

2020-03-26 14:07

Cena docelowa [PLN]	464
Wycena DCF [PLN]	534
Wycena porównawcza [PLN]	361
Cena rynkowa [PLN]	405
Pot.wzrostu/spadku [%]	14,57%
Kapitalizacja [mln PLN]	1 880,7
Free float [mln PLN]	556,7
Sektor	DYSTRYBUCJA LEKÓW
Kod GPW	NEU
Bloomberg	NEU PW

Analitik:
Tomasz Czarnecki

Tel.: (22) 53 95 542

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

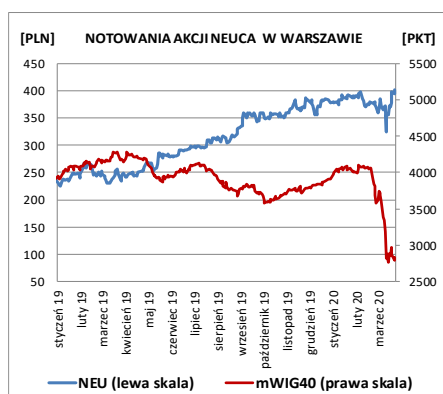
Profil Spółki:

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Kazimierz Herba *	27,94
Wiesława Herba	24,56
Tomasz Wesołowski *	10,37
NEUCA S.A.	7,80
Pozostali	29,60

)* z podmiotami powiązanymi



NEUCA

Raport Analityczny

Wirus SARS-CoV-2 w akcjach.

Inwestycja w akcje NEUKI okazuje się nie tylko bezpieczną przystanią na niepewne czasy. Biznes prowadzony przez spółkę jest odporny na zamieszanie na rynkach finansowych wywołane przez pandemię COVID-19, i może okazać się tegorocznym hitem inwestycyjnym.

Neuca perfekcyjnie przewidziała trendy jakie zachodzą na rynku aptecznym, czyli rozwój e-commerce (e-apteki, e-recepty) oraz telemedycyny i odpowiednio wcześniej się do tego przygotowała. Obecna sytuacja sprzyja spółce i bieżący rok może przynieść profity nie tylko spółce ale także inwestorom posiadającym jej akcje.

Na zwiększenie udziałów w rynku i poziomu przychodów w 2019 roku istotny wpływ miały rozwijane programy partnerskie dla aptek. W programach Partner+, Partner oraz IPRA na koniec 2019 roku uczestniczyło 2275 aptek, co oznacza wzrost o 90% r/r.

Uważamy, że podstawowa działalność spółki jest nie tylko niezagrożona ale może być silnie wspomagana kryzysem wywołanym pandemią COVID-19. Podnosimy wycenę. Aktualny problem z jakim zmagają się świat w postaci wirusa SARS-CoV-2 jest impulsem, który powoduje, że wszystkie procesy rozwoju segmentu klienckiego będą rozwijać się szybciej niż zakładaliśmy w poprzedniej aktualizacji Raportu

[mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	8 279	8 603	8 358	8 507	8 645
EBITDA	161,5	212,8	210,6	205,9	208,0
<i>marża EBITDA</i>	2,0%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%
EBIT	157,2	153,3	147,9	149,1	153,3
Wynik netto	117,8	118,7	114,2	114,6	118,3
Kapitał własny	644,2	798,8	889,9	963,2	1 045,2
Dług netto	375,3	274,1	234,8	175,0	123,4
P/E	14,2	14,1	14,6	14,6	14,1
P/BV	2,6	2,1	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA	12,7	9,1	9,0	9,0	8,6
DY	1,9%	2,1%	2,4%	2,7%	3,1%
DY skorygowane	7,2%	3,7%	3,8%	4,1%	4,4%

NEUCA S.A.

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ	3
2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	4
3. WYCENA	4
4. STRATEGIA.....	7
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	8
6. ESG	10
7. CZYNNIKI RYZYKA	11
ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	15

GRUPA NEUCA

Wykorzystany plik graficzny pochodzi od Spółki.

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

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ

- + Zaprezentowanie bardzo dobrych wyników za 2019 rok. Neuca w ubiegłym roku umocniła pozycję lidera rynku hurtu aptecznego, osiągając w nim 29,2%, czyli więcej o 0,7 p.p. r/r.
- + Zwiększenie udziałów w segmencie aptek niezależnych do 33,9% vs 31,0% na koniec 2018 roku.
- + Zwiększenie przychodów ze sprzedaży w 2019 roku o 6,8% do blisko 8,3 mld zł., dzięki umocnieniu pozycji rynkowej.
- + Zwiększenie tempa wzrostu biznesu Grupy powyżej dynamiki rozwoju rynku hurtu aptecznego, która w całym roku wyniosła 4,9%.
- + Rekomendowanie przez Zarząd Grupy wypłaty dywidendy z zysku za 2019 rok w wysokości 8,65 zł na akcje, czyli o 17% więcej niż przed rokiem. W sumie na wypłatę dywidendy Spółka może przeznaczyć ponad 37 mln złotych. Będzie to prawdopodobnie jedna z nielicznych spółek na GPW, która wypłaci dywidendę.
- + Rozszerzenie działalności badawczej poprzez objęcie 100% udziałów Examen, firmy specjalizującej się w badaniach z zakresu onkologii i hematologii przez sieć ośrodków badań klinicznych Pratia w lutym 2020 r.
- + Finalizacja prac związanych z budową biurowca nowej siedziby.
- + Coraz lepszy rozwój w segmentach usług dla pacjentów i badań klinicznych pozytywnie kontrybuujących do wyniku.
- + W celu umocnienia pozycji lidera w segmencie hurtu aptecznego, spółka koncentrowała się na jak najlepszej współpracy z klientami, badając ich satysfakcję oraz zaufanie m.in. za pomocą wskaźnika NPS (ang. Net Promotor Score) oraz wdrażając bardziej elastyczne wersje programów współpracy IPRA (IPRA+) oraz Partner+ (Partner).
- + Powszechne wdrożenie e-recepty w aptekach i przychodniach.
- + Uruchomienie systemu ZSMOPL (Zintegrowanego Systemu Monitorowania Obrotów Produktami Leczniczymi).
- + Powstanie projektu ustawy o zawodzie farmaceuty, zwiększającej rolę farmaceuty w systemie ochrony zdrowia
- + Zakończenie prac nad projektem ustawy o badaniach klinicznych produktów leczniczych.
- + Przyspieszenie prac nad wdrażaniem nowoczesnych kanałów komunikacji z pacjentem i rozwiązań w zakresie e-zdrowia.

2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Poniżej przedstawiamy zmiany prognoz na 2019-2020.

Neuca - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019			2020P		
	Realizacja	Prognoza	Różnica	Nowe	Stare	Zmiana
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY	8 278,7	8 197,7	1%	8 603,4	8 163,4	5%
Przychody ze sprzedaży	8 278,7	8 197,7	1%	8 603,4	8 163,4	5%
KOSZTY SPRZEDANYCH PRODUKTÓW	7 443,7	7 374,8	1%	7 735,6	7 367,5	5%
Amortyzacja	55,6	45,3	23%	57,3	38,5	49%
Koszty sprzedaży	467,4	453,2	3%	486,1	444,9	9%
Koszt ogólnego zarządu	182,3	177,1	3%	206,5	195,9	5%
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	185,3	192,7	-4%	175,2	155,1	13%
EBIT	157,2	166,7	-6%	153,3	133,9	14%
EBITDA	212,8	212,0	0%	210,6	172,5	22%
WYNIK NETTO	117,8	125,2	-6%	118,7	104,4	14%

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

Notowania 26.03 405

Metoda wyceny	TP (PLN)	Potencjał wzrostu (%)	Waga (%)
DCF	534	50%	50%
Mnożnikowa	361	50%	50%
Średnia	448		
Potencjał wzrostowy	11%		

Źródło: DM Banku BPS S.A.

Poprzednia wycena	Stary TP (PLN)	Zmiana
DCF	406	31%
Mnożnikowa	369	-2%
Średnia	388	15%

WYCENA

Wartość akcji Neuca S.A., dokonaną na podstawie wyceny DCF, szacujemy na 534 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 361 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	361
Wycena DCF	50%	534
Cena wynikowa		448
Cena docelowa na koniec roku 2020		464

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza

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

W związku z powyższym nasza wycena porównawcza również będzie to odzwierciedlać.

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

Wycena porównawcza segmentu hurtu aptecznego

Dystrybutorzy farmaceutyków	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
ORIOLA CORP - A S	Finlandia	21,1	15,8	12,4	2,1	2,2	2,1	6,2	5,6	5,1
UDG HEALTHCARE PLC	Irlandia	14,8	13,8	12,7	2,0	2,0	1,9	10,0	8,9	8,1
MCKESSON CORP	Stany Zjednoczone	9,0	8,2	7,7	2,4	3,3	3,0	7,2	7,0	7,0
CARDINAL HEALTH INC	Stany Zjednoczone	8,3	7,9	7,6	2,0	3,5	3,4	6,8	6,7	6,6
AMERISOURCEBERGEN CORP	Stany Zjednoczone	10,7	9,8	9,2	4,9	4,1	3,3	7,0	6,7	6,4
CORPORATIVO FRAGUA SAB DE CV	Meksyk	14,0	12,4	9,9	1,8	1,5	1,4	7,0	6,1	5,4
VIFOR PHARMA AG	Szwajcaria	28,2	22,5	17,9	2,7	2,4	1,1	16,9	13,2	11,2
EBOS GROUP LTD	Nowa Zelandia	23,9	21,3	19,8	2,6	2,7	2,6	16,3	13,0	12,3
RAIA DROGASIL SA	Brazylia	61,0	50,9	39,5	9,4	8,2	7,2	28,5	23,2	18,7
AUSTRALIAN PHARMA INDUS LTD	Australia	11,3	13,3	12,6	1,2	1,1	1,1	6,5	6,8	6,8
Mediana		14,4	13,5	12,5	2,2	2,6	2,3	7,1	6,9	6,9
NEUCA SA	Polska	16,0	15,8	16,5	2,9	2,4	2,1	10,6	10,2	10,3
premia (dyskonto)		11%	17%	32%	31%	-8%	-9%	50%	48%	49%
Implikowana wycena (w mln zł)		1 697,3	1 607,6	1 426,6	1 440,1	2 039,4	2 071,4	1 257,3	1 273,8	1 261,6

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza segmentu badań klinicznych

Firmy prowadzące badania kliniczne	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
ICON PLC	Irlandia	18,6	16,8	15,1	4,3	3,7	3,2	13,5	12,4	11,4
SYNEOS HEALTH INC	Stany Zjednoczone	13,4	12,0	10,5	1,5	1,4	1,2	10,8	10,3	9,4
PRA HEALTH SCIENCES INC	Stany Zjednoczone	14,5	12,7	11,5	4,8	3,6	3,0	10,7	10,1	9,0
MEDPACE HOLDINGS INC	Stany Zjednoczone	23,3	21,1	17,9	3,5	3,2	2,8	15,8	13,0	11,4
Mediana		16,5	14,7	13,3	3,9	3,4	2,9	12,2	11,4	10,4
NEUCA SA	Polska	16,0	15,8	16,5	2,9	2,4	2,1	10,6	10,2	10,3
premia (dyskonto)		-4%	8%	24%	-25%	-31%	-27%	-13%	-10%	-1%
Implikowana wycena (w mln zł)		1 950,0	1 746,4	1 521,6	2 512,0	2 717,2	2 589,2	2 160,0	2 090,0	1 903,1

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,57 (co wynika z oszacowania Beta indeksu mWIG40 względem indeksu WIG).
- ✚ Premia za ryzyko: 5,5%.
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 1,17% (co odpowiada WIBOR3M).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika z analizy regresji).
- ✚ W związku z tym, że spółka zamierza uzyskiwać 10% przychodów z segmentu usług dla pacjentów, taka struktura została uwzględniona w wycenie DCF od 2021 r. - założona stopa wzrostu dla tego segmentu po okresie szczegółowej prognozy wynosi 5%.

Wycena DCF

Po kilku latach rozwijania segmentów biznesu badań klinicznych oraz pacjenckiego, w tym również przez akwizycje, spółka osiągnęła skalę, która pozwala na zwiększanie przychodów, przy stabilnych kosztach. Zgodnie z deklaracjami zarządu 10% przychodów spółki pochodzące z tych segmentów generuje adekwatnie 10% kosztów. Strategia określająca takie proporcje ma zostać utrzymana przez najbliższe lata.

W związku z powyższym nasza wycena porównawcza również będzie to odzwierciedlać.

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

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	8 278,7	8 603,4	8 357,7	8 507,1	8 644,6	8 772,0	8 890,9	9 002,5	9 107,5	9 206,9	9 294,4
segment hurtu aptecznego	8 098,0	8 173,2	7 730,9	7 656,4	7 780,1	7 894,8	8 001,8	8 102,2	8 196,8	8 286,2	8 327,7
segment pacjencki	180,8	409,7	626,8	850,7	864,5	877,2	889,1	900,2	910,8	920,7	966,7
EBITDA	212,8	210,6	205,9	208,0	213,1	216,6	220,0	223,9	227,5	231,1	225,7
EBIT	157,2	153,3	147,9	149,1	153,3	155,6	157,7	160,3	162,3	164,3	165,9
Stopa podatkowa	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
NOPLAT	121,0	118,0	113,9	114,8	118,0	119,8	121,5	123,4	125,0	126,5	127,7
Amortyzacja	55,6	57,3	58,0	58,8	59,8	61,0	62,3	63,6	65,1	66,7	66,7
CAPEX	135,9	72,8	77,5	67,2	69,5	71,8	74,2	76,6	79,0	81,5	66,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	32,34	32,67	-2,42	1,47	1,35	1,26	1,17	1,10	1,04	0,98	0,98
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	8,4	69,8	96,8	105,0	107,0	107,7	108,4	109,4	110,1	110,7	126,8
Współczynnik dyskontujący	1,00	0,97	0,92	0,88	0,84	0,80	0,77	0,73	0,70	0,67	0,64
DFCFF	8,4	67,4	89,2	92,4	90,0	86,5	83,2	80,3	77,2	74,3	81,4
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%									
Stopa wzrostu po okresie prognozy dla segm. kliencki		5,0%									
Wartość rezydualna (TV)		3 134,6									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		2 012,7									
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		2 753,4									
Dług netto/(gotówka netto)		274,1									
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		2 479,3									
Ilość akcji [w mln]		4,64									
Cena jednej akcji [PLN]		534									
Przychody zmiana r/r		3,9%	-2,9%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%
EBIT zmiana r/r		-2,5%	-3,5%	0,8%	2,8%	1,5%	1,4%	1,6%	1,3%	1,2%	0,9%
FCF zmiana r/r		735,6%	38,6%	8,5%	1,9%	0,7%	0,6%	0,9%	0,6%	0,6%	14,5%
Marża EBITDA		2,4%	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%
Marża EBIT		1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża NOPLAT		1,4%	1,4%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX/Przychody		0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja		127,1%	133,7%	114,2%	116,1%	117,7%	119,1%	120,3%	121,3%	122,2%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		32,67	-2,42	1,47	1,35	1,26	1,17	1,10	1,04	0,98	0,98
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		13,1									
P/E ('20) dla wyceny DCF		20,9									
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		73,1%									

Kalkulacja WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%	1,17%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57	0,57
Beta (zlewarowana)	0,73	0,82	0,89	0,81	0,77	0,75	0,72	0,70	0,69	0,67
Koszt kapitału własnego	5,2%	5,7%	6,1%	5,6%	5,4%	5,3%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%
Udział kapitału własnego	22,4%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	77,6%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%	79,0%
WACC	4,62%	4,71%	4,79%	4,70%	4,66%	4,63%	4,60%	4,58%	4,56%	4,54%

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

Analiza wrażliwości wyceny metodą DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	404	411	417	425	432	475	528	598	693
	0,75%	423	431	438	446	454	501	562	641	750
	0,50%	444	452	461	469	478	531	599	689	818
	0,25%	467	476	485	495	505	564	640	745	897
	0,00%	492	502	512	523	534	600	687	809	991
	-0,25%	519	530	541	553	566	640	741	884	1 105
	-0,50%	549	561	574	587	601	686	802	973	1 246
	-0,75%	582	595	610	625	641	738	874	1 079	1 425
	-1,00%	618	634	650	667	685	797	957	1 209	1 660

Źródło: DM Banku BPS S.A.

3. STRATEGIA

Oceniamy, że Neuca S.A. będzie kontynuować działalność akwizycyjną, głównie w obszarze przychodni i badań klinicznych. Spółka podchodzi do takich akwizycji oportunistycznie i realizuje tylko te, które spełniają jej kryteria finansowe. Szacujemy wydatki z tego tytułu na poziomie ok 10-30 mln PLN rocznie w zależności od dostępności atrakcyjnych ofert.

W obszarze badań klinicznych również prowadzone są obserwacje, ale na ten moment Spółka nie jest w stanie podać ich skali, a także obecnie nie ma żadnych konkretnych celów, ani nie prowadzi zaawansowanych rozmów w celu przejęcia. Strategią Grupy Neuca S.A. jest działanie na rynku ochrony zdrowia, w tym głównie poprzez hurtową dystrybucję farmaceutyków, który to rynek jest w Polsce ściśle regulowany. Równoległe z podstawowym obszarem działalności Grupa Neuca S.A. będzie rozwijać kolejne obszary biznesowe, tak aby w skutek synergii pomiędzy nimi, a hurtową dystrybucją wzmocnić pozycję Grupy w jej podstawowym segmencie aktywności. Grupa Neuca S.A. buduje partnerstwo (czyli nie konkuruje) z aptekami niezależnymi. Natomiast współpraca z aptekami sieciowymi i szpitalami odbywa się w oparciu o zasadę opłacalności.

Rozwijany jest segment usług dla pacjentów na rynku zdrowia, co poprzez budowę relacji z pacjentami, pozwala niezależnym aptekom podnosić konkurencyjność i rentowność.

Celami strategicznymi Grupy Neuca S.A. są:

- ✚ Utrzymanie udziałów w rynku hurtu aptecznego w Polsce, co nie wyklucza wzrostu organicznego. Strategia nie przewiduje posiadanie własnych aptek, tak aby nie konkurować ze swoimi podstawowymi klientami – aptekami niezależnymi. W celu stałego ulepszania serwisu dla aptek niezależnych prowadzi programy rynkowe: IPRA, ZYSK+ oraz Parter+. Najbardziej zaawansowany program można porównać do umowy franczyzowej, który funkcjonuje pod marką **Świat Zdrowia**.
- ✚ Sprawność operacyjna, taka jak ścisła kontrola kosztów oraz skuteczne zarządzanie rentownością klientów. W tym obszarze znajduje się również skuteczne

zarządzanie kapitałem obrotowym netto oraz prowadzone w cyklu 3-letnim programy motywacyjne dla kluczowej kadry menadżerskiej. Obecny program oparty jest o emisje warrantów subskrypcyjnych, które są przyznawane po spełnieniu określonych celów. W rezultacie Neuca S.A. stale przeprowadza emisje nowych akcji oraz jednocześnie prowadzi skup akcji własnych w wolumenie odpowiadającym planowanym emisjom (w założeniu w tożsamym cyklu 3-letnim), tak aby uniknąć rozwodnienia dotychczasowych akcjonariuszy.

- ✚ Regularna wypłata dywidendy, która corocznie będzie rosła w ujęciu na jedną akcję. Źródło: <https://neuca.pl/relacje-inwestorskie/polityka-dywidendowa>
- ✚ Rozwój i wprowadzanie na rynek marek własnych, które są opracowywane przez dedykowaną spółkę z Grupy: Synopsis Pharma Sp. z o.o.
- ✚ Rozwój usług na rynku ochrony zdrowia, które dotyczą w szczególności: na prowadzeniu **Przychodni Lekarskich Świat Zdrowia**, prowadzeniu badań klinicznych oraz telemedycynie.
- ✚ Prowadzenie uzupełniających platform *e-commerce*. Do zdynamizowania rozwoju tego segmentu może się przyczynić obowiązkowe wprowadzenie stosowania e-recepty przez wszystkie podmioty działające na rynku ochrony zdrowia począwszy od 2020 roku.

4. PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY	7 485,2	7 753,3	8 278,7	8 603,4	8 357,7	8 507,1	8 644,6	8 772,0	8 890,9	9 002,5	9 107,5	9 206,9
Przychody ze sprzedaży produktów	7 485,2	7 753,3	8 278,7	8 603,4	8 357,7	8 507,1	8 644,6	8 772,0	8 890,9	9 002,5	9 107,5	9 206,9
hurt apteczny	7 387,2	7 617,0	8 098,0	8 173,2	7 730,9	7 656,4	7 780,1	7 894,8	8 001,8	8 102,2	8 196,8	8 286,2
marki własne	2,1	10,8	23,1	24,6	41,8	85,1	86,4	87,7	88,9	90,0	91,1	92,1
przychodnie, badania kliniczne i telemed.	96,0	125,5	157,7	385,1	585,0	765,6	778,0	789,5	800,2	810,2	819,7	828,6
Koszt sprzedanych produktów	6 746,0	6 968,9	7 443,7	7 735,6	7 514,7	7 649,1	7 772,7	7 887,3	7 994,2	8 094,4	8 188,9	8 278,3
WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY	739,2	784,4	835,0	867,8	843,0	858,1	871,9	884,8	896,8	908,0	918,6	928,6
Koszty sprzedaży	420,5	457,5	467,4	486,1	472,2	480,7	488,4	495,6	502,3	508,6	514,6	520,2
Koszty ogólnego zarządu	176,3	183,0	182,3	206,5	200,6	204,2	207,5	210,5	213,4	216,1	218,6	221,0
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	142,4	143,9	185,3	175,2	170,2	173,2	176,0	178,6	181,1	183,3	185,5	187,5
Pozostałe przychody operacyjne	10,4	9,4	7,3	9,0	8,6	8,3	8,6	8,5	8,5	8,6	8,5	8,5
Pozostałe koszty operacyjne	31,0	26,3	35,4	30,9	30,9	32,4	31,4	31,6	31,8	31,6	31,7	31,7
EBIT	121,7	127,0	157,2	153,3	147,9	149,1	153,3	155,6	157,7	160,3	162,3	164,3
Amortyzacja	32,9	34,5	55,6	57,3	58,0	58,8	59,8	61,0	62,3	63,6	65,1	66,7
EBITDA	154,6	161,5	212,8	210,6	205,9	208,0	213,1	216,6	220,0	223,9	227,5	231,1
Przychody finansowe	13,9	13,9	13,7	13,9	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Koszty finansowe	11,9	10,3	14,6	12,3	12,4	13,1	12,6	12,7	12,8	12,7	12,7	12,7
Udział w wyniku metodą praw własności	-0,1	-1,0	-1,3	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
WYNIK BRUTTO	123,7	129,6	155,0	154,1	148,3	148,8	153,6	155,7	157,8	160,4	162,4	164,4
Podatek dochodowy	29,7	31,4	37,2	35,4	34,1	34,2	35,3	35,8	36,3	36,9	37,4	37,8
WYNIK NETTO	94,0	98,3	117,8	118,7	114,2	114,6	118,3	119,9	121,5	123,5	125,1	126,6

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

5. ESG

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

Environmental. Neuca od lat przywiązuje bardzo dużą uwagę do kwestii środowiskowych i przekazuje inwestorom informacje o podejmowanych działaniach, mających na celu redukcję szkodliwego wpływu na środowisko prowadzonej działalności. Dane dotyczące zużycia energii, wody, odpadów oraz emisji CO₂ są publikowane na stronie internetowej spółki. Ostatnie działania spółki obejmują m.in.:

- wymianę oświetlenia na oświetlenie w technologii LED w magazynach
- wymianę agregatów chłodniczych na nowe o wyższej klasie efektywności energetycznej
- montaż kurtyn świetlnych automatycznie zamykających bramy w celu ograniczenia wychładzania i nagrzewania budynku i minimalizowania zużycia energii elektrycznej i ciepłej.

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

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

W naszej ocenie spółka wzorowo podchodzi do tematu społecznej odpowiedzialności biznesu. Jediną rysą, jaką można znaleźć na tym kryształowym obrazie, są negatywne komentarze pracowników magazynu zamieszczane na stronie gowork.pl, dotyczące bezpieczeństwa pracy oraz zasad BHP w obliczu ryzyk związanych z epidemią COVID-19.

Wierzymy jednak, że spółka zdając sobie sprawę z powagi sytuacji, wyeliminuje niedociągnięcia, jeżeli faktycznie występują.

6. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko ciągłości dostaw i zapewnienia dostępności leków

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

Ryzyko utrzymania ciągłości działania magazynów

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

Ryzyko operacyjne

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

Ryzyko okresowych braków kadrowych

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

Ryzyko konkurencji

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

Ryzyko makroekonomiczne

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

Ryzyko płynności

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

Ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu

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

Ryzyko prawne

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

Ryzyko kondycji finansowej aptek

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

Ryzyko braku dostępności leków

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

Ryzyko sądowe

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

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

Ryzyko ograniczenia listy leków refundowanych

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

Ryzyko walutowe

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

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

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

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

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

DY (*ang. dividend yield*) – stopa dywidendy, czyli iloraz dywidendy przypadającej na jedną akcję i ceny rynkowej akcji.

DY (*ang. dividend yield*) skorygowany – skorygowana stopa dywidendy, w ten sposób, że wartość dywidendy została powiększona odpowiednio o wartość wypłat dla akcjonariusza w formie skupu akcji.

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

MSSF 9 – Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 9 „*Instrumenty finansowe*” obowiązuje do okresów rocznych rozpoczynających się 01.01.2019 r. lub później. MSSF 9 modyfikuje zasady klasyfikacji i wyceny instrumentów dłużnych.

MSSF 16 – Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 16 „*Leasing*” MSSF 16 zacznie obowiązywać dla okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 01.01.2019 r. wpływa na spółki, które używają aktywów w oparciu o umowy dzierżawy, najmu i leasingu, gdzie prawo do użytkowania jest traktowane tak jak inne aktywa niefinansowe.

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

OTC (*ang. Over the Counter*) – tu: leki wydawane bez recepty lekarskiej. Idea OTC umożliwia pacjentom samoleczenie w powszechnych dolegliwościach, jak również w okresie przed zasięgnięciem porady lekarskiej. Aby produkt leczniczy mógł zostać dopuszczony do obrotu jako lek OTC, musi być bezpieczny w ściśle limitowanym czasie stosowania (zwykle do 3 lub 5 dni) w konkretnych, łatwych do samodiagnozowania przez pacjenta dolegliwościach. Kryteria dostępności produktów leczniczych wydawanych bez recepty są definiowane przez WHO oraz w Europie przez EMA. Przeciwnieństwem do leków dostępnych bez recepty lekarskiej, są leki na receptę oznaczane skrótem Rx.

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

Rx – leki dostępne na receptę.

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

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

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

Opracowanie publikowane jest w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Zleceniodawca”).

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

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286, 2243, 2244, z 2019 r. poz. 730, 875).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych.

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma od Zleceniodawcy wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszego opracowania w kwocie: maksymalnie 50 000 PLN netto rocznie przez okres dwóch lat. Zleceniodawca nie jest zainteresowany wynikiem badania inwestycyjnego.

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

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

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

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

Według najlepszej wiedzy Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Emitent instrumentów finansowych objętych opracowaniem nie posiada akcji Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.

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

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A.

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,

tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

www.dmbps.pl

dm@dmbps.pl

Departament Analiz:

Tomasz Czarnecki, MPW

p.o. Dyrektor Departamentu Analiz

tomasz.czarnecki@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 542

Artur Wizner, MPW

Analitik

artur.wizner@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 548

Jacek Borawski

Analitik Techniczny

Wojciech Białek

Analitik

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

Dariusz Stasiak, MPW

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

dariusz.stasiak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 541

Bartosz Szaniawski

bartosz.szaniawski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 525

Artur Kobos, MPW

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży

artur.kobos@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 511

Lech Kucharski, MPW

lech.kucharski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 522

Marcin Jakubiak, MPW

marcin.jakubiak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 560

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny; MPW – Makler