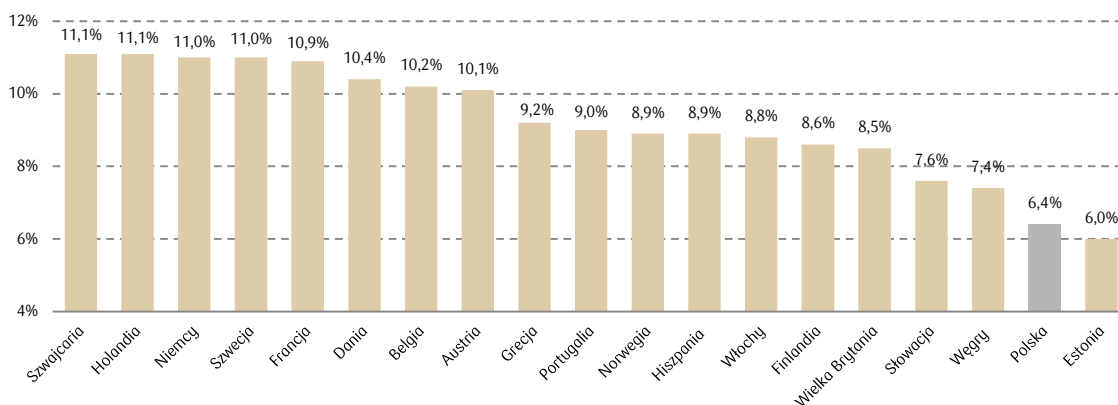
	Sposób dystrybucji	Marża
Leki refundowane	Restrykcyjne ograniczenia dotyczące sposobu dystrybucji	Szttywna marża urzędowa
Leki pełnopłatne	Restrykcyjne ograniczenia dotyczące sposobu dystrybucji	Mechanizm rynkowy ustalania wysokości marży, z niewielką kontrolą Państwa
OTC	Wymagania dostosowane do asortymentu	Pełny mechanizm rynkowy ustalania wysokości marży

Źródło: P - szacunki DM PKO BP, PWC

Polska na tle Europy

Wydatki na zdrowie jako odsetek PKB kształtują się w Polsce na jednym z najniższych poziomów w Europie. Średnie wydatki dla europejskiego kraju wynoszą blisko 9,2% PKB, ich mediana 9,0%, podczas gdy w Polsce zaledwie 6,4% PKB.

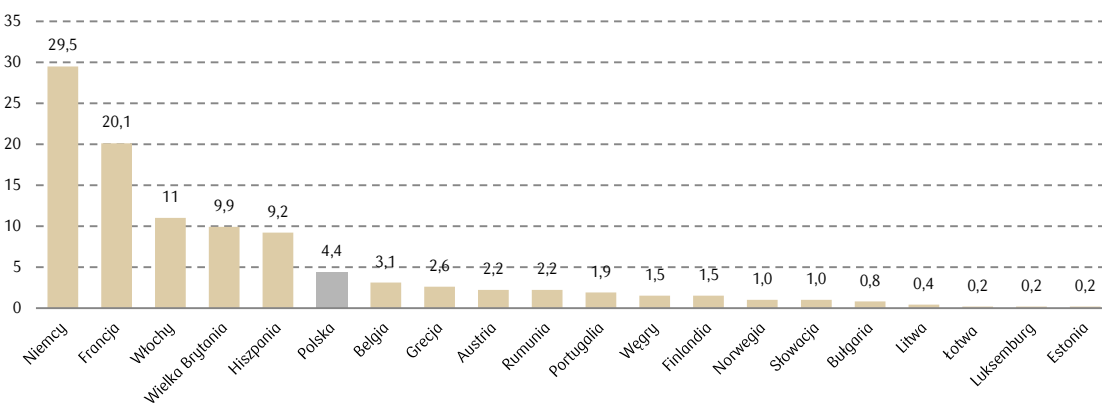
Wydatki na zdrowie jako odsetek PKB w 2013



Źródło: IMS Health, OECD, KE

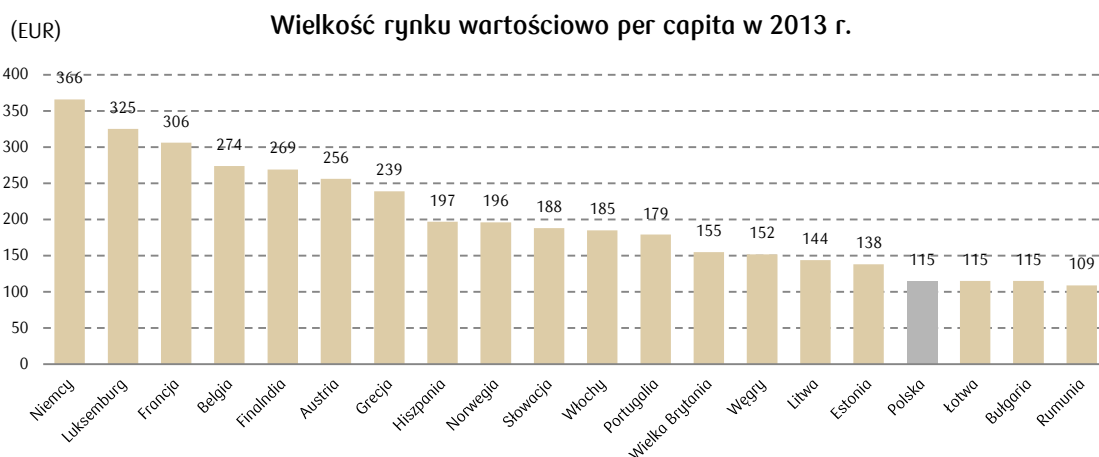
Wartość rynku aptecznego w Polsce w cenach producenta w 2013 r. wyniosła 4,4 mld EUR (18,5 mld PLN). Na tle Europy Polska zajmuje #6, jednak średnia w Europie jest wyższa i wynosi 5,1 mld EUR, podczas gdy mediana już tylko 2,1 mld EUR.

Wartość rynku aptecznego w cenach producenta netto w 2013 r.



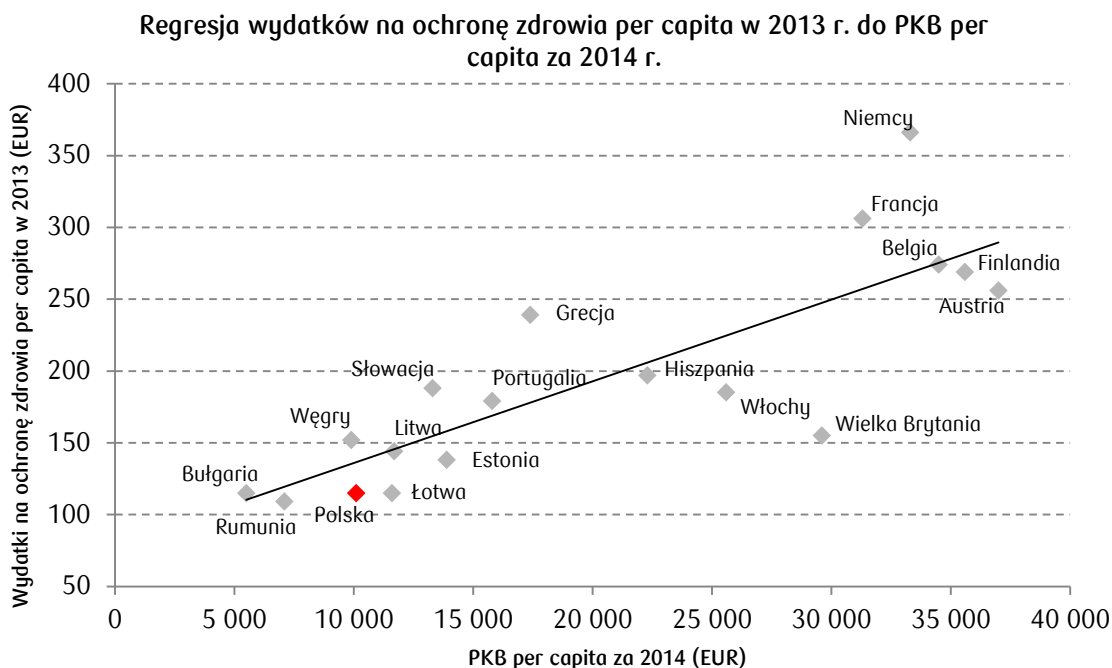
Źródło: IMS Health

Z punktu widzenia wartości per capita, Polska nie wypada już tak dobrze. Wielkość polskiego rynku liczona per capita wynosi 115 EUR, podczas gdy mediana dla Europy wynosi 187 EUR, a średnia 201 EUR.



Źródło: IMS Health

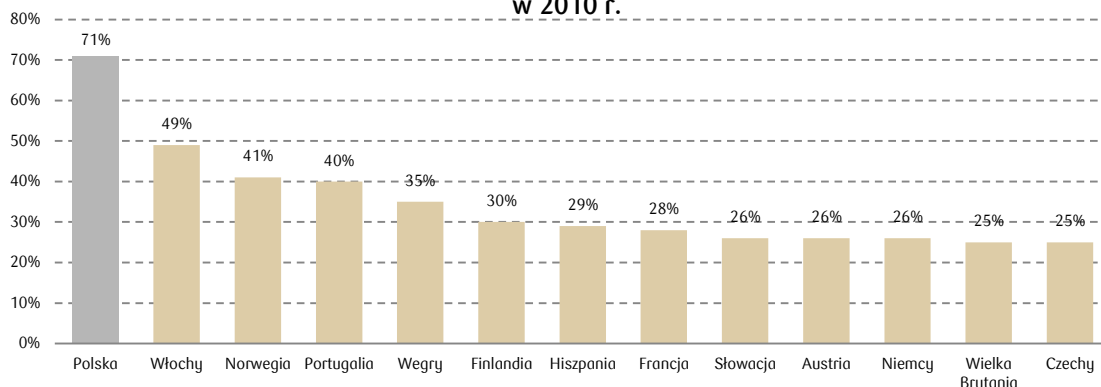
Krzywa regresji potwierdza nasze wcześniejsze założenia, co do tego, że wydatki Polaków na ochronę zdrowia na tle pozostałych Europejskich krajów są na relatywnie niskim poziomie. Wynikający z regresji potencjał wzrostu wydatków na ochronę zdrowia w Polsce (per capita) szacujemy w przedziale 15-18%.



Źródło: IMS Health, Eurostat

Z punktu widzenia pacjenta w Polsce udział współpłacenia w ogólnych wydatkach na ochronę zdrowia był (i wciąż jest) najwyższy w Europie. Pacjent w Polsce pokrywa 71% całkowitych wydatków na ochronę zdrowia, podczas gdy średnio w Europie pacjenci pokrywają zaledwie 35% całkowitych wydatków, a mediana kształtuje się na poziomie 29%.

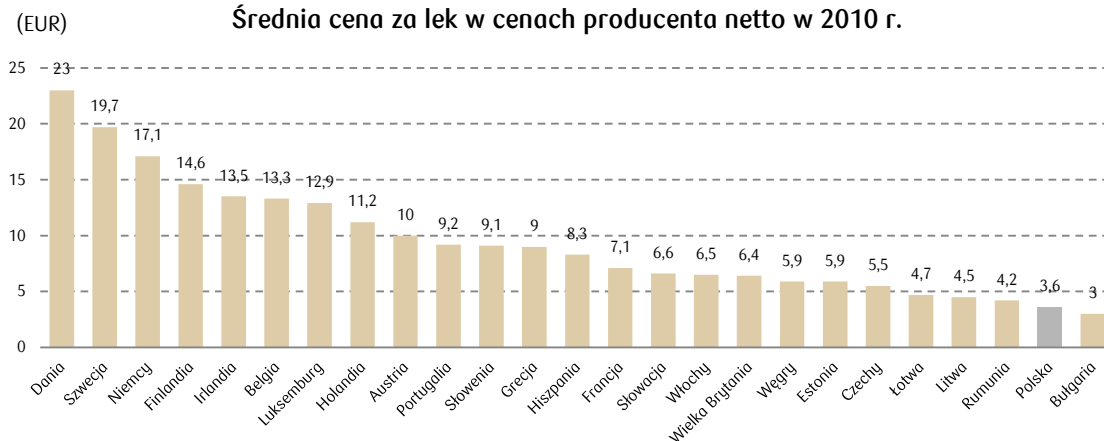
Udział współpłacenia pacjenta w ogólnych wydatkach na ochronę zdrowia w 2010 r.



Źródło: IMS Health

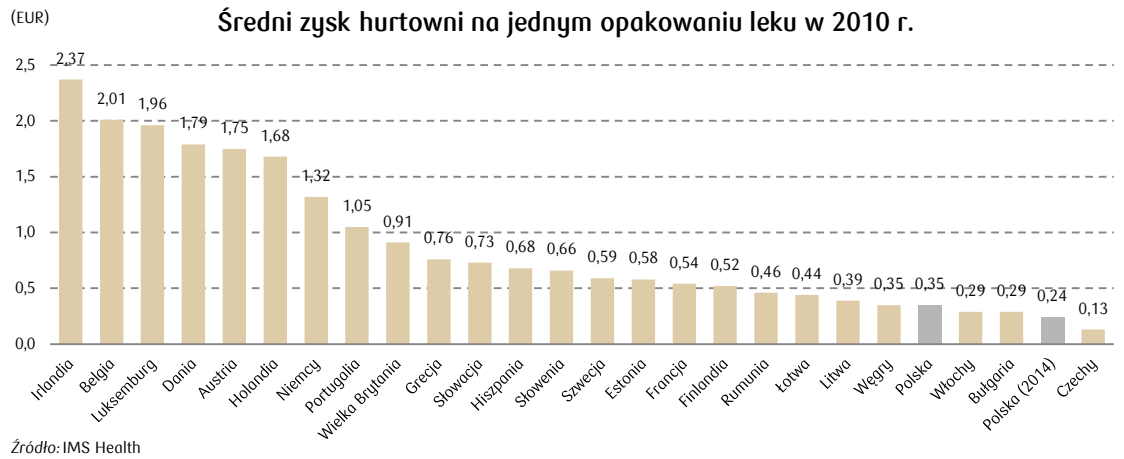
Ceny produktów farmaceutycznych w Polsce kształtują się na jednym z najniższych poziomów w Europie. W Polsce średnia cena za lek wynosi 3,6 EUR, podczas gdy mediana dla Europy wynosi 8,3 EUR, a średnia 9,4 EUR.

Średnia cena za lek w cenach producenta netto w 2010 r.



Źródło: IMS Health

Marża hurtowa liczona od ceny leków jest w Polsce również jedną z najniższych w Europie. Średni zysk hurtowni na jednym opakowaniu leku wynosił w Polsce 0,35 EUR, podczas gdy mediana zysku dla Europy wyniosła 0,63 EUR, a średnia 0,88 EUR. Po wprowadzeniu ustawy refundacyjnej, w latach 2012-2014 zysk hurtowy uległ dalszemu obniżeniu do 0,98 PLN (0,24 EUR).





Recepta na FCF

Neuca jest największym w Polsce hurtowym dystrybutorem farmaceutyków z blisko 30% udziałem w rynku aptecznym. Dzięki przejściu ACP Pharma Neuca skokowo zwiększyła skalę przychodów (+1,2 mld PLN), a proces integracji obu spółek uwolnił gotówkę i skutkowało poprawą warunków zakupowych. W następnych latach marki własne będą istotnie kontrybuować do wyników i poprawiać rentowność w grupie. Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym, niski dług, ustabilizowany CAPEX uwolnią przepływy pieniężne, co da potencjał do wzrostu dywidendy lub wznowienia procesów akwizycyjnych. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Kupuj z ceną docelową 398 PLN na akcję.

Skokowy wzrost biznesu po akwizycji ACP Pharma

Po udanej akwizycji ACP Pharmacy Neuca skokowo zwiększyła skalę przychodów - w 2014 o 0,7 mld PLN, a w 2015 r. o 1,2 mld PLN, w pełni konsolidując wyniki przejętej spółki. Szybki proces integracji pozwolił uwolnić gotówkę, a umocnienie pozycji najsilniejszego gracza w kanale aptecznym negocjować lepsze warunki u producentów. Przychody spółki w latach 2016-19 będą rosły w przedziale 4-7% rocznie, przy utrzymaniu się marży brutto na sprzedaży powyżej poziomu 9%.

Marki własne będą poprawiać rentowność grupy

W bieżącym roku marki własne wypracują 18% zysku netto (+82% r/r). W 2016-17 rentowność netto utrzyma się na poziomie powyżej 20%, czego konsekwencją będzie dalsza poprawa marży w grupie. Bieżąca strategia zakłada koncentrację na wdrożeniu ekspozycji i sprzedaży produktów własnych w aptekach, przy niższej dynamice wdrożeń nowych produktów.

Niewielki dług, ustabilizowany CAPEX i potencjał wzrostu dywidendy

Dobre zarządzanie kapitałem obrotowym przekłada się na niewielki dług (dług netto/EBITDA 1,3x bez faktoringu), a planowane na 2016 r. zakończenie procesu inwestycji w przychodnie uwolni wolne przepływy pieniężne, które dadzą potencjał do wzrostu dywidendy (1,3% stopa dywidendy z zysku za 2014 r.) lub wznowienia akwizycji. W 2015 r. spółka wypracuje 100 mln PLN zysku netto (+7% r/r), co implikuje mnożniki na '15: P/E: 15,7x i EV/EBITDA: 11,7x.

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Kupuj z ceną docelową 398 PLN na akcję

mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	5 795	6 569	7 231	7 617	7 982
EBITDA	127	105	152	168	180
EBIT	102	77	123	134	143
Zysk netto	85	94	100	109	118
P/E	9,7	11,4	15,7	14,4	13,3
P/BV	2,0	2,3	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA	11,4	11,4	11,7	10,3	9,3
EPS	18,88	20,56	21,93	23,93	25,99
DPS	3,80	4,33	5,00	7,50	10,00
FCF	-	-	17	76	86
CAPEX	-23	-37	-43	-56	-56

P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

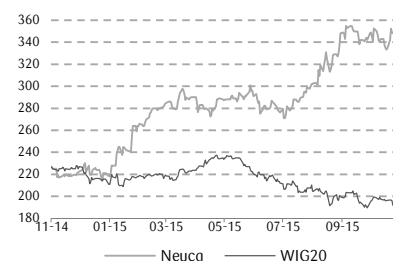
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	345,20
Upside	15%
Liczba akcji (mn)	4,55
Kapitalizacja (mln PLN)	1 572,04
Free float	43%
Free float (mln PLN)	668,43
Free float (mln USD)	171,09
EV (mln PLN)	1 771,58
Dług netto (mln PLN)	199,54

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1%
Odciecie dywidendy	20.05.2015

Akcjonariusze	% Akcji/głosów
Kazimierz Herba	23,64
Wiesława Herba	23,08
SORS Holding Limited	10,56
Allianz OFE	3,80

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-2,3%	-0,9%
3 miesiące	-9,6%	14,3%
6 miesięcy	-18,6%	20,2%
12 miesięcy	-16,4%	49,4%
Min 52 tyg. PLN		214,00
Max 52 tyg. PLN		355,00
Średni dzienny obrót mln PLN		0,54

Analityk	
Adrian Skłodowski	
+48 22 521 87 23	
adrian.sklodowski@pkobp.pl	

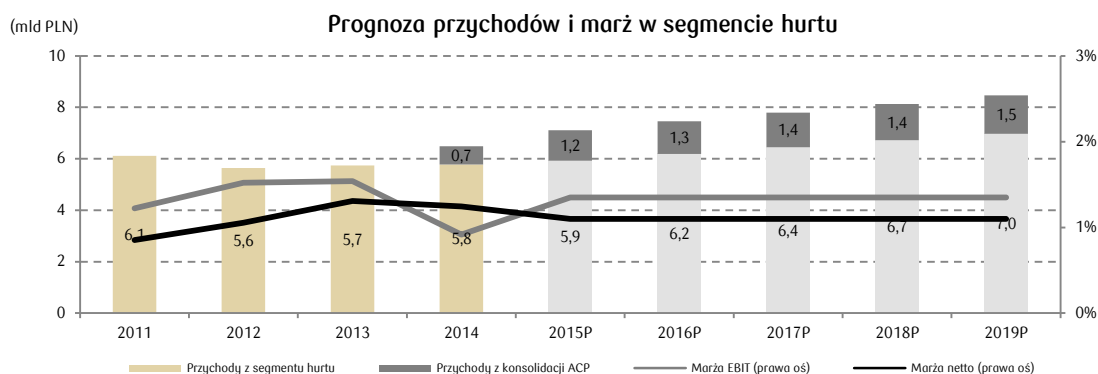
Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Argumenty inwestycyjne

Szybki proces integracji po akwizycji ACP Pharma

Pozytywnie oceniamy akwizycję ACP Pharmy, która w 2014 (konsolidacja od maja 2014) dołożyła 0,7 mld PLN do przychodów grupy, a w 2015 r. dołoży 1,2 mld PLN. Szybki proces integracji i restrukturyzacji (optymalizacja siły zakupowej oraz poprawy mixu produktowego) przełożyły się już w 5 kwartale konsolidacji spółki (2Q15) na wypracowanie imponującej marży brutto na sprzedaży w grupie na poziomie 9,71%. Wzrost zadłużenia o 100 mln PLN zaciągnięty na potrzeby przejęcia ACP został niemal od razu zredukowany przez uwolnienie gotówki z kapitału obrotowego – cykl konwersji gotówki poprawił się o 9 dni. Przejęcie ACP umocniło pozycję Neuki jako najsilniejszego gracza w kanale aptecznym (#1) a poprzez wzrost skali biznesu i większą koncentrację na hurcie daje szanse na jeszcze lepsze warunki u producentów.

Spodziewamy się, że przychody w segmencie hurtu w 2015 r. urosną o blisko 10,5% (częściowo jeszcze za sprawą ACP), w latach 2016-19 będą rosły w tempie 4-7% rocznie, a marża brutto na sprzedaży będzie utrzymywała się powyżej 9%.



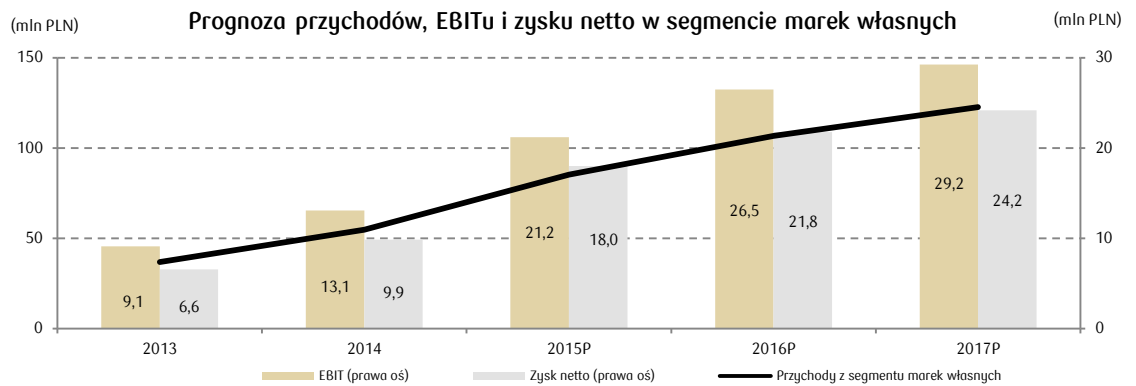
Źródło: P - prognoza DM PKO BP

Neuca przejęła hurtową część ACP za 203 mln PLN. Aktywa ACP składały się w 120 mln PLN z kapitału obrotowego (przejęty mix produktowy oparty o niżej marżowe leki refundowane został zoptymalizowany w kierunku leków wyżej marżowych OTC i leków pełnopłatnych), 66 mln PLN gotówki oraz 52 mln środków trwałych. Ponadto upłynnienie aktywów niezwiązanych z działalnością operacyjną i wykorzystanie strat podatkowych dodało około 6 mln PLN w 2014 r. i doda około 7 mln PLN w latach 2015-16. Spółka w części hurtowej, którą przejęła Neuca nie była zadłużona. Na koniec 2012 r. ACP Pharma wypracowała 1,6 mld PLN przychodów (6,9% udziału w rynku, #4), 1,5 mln PLN EBITu i 2,8 mln PLN zysku netto. Warunkiem przeprowadzenia transakcji postawionym przez UOKiK była sprzedaż hurtowni w Bydgoszczy (jednej z pięciu przejętych).

Marki własne poprawiają marże w grupie

Segment marek własnych w 2015 r. wypracuje 18% zysku netto w grupie (+82% r/r), przy przychodach na poziomie 85 mln PLN (+56% r/r). W segmencie marek własnych spółka wypracowuje marżę netto na poziomie 21%. Przy obecnej skali biznesu spółka zakłada niższą dynamikę wdrożeń nowych produktów i koncentruje się na wzroście ekspozycji i sprzedaży produktów własnych w aptekach, szczególnie aptekach partnerskich gdzie zarządza zapasem magazynowym i mixem produktowym. W celu optymalizacji procesu i spadku kosztów spółka zainwestowała we własną linię do pakowania co sprawdza się idealnie w przypadku standaryzacji

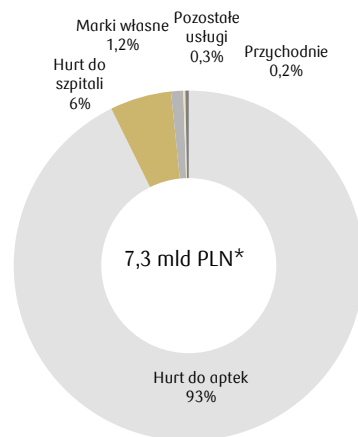
wielkości opakowań. W latach 2016-19 spodziewamy się że segment marek własnych będzie realizował 20% marżę zysku netto rosnąc na przychodach w tempie 20 mln PLN rocznie.



Lepszy mix (produktowy) receptą na wyższy zysk

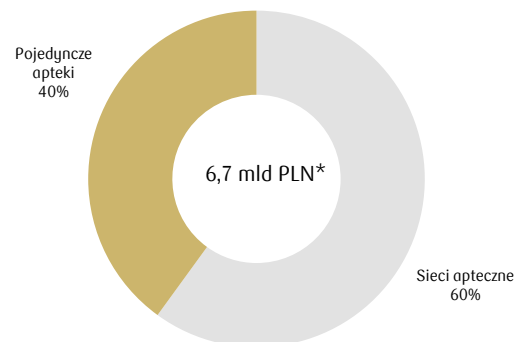
Neuca działa na rynku ochrony zdrowia, skupiając się na hurtowej dystrybucji wyrobów farmaceutycznych do aptek i szpitali (98% sprzedaży) oraz na produkcji leków pod markami własnymi (1%). Swoją działalność prowadzi na terenie Polski.

Struktura sprzedaży w 2015



Źródło: Neuca, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

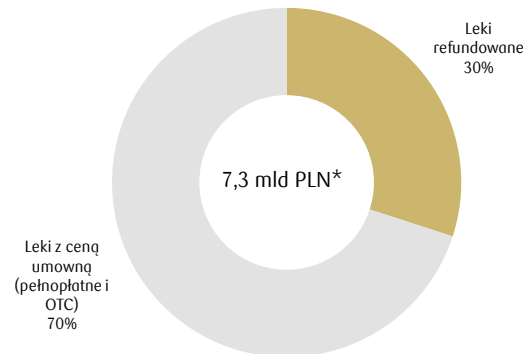
Struktura sprzedaży do aptek po kanałach sprzedaży w 2015



Źródło: Neuca, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Dzięki strategii opartej na wzroście sprzedaży do aptek (93% sprzedaży), w szczególności niezależnych do których trafia blisko 40% sprzedaży w kanale aptecznym oraz relatywnie niewielkiej sprzedaży do szpitali (6%) spółka zoptymalizowała swój mix produktowy w kierunku leków z ceną umowną (70% sprzedaży), które pozwalają generować wyższe marże niż leki refundowane.

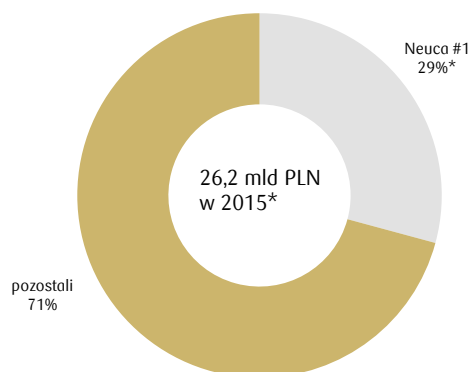
Struktura sprzedaży po grupach produktowych w 2015



Źródło: Neuca, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

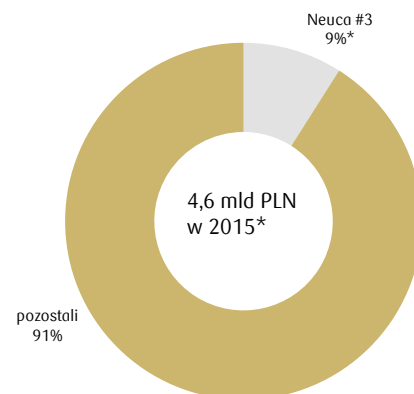
Neuca ma 29% udział w polskim rynku hurtowej sprzedaży wyrobów farmaceutycznych do aptek, co klasyfikuje spółkę na #1 w branży. Pod względem sprzedaży do szpitali Neuca znajduje się na #3, z około 9% udziałem w rynku. Naszym zdaniem udział Neuki w polskim rynku hurtowej sprzedaży do aptek będzie zbliżony do 28-30%, a szpitali będzie się kształtował na poziomie 8-10% w ciągu następnych 3 lat. Neuca blisko 99% zakupów realizuje w walucie krajowej, pozostałe 1% w EUR.

Udział w rynku hurtowej sprzedaży do aptek w 2015



Źródło: Neuca, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Udział w rynku hurtowej sprzedaży do szpitali w 2015



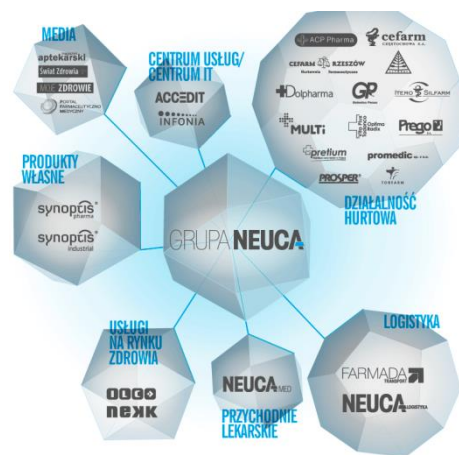
Źródło: Neuca, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Strategia i dywersyfikacja

Strategia Neuci zakłada dalszy wzrost udziału w rynku hurtowej sprzedaży farmaceutyków do aptek, w szczególności niezależnych (40% sprzedaży, pojedyncze-rodzinne apteki, lub małe sieci do 5 aptek o relatywnie niewielkiej sile zakupowej) oraz do szpitali poprzez wzrost organiczny i akwizycję. W tym obszarze spółka deklaruje, że nie będzie konkurować ze swoimi klientami i nie będzie otwierać swoich własnych aptek. W segmencie produktowym Neuca rozwija portfolio marek własnych. Ponadto spółka rozwija szereg dodatkowych usług wspierających prace swoich kluczowych klientów: programy partnerskie dla niezależnych aptek (Zysk+, Partner+), tworzy systemy informatyczne

wspierające procesy logistyczne i zarządza mixem produktowym w aptekach, świadczy specjalistyczne usługi reklamowe na rynku ochrony zdrowia.

W ramach dywersyfikacji w oparciu o przejmowane przychodnie lekarskie Neuca buduje trzecią nogę bazującą na stworzeniu pełnego łańcucha usług wspierających producentów pod kątem badań klinicznych od wyselekcjonowania pacjenta (własne przychodnie, apteki partnerskie), po jego diagnostykę (własne przychodnie), leczenie specjalistyczne (w partnerskich szpitalach), prowadzenie całego procesu i analizę wpływu leków na zdrowie pacjenta (spółka analizująca wyniki badań). Ponadto Neuca rozwija swoje portfolio w obszarze telemedycyny, co dopełnia łańcuch o diagnostykę zdalną. Jednak w obecnej chwili pomimo przejęcia blisko 15 przychodni i spółek w obszarze badań klinicznych i telemedycyny, które w chwili przejęcia jak zapewnia Neuca są rentowne, nie widzimy szans na istotną kontrybucję do wyników w 2016 r.



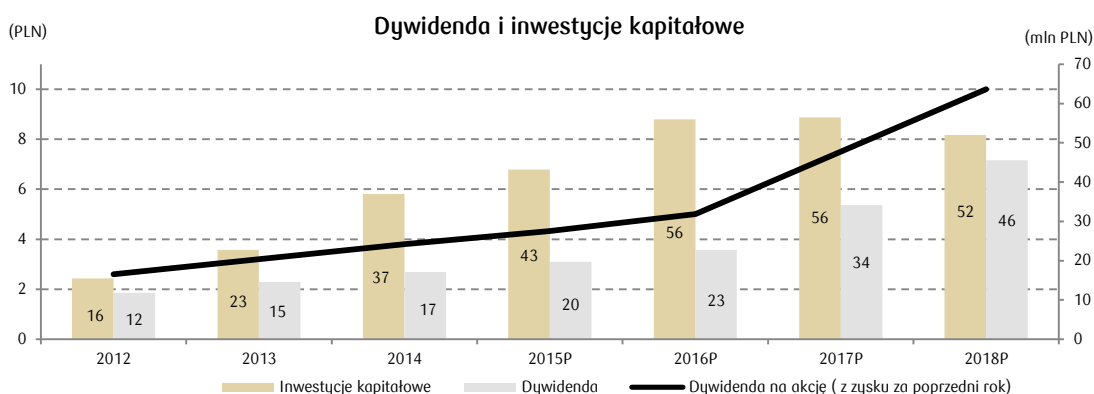
Źródło: Neuca, DM PKO BP

Kontynuacja skupu akcji pod program motywacyjny

Spółka zaproponowała nowy program skupu akcji, który ma objąć do 103 tys. akcji, w przedziale cenowym od 1 PLN do 450 PLN za akcję. Program buy-back potrwa maksymalnie do końca 2016 r. Na ten cel spółka może przeznaczyć nawet 46,35 mln PLN. Skupiona akcje zostaną przeznaczone na rzecz programu motywacyjnego, dla 18 kluczowych menadżerów spółki.

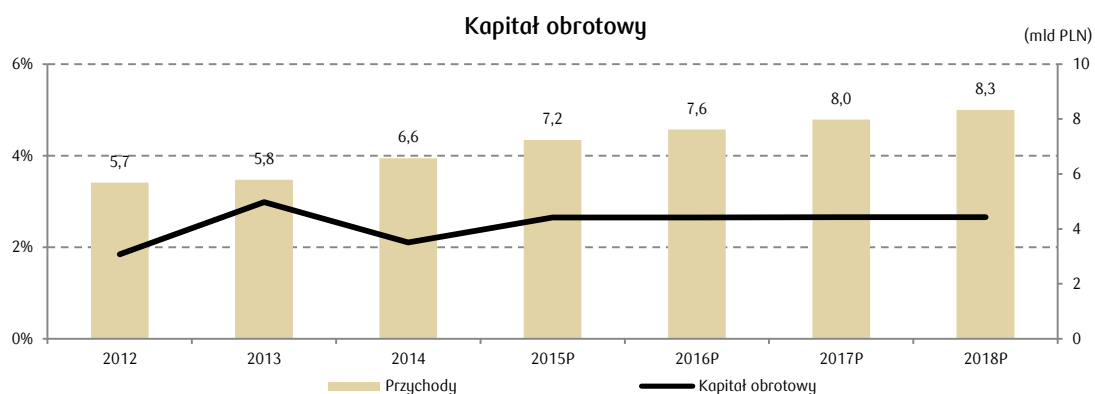
Dywidenda i inwestycje kapitałowe

Ze względu na planowane zakończenie procesu inwestycji w przychodnie w 2016 r. (budżet na 2014-16 30 mln PLN) wolne przepływy pieniężne w spółce powinny istotnie wzrosnąć w 2016 r., co daje potencjał do wypłaty wyższej dywidendy lub kontynuacji akwizycji. Z zysku za 2015 r. spodziewamy się, że Neuca wypłaci 5 PLN dywidendy na akcję (stopa dywidendy 1,4%), dopiero w następnych latach oczekujemy jej wzrostu. Polityka dywidendowa spółki zakłada dwucyfrowy wzrost dywidendy w każdym roku. Istnieje prawdopodobieństwo, że w latach 2017-18 Neuca będzie musiała zainwestować w logistykę około 25 mln PLN, jednak decyzja w tej sprawie jeszcze nie została podjęta.

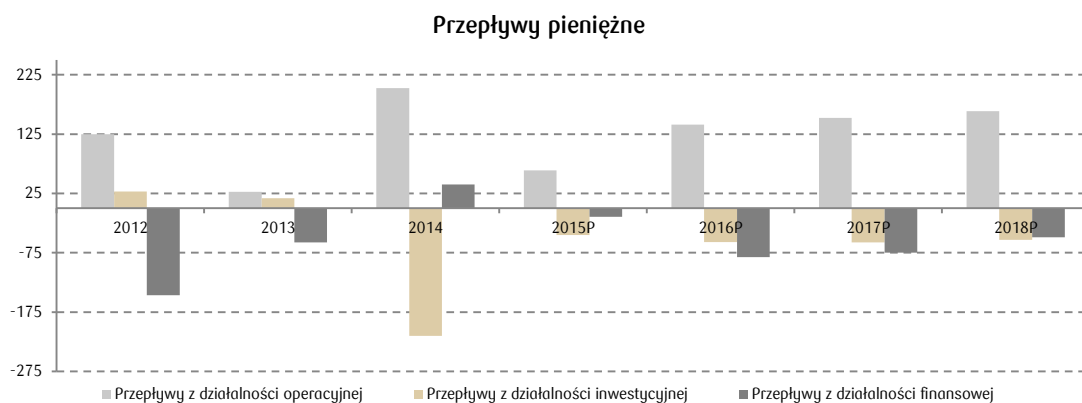


Kapitał obrotowy

Po akwizycji ACP Pharma spółka zwiększyła skalę biznesu, jednak struktura mixu produktowego istotnie się nie zmieniła, co stwarza potencjał do optymalizacji kapitału obrotowego w przyszłości.



Przepływy pieniężne



Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora dystrybucji produktów farmaceutycznych. Według naszych obliczeń cena docelowa Neuca to 398 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2015P - 2019P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2020P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,0x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2015 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

Model DCF

Model DCF						
mIn PLN	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
EBIT	122,6	134,0	142,9	151,7	160,7	163,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	99,3	108,6	115,7	122,9	130,2	132,1
CAPEX	59,1	55,9	56,4	51,9	47,5	45,0
Amortyzacja	30,0	33,6	37,0	40,5	43,7	45,0
Zmiany w kapitale obrotowym	53,2	10,5	10,0	9,7	9,7	3,5
FCF	16,9	75,7	86,4	101,7	116,7	128,7
WACC	6,9%	7,2%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70
DFCF	0,0	70,6	75,0	82,2	87,8	
Wzrost w fazie II	1,5%					
Suma DFCF - Faza I	315,6					
Suma DFCF - Faza II	1 618,4					
Wartość Firmy (EV)	1 933,9					
Dług netto	199,5					
Faktoring i korekty	40,0					
Wartość godziwa	1 694,4					
Liczba akcji (mln szt.)	4,6					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2015	372,1					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	398					
Cena bieżąca	345,2					
Dywidenda	0,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	15,2%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Koszt długu	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Waga kapitału własnego	70%	77%	82%	83%	83%	83%
Waga długu	30%	23%	18%	17%	17%	17%
WACC	6,9%	7,2%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	6,5%	398	432	474	525	589
	7,0%	368	398	432	474	525
	7,5%	343	368	398	432	474
	8,0%	322	343	368	398	432
	8,5%	303	322	343	368	398

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, Neuca notowana jest z dyskontem na wskaźniku P/E i z premią na wskaźniku EV/EBITDA. Jednak ze względu na niewielki udział europejskich spółek w grupie porównawczej wycena w pełni nie odzwierciedla regionalnej specyfiki biznesu Neuki.

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy	Kapitalizacja
	2014	2015P	2016P	2014	2015P	2016P	%	mld PLN
PELION SA	11,6	14,3	10,2	8,8	8,3	7,5	3,2	0,2
FARMACOL SA	16,3	14,9	14,1	11,6	9,9	9,4	0,0	0,4
CELESIO AG	-	-	20,7	-	-	10,3	3,3	5,1
SELCUK ECZA DEPOSU TICARET V	9,0	7,8	7,0	8,2	6,5	5,8	2,9	0,5
Median of European companies	11,6	14,3	12,1	8,8	8,3	8,4	3,0	0,4
ALLERGAN PLC	21,9	20,4	19,0	36,2	20,6	17,1	0,0	111,3
MCKESSON CORP	22,3	16,7	14,2	13,0	10,0	9,1	0,6	38,5
CARDINAL HEALTH INC	22,7	19,8	16,5	12,5	11,5	9,7	1,7	26,2
AMERISOURCEBERGEN CORP	24,9	19,6	16,9	13,1	10,7	9,2	1,1	19,4
JEAN COUTU GROUP INC-CLASS A	18,6	17,0	17,2	11,1	10,9	11,0	2,3	2,6
PROFARMA DISTRIBUIDORA	-	89,8	7,9	9,6	7,8	5,7	0,6	0,1
AUSTRALIAN PHARMA INDUS LTD	29,1	22,1	19,0	11,6	10,5	9,3	2,7	0,6
CLICKS GROUP LTD	31,7	27,2	23,8	17,9	15,6	14,0	2,5	1,7
Median of American and Australian companies	22,7	20,1	17,1	12,8	10,8	9,5	1,4	11,0
SINOPHARM GROUP CO-H	24,8	20,2	17,0	12,0	10,0	8,7	1,4	10,9
MEDIPAL HOLDINGS CORP	20,1	24,2	18,3	10,0	11,0	9,2	1,2	4,0
ALFRESA HOLDINGS CORP	25,0	28,0	20,5	11,7	12,5	9,8	1,4	4,2
PHARMANIAGA BERHAD	20,2	16,2	15,5	10,8	9,7	9,0	4,6	0,4
EU YAN SANG INTERNATIONAL	10,7	-	40,0	8,6	12,4	12,1	0,9	0,1
Median of Asian companies	20,2	22,2	18,3	10,8	11,0	9,2	1,4	4,0
Mediana wszystkich spółek	21,9	19,8	17,0	11,6	10,6	9,3	1,4	2,6
Neuca (PKO DM)	16,8	15,7	14,4	16,9	11,6	10,5	1,3	0,4
premia/dyskonto do prognoz PKO DM	-24%	-21%	-15%	46%	10%	14%		

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg

Neuca: Podsumowanie wyceny porównawczej

mIn PLN	2014	2015P	2016P	Średnia
				2014-2016
Neuca prognoza zysku netto	94	100	109	
Neuca prognoza EBITDA	105	152	168	
Spółki porównywalne: mediana P/E	21,9	19,8	17,0	
Wycena Neuca	450	434	407	431
Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA	11,6	10,6	9,3	
Wycena Neuca	266	353	341	320

Źródło: Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	6 132	6 389	5 687	5 795	6 569	7 231	7 617	7 982	8 336
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	5 617	5 843	5 121	5 243	5 983	6 550	6 897	7 225	7 542
Zysk brutto ze sprzedaży	515	545	566	552	586	682	720	757	793
Koszty sprzedaży	-260	-282	-294	-283	-331	-366	-386	-404	-422
Koszty ogólnego zarządu	183	176	159	146	164	180	189	198	207
Pozostałe przychody operacyjne	22	19	14	12	14	13	14	15	15
Pozostałe koszty operacyjne	30	29	34	32	28	27	25	26	28
Zysk z działalności operacyjnej	64	78	94	102	77	123	134	143	152
Saldo działalności finansowej	-18	-23	-13	2	2	-2	0	3	4
Zysk przed opodatkowaniem	46	55	81	104	79	121	135	146	156
Podatek dochodowy	-9	-2	-16	-19	15	-21	-26	-28	-30
Zyski (straty) mniejszości	0	0	-1	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	37	53	64	85	94	100	109	118	126

Bilans	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Aktywa Trwałe	364	413	411	413	521	563	590	615	631
Wartości niematerialne i prawne	113	118	111	111	160	174	174	174	174
Rzeczowe aktywa trwałe	228	249	239	255	276	289	311	330	342
Inwestycje	9	9	8	8	19	21	23	24	25
Pozostałe aktywa długoterminowe	13	38	53	40	66	79	83	87	91
Aktywa Obrotowe	1 716	1 556	1 459	1 504	2 049	2 175	2 291	2 419	2 585
Zapasy	892	681	671	755	1 048	1 113	1 172	1 228	1 282
Należności	798	848	754	741	958	1 012	1 066	1 118	1 167
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	14	16	17	4	10	13	14	15	16
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	12	11	17	5	32	36	38	58	120
Aktywa razem	2 079	1 969	1 871	1 918	2 570	2 738	2 881	3 034	3 216
Kapitał Własny	243	286	341	411	467	548	634	718	799
Kapitały mniejszości	0	0	6	5	9	9	9	9	9
Zobowiązania długoterminowe	174	145	96	84	180	185	154	134	140
Kredyty i pożyczki	148	104	84	71	161	165	133	112	117
Pozostałe rezerwy	11	13	4	3	8	9	9	10	10
Zobowiązania krótkoterminowe	1 662	1 539	1 434	1 423	1 922	2 005	2 094	2 182	2 278
Kredyty i pożyczki	257	203	114	100	54	71	57	48	50
Pozostałe rezerwy	0	1	1	1	2	2	2	2	3
Zobowiązania handlowe i pozostałe	1 404	1 335	1 319	1 322	1 866	1 932	2 035	2 131	2 225

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	14	166	125	28	203	64	141	153	164
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	6	-1	28	17	-215	-45	-57	-58	-53
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-31	-166	-147	-58	40	-14	-82	-75	-49

Wskaźniki (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Dług netto	394	296	181	166	184	200	151	101	46

Źródło: prognozy DM PKO BP

W poszukiwaniu lekarstwa dla detalu

Pelion jest dystrybutorem farmaceutyków do aptek i szpitali, posiadającym swoją sieć aptek w Polsce i na Litwie. Hurt Peliona jest trzonem rentownej działalności w grupie, a nierentowny detal stanowi drzemiący w spółce potencjałem do poprawy wyników. Po akwizycji Natury spółka weszła w perspektywiczny segment rynku drogerijnego, jednak jego restrukturyzacja obciąży wyniki 2016 r. Ze względu na wysoki dług oraz planowany CAPEX oczekujemy niższych wolnych przepływów pieniężnych co naszym zdaniem nie pozwoli zwiększyć dywidendy z zysku za 2015 r. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Trzymaj z ceną docelową 70 PLN na akcję.

Restrukturyzacja detalu opcją na wzrost zysku

Nierentowny od lat detal stanowi drzemiący w spółce potencjał do poprawy wyników. Po akwizycji (nierentownej) Natury Pelion wszedł w perspektywiczny segment rynku drogerijnego (wyższe marże), jednak jego restrukturyzacja obciąży wyniku nadchodzącego 2016 r. Naszym zdaniem dodatni wynik operacyjny segmentu pojawi się dopiero w 2017 r., jednak w obliczu zachodzących na rynku zmian - wzrost liczby aptek, w konsekwencji spadek marż - Pelion stoi przed wyjątkowo trudnym do wykonania zadaniem. W latach 2018-19 spodziewamy się marży EBITDA segmentu na poziomie 2-3%.

Hurt jest w cenie

Hurt Peliona stanowi trzon rentownej działalności w grupie, jednak potencjał do poprawy marżowości segmentu jest naszym zdaniem ograniczony. W 2015 r. spodziewamy się 93 mln PLN EBITu, a po uwzględnieniu wysokich kosztów finansowych (kredytowanie szpitali), zysku netto na poziomie 60-65 mln PLN.

Wysoki dług, planowany CAPEX i (tylko) utrzymana dywidenda

Pelion działa na ujemnym kapitale obrotowym, co przy nowych SKU (drogerie) wydaje się być nie do utrzymania, a w długim okresie grozi zwiększeniem i tak wysokiego zadłużenia (*15 dług netto/EBITDA 3x bez faktoringu). Planowana na 2016/17 inwestycja w magazyn (35 mln PLN) obniży wolne przepływy pieniężne, co naszym zdaniem nie pozwoli zwiększyć dywidendy z zysku za 2015 r (DPS 2 PLN). W 2015 r. spółka wypracuje 45 mln PLN zysku netto (-20% r/r), co implikuje mnożniki na '15: P/E: 16,8x i EV/EBITDA: 8,1x.

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od Trzymaj z ceną docelową 70 PLN na akcję.

mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	7 327	7 699	8 520	8 902	9 310
EBITDA	175	152	148	143	163
EBIT	139	113	100	94	113
Zysk netto	100	56	45	48	61
P/E	8,5	15,8	16,8	15,8	12,3
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,0	8,9	8,1	8,7	7,8
EPS	8,88	5,01	4,04	4,30	5,52
DPS	2,97	2,00	2,00	2,50	3,00
FCF	-	-	28	8	37
CAPEX	-168	-95	-61	-76	-69

P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

Informacje

Kurs akcji (PLN)	67,99
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	11,15
Kapitalizacja (mln PLN)	757,80
Free float	34%
Free float (mln PLN)	256,82
Free float (mln USD)	65,73
EV (mln PLN)	1 197,06
Dług netto (mln PLN)	439,26

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	3%
Odciecie dywidendy	01.05.2015

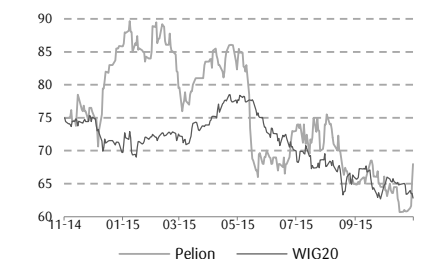
Akcjonariusze

	% Akcji/głosów
OFE Aviva BZ WBK	12,56
Jacek Szwajcarski	10,59
OFE NN	9,87
TFI Legg Mason	9,17

Poprzednie rekom.

Data i cena docelowa

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-2,3%	5,4%
3 miesiące	-9,6%	-8,1%
6 miesięcy	-18,6%	-17,4%
12 miesięcy	-16,4%	-9,6%
Min 52 tyg. PLN		60,70
Max 52 tyg. PLN		89,69
Średni dzienny obrót mln PLN		0,10

Analitik

Adrian Skłodowski
+48 22 521 87 23
adrian.sklodowski@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Nierentowny detal hamulcem wyników w grupie

Blisko 27% przychodów w grupie generowanych jest przez nierentowny segment detaliczny – sieć aptek w Polsce i na Litwie. Pelion od lat prowadzi proces restrukturyzacji detalu, jednak spółka nie jest w stanie trwale poprawić jego rentowności. Problem z wypracowaniem rentowności wynika z dwóch powodów: spadku średniej miesięcznej liczby transakcji w aptekach (-7% r/r w 1Q15) co jest konsekwencją rosnącej liczby aptek na rynku i spadającej liczby pacjentów w statystycznej aptece oraz relatywnie wysokich kosztów zarządzania tak dużą siecią. Ponadto masa przychodów z segmentu mniej rentownych leków refundowanych w mixie produktowym statystycznej apteki *dbam o zdrowie* jest naszym zdaniem wyższa niż średnia na rynku.

Przy utrzymaniu obecnej liczby 1000 aptek, do uzyskania rentowności Pelion potrzebuje zwiększenia skali sprzedaży z pojedynczej apteki oraz spadku kosztów zarządzania siecią, co naszym zdaniem jest niewykonalne głównie ze względu na wciąż rosnącą liczbę aptek na rynku (obecnie 14,5 tys.) oraz narastającą presję Państwa na obniżenie ceny leków refundowanych (sztywne ceny i tabela marż). Drugim rozwiązaniem jest zamknięcie nierentownych lokalizacji. Jednak ta opcja istotnie zmniejszyłaby skalę biznesu, co przy obecnej strategii DOZ Direct – wydzieleniu struktur magazynowo-logistycznych w taki sposób, że część detaliczna obsługiwana jest z innych magazynów niż część hurtowa mogłoby jeszcze bardziej uwypuklić istniejącą nieefektywność.

Detal (mld PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	1,691	1,960	1,917	1,996	1,968	2,162	2,270
<i>Dynamika r/r</i>		16%	-2%	4%	-1%	10%	5%
Zysk brutto na sprzedaży	0,34	0,34	0,40	0,43	0,41	0,43	0,44
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	20%	17%	21%	22%	21%	20%	20%
EBIT	0,01	-0,01	0,01	0,00	-0,02	-0,02	-0,01
<i>Marża EBIT</i>	0,5%	-0,5%	0,4%	0,2%	-1,1%	-1,0%	-0,5%

Źródło: Pelion, szacunki DM PKO BP

Pelion zarządza największą siecią aptek w Polsce – *Apteki dbam o zdrowie* – w skład której wchodzi blisko 600 aptek własnych, 320 aptek franczyzowych i 80 partnerskich. Dystrybucja do aptek odbywa się przez samodzielny podmiot DOZ Direct, posiadający swoje centrum logistyczne, którego wydzielenie z grupy kosztowało 70 mln PLN.

Ponadto Pelion zarządza dwiema sieciami aptek na Litwie - Gintarine Vaistine i Norfos Vaistine - posiadającymi łącznie blisko 330 lokalizacji, a także obsługuje sieć 140 aptek partnerskich BVG. Litewska spółka posiada 22% udziału w rynku pod względem ilości aptek, a łącznie z aptekami partnerskimi ponad 34%. Na Litwie funkcjonuje blisko 1400 aptek z czego 4 sieci kontroluje 80% aptek i 85% wartości rynku.

Przejęcie Natury wejściem w segment drogerii

Przejęcie nierentownej sieci drogerii Natura w obliczu wciąż nieudanej restrukturyzacji detalu (problem z urentownieniem aptek) oceniamy lekko negatywnie. Po trzech kwartałach konsolidacji Natura wypracowuje średnio 35% marże brutto na sprzedaży, co jest wynikiem dobrym jak na segment drogerijny, jednak ze względu na istotnie wyższe koszty działalności operacyjnej spodziewamy się, że w całym 2015 r. spółka nie wypracuje dodatniego wyniku na poziomie EBIT. Ponadto w chwili akwizycji Natura posiadała blisko 90 mln PLN długu (+10 mln PLN dokapitalizowania – warunek umowy), co istotnie zwiększyło poziom zadłużenia grupy.

W konsekwencji Pelion zyskał drugi nierentowny segment biznesu detalicznego i dodatkowe 100 mln PLN zadłużenia, co istotnie pogorszyło wskaźniki finansowe spółki. Samo wejście w segment drogerii wydaje się być jednak perspektywicznym pomysłem. Potencjalne synergije widzimy w łączeniu lokalizacji apteki i drogerii, co mogłoby zwiększyć skalę biznesu i obniżyć koszty oraz we wspólnym zarządzaniu łańcuchem magazynowo-logistycznym i optymalizacją kapitału obrotowego. Jednak Pelion wciąż nie podał szczegółów w jaki sposób chce urentownić detal i jakich synergii z połączenia aptek i drogerii się spodziewa. W naszej ocenie w 2016 r. przy spadku sprzedaży wynikającym z procesów restrukturyzacyjnych (zamykanie nierentownych placówek) Natura wciąż pozostanie nierentownym segmentem w grupie.

Natura (mln PLN)	4Q2014	2015P	2016P
Przychody	90	440	414
Zysk brutto na sprzedaży	32	150	136
Marża brutto na sprzedaży	35%	34%	33%
EBIT	-7	0	0
Marża EBIT	-8%	0%	0%

Źródło: Pelion, szacunki DM PKO BP

Drogerie Natura posiadają 258 sklepów (240 własnych i 18 agencyjnych) i są czwartą co do wielkości siecią działającą na polskim rynku kosmetycznym. Spółka posiada jeden magazyn centralny i 14 regionalnych. W 2013 r. spółka wygenerował zysk EBITDA na poziomie 2,6 mln PLN oraz blisko 26 mln PLN straty netto.

Hurt napędza wyniki grupy

Sprzedaż hurtowa do aptek i szpitali stanowiąca 72% przychodów stanowi trzon rentownej działalności w grupie. Z punktu widzenia marży brutto na sprzedaży w 2015 r. hurt (apteczny i szpitalny liczony razem) stanowić będzie 42% jej całkowitego zysku (7% marży). Naszym zdaniem zysk brutto na sprzedaży utrzymywać się będzie na obecnym poziomie w przyszłym roku, a jego poprawa mogłaby wynikać głównie ze zmiany mixu produktowego i większej sprzedaży produktów z ceną umowną (leki pełnopłatne i OTC).

W przypadku segmentu hurtu szpitalnego, który stanowi 17% biznesu w grupie coraz istotniejsza wydaje się być kontrola należności od szpitali, które płacą z opóźnieniem. Pelion dodatkową marżę zarabia na odsetkach ustawowych, które od grudnia 2014 spadły do poziomu 8% (wcześniej 13%), co uwzględniliśmy w prognozach.

Hurt (mld PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P
Przychody	4,10	4,59	4,74	5,29	5,58	5,85	6,14
Dynamika r/r		12%	3%	12%	5%	5%	5%
Hurt apteczny	3,02	3,28	3,46	3,91	4,18	4,42	4,68
Hurt szpitalny	1,08	1,31	1,28	1,38	1,40	1,43	1,46
Zysk brutto na sprzedaży	0,41	0,46	0,43	0,43	0,41	0,42	0,44
Marża brutto na sprzedaży	10%	10%	9%	8%	7%	7%	7%
EBIT	0,10	0,09	0,10	0,13	0,11	0,09	0,10
Marża EBIT	2,5%	2,1%	2,1%	2,5%	2,0%	1,6%	1,6%

Źródło: Pelion, szacunki DM PKO BP

W 2011 r. ze struktur grupy wydzielona została część hurtowa, która obecnie posiada oddzielną infrastrukturę logistyczno-magazynową. Ponadto hurt w Pelionie podzielony został na dwa kanały sprzedaży PGF i Pharma Point (do aptek) oraz PGF Utrica (do szpitali).

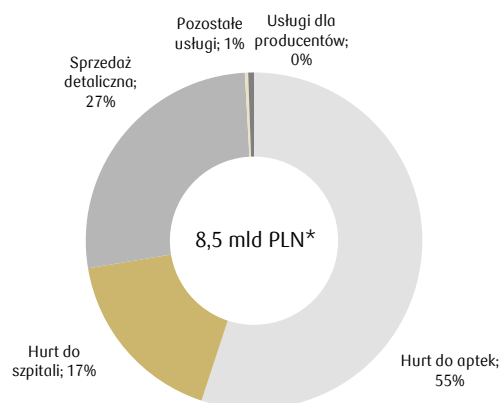
W 2013 r. Pelion postanowił przeprowadzić IPO części hurtu aptecznego (PGF). W marcu 2014 r. NWZ PGF zdecydowało o emisji do 18,6 mln akcji w drodze oferty publicznej, jednak ze względu na słabą koniunkturę gospodarczą Pelion zawiesił ofertę. Środki z emisji miała zostać przeznaczona na akwizycje na rynku hurtowym.

Pozyskanie środków na dalszy rozwój wydaje się być dobrym pomysłem, jednak po akwizycji ACP Pharmacy przez Neuce, czwartego pod względem udziału gracza na rynku hurtowym, pozostali są już bardzo rozdrobnieni. Skala takiej akwizycji nie byłaby duża z punktu widzenia masy przychodów PGFu (+5-10%), a ryzyko, że jedyny rentowny segment w grupie przestanie generować zysk istotnie by wzrosło.

Duży udział leków refundowanych w mixie produktowym

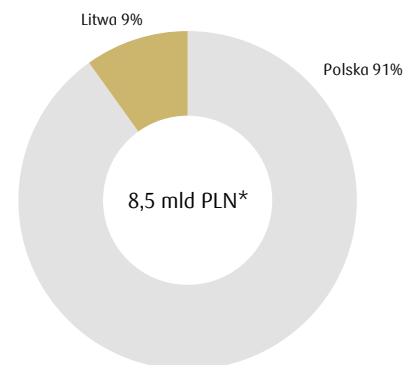
Pelion działa na rynku ochrony zdrowia, swoją działalność koncentruje wokół 4 linii biznesowych: hurtu aptecznego (52% sprzedaży); zaopatrzenia szpitali (16%); sprzedaży detalicznej (31%); usług dla producentów (1%) z których każda w ramach oddzielnej struktury logistyczno-organizacyjnej. Działalność w Polsce stanowi 91% całkowitej masy sprzedaży, blisko 9% to sprzedaż detaliczna realizowana na Litwie.

Struktura sprzedaży w 2015



Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Geograficzna struktura sprzedaży w 2015



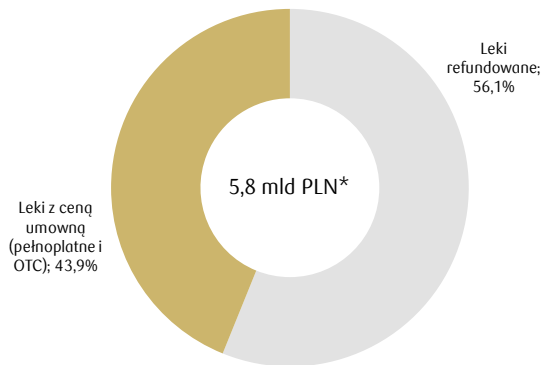
Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Pelion jest liderem zaopatrzenia szpitali w Polsce, z ponad 30% udziałem w tym segmencie rynku. Jednak marża brutto w segmencie szpitalnym pomimo dużego wolumenu (1,4 mld PLN w 2015P) oscyluje wokół 70 mln PLN (zaledwie 7% szacowanego zysku brutto na sprzedaży w 2015P).

Ze względu na duży udział sprzedaży szpitalnej w kanale hurtowym, który charakteryzuje się sprzedażą głównie niższej marżowych leków refundowanych, poprzez zmianę mixu produktowego w kierunku większej sprzedaży leków z ceną umowną (obecnie 44% sprzedaży w segmencie hurtu),

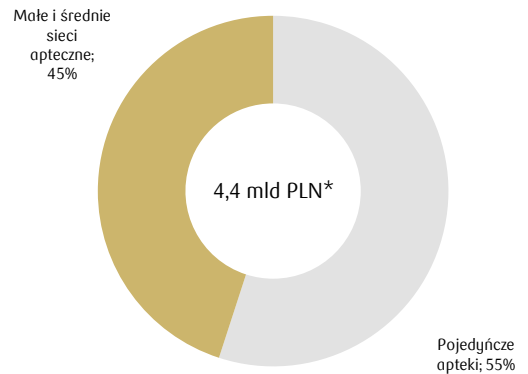
spółka ma potencjał do poprawy rentowności w tym segmencie biznesu. Blisko 45% sprzedaży w kanale aptecznym trafia do małych i średnich sieci aptecznych o które spółka zabiega coraz mocniej.

Struktura sprzedaży hurtowej do aptek i szpitali po grupach produktowych w 2015



Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

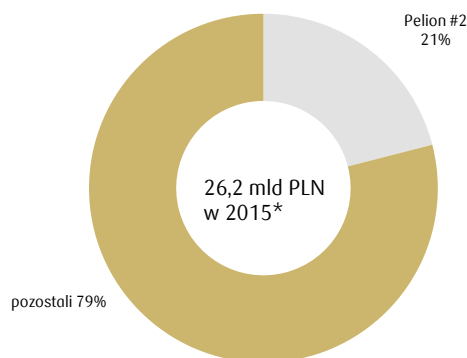
Struktura sprzedaży do aptek po kanałach sprzedaży w 2015



Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

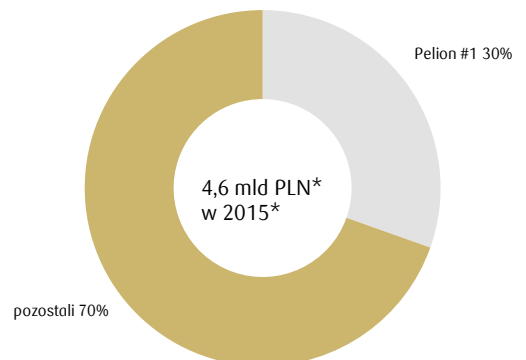
Pelion ma 21% udział w polskim rynku sprzedaży hurtowej farmaceutyków do aptek, co klasyfikuje spółkę ex-aequo na #2 razem z Faramcolem. Bez akwizycji w tym obszarze Pelion naszym zdaniem nie ma szans na zwiększenie swoich udziałów w segmencie aptecznym. Szacujemy, że w latach 2016-19 udział spółki w całym rynku pozostanie na niezmiennym poziomie 20-22%.

Udział w rynku hurtowej sprzedaży do aptek w 2015



Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Udział w rynku hurtowej sprzedaży do szpitali w 2015



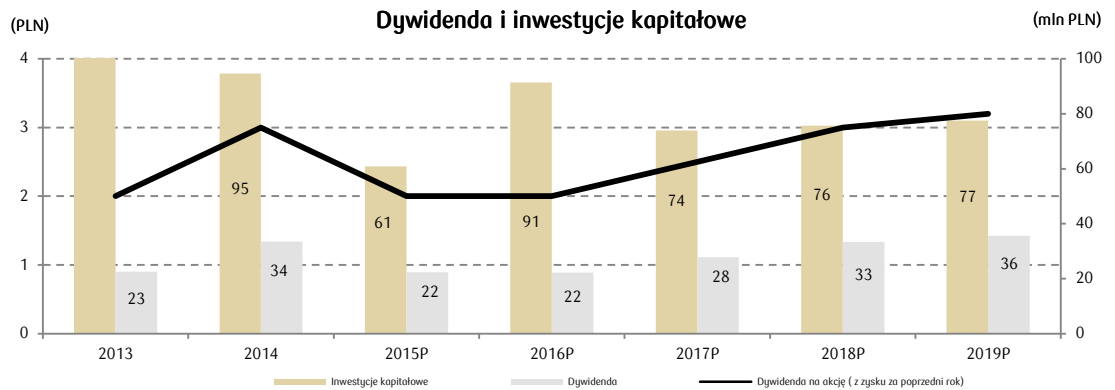
Źródło: Pelion, DM PKO BP
* szacunki DM PKO BP

Wyzwania na najbliższe lata

Naszym zdaniem Pelion ma duży potencjał poprawy wyników, w szczególności w kanale detalicznym, który obecnie negatywnie kontrybuuje do wyników grupy. Jednak ze względu na brak pomysłu Zarządu na urentownienie biznesu aptecznego, naszym zdaniem spółka nie będzie wstanie wykorzystać przewag i istotnie poprawić wyników w następnych latach.

Dywidenda i inwestycje kapitałowe

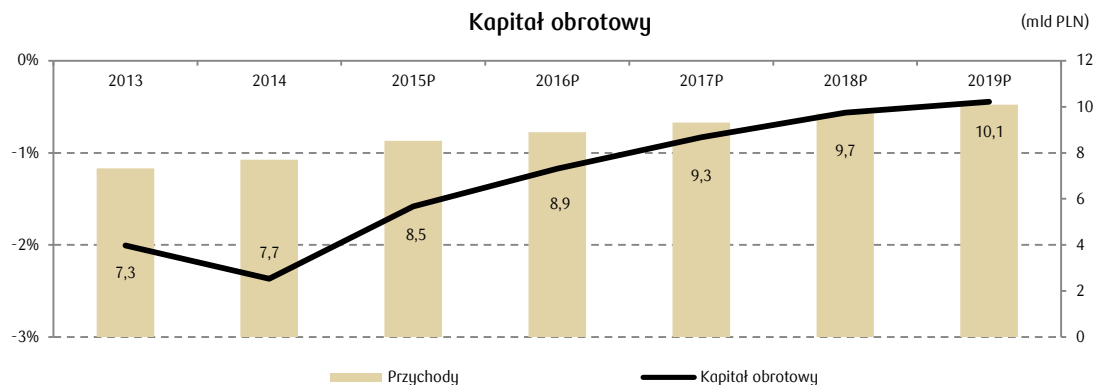
Ze względu na planowaną inwestycję PGF Utrica, w nowy magazyn dla szpitali, spółka zwiększy nakłady inwestycyjne w latach 2016/17 o około 35 mln PLN, co naszym zdaniem nie pozwoli zwiększyć dywidendy z zysku za 2015 r., oczekujemy DPS 2 PLN. Z zysku za 2014 r. spółka wypłaciła 2 PLN dywidendy na akcję (stopa dywidendy 3,3%).



Źródło: P - prognoza DM PKO BP

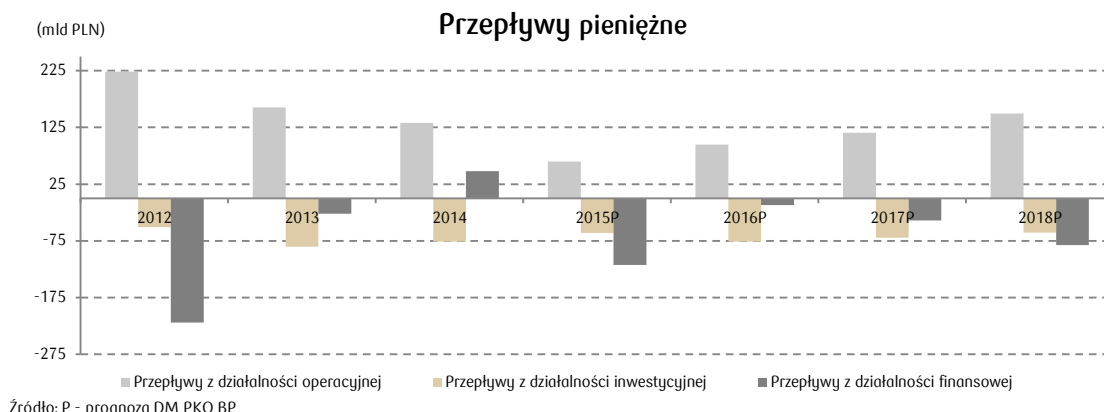
Kapitał obrotowy

Po akwizycji drogerii Natura, spółka istotnie zwiększyła skalę biznesu w nowych kosmetycznych grupach produktowych, co ma bezpośrednie przełożenie na wzrost liczby SKU w grupie, co naszym zdaniem wpłynie na pogorszenie kapitału obrotowego w nadchodzących latach.



Źródło: P - prognoza DM PKO BP

Przepływy pieniężne



Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki z sektora dystrybucji produktów farmaceutycznych. Według naszych obliczeń cena docelowa Pelion to 70 PLN na akcję. Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2015P - 2019P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów oraz pozycje bilansu. Faza druga trwa od 2020P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,5% rocznie. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,3x. Premia za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2015 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).

Model DCF

Model DCF						
mIn PLN	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
EBIT	99,7	93,8	112,8	118,4	120,6	122,4
Stopa podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
NOPLAT	80,7	76,0	91,4	95,9	97,7	99,2
CAPEX	60,9	76,4	69,4	60,4	58,4	50,0
Amortyzacja	47,4	49,6	50,6	52,9	55,1	50,0
Zmiany w kapitale obrotowym	39,0	41,3	35,3	14,0	7,6	0,0
FCF	28,3	7,9	37,3	74,4	86,8	99,2
WACC	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,8%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70
DFCF	0,0	7,4	32,3	60,1	65,1	
Wzrost w fazie II	1,5%					
Suma DFCF - Faza I	164,9					
Suma DFCF - Faza II	1 176,2					
Wartość Firmy (EV)	1 341,0					
Dług netto	439,3					
Faktoring i korekty	180,0					
Wartość godziwa	721,8					
Liczba akcji (mln szt.)	11,1					
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2015	64,8					
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	70					
Cena bieżąca	68,0					
Dywidenda	0,0					
Oczekiwana stopa zwrotu	3,0%					

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC						
	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Premia za ryzyko długu	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Waga kapitału własnego	52,1%	50,8%	50,7%	51,7%	53,1%	60,0%
Waga długu	47,9%	49,2%	49,3%	48,3%	46,9%	40,0%
WACC	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,8%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	6,8%	70	80	91	105	123
	7,3%	62	70	80	91	105
	7,8%	54	62	70	80	91
	8,3%	48	54	62	70	80
	8,8%	43	48	54	62	70

Źródło: DM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że przyjmując prognozy PKO DM, Pelion notowany jest z dyskontem na wskaźniku P/E i EV/EBITDA. Jednak ze względu na niewielki udział europejskich spółek w grupie porównawczej wycena w pełni nie odzwierciedla regionalnej specyfiki biznesu Peliona.

Spółki porównywalne: wskaźniki

Spółka	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy %	Kapitalizacja mld EUR
	2014	2015P	2016P	2014	2015P	2016P		
FARMACOL SA	16,3	14,9	14,1	11,6	9,9	9,4	0,0	0,4
NEUCA SA	18,6	17,2	15,8	15,3	11,8	10,8	1,3	0,4
CELESIO AG	-	-	20,7	-	-	10,3	3,3	5,1
SELCUK ECZA DEPOSU TICARET V	9,0	7,8	7,0	8,2	6,5	5,8	2,9	0,5
Mediana spółek europejskich	16,3	14,9	14,9	11,6	9,9	9,9	2,1	0,4
ALLERGAN PLC	21,9	20,4	19,0	36,2	20,6	17,1	0,0	111,3
MCKESSON CORP	22,3	16,7	14,2	13,0	10,0	9,1	0,6	38,5
CARDINAL HEALTH INC	22,7	19,8	16,5	12,5	11,5	9,7	1,7	26,2
AMERISOURCEBERGEN CORP	24,9	19,6	16,9	13,1	10,7	9,2	1,1	19,4
JEAN COUTU GROUP INC-CLASS A	18,6	17,0	17,2	11,1	10,9	11,0	2,3	2,6
PROFARMA DISTRIBUIDORA	-	89,8	7,9	9,6	7,8	5,7	0,6	0,1
AUSTRALIAN PHARMA INDUS LTD	29,1	22,1	19,0	11,6	10,5	9,3	2,7	0,6
CLICKS GROUP LTD	31,7	27,2	23,8	17,9	15,6	14,0	2,5	1,7
Mediana spółek amerykańskich i australijskich	22,7	20,1	17,1	12,8	10,8	9,5	1,4	11,0
SINOPHARM GROUP CO-H	24,8	20,2	17,0	12,0	10,0	8,7	1,4	10,9
MEDIPAL HOLDINGS CORP	20,1	24,2	18,3	10,0	11,0	9,2	1,2	4,0
ALFRESA HOLDINGS CORP	25,0	28,0	20,5	11,7	12,5	9,8	1,4	4,2
PHARMANIAGA BERHAD	20,2	16,2	15,5	10,8	9,7	9,0	4,6	0,4
EU YAN SANG INTERNATIONAL	10,7	-	40,0	8,6	12,4	12,1	0,9	0,1
Mediana spółek azjatyckich	20,2	22,2	18,3	10,8	11,0	9,2	1,4	4,0
Mediana wszystkich spółek	21,9	19,8	17,0	11,7	10,8	9,4	1,4	2,6
Pelion (PKO DM)	13,6	16,8	15,8	7,9	8,1	8,3	2,9	0,2
premia/dyskonto do prognoz PKO DM	-38%	-15%	-7%	-32%	-25%	-11%		

Źródło: Na podstawie konsensusu Bloomberg

Pelion: Podsumowanie wyceny porównawczej

mIn PLN	2014	2015P	2016P	Średnia 2014-2016P
Pelion prognoza zysku netto	56	45	48	
Pelion prognoza EBITDA	152	148	143	
Spółki porównywalne: mediana P/E	21,9	19,8	17,0	
Wycena Pelion	110	80	73	88
Spółki porównywalne: mediana EV/EBITDA	11,7	10,8	9,4	
Wycena Pelion	159	144	121	141

Źródło: Bloomberg

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	5 799	6 570	6 686	7 327	7 699	8 520	8 902	9 310	9 705
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	5 045	5 772	5 858	6 468	6 850	7 521	7 878	8 222	8 570
Zysk brutto ze sprzedaży	754	798	827	859	849	999	1 024	1 087	1 135
Koszty sprzedaży	540	592	597	602	635	766	792	830	867
Koszty ogólnego zarządu	-106	-110	-109	-109	-116	-135	-140	-146	-152
Pozostałe przychody operacyjne	0	10	8	8	45	17	17	18	19
Pozostałe koszty operacyjne	0	-9	-28	-15	-28	-13	-14	-16	-17
Zysk z działalności operacyjnej	108	96	101	139	113	100	94	113	118
Saldo działalności finansowej	-28	-31	-24	-26	-29	-25	-35	-37	-38
Zysk przed opodatkowaniem	80	66	77	113	85	74	59	76	81
Podatek dochodowy	-13	16	-19	-10	-26	-26	-11	-14	-15
Zyski (straty) mniejszości	1	1	1	4	3	3	0	0	0
Zysk (strata) netto	66	80	57	100	56	45	48	61	65

Bilans	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Aktywa Trwałe	804	920	915	993	1 176	1 207	1 239	1 264	1 277
Wartości niematerialne i prawne	569	619	610	620	701	706	706	706	706
Rzeczowe aktywa trwałe	167	186	200	243	316	330	356	375	383
Inwestycje	22	38	34	35	41	44	46	47	49
Pozostałe aktywa długoterminowe	46	77	71	95	118	127	131	135	140
Aktywa Obrotowe	1 535	1 555	1 562	1 746	2 167	2 310	2 487	2 656	2 807
Zapasy	772	635	777	856	1 065	1 207	1 308	1 402	1 489
Należności	601	708	614	658	741	846	910	973	1 024
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	66	51	57	70	94	104	108	113	118
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	96	160	114	162	267	153	160	168	175
Aktywa razem	2 339	2 474	2 477	2 740	3 343	3 517	3 726	3 920	4 084
Kapitał Własny	0	80	541	599	623	644	670	703	735
Kapitały mniejszości	0	0	2	8	8	8	8	8	8
Zobowiązania długoterminowe	494	364	301	400	646	590	644	678	683
Kredyty i pożyczki	469	349	290	372	615	556	608	641	643
Pozostałe rezerwy	25	15	11	29	31	34	36	37	39
Zobowiązania krótkoterminowe	1 379	1 570	1 634	1 741	2 074	2 283	2 412	2 539	2 666
Kredyty i pożyczki	86	144	67	38	41	37	40	43	43
Pozostałe rezerwy	0	0	78	73	96	105	110	115	120
Zobowiązania handlowe i pozostałe	1 270	1 397	1 448	1 588	1 893	2 091	2 210	2 327	2 447

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	57	257	224	158	133	73	96	119	148
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	27	-47	-51	-86	-76	-61	-76	-69	-60
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-119	-146	-219	-27	48	-126	-13	-42	-80

Wskaźniki (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Dług netto	459	332	244	247	389	439	488	515	511

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17	wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41	monika.kalwasinska@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluzza@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby Klientów DM PKO BP i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinią zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
 ROA - stopa zwrotu z aktywów
 EBIT - zysk operacyjny
 EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkami SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	20 (36%)
Trzymaj	28 (50%)
Sprzedaj	8 (14%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Neuca	-
Pelion	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Neuca, Pelion.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendacją a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.