

Master Pharm – kupuj

16 grudnia 2019 r., godz. 08:00

Czas na powrót do wzrostów

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji Master Pharm S.A., w przypadku których 12-miesięczną cenę docelową ustaliliśmy na poziomie 7,39 zł. Przy bieżącym kursie giełdowym oznacza to potencjał wzrostu równy 78,6%.

Grupa Master Pharm ma za sobą niezbyt udany wynikowo okres 9 miesięcy 2019 roku. W tym czasie przychody Grupy wyniosły 50,8 mln zł, co oznacza spadek o 2,4% rdr. Jednocześnie zysk operacyjny wyniósł 7,7 mln zł i był o 17,3% niższy rdr. Dwoma głównymi powodami słabszych wyników były przesunięcia zamówień klientów na drugie półrocze, a także trwający proces restrukturyzacji spółki zależnej Avet Pharma, która odnotowała dwucyfrową dynamikę spadku przychodów i blisko dwumilionową stratę. Zakładamy, że w IV kw. 2019 roku Grupa osiągnie lepsze wyniki niż przed rokiem (poprawa widoczna była również w samym III kw. br.), jednak nie pozwoli to na odrobienie w pełni słabszego pierwszego półrocza.

W efekcie oczekujemy, że w całym 2019 roku Emitent wykaże niższe zyski niż przed rokiem. Zgodnie z naszymi prognozami przychody mogą wynieść 75,6 mln zł (+1,3% rdr), a wynik operacyjny 12,2 mln zł (-10,5% rdr). Jednocześnie uważamy jednak, że Grupa powróci do dodatnich dynamik zysków poczynając już od 2020 roku. Motorem napędowym pozostanie produkcja kontraktowa. Liczymy przy tym na bardzo udany 2020 rok, co będzie wspierane m.in. przez powrót jednego z kluczowych klientów Emitenta, który w 2019 roku wstrzymał swoje zamówienia. Oczekujemy także, że Grupie uda się skutecznie wejść na nowe rynki (plany zakładają rozwój na wschodzie Europy, w tym przede wszystkim w Rosji). Jeśli chodzi natomiast o firmę Avet Pharma przewidujemy, że w 2019 roku ma miejsce dołek wynikowy i w kolejnych latach jej wyniki będą się poprawiać.

Zgodnie z naszymi prognozami Grupa Master Pharm zwiększy przychody z 75,6 mln zł w 2019 roku do 108,1 mln zł w 2023 roku (CAGR 9,4%), a zysk operacyjny z 12,2 mln zł do 19,5 mln zł (CAGR 12,5%). Tym samym oczekujemy, że marża operacyjna będzie systematycznie rosła, z 16,1% w 2019 roku do 17% w 2020 roku, 17,5% w 2021 i 18% w kolejnych latach prognozy. Zakładamy także, że w kolejnych latach Emitent powróci do wypłaty dywidendy, po przerwie w 2019 roku spowodowanej akumulacją gotówki na inwestycje. Zgodnie z naszymi szacunkami stopa dywidendy w kolejnych latach może przekraczać 5% (przy obecnym kursie giełdowym).

Wycena akcji:

Cena bieżąca (13.12.2019 r.)	4,14 zł
12-miesięczna cena docelowa	7,39 zł
Potencjał wzrostu	78,6%

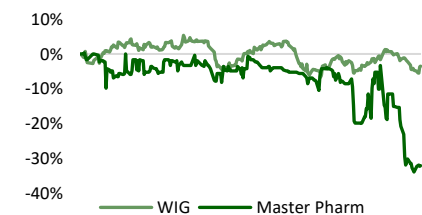
Informacje o spółce:

Master Pharm S.A. wraz z innymi spółkami z Grupy Kapitałowej świadczy wysoko wyspecjalizowane usługi w zakresie projektowania i kontraktowej produkcji suplementów diety. Ponadto zajmuje się również produkcją i sprzedażą produktów pod własnymi markami.

Akcjonariat:

Max Welt Holdings LP	65,03%
Aleksandra Nykiel	12,02%
Nationale-Nederlanden	7,56%
Pozostali	15,39%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednia rekomendacja:

Brak

Analitycy:

Adrian Mackiewicz, DI
Członek Zarządu, Analityk
amackiewicz@domanaliz.pl

Paweł Juszcak, CFA, MPW
Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	48,9	63,6	74,6	75,6	85,0	94,4	101,9	108,1
EBITDA	10,5	12,1	15,7	15,2	17,7	10,2	22,0	23,1
EBIT	9,2	10,1	13,6	12,2	14,5	16,5	18,3	19,5
Wynik netto	7,4	8,0	10,7	9,5	11,3	12,9	14,4	15,2
EPS	0,34	0,37	0,50	0,44	0,53	0,60	0,67	0,71
DPS	0,19	0,22	0,26	0,00	0,21	0,30	0,33	0,35
Stopa dywidendy	2,7%	3,6%	6,5%	0,0%	5,1%	7,2%	8,0%	8,5%

*Prognozowane wyniki na lata 2019-2023 nie są w pełni porównywalne do poprzednich okresów ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF	4
Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie	4
Prognoza wyników finansowych	5
Model DCF	6
Opis spółki.....	9
Profil działalności i model biznesowy	9
Struktura Grupy Kapitałowej	12
Akcjonariat.....	14
Strategia działalności i plany rozwoju.....	14
Polityka dywidendy.....	15
Analiza otoczenia	17
Otoczenie makroekonomiczne	17
Rynek suplementów diety	19
Analiza historycznych wyników finansowych	21
Przychody i koszty.....	21
Sytuacja majątkowa.....	25
Analiza wskaźnikowa	26
Wyniki finansowe za trzy kwartały 2019 roku.....	28
Kluczowe czynniki ryzyka.....	31
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	32

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki Master Pharm wykorzystaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

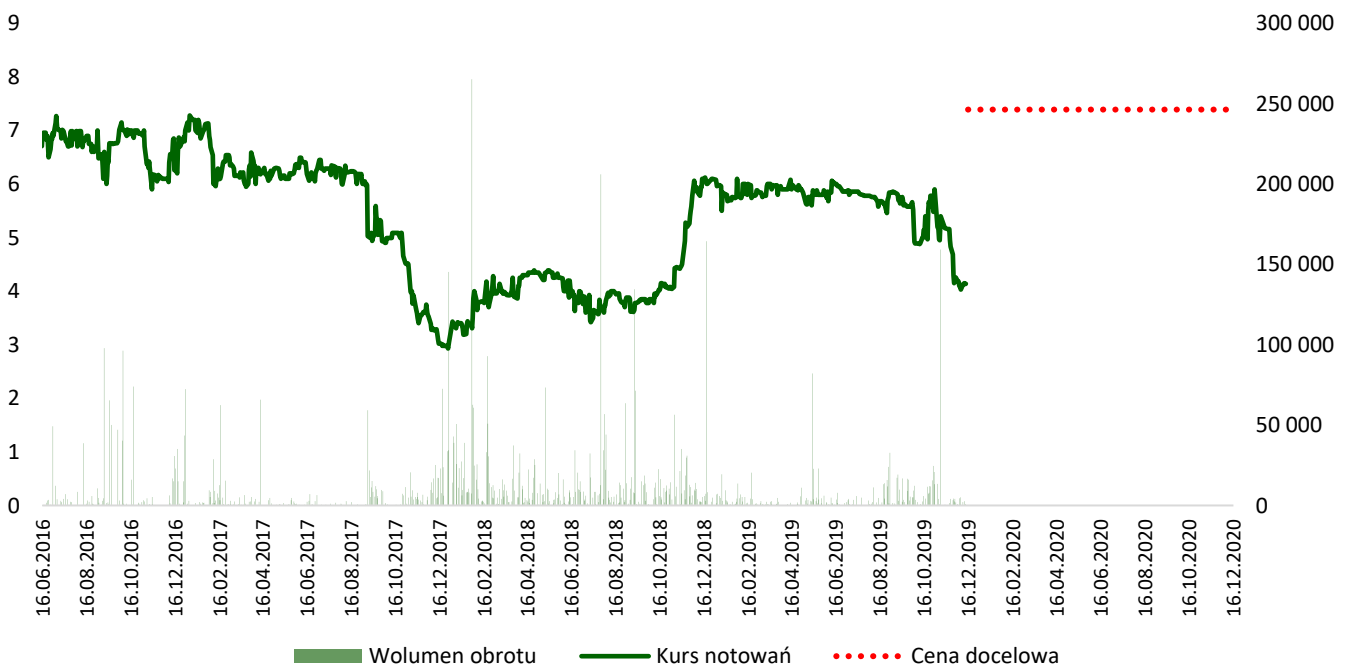
Oszacowana przez nas wycena jednej akcji Master Pharm w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 7,39 zł.

Wynik wyceny akcji Master Pharm S.A.	
Wynik wyceny metodą DCF	7,39 zł
Waga w końcowej wycenie	100%
Wycena końcowa 1 akcji	7,39 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Jednocześnie zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji Master Pharm. Wycena przedstawiona w niniejszej rekomendacji nie uwzględnia ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności.

Notowania Master Pharm i wycena końcowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF).

Na podstawie metody DCF docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego Master Pharm oszacowaliśmy na poziomie 159 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję daje wartość 7,39 zł.

Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie

Nasze prognozy i wycenę opieramy na następujących założeniach:

- oczekujemy, że w kolejnych latach sytuacja na polskim rynku suplementów diety pozostanie dobra z niską jednocyfrową dynamiką wzrostu. Jednocześnie zakładamy, że w otoczeniu Spółki nie zajdą istotne niekorzystne zmiany (m.in. prawne czy podatkowe) wpływające negatywnie na działalność firm z branży;
- liczymy, że IV kw. 2019 roku będzie lepszy rdr o około 10% na poziomie przychodów i około 5% na poziomie zysku operacyjnego. Oczekujemy przy tym istotnej poprawy w przypadku segmentu produkcji kontraktowej, jednocześnie zakładając, że spółka zależna Avet Pharma ponownie wykaże ujemną dynamikę przychodów rdr, a także stratę na poziomie działalności operacyjnej ze względu na trwający proces wyprzedaży stanów magazynowych. W efekcie uznajemy, że Grupie Master Pharm nie uda się nadrobić słabszych wyników z pierwszego półrocza i pomimo podobnego poziomu przychodów prognozujemy niższe zyski rdr w całym 2019 roku. W naszym modelu zakładamy, że skonsolidowane przychody w 2019 roku wyniosą 75,6 mln zł (+1,3% rdr), a skonsolidowany zysk operacyjny sięgnie 12,2 mln zł (-10,5% rdr);
- w kolejnych latach prognozy oczekujemy dalszego wzrostu przychodów Grupy, choć zakładamy, że dynamika wzrostu będzie stopniowo malała (z poziomu 12,5% rdr w 2020 roku do 6% rdr w 2023 roku):
 - zwracamy uwagę, że w 2019 roku w istotnym stopniu negatywnie na dynamikę przychodów wpływa obserwowany spadek sprzedaży w spółce zależnej Avet Pharma. Jest to związane z restrukturyzacją tej firmy, w tym wyprzedażą stanów magazynowych, a proces ten będzie kontynuowany w kolejnym roku. W efekcie zakładamy, że w 2020 roku Avet Pharma może dalej wykazać ujemną dynamikę przychodów, jednak skala spadków będzie istotnie niższa niż w 2019 roku. W kolejnych latach oczekujemy, że przychody w firmie Avet Pharma wrócą na wzrostową ścieżkę;
 - naszym zdaniem motorem napędowym Grupy pozostanie produkcja kontraktowa. Liczymy przy tym na bardzo udany 2020 rok, co będzie wspierane m.in. przez powrót jednego z kluczowych klientów Emitenta, który w 2019 roku wstrzymał swoje zamówienia. Oczekujemy także, że Grupie uda się skutecznie wejść na nowe rynki (plany Spółki zakładają rozwój na wschodzie Europy, w tym przede wszystkim w Rosji), co wraz ze wzrostem skali działalności pozwoli na utrzymanie relatywnie wysokich dynamik wzrostowych w kolejnych latach;
- oczekujemy istotnej poprawy zysków Grupy i realizowanych marż w kolejnych latach. Zakładamy, że w 2019 roku miał miejsce dołek wynikowy, do czego w istotnej mierze przyczyniły się straty wykazane w spółce zależnej Avet Pharma. Na lata 2019-2023 prognozujemy wzrost zysku operacyjnego z 12,2 mln zł do 19,5 mln zł, co przełoży się na wzrost marży operacyjnej z 16,1% do 18%, przy czym:
 - przewidujemy, że w 2020 roku marża Grupy wciąż może pozostać pod presją słabszych wyników spółki zależnej Avet Pharma (oczekujemy, że wyprzedaż stanów magazynowych może potrwać w niej jeszcze przez połowę przyszłego roku, przez co firma ta zaksięguje w 2020 roku niewielką stratę);
 - zakładamy, że do dalszego szybkiego rozwoju Grupy potrzebne będą w kolejnych latach inwestycje w zwiększenie jej mocy produkcyjnych. W naszym modelu przyjęliśmy, że wzrost kosztów z tym związanych (m.in. z tytułu zatrudnienia nowych pracowników) nastąpi częściowo w 2020 oraz częściowo w 2021 roku, co również okresowo negatywnie wpłynie na rentowność Grupy;

- w efekcie powyższych czynników założyliśmy, że marża operacyjna Grupy w 2020 roku znajdzie się na poziomie 17%, a w 2021 roku na poziomie 17,5%, podczas gdy oczekiwany przez nas docelowy poziom marży operacyjnej (18%) osiągnięty zostanie w 2022 roku i utrzymany zostanie w kolejnych latach;
- zakładamy, że CAPEX Grupy w 2019 roku oraz w latach 2021-2023 kształtować się będzie na poziomie 1,2 mln zł rocznie, co związane będzie przede wszystkim z nakładami odtworzeniowymi. Na rok 2020 przyjmujemy poziom CAPEX równy 4,7 mln zł ze względu na założenie realizacji inwestycji w zwiększenie mocy produkcyjnych, co będzie konieczne, aby utrzymać wysoką dynamikę wzrostu przychodów w kolejnych latach;
- tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych (g) po okresie prognozy ustaliliśmy na poziomie 1%;
- w naszym modelu przyjęliśmy założenie, że efektywna stopa podatkowa dla Grupy w kolejnych latach wynosić będzie 21%;
- wartość długu netto Grupy przyjęto według szacowanego stanu na dzień 30 września 2019 roku.

W naszym modelu nie uwzględniamy nowych akwizycji. Grupa Master Pharm cały czas monitoruje rynek pod względem potencjalnych okazji do przejęć, których głównym celem ma być zwiększenie mocy produkcyjnych. Póki co żadne wiążące decyzje w tej kwestii jednak nie zapadły.

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2019 roku), tj. około 7,1%¹. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 2,5%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	48,9	63,6	74,6	75,6	85,0	94,4	101,9	108,1
EBITDA	10,5	12,1	15,7	15,2	17,7	10,2	22,0	23,1
EBIT	9,2	10,1	13,6	12,2	14,5	16,5	18,3	19,5
Działalność finansowa	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Wynik brutto	9,3	10,1	13,6	12,0	14,3	16,4	18,2	19,3
Wynik netto	7,4	8,0	10,7	9,5	11,3	12,9	14,4	15,2
EPS	0,34	0,37	0,50	0,44	0,53	0,60	0,67	0,71
DPS	0,19	0,22	0,26	0,00	0,21	0,30	0,33	0,35
Stopa dywidendy	2,7%	3,6%	6,5%	0,0%	5,1%	7,2%	8,0%	8,5%

*Prognozowane wyniki na lata 2019-2023 nie są w pełni porównywalne do poprzednich okresów ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika wyników:								
Przychody ze sprzedaży	-0,3%	30,0%	17,4%	1,3%	12,5%	11,0%	8,0%	6,0%
Wynik EBITDA	-7,0%	15,4%	29,9%	-3,2%	16,3%	13,9%	9,1%	5,0%
Wynik EBIT	-11,2%	9,6%	34,8%	-10,5%	18,8%	14,3%	11,1%	6,0%
Wynik netto	-11,2%	8,2%	34,1%	-11,7%	19,2%	14,4%	11,2%	6,0%
Marże:								
Marża EBITDA	21,5%	19,1%	21,1%	20,2%	20,8%	21,4%	21,6%	21,4%
Marża EBIT	18,8%	15,9%	18,2%	16,1%	17,0%	17,5%	18,0%	18,0%
Marża netto	15,1%	12,6%	14,4%	12,5%	13,3%	13,7%	14,1%	14,1%

*Prognozowane wyniki na lata 2019-2023 nie są w pełni porównywalne do poprzednich okresów ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Model DCF
Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
Stopa wolna od ryzyka	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Beta	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4
Premia za ryzyko kapitału własnego	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Koszt kapitału własnego	15,4%	14,6%	14,6%	13,9%	13,9%	12,5%
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Udział kapitału własnego	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
Udział długu	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
WACC	14,8%	14,1%	14,1%	13,4%	13,4%	12,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
EBIT	12,2	14,5	16,5	18,3	19,5	
Efektywna stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	
NOPLAT	9,6	11,4	13,0	14,5	15,4	
Amortyzacja	3,1	3,3	3,7	3,7	3,7	
CAPEX	1,2	4,7	1,2	1,2	1,2	
Zmiana KON	-1,1	0,1	1,9	1,5	1,2	
FCFF	12,6	9,9	13,7	15,5	16,6	14,0
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	12,1	8,4	10,1	10,3	9,7	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	50,7
Tempo wzrostu po okresie prognozy (g)	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	126,2
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	73,9
Wartość firmy – EV (mln zł)	124,5
Dług netto (mln zł)	-10,7
Wartość kapitału własnego – EqV (mln zł)	135,2
Liczba akcji (mln)	21,5
Wartość 1 akcji na dzień 30.09.2019 r.	6,29
Wartość 1 akcji na dzień 16.12.2019 r.	6,48
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	7,39

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,1%	7,97	8,22	8,51	8,82	9,17	9,56	10,01	10,52	11,12
	5,6%	7,60	7,82	8,06	8,33	8,63	8,96	9,33	9,75	10,24
	6,1%	7,26	7,46	7,67	7,90	8,16	8,44	8,76	9,11	9,51
	6,6%	6,97	7,14	7,33	7,53	7,75	7,99	8,26	8,56	8,90
	7,1%	6,71	6,86	7,02	7,20	7,39	7,61	7,84	8,10	8,38
	7,6%	6,47	6,61	6,75	6,91	7,08	7,26	7,47	7,69	7,93
	8,1%	6,26	6,38	6,51	6,65	6,80	6,96	7,14	7,33	7,55

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,1%	10,91	10,38	9,93	9,52	9,17	8,85	8,57	8,31	8,08
	5,6%	10,24	9,75	9,33	8,95	8,63	8,33	8,07	7,84	7,63
	6,1%	9,66	9,20	8,81	8,46	8,16	7,89	7,65	7,43	7,23
	6,6%	9,15	8,72	8,36	8,03	7,75	7,50	7,28	7,08	6,89
	7,1%	8,70	8,30	7,96	7,66	7,39	7,16	6,95	6,77	6,60
	7,6%	8,31	7,93	7,61	7,32	7,08	6,86	6,67	6,49	6,34
	8,1%	7,95	7,60	7,29	7,03	6,80	6,59	6,41	6,25	6,11

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Tempo wzrostu po okresie prognozy	-1,0%	7,59	7,33	7,10	6,89	6,71	6,54	6,39	6,26	6,13
	-0,5%	7,82	7,54	7,28	7,06	6,86	6,68	6,52	6,37	6,24
	0,0%	8,09	7,77	7,49	7,24	7,02	6,83	6,65	6,49	6,35
	0,5%	8,38	8,02	7,71	7,44	7,20	6,99	6,80	6,62	6,47
	1,0%	8,70	8,30	7,96	7,66	7,39	7,16	6,95	6,77	6,60
	1,5%	9,07	8,62	8,23	7,90	7,61	7,35	7,12	6,92	6,74
	2,0%	9,49	8,97	8,54	8,16	7,84	7,56	7,31	7,08	6,89
	2,5%	9,97	9,38	8,88	8,46	8,10	7,78	7,51	7,26	7,05
	3,0%	10,53	9,84	9,27	8,79	8,38	8,03	7,73	7,46	7,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Opis spółki

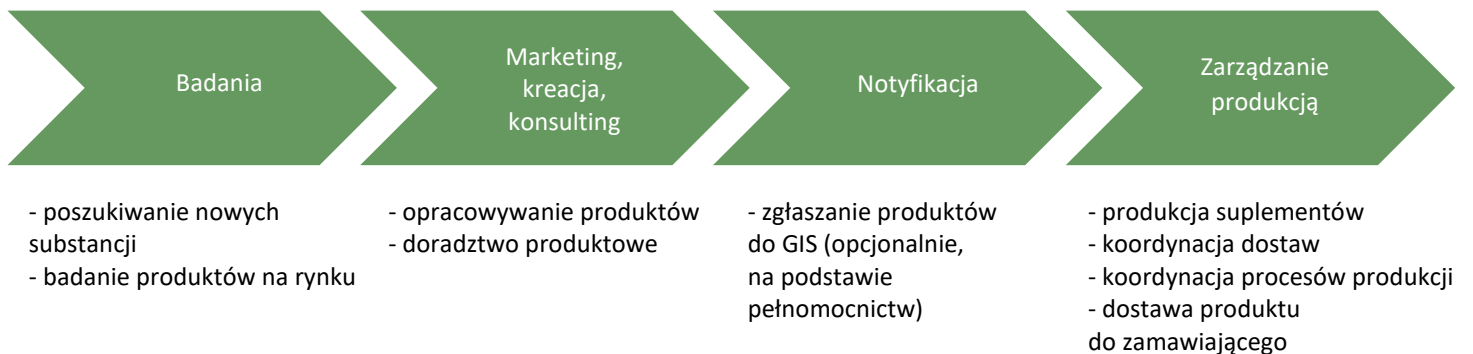
Profil działalności i model biznesowy

Historia funkcjonowania Spółki Master Pharm SA (dawniej pod nazwą Master Pharm Polska sp. z o.o.) sięga 2002 roku, a jej działalność polegała wówczas głównie na produkcji suplementów diety pod markami własnymi. Obecnie Grupa Kapitałowa Master Pharm skupia się również na zarządzaniu realizacją produkcji kontraktowej suplementów diety i kosmetyków, co stało się głównym przedmiotem jej działalności. Poza tym Emitent świadczy usługi doradcze (usługi te z reguły chronologicznie poprzedzają zarządzanie produkcją) w zakresie kontraktowego projektowania (opracowywania na zlecenie koncepcji produktów), formułacji (opracowywania receptur) oraz doradztwa w toku rejestracji i produkcji produktów. Ponadto Spółka oferuje usługi w zakresie konsultingu farmaceutycznego, marketingu farmaceutycznego i pośrednictwa handlowego.

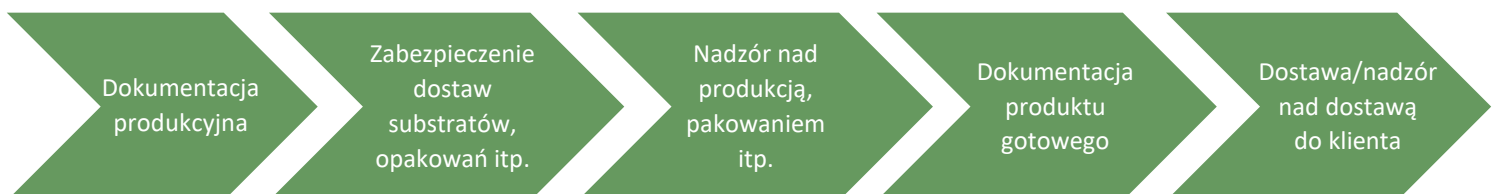
Doradztwo produktowe Emitenta dotyczy trendów obecnych na rynku, nowych koncepcji produktów mających oczekiwany potencjał sprzedażowy, tendencji w zakresie preferowanych form produktów, systemów opakowań itd. W razie potrzeby zlecniodawców Grupa Master Pharm w ramach prowadzonej działalności zajmuje się też opracowywaniem dokumentacji produktowej na każdym etapie wdrażania produktu. Pomaga przy tym swoim klientom przy notyfikacji produktów do odpowiednich jednostek (GIS – Główny Inspektorat Sanitarny, CPNP – Cosmetic Products Notification Portal, URPL – Urząd Rejestracji Produktów Leczniczych), a także w uzyskaniu opinii w krajowych jednostkach naukowych właściwych do wydawania opinii (Instytut Matki i Dziecka, Instytut Żywności i Żywienia, Narodowy Instytut Zdrowia Publicznego – Państwowy Zakład Higieny, Instytut „Pomnik – Centrum Zdrowia Dziecka”, Instytut Włókien Naturalnych i Roślin Zielarskich, Narodowy Instytut Leków, Państwowy Instytut Weterynaryjny – Państwowy, Instytut Badawczy, Instytut Medycyny Wsi im. Witolda Chodźki, Instytut Sportu).

Rysunek 1.: Model biznesowy Grupy Master Pharm S.A.

Główne procesy realizowane przez Master Pharm S.A. w toku podstawowej działalności



Procesy realizowane przez Master Pharm S.A. w ramach zarządzania produkcją



Źródło: Emitent.

Produkcja kontraktowa realizowana przez Grupę Master Pharm obejmuje kompleks czynności w zakresie produkcji i usług realizowanych na potrzeby przedsiębiorców (klientów Spółki), będących właścicielami poszczególnych marek produktów, które to czynności składają się na wytwarzanie i udostępnianie do dystrybucji gotowych produktów. Z punktu widzenia klientów Master Pharm S.A. produkcja kontraktowa stanowi outsourcing działalności produkcyjnej i okołoprodukcyjnej.

Głównymi kontrahentami (klientami, zleceniodawcami) Master Pharm S.A. są duże firmy farmaceutyczne – producenci leków gotowych i innych produktów leczniczych, którzy wyprodukowane przez Spółkę produkty wprowadzają do obrotu konsumenckiego poprzez sieci dystrybucji (hurtownie, apteki, drogerie, sklepy itp.) pod własnymi markami. Emitent nawiązuje jednak również współpracę z mniejszymi podmiotami, w ten sposób dywersyfikując swój portfel klientów. Produkcja, której realizacją na zlecenie zarządza Master Pharm S.A., przeznaczana jest przez klientów głównie na rynek polski. Równocześnie Emitent na zlecenie niektórych klientów produkuje suplementy przeznaczone na eksport – przede wszystkim na rynek Europy Środkowo-Wschodniej, a także do Wielkiej Brytanii, Rosji, Ukrainy, Uzbekistanu, Kazachstanu, Mołdawii oraz Kuwejtu.

Portfolio klientów Grupy Master Pharm ulega przy tym zmianom w czasie – spółki z Grupy Kapitałowej Emitenta nawiązują nowe relacje biznesowe, które generują dodatkowe przychody (z reguły aktywność nowych klientów w badanym okresie przekłada się na wyższą sprzedaż w kolejnych okresach ze względu na czas, jaki upływa od złożenia zamówienia do jego realizacji), a obroty z dotychczasowymi poszczególnymi klientami wahają się w górę lub w dół w zależności od bieżących potrzeb odbiorców (Emitent, w zależności od preferencji zamawiającego, stosuje zarówno umowy jednorazowe, jak i długoterminowe umowy ramowe, w ramach których na podstawie jednorazowych zamówień są realizowane poszczególne partie produktów). Według danych na koniec września 2019 roku z usług Grupy Master Pharm korzystało 81 klientów, z czego aktywnych (takich, którzy w danym okresie złożyli lub zrealizowali choć jedno zamówienie) było 33 (dla porównania w analogicznym okresie rok wcześniej aktywnych klientów było 36). Wśród klientów Grupy Master Pharm pod względem realizowanych zamówień wyróżnia się jeden odbiorca, którego udział w przychodach wynosi ponad 30% (31,2% w 2018 roku, 32,7% w 2017 roku).

Jak podaje Emitent, źródłami pozyskiwania zamówień przez Master Pharm są głównie:

- utrzymywanie stałych relacji z największymi kontrahentami (realizacja zamówień spływających od takich kontrahentów, realizacja na rzecz stałych kontrahentów doradztwa produktowego);
- ciągłe podejmowanie prób plasowania wśród wiodących firm farmaceutycznych produktów dostępnych w ofercie Grupy, w tym nowych produktów, form, koncepcji produktów, realizacja na rzecz takich podmiotów doradztwa produktowego;
- utrzymywanie stałych relacji z kluczowymi menedżerami i ekspertami rynku, którzy często, nawet zmieniając miejsca pracy w ramach rozwoju kariery zawodowej, zachowują indywidualne preferencje wskazujące na współpracę z Grupą;
- rozpowszechnianie informacji identyfikujących spółki Grupy na opakowaniach masowo produkowanych suplementów diety (oznaczanie producenta zgodnie z polityką informacyjną niektórych klientów Grupy);
- prezentacja Grupy na targach i podobnych imprezach branży suplementów, farmaceutycznej lub podobnych;
- współpraca z zewnętrznymi agentami/pośrednikami pośredniczącymi w zdobywaniu klientów.

Do marek własnych Grupy Master Pharm (ich sprzedażą zajmuje się spółka zależna – Avet Pharma sp. z o.o.) należy obecnie łącznie 59 produktów. Oferowane są one przede wszystkim na rynku polskim. Ponad 80% sprzedaży suplementów diety jest przy tym realizowana w kanale aptecznym, pozostała w kanale pozaaptecznym (sieci handlowe, sklepy zielarskie). Wśród najpopularniejszych produktów Avet Pharma wymienić można: Morwa Biała Plus, Magnez B6, Młody Jęczmień Forte Slim, Witamina D, Mega Tran, Mega Krzem, Inerbiotyki C, Diabavet czy Sinavanet. Warto przy tym wspomnieć, że Grupa Master Pharm w 2019 roku zapowiedziała zmianę strategii sprzedaży dla produktów własnych, redukując stany magazynowe w hurcie, celem osiągnięcia stanów 3-4 miesięcznych. Ponadto dokonała ona przeglądu produktów w portfolio, wybierając produkty o malejących marżach, w celu odsprzedaży ich stanów magazynowych i zaprzestania sprzedaży tych produktów w przyszłości. Dodatkowo Avet Pharma nie wyklucza sprzedaży niektórych swoich marek podmiotom zewnętrznym przy jednoczesnym utrzymaniu produkcji tych produktów w Grupie Kapitałowej Master Pharm.

Do Grupy Master Pharm należy zakład produkcyjny w Mielcu (poprzez jednostkę zależną Grogam GBL sp. z o.o.), gdzie wytwarzana jest obecnie większa część jej produktów. Specjalizuje się on w produkcji form suchych (tabletek, kapsułek twardych, saszetek), a poza tym posiada także wydział produkcji probiotycznej oraz wydział form płynnych (syropów, sprayów, kropli). Należy do niego również własna pakownia i magazyn wyrobów gotowych. W zakładzie w Mielcu funkcjonuje dodatkowo laboratorium, wykonujące próby technologiczne i badania fizyko-chemiczne produkowanego asortymentu. Ponadto w 2017 roku Spółka uruchomiła zakład produkcyjny w Łodzi, w którym wytwarzane są kapsułki miękkie oraz zostały zainstalowane automatyczne linie blistrujące i do konfekcji w butelki typu PET produktów luzem (tabletek, kapsułek twardych i miękkich) wraz z kartoniarką, a także linię do sliwowania butelek PET. W obu zakładach został wdrożony system zarządzania bezpieczeństwem żywności HACCP.

Jak wskazuje Grupa Master Pharm, do jej przewag konkurencyjnych należy:

- **możliwość zarządzania projektami produkcji kontraktowej w szerokim zakresie** – dzięki infrastrukturze produkcyjnej w ramach Grupy oraz utrwalonym procedurom kooperacji z podwykonawcami zewnętrznymi Emitent jest w stanie całościowo przeprowadzić proces konceptualizacji, kreacji, przygotowania, wdrożenia i realizacji produkcji, a także dokumentowania, pakowania, magazynowania, dostawy i notyfikacji większości asortymentu suplementowego oferowanego konsumentom na krajowym rynku;
- **możliwość realizacji szerokiego asortymentu produkcji** – w ramach Grupy Master Pharm oferowane są wszystkie dostępne na rynku formy produktowe (m.in. kapsułki twarde i miękkie, sticki, tabletki powlekane, tabletki niepowlekane, krople, płyny, syropy, peletki). Jednocześnie, poprzez sieć kontaktów handlowych z producentami i dystrybutorami, a także dzięki posiadanym opracowaniom recepturowym, Grupa Master Pharm dysponuje szerokimi możliwościami w zakresie formułacji suplementów diety i dostosowywania jej do bieżących potrzeb klientów;
- **wysokie kompetencje w zakresie kreacji nowych produktów** – Grupa posiada ugruntowane kilkunastoletnią praktyką doświadczenie w zakresie opracowywania i kreowania nowych produktów;
- **jakość produkcji** – Grupa oferuje produkcję (zarówno własną, jak i realizowaną w podwykonawstwie poza Grupą) na najwyższym wymaganym poziomie czystości, dokładności pakowania oraz jakości opakowań. Produkcja w ramach Grogam jest realizowana w rygorach systemu HACCP, na który ta spółka posiada stosowny certyfikat. W niektórych jurysdykcjach produkty oferowane przez Grupę rejestrowane są według wymagań równorzędnych dla produktów leczniczych, co świadczy o wypełnianiu przez nie w tych jurysdykcjach standardów farmaceutycznych;
- **elastyczność produkcji i wysoka zdolność dopasowania produkcji do potrzeb klienta** – posiadany park maszynowy oraz jakość wyszkolenia personelu pozwalają Grupie na realizację zróżnicowanych pod względem formy, jak i harmonogramu produkcji, projektów swoich klientów. Grupa posiada zdolność realizacji projektów produkcyjnych (w tym równolegle kilku różnych projektów produkcyjnych) oraz szybkiego przestrajania produkcji pomiędzy produktami o różnym składzie. Master Pharm posiada kompetencję do indywidualizacji każdego projektu produkcyjnego i dostosowania go do potrzeb klienta;
- **krótki czas realizacji zleceń** – Grupa Master Pharm jest w stanie realizować projekty produkcyjne w dogodnych dla klientów, krótkich terminach. Realizacja większości projektów produkcyjnych, gdzie nie wystąpią problemy z dostępem do substratów, może zostać zrealizowana od fazy koncepcyjnej produktu do dostawy do klienta produktu w ciągu 4-6 tygodni. Zlecenia produktów opracowanych, posiadających pełną dokumentację, przy pełnej dostępności substratów realizowane są w terminie kilku dni;
- **możliwość wdrażania pilotażowych (niskoseryjnych) partii produktów** – Grupa Master Pharm oferuje klientom możliwość realizacji niskoseryjnych partii produktów bez dolnego limitu jednostek produktu. Możliwości te są wykorzystywane przez klientów do przeprowadzania własnych badań produktu, badania rynku lub preferencji konsumentów itp. Możliwości takich z reguły nie oferują infrastruktury produkcyjne firm farmaceutycznych z uwagi na wysoki koszt przestrajania linii produkcyjnych i usuwania pozostałości produkcyjnych w standardzie czystości wymaganym dla produkcji farmaceutycznej;
- **zdolność do produkcji dużych partii towarów** – Spółka utrzymuje zdolność do mobilizacji mocy produkcyjnych pokrywających w krótkim czasie każde dotychczasowe zapotrzebowanie na rynku krajowym. W przypadku przyjęcia zamówienia przekraczającego własne moce produkcyjne Grupy, Master Pharm może korzystać ze sprawdzonych podwykonawców;

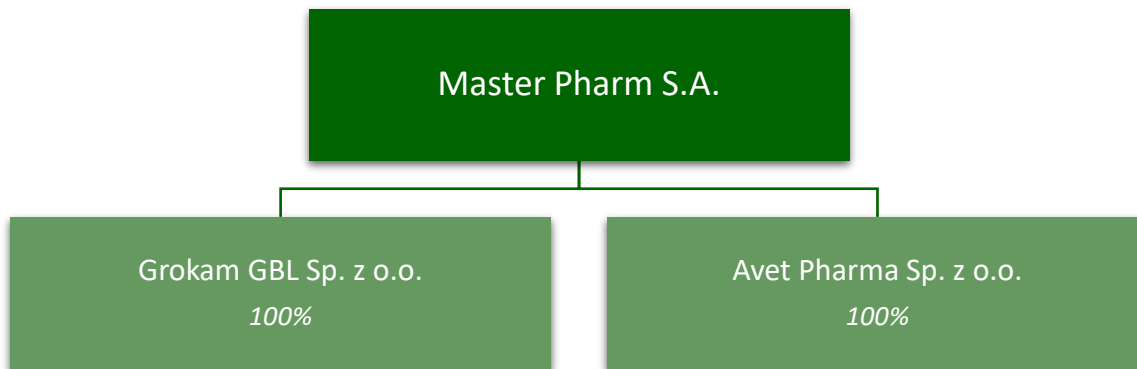
- **wzrastające kompetencje dla realizacji projektów w zakresie produktów leczniczych** – Spółka dąży do ciągłego gromadzenia kompetencji merytorycznych i wytwórczych w zakresie coraz bardziej zaawansowanych technologii i spełniania coraz wyższych wymogów jakości i czystości wyrobu. W zakresie kompetencji merytorycznych obecnie Spółka jest w stanie realizować projekty wykonawcze w standardzie GMP (właściwym dla produktów leczniczych) przy wykorzystaniu zewnętrznych mocy produkcyjnych. Wyrazem dążenia do przenoszenia kompetencji produkcyjnych i wdrożeniowych do Grupy jest implementacja w zakładzie produkcyjnym przy ul. Wersalskiej w Łodzi licznych rozwiązań wymaganych w produkcji według standardów GMP;
- **wysokie zdolności utrzymania klienta** – większość klientów (w tym 10 największych pod względem przychodów Master Pharm ze sprzedaży) współpracuje ze Spółką na zasadzie długoterminowych umów, w tym umów ramowych i realizowanych na ich podstawach zamówień. Master Pharm jest dla tych podmiotów najczęściej głównym wykonawcą produkcji kontraktowej suplementów diety;
- **wysoka responsywność względem osób zajmujących się plasowaniem produktów po stronie klienta** – Spółki Grupy, śledząc rozwój światowych rynków suplementów diety, zmiany na rynku krajowym oraz zmiany oferty producentów substratów do produkcji suplementów, poszukują możliwości wprowadzania na rynek nowych produktów i modyfikacji produktów obecnych w ofercie klientów. Opracowane w tym zakresie koncepcje przedstawiane są klientom. Klienci Master Pharm w wyniku własnych badań rynku również inicjują realizację takich prac koncepcyjnych. Opracowanie produktu częstokroć skutkuje powierzeniem Master Pharm zarządzania procesem jego realizacji opracowanych produktów. W tych warunkach działalność Grupy zyskuje optymalne dopasowanie do potrzeb klientów;
- **oferowanie usługi opracowania produktu wraz z jego wdrożeniem** – istotą oferty Grupy jest proponowanie klientom kompleksowego zestawu usług od koncepcji określonego produktu do dostawy finalnego wyrobu i przeprowadzenia czynności formalnych niezbędnych dla wprowadzenia produktu do obrotu. Korzystanie przez klienta z tak zdefiniowanej usługi eliminuje ryzyka związane z niedostosowaniem opracowanego produktu do właściwości substratów czy dostępnych procesów produkcyjnych, pozwala także na dokładniejsze zaplanowanie terminu wprowadzenia produktu na rynek;
- **wyspecjalizowany zespół pracowników do obsługi projektów kontraktowych** – w spółkach Grupy (zwłaszcza w Grokam) zaangażowany jest wysoko wykwalifikowany personel: specjaliści w zakresie produkcji, pakowania, technolodzy i technicy, menedżerowie. W realizację kluczowych projektów produkcyjnych angażuje się grupa menedżerów najwyższej usytuowanych w strukturach Grupy Master Pharm, łącznie z Zarządem. Zgromadzone w zespole doświadczenia pozwalają na realizację projektów produkcyjnych i wprowadzanie do obrotu suplementów diety oraz produktów medycznych z zachowaniem najwyższych standardów profesjonalności;
- **cena wyrobów i usług** – Spółki Grupy dążą do kształtowania polityki cenowej Grupy sprzyjającej konkurencyjności jej oferty. Emitent i spółki Grupy na bieżąco orientują swoją ofertę wobec dostępnych informacji dotyczących propozycji firm konkurencyjnych. Oferowane przez Grupę warunki finansowe kontraktów nie są jednak wiodącym elementem oferty, są bowiem bilansowane z jakością produktów, kompleksowością usługi i terminowością dostaw.

Struktura Grupy Kapitałowej

Grupę Kapitałową Emitenta tworzą spółki, które od kilku lat współpracują w zakresie produkcji i wprowadzania na rynek suplementów diety i wyrobów medycznych. Podmiotem dominującym w Grupie Kapitałowej jest Master Pharm S.A., który od początku pełni rolę lidera, stanowiąc centrum pozyskiwania dużych projektów produkcyjnych i doradczych, zarządzania kierowniczego projektami współrealizowanymi przez spółki (koordynacji prac) oraz zarządzania wykonawczego (pozyskiwania substratów do produkcji, zlecenia realizacji produkcji w ramach grupy powiązanych spółek i na zewnątrz). W skład Grupy wchodzi także dwa podmioty zależne, w których Emitent posiada 100% udziałów. Są to Grokam GBL Sp. z o.o., która pełni rolę centrum produkcyjnego Grupy, a także Avet Pharma Sp. z o.o., która dywersyfikuje działalność Grupy w kierunku kreacji i wprowadzania do obrotu marek własnych.

Grupa Kapitałowa Master Pharm powstała 25 marca 2015 roku. Emitent dokonał emisji nowych 700 udziałów (jeszcze wtedy działał w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością), które zostały pokryte aportem w postaci 100% udziałów w Grokam, wycenionych na potrzeby wniesienia aportu na 32,2 mln zł, oraz 100% akcji Avet Parma wycenionych na 1,6 mln zł.

Rysunek 2.: Struktura Grupy Kapitałowej Master Pharm S.A.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Grokam GBL jest kontraktowym producentem suplementów diety. Produkcja realizowana jest niemal w całości na rzecz Emitenta (ponad 90% realizowanych obrotów). Pozostałą część stanowią jednostkowe kontrakty produkcyjne realizowane na rzecz bezpośrednich klientów Grokam. W ramach produkcji realizowanej przez Grokam na rzecz Emitenta znajdują się również produkty pod marką AVETPHARMA.

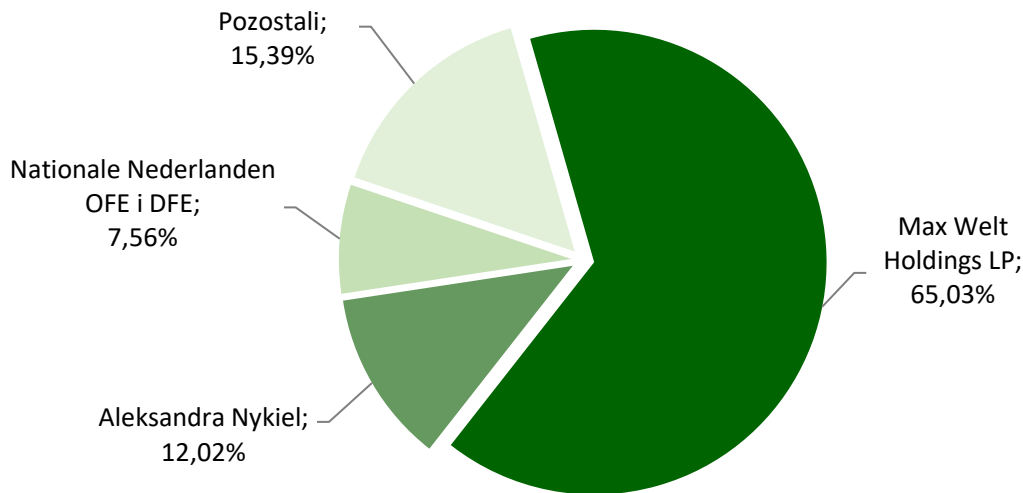
Działalność Avet Pharma oparta jest w głównej mierze na promowaniu, dystrybuowaniu i wprowadzaniu do obrotu suplementów diety pod własną marką AVETPHARMA (Avet Pharma jest przy tym jedyną spółką w Grupie, która wprowadza do obrotu produkty pod własnymi markami). Spółka prowadzi również wraz z Emitentem działalność w zakresie wyspecjalizowanego konsultingu farmaceutycznego oraz marketingu farmaceutycznego. W ofercie Avet Pharma znajduje się także produkcja kontraktowa suplementów diety dedykowana dla sieci aptecznych, realizowana z wykorzystaniem mocy wytwórczych Grupy. Konsulting i marketing farmaceutyczny oraz produkcja kontraktowa mają dla spółki znaczenie uzupełniające względem podstawowej działalności.

W ofercie Avet Pharma znajdują się zarówno produkty konkurujące na rynku koncepcją składu i funkcjonalności (np. najlepiej sprzedający się produkt Morwa Biała Plus), oryginalną koncepcją marketingową (np. linia produktów „mega-” do której należą m.in. produkty Mega Omega 3, Mega Tran), jak też mające konkurować ceną odpowiedniki suplementów powszechnie występujących na rynku (jak np. witamina C). Avet Pharma stawia na wysoką jakość produktu w konkurencyjnych cenach, kierując swoją ofertę do szerokiego grona konsumentów poszukujących wiarygodnych, umiejętnie skomponowanych artykułów suplementujących dietę lub, w odniesieniu do niektórych produktów, mogących stanowić zamienniki dla podobnych, droższych produktów oferowanych na rynku. Na koniec września 2019 roku portfolio spółki liczyło w sumie 59 produkty.

Akcjonariat

Największym akcjonariuszem Master Pharm S.A. jest Max Welt Holdings LP, który posiada 13.981.006 akcji uprawniających do 65,03% głosów na walnym zgromadzeniu. Jest to spółka zależna i w pełni kontrolowana przez Jacka Franasika – założyciela i Prezesa Zarządu Master Pharm S.A. Drugim największym akcjonariuszem z udziałem 12,02% jest Aleksandra Nykiel, która pełni funkcję Prezesa Zarządu Groom GBL Sp. z o.o. Wśród osób powiązanych z Emitentem w akcjonariacie obecni są jeszcze Rafał Biskup, Członek Zarządu Master Pharm S.A., z udziałem w kapitale na poziomie 1,53%, a także Tomasz Grzesiek i Marek Gołaszczyk – członkowie Rady Nadzorczej z udziałem w kapitale na poziomie 0,01% każdy z osobna. Ponadto wśród ujawnionych akcjonariuszy znajdują się jeszcze fundusze OFE i DFE zarządzane przez Nationale Nederlanden, które łącznie reprezentują 7,56% kapitału zakładowego Emitenta.

Rysunek 3.: Struktura akcjonariatu Master Pharm S.A. – udział w kapitale zakładowym oraz w liczbie głosów na walnym zgromadzeniu



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Strategia działalności i plany rozwoju

Strategia Grupy Kapitałowej Master Pharm na najbliższe lata koncentruje się wokół inwestycji w zwiększenie mocy produkcyjnych oraz rozszerzenie kompetencji w zakresie produkcji, pozwalających na zachowanie i umocnienie Master Pharm na pozycji lidera produkcji kontraktowej dla sektora farmaceutycznego w Polsce. Jednocześnie Grupa zamierza kontynuować wsparcie marketingowe i rozwój własnych marek oferowanych przez Avet Pharma. Emitent rozważa także akwizycję jednego lub kilku podmiotów w celu poszerzenia zdolności wytwórczych Grupy o produkty lecznicze OTC i/lub określone portfolio marek suplementowych lub farmaceutycznych w celu zwiększenia mocy wytwórczych produkcji kontraktowej oraz rozbudowy struktur sprzedażowych.

Polityka rozwoju Grupy Kapitałowej oparta jest na założeniach rozwoju przy najpełniejszym wykorzystaniu obecnie posiadanych kompetencji w obszarach:

- produkcyjnym – produkcji na potrzeby Grupy w Grokam GBL i w nowym zakładzie w Łodzi;
- produkcji kontraktowej i rozwoju produktów oraz obsługi zawieranych kontraktów w Master Pharm S.A.;
- dystrybucyjnym i handlowym, dotyczącym marek Avet Pharma;
- działań handlowych na rynku masowego odbiorcy (pozaaptecznym) i wejściu na ten rynek z produktami wspartymi promocją;
- przejęć podmiotów wpisujących się w obecną i planowaną działalność Grupy.

Grupa Master Pharm obserwuje zainteresowanie polskim rynkiem suplementów diety przez duże zagraniczne firmy farmaceutyczne i firmy z segmentu FMCG, które nie są jeszcze obecne na tym rynku w kategorii suplementów diety. Jednocześnie Emitent widzi duży potencjał w rozwoju zagranicznym i podejmuje aktywne działania, aby zwiększyć skalę działania poza granicami Polski. Szczególnie interesujące są rynki wschodnie, tzn. Rosja, Ukraina i państwa byłych republik radzieckich oraz kraje bałkańskie, takie jak Rumunia, Bułgaria. Także klienci z Bliskiego Wschodu i krajów arabskich są coraz bardziej zainteresowani produkcją suplementów w standardach europejskich, mogących zapewnić odpowiednią jakość. Niewykluczone, że w najbliższych latach Grupie uda się pozyskać nowych klientów zagranicznych.

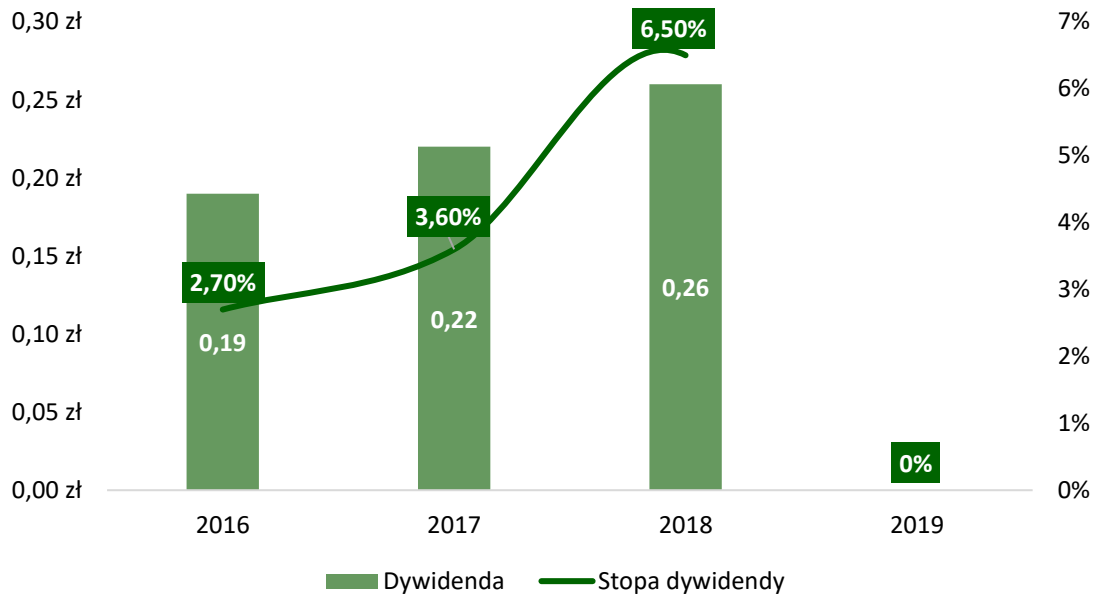
Emitent prowadzi trzy projekty rozwojowe dofinansowane w ramach programu „Badania rozwój i komercjalizacja wiedzy regionalnego programu operacyjnego województwa łódzkiego na lata 2014-2020”. Pierwszy z nich dotyczy prac badawczych nad opracowaniem innowacji produktowej przy zastosowaniu plechy porostu islandzkiego do wytworzenia wyrobu medycznego dla kobiet INNOWAG. Został on dofinansowany kwotą 453 tys. zł, a jego planowany termin zakończenia to 29 lutego 2020 roku. Kolejne dwa projekty rozwojowe dotyczą opracowania technologii chelatowania żelaza i magnezu w celu poprawy ich biodostępności. Wartość projektu związanego z chelatowaniem żelaza to około 1 mln zł, a kwota dofinansowania sięgnęła 622 tys. zł. Z kolei wartość projektu związanego z chelatowaniem magnezu to blisko 919 tys. zł, a kwota dofinansowania to 562 tys. zł. Projekty mają zakończyć się w 2020 roku.

Polityka dywidendy

Polityka Master Pharm w zakresie wypłaty dywidendy zakłada jej wypłatę w zakresie, w jakim Emitent będzie posiadał środki pieniężne i kwoty, które mogą zostać przeznaczone na wypłatę dywidendy, biorąc pod uwagę czynniki mające wpływ na sytuację finansową Emitenta, jego wyniki działalności i wymogi kapitałowe. W szczególności rekomendacje Zarządu w zakresie wypłaty dywidendy będą zależały m.in. od: (i) wysokości osiągniętego zysku, (ii) uzyskania przez Grupę finansowania zewnętrznego na realizację strategii, (iii) potrzeb związanych z nakładami inwestycyjnymi Grupy, jak również (iv) możliwości Spółki do wypłaty dywidendy od spółek zależnych.

Spółka wypłacała dywidendę od debiutu giełdowego w 2016 roku. Nominalnie dywidenda była coraz wyższa z roku na rok – w 2016 roku wyniosła 0,19 zł na akcję, w 2017 roku 0,22 zł na akcję, a w 2018 roku 0,26 zł na akcję. Jednocześnie wraz ze spadkiem wyceny giełdowej Emitenta mocno wzrosła stopa dywidendy, która od 2016 roku zwiększyła się z 2,7% do 6,5% w 2018 roku. W 2019 roku Spółka nie wypłaciła dywidendy, argumentując taką decyzję gromadzeniem środków na niezbędne inwestycje do zwiększenia mocy produkcyjnych i skali biznesu.

Rysunek 4.: Master Pharm S.A. – historia wypłaconych dywidend



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Analiza otoczenia

Otoczenie makroekonomiczne

Roczne tempo wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje relatywnie wysokie pomimo nieznacznego jego obniżenia w ostatnich kwartałach. Według wstępnego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego w III kw. 2019 roku PKB naszego kraju był realnie wyższy o 3,9% rok do roku wobec wzrostu o 4,6% kwartał wcześniej oraz o 5,2% w analogicznym okresie rok wcześniej.

Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, który w III kw. 2019 roku zwiększył się w skali roku o 3,3%. Jego dynamika dość mocno jednak spowolniła w porównaniu do II kw. 2019 roku, kiedy to wynosiła 4,6%. Wpływ na to miał przede wszystkim niższy wzrost akumulacji brutto, po spadku do 0,4% wobec 7,1% kwartał wcześniej, w tym wzrost nakładów brutto na środki trwałe wyniósł 4,7% wobec 9,1% kwartał wcześniej. Tempo spożycia ogółem pozostało na poziomie 4%, przy czym dynamika spożycia w sektorze gospodarstw domowych obniżyła się do 3,9% w porównaniu do 4,4% w II kw. 2019 roku, z kolei w przypadku spożycia publicznego wzrosła do 4,7% wobec 3,1% kwartał wcześniej. Wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy Polski był w III kw. 2019 roku dodatni, wynosząc 0,8 p.p. wobec 0,2 p.p. w II kw. 2019 roku.

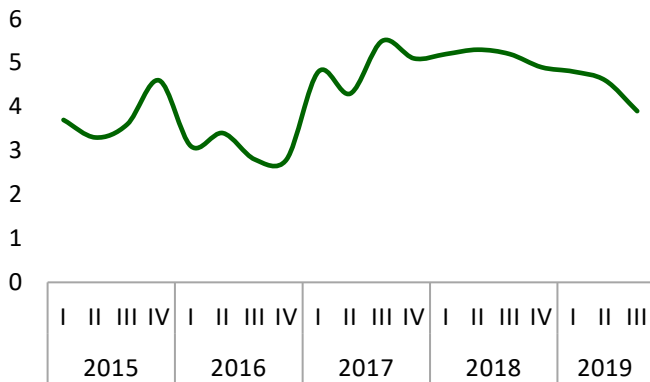
W ostatnich miesiącach dynamika zatrudnienia nieco spowolniła, w październiku 2019 r. wynosząc 2,6%. Jednocześnie obniżyło się tempo wzrostu wynagrodzeń, tj. do 5,9% rdr, w porównaniu do 6,6% rdr miesiąc wcześniej, 6,8% rdr w sierpniu br. czy 7,4% rdr w lipcu br. Stopa bezrobocia systematycznie spada od początku 2019 r., w październiku znajdując się na rekordowo niskim poziomie 5%. Wzrost sprzedaży detalicznej w cenach bieżących sięgnął w październiku br. 5,4% rdr wobec wzrostu o 5,3% rdr miesiąc wcześniej oraz o 9,7% rdr rok wcześniej. W ostatnich dwóch miesiącach odnotowano pogorszenie zarówno obecnych, jak i przyszłych nastrojów konsumenckich – w listopadzie 2019 r. bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) ukształtował się na poziomie 6,7 wobec 9,3 w październiku i 10,2 we wrześniu br., z kolei wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK) na poziomie 2,2 wobec 3,6 w październiku br. W ostatnich miesiącach dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje nieznacznie powyżej celu inflacyjnego, w listopadzie 2019 r. wynosząc 2,6%. W kierunku wyższej inflacji oddziałuje głównie wzrost cen żywności, a także wzrost dynamiki cen usług.

Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – listopad 2019 r.*, tempo wzrostu PKB Polski będzie w kolejnych latach stopniowo się obniżać w reakcji na spadek aktywności ekonomicznej w gospodarce światowej, w tym w szczególności w największej gospodarce strefy euro, czyli w Niemczech. Niekorzystnie na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego wpłynąć ma również wyhamowanie wzrostu absorpcji środków z budżetu UE po ich wysokim wykorzystaniu w 2018 r. Z drugiej strony, według autorów raportu skalę spowolnienia krajowej aktywności gospodarczej mają łagodzić wprowadzone i zapowiadane zmiany fiskalne, które poprzez zwiększenie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w największym stopniu oddziaływać będą na prywatną konsumpcję.

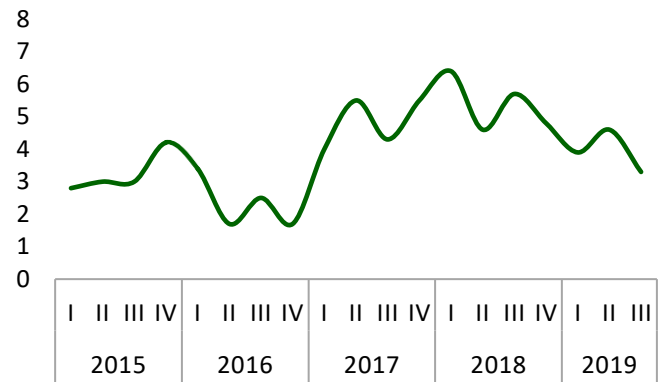
Zgodnie z wynikami projekcji listopadowej dynamika wzrostu PKB Polski wyniesie 4,3% w 2019 roku, 3,6% w 2020 roku i 3,3% w 2021 roku (wobec projekcji lipcowej prognozy te zostały obniżone odpowiednio o 0,2 p.p., 0,4 p.p. i 0,2 p.p.). Jednocześnie centralna ścieżka projekcji NBP dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,2% w 2019 roku, 4,5% w 2020 roku i 4,1% w 2021 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe będzie spadać, tj. z 8,7% w 2018 roku do 7,1% w 2019 roku, 4% w 2020 roku i 1,9% w 2021 roku;
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji nieco się zwiększy, tj. z 1,6% w 2018 roku do 2,3% w 2019 roku oraz do 2,8% i 2,6% odpowiednio w 2020 i 2021 roku;
- wynagrodzenia w latach 2019-2021 będą rosły kolejno o: 7,1%, 7,2% i 6,7% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) wyniesie w 2019 roku 3,6% oraz 3,8% i 4,1% odpowiednio w 2020 i 2021 roku.

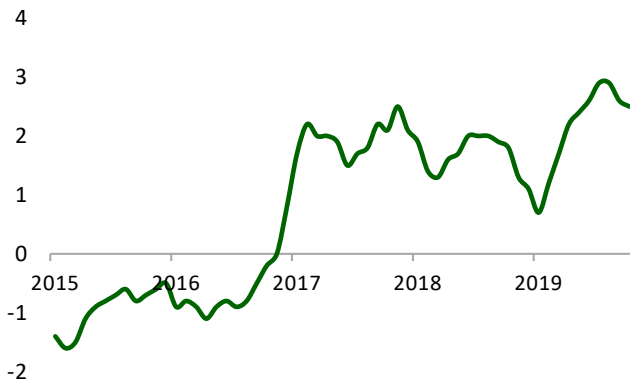
PKB rdr (%)



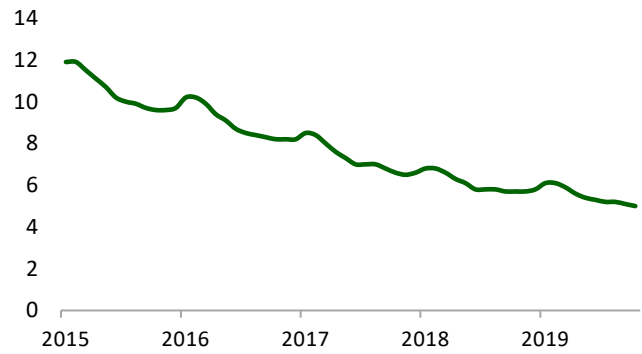
Popyt wewnętrzny rdr (%)



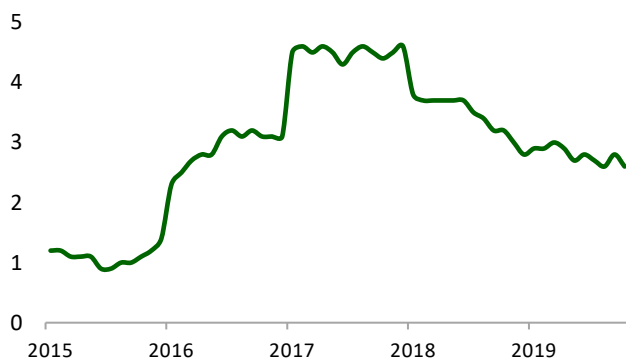
Inflacja CPI rdr (%)



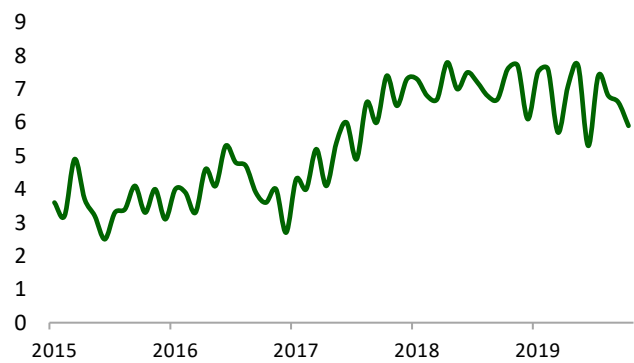
Bezrobocie rejestrowane (%)



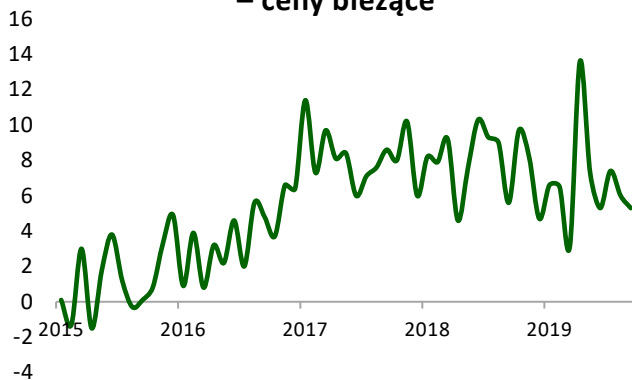
Wzrost zatrudnienia rdr (%)



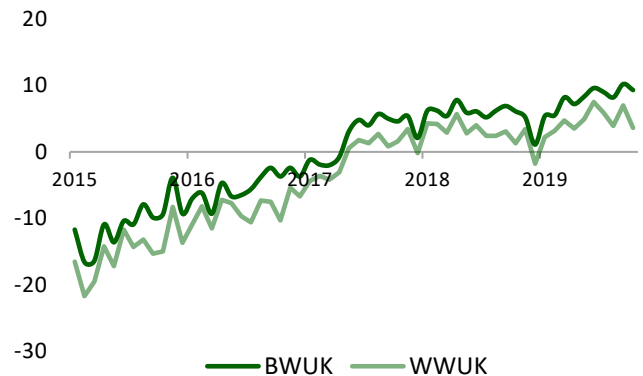
Dynamika wynagrodzeń rdr (%)



Sprzedaż detaliczna rdr (%)
– ceny bieżące



Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, MRPIŚ.

Rynek suplementów diety

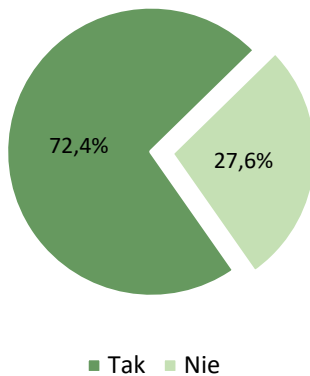
Jak oszacowała firma PMR, w 2018 roku sprzedaż apteczna i pozaapteczna suplementów diety (uwzględniając dietetyczne środki spożywcze) wyniosła 5,4 mld zł. Jednocześnie, jak wynika z jej prognoz, w latach 2020-2024 rynek ten będzie rósł o około 5% rocznie. Głównymi motorami wzrostu, oprócz marek własnych, były probiotyki oraz suplementy na bazie witaminy D3 i te kategorie mają rozwijać się dynamicznie także w kolejnych latach. Do rozwoju rynku przyczyniają się również nowe wprowadzenia – w 2018 roku producenci notyfikowali GIS o wprowadzeniu na rynek około 13 tys. nowych suplementów diety (dla porównania: w 2008 roku było to tylko nieco ponad tysiąc nowych wniosków).

W porównaniu do lat 2013-2016 dynamika wzrostu spowolniła, co wynika z kilku czynników, w tym większego nasycenia rynku, konkurencji ze strony innych produktów (leków, żywności funkcjonalnej) i rozwoju segmentu tanich marek własnych, a także z bardziej rozważnych zakupów konsumentów i odwróceniu się części klientów w kierunku leków OTC na bazie takich samych substancji. Z drugiej strony, jak wskazuje firma PMR, w perspektywie kilkuletniej czynnikiem napędzającym wzrost pozostaną wprowadzenia coraz droższych, wyrafinowanych produktów. Wzrost cen ma być również konsekwencją większej kontroli rynku i niedopuszczania do niego produktów o niskiej jakości, jak również zahamowania ekspansji sieci aptecznych. Co więcej, eksperci PMR spodziewają się, że na skutek akcji informacyjnej i szerokiej dyskusji o bezpieczeństwie suplementów diety pacjenci częściej będą kupowali je w aptekach, choć prognozy dla sprzedaży internetowej są również optymistyczne.

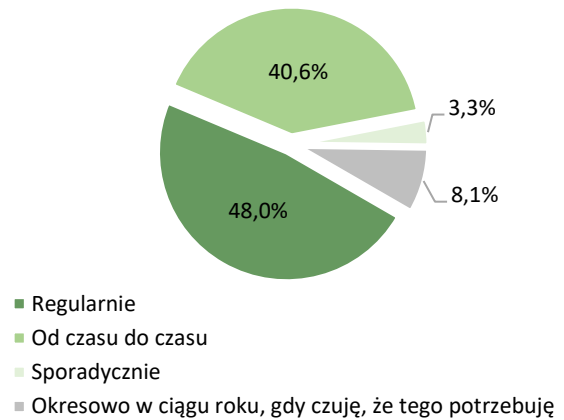
Zgodnie z badaniem SW Research, przeprowadzonym w 2017 roku i przedstawionym w raporcie *Polacy a suplementy diety*, aż 72% osób deklaruje, że przyjmuje suplementy diety, a 48% przyjmuje je regularnie. Jednocześnie spośród respondentów, którzy deklarują, że przyjmują suplementy diety, tylko 17% konsultuje się z lekarzem lub farmaceutą zanim rozpocznie suplementację. Badani zdecydowanie najczęściej kupują suplementy w aptekach (65%), a drugi pod względem popularności kanał internetowy wskazało 10,4% uczestników ankiety. Wśród najważniejszych czynników decydujących o zakupie danego suplementu diety wskazywano: skład (41,7%), cenę (38%), a także własne doświadczenie (36,6%).

Rysunek 5.: Częstość przyjmowania suplementów diety przez Polaków

Czy przyjmujesz suplementy diety?



Jak często przyjmujesz suplementy diety?*



*Pytanie skierowane do badanych przyjmujących suplementy diety.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu badawczego „Polacy a suplementy diety” przeprowadzonego przez SW Research w lutym 2017 roku.

Grupa Kapitałowa Master Pharm działa na rynku suplementów diety zarówno jako producent kontraktowy, jak i wprowadzając własne marki suplementowe poprzez spółkę zależną Avet Pharma. Uwarunkowania rynku powodują, że trudno podzielić go na osobne segmenty i traktuje się go jako całość. Role podmiotów aktywnych w zakresie produkcji kontraktowej są płynne, a podmioty realizujące kontrakty produkcyjne występują częstokroć również jako podmioty wprowadzające do obrotu własne marki suplementowe. Zróżnicowany także jest zakres, w jakim podmioty uczestniczą w poszczególnych projektach suplementowych: produkty suplementowe realizowane są bezpośrednio przez właścicieli marek lub też w podwykonawstwie realizowanym przez podmioty trzecie w różnym zakresie. Suplementy diety bywają także produkowane na bazie półproduktów importowanych na polski rynek lub na bazie składników nieprzetworzonych (względnie – niskoprzetworzonych). Właściciele poszczególnych marek suplementowych nie ujawniają struktury produkcji poszczególnych wyrobów, nie ujawniają także danych dotyczących podmiotów realizujących produkcję poszczególnych marek suplementowych.

Rynek suplementów diety można sytuować pomiędzy rynkiem farmaceutycznym a żywnościowym. Taka pozycja wpływa na podobieństwa niektórych aspektów działalności w zakresie suplementów diety do produkcji i wprowadzania do obrotu leków OTC i środków spożywczych specjalnego przeznaczenia. Rynek suplementów wykazuje mianowicie podobieństwa do rynku farmaceutycznego, zwłaszcza segmentu OTC, czyli produktów leczniczych wydawanych bez recepty, przede wszystkim w zakresie uwarunkowań technologicznych produkcji (przy istniejących równocześnie istotnych różnicach w zakresie reżimu produkcyjnego, sprzyjającego produkcji suplementowej), kanałów dystrybucji czy dozwolonych metod marketingowych. Podobieństwa do rynku farmaceutycznego przejawiają się również od strony podmiotowej, dużą część graczy na rynku suplementów diety stanowią bowiem firmy farmaceutyczne, w tym globalne koncerny. Ciekawostką rynku suplementów jest przy tym to, że duże krajowe hurtownie farmaceutyczne starają się odnajdywać również w roli podmiotów wprowadzających do obrotu marki własne, najczęściej korzystając z produkcji kontraktowej.

Z drugiej strony rynek suplementów diety cechuje się podobieństwami do sektora tzw. żywności specjalistycznej, ponieważ uwarunkowania prawne produkcji i wprowadzania do obrotu suplementów diety odpowiadają właśnie tym związanym z żywnością specjalnego przeznaczenia, co wpływa na czynniki podmiotowe rynku (łatwiejsza partycypacja w rynku), uwarunkowania opracowywania nowych produktów (znacznie łatwiejsza ścieżka rejestracji niż na rynku farmaceutycznym, wspierająca innowacyjność producentów) oraz niższe wymogi regulacyjne.

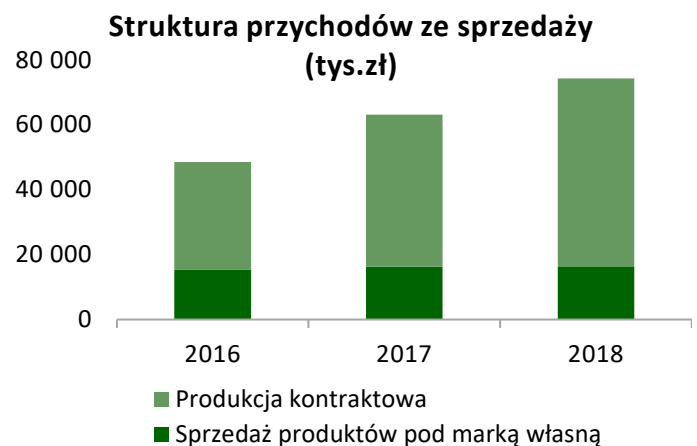
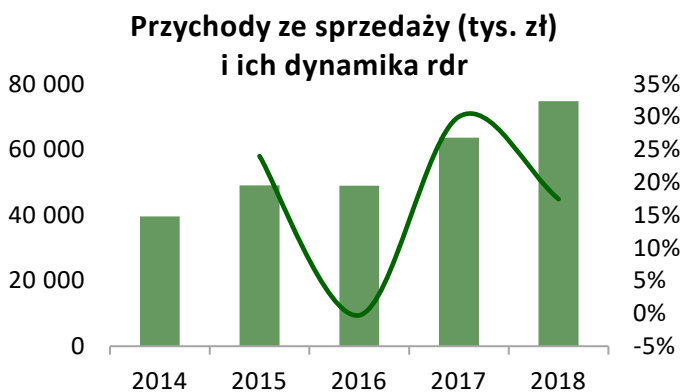
Analiza historycznych wyników finansowych

Przychody i koszty

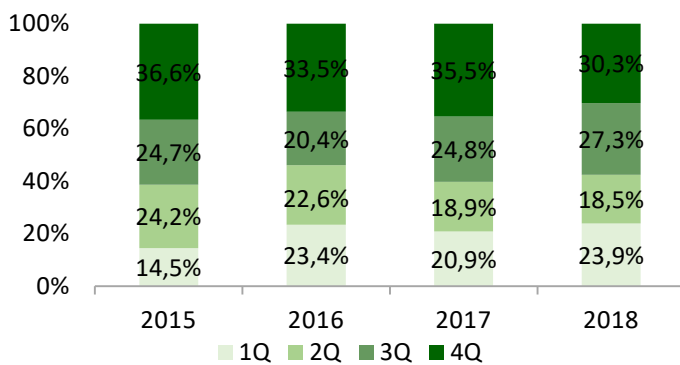
Grupa Kapitałowa Master Pharm osiąga większość przychodów i zysków z produkcji kontraktowej suplementów diety. Z tego powodu wyniki Grupy są silnie uzależnione od zleceń klientów. Historycznie największe przychody osiągnęte są w drugiej połowie roku, szczególnie w ostatnim kwartale roku (ponad 30% rocznych przychodów w latach 2015-2018). Jest to okres pogorszenia pogody, a tym samym okres zwiększonego popytu na suplementy diety, w produkcji których specjalizuje się Grupa. Warto podkreślić, że przesunięcie zlecenia przez klienta o jeden miesiąc może istotnie wpłynąć na kwartalną strukturę przychodów. Tym samym na wyniki Grupy warto także patrzeć z szerszej perspektywy. Jednocześnie zwracamy uwagę, że Grupa podejmuje działania mające na celu zmniejszenie efektu sezonowości, czego przykładem jest m.in. rozwój spółki zależnej Avet Pharma.

Od 2014 roku Grupa Master Pharm zwiększała przychody w tempie dwucyfrowym, za wyjątkiem 2016 roku, kiedy były one porównywalne rok do roku (dynamika wyniosła -0,3% rdr). W okresie od 2014 do 2018 roku przychody ze sprzedaży zwiększyły się z 39,6 mln zł do 74,6 mln zł, co przekłada się na średnioroczną dynamikę wzrostu na poziomie 17,2%. Za wzrost obrotów w ostatnich latach odpowiada wzrost produkcji kontraktowej – ta wzrosła z 33,2 mln zł w 2016 roku do 57,9 mln zł w 2018 roku, podczas gdy sprzedaż produktów pod marką własną oscylowała w tym okresie wokół poziomu 16 mln zł.

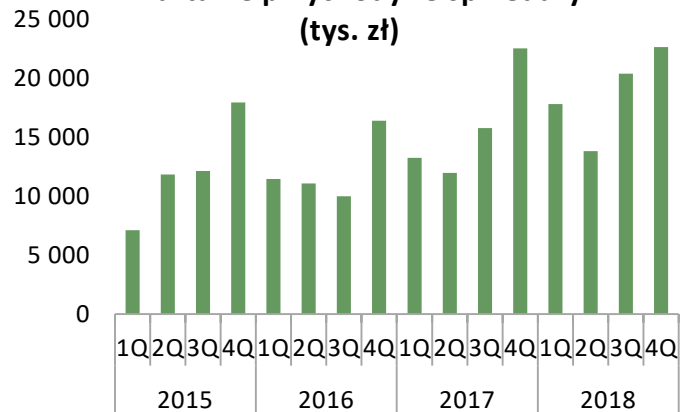
Grupa jest stosunkowo mocno uzależniona od jednego klienta (Emitent nie podaje do publicznej wiadomości nazw klientów), z którym współpracuje już od wielu lat. W okresie od 2014 do 2018 roku udział wspomnianego wyżej największego klienta w łącznych przychodach Grupy zwiększył się z 25,1% do 31,2% (choć udział ten nieco spadł w porównaniu do 2017 roku, kiedy wyniósł 32,7%). Jednocześnie Emitent regularnie pozyskuje nowych klientów – na koniec 2015 roku liczba klientów wynosiła 49, podczas gdy do 2018 roku zwiększyła się do 72. Liczba aktywnych klientów (czyli takich, którzy w trakcie roku złożyli chociaż jedno zamówienie) również wzrosła w tym okresie, do 41, jednak systematycznie maleje od 2016 roku, kiedy aktywnych klientów było 46. Emitent dodaje, że niższą aktywność wykazują mniejsi klienci, a ich ubytek udaje się zrekompensować ze strony obecnych i nowych klientów, czego efektem jest rosnąca wartość przychodów Grupy. Warto zaznaczyć, że na koniec 2018 roku nowi klienci odpowiadali za istotną część obrotów Grupy – przykładowo wybrany klient pozyskany w 2016 roku zrealizował obrót na poziomie 6,8% łącznych przychodów Emitenta w 2018 roku, natomiast wybrani klienci pozyskani w 2017 roku złożyli zamówienia na odpowiednio 2,6%, 3,9% i 6,6% łącznych przychodów Emitenta w 2018 roku.



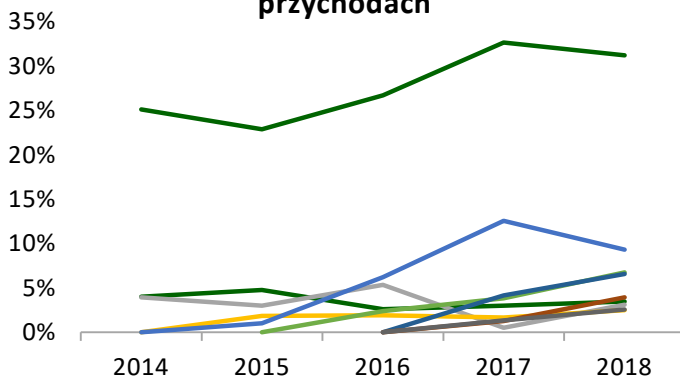
Kwartalna struktura przychodów



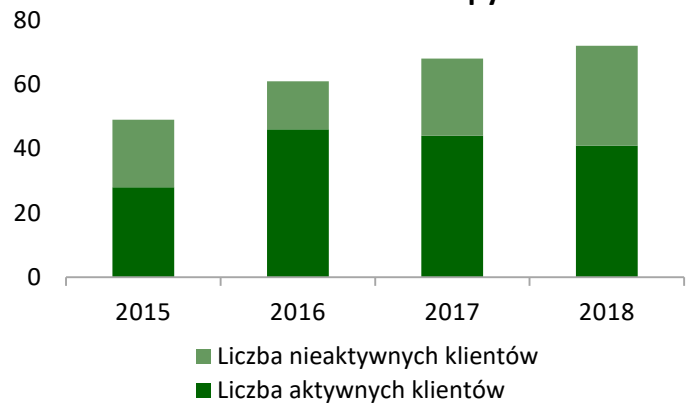
Kwartalne przychody ze sprzedaży (tys. zł)



Udział wybranych klientów w przychodach



Liczba klientów Grupy



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

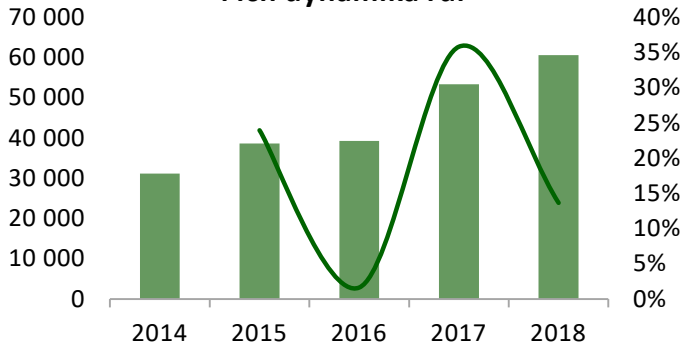
Koszty działalności Grupy Kapitałowej Master Pharm rosły w ostatnich latach, w ślad za rosnącymi przychodami i skalą biznesu. W 2014 roku wyniosły one 31,2 mln zł, a do 2018 roku urosły do 60,6 mln zł (średnioroczna dynamika wzrostu sięgnęła 18,1%). Skokowy wzrost został odnotowany w 2017 roku (+35,8% rdr), co wiązało się z zakończeniem inwestycji i oddaniem do użytkowania nowego zakładu produkcyjnego w Łodzi. W strukturze kosztów największy udział mają zużycie surowców i materiałów (stopniowo rosnący udział aż do 51,4% w 2018 roku), usługi obce (spadający udział do 26,5% w 2018 roku), a także koszty świadczeń pracowniczych (rosnący udział do 16,4% w 2018 roku). Inne koszty podstawowej działalności osiągnęły udział na poziomie 5,6% na koniec 2018 roku.

Zużycie surowców i materiałów jest bezpośrednio związane z procesem produkcyjnym i zamówieniami składanymi przez klientów i ich wzrost wynika głównie ze wzrostu skali działalności, choć warto odnotować także wzrost cen surowców. Wzrost kosztów usług obcych na poziomie Grupy Kapitałowej mocno wyhamował w 2018 roku (dynamika wzrostu wyniosła 1,9% rdr), co było w istotnej mierze spowodowane mniejszymi kosztami marketingowymi w spółce zależnej Avet Pharma oraz zmianą ich księgowania – obecnie nie są one księgowane jako usługi obce, a pomniejszają przychód. Z kolei dynamiczny wzrost kosztów świadczeń pracowniczych w ostatnich latach jest spowodowany zarówno zwiększeniem zatrudnienia (m.in. budowa nowego zakładu produkcyjnego w Łodzi), jak i wzrostem wynagrodzeń.

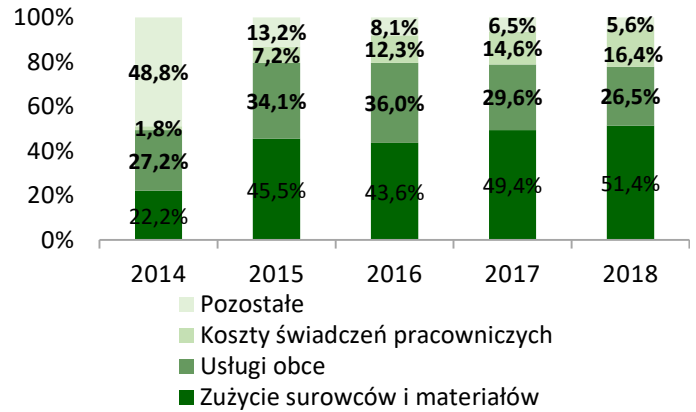
W latach 2016 i 2017 koszty działalności rosły szybciej od przychodów, co spowodowało spadek marży na sprzedaży z 21,2% do 16,1%, a sam zysk ze sprzedaży w wartościach nominalnych oscylował wokół 10 mln zł w okresie 2015-2017. Spadek marży w 2016 roku wynikał z płaskiej sprzedaży przy nieco wyższych kosztach działalności rdr. Natomiast do spadku marży w 2017 roku przyczyniły się m.in. dodatkowe koszty potrzebne na rozruch nowego zakładu produkcyjnego w Łodzi, w tym związane ze zwiększeniem zatrudnienia, czy wyższą amortyzacją po oddaniu inwestycji

do użytkowania. W 2018 roku Grupa odnotowała zarówno wzrost marży (o 2,7 p.p. rdr, do 18,8%), jak i zysku ze sprzedaży (o 37,1% rdr, do 14 mln zł).

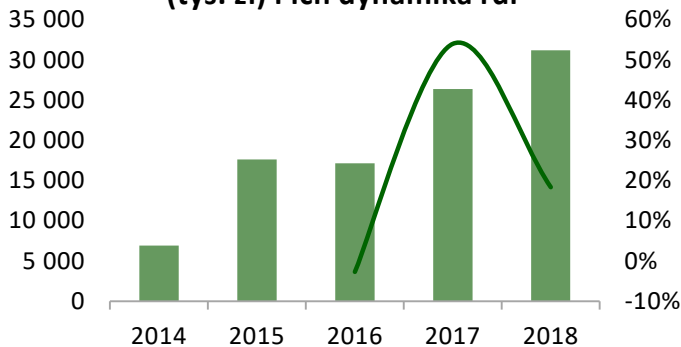
Koszty działalności (tys. zł) i ich dynamika rdr



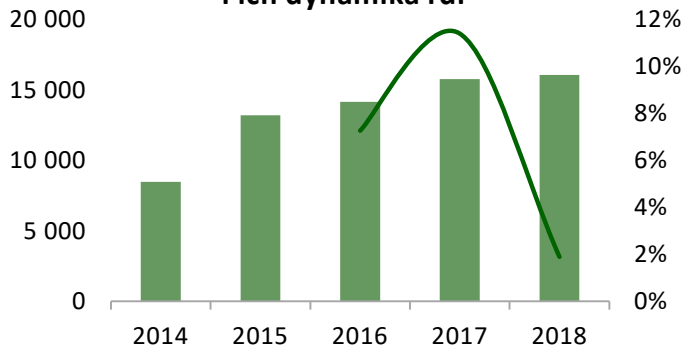
Struktura kosztów działalności



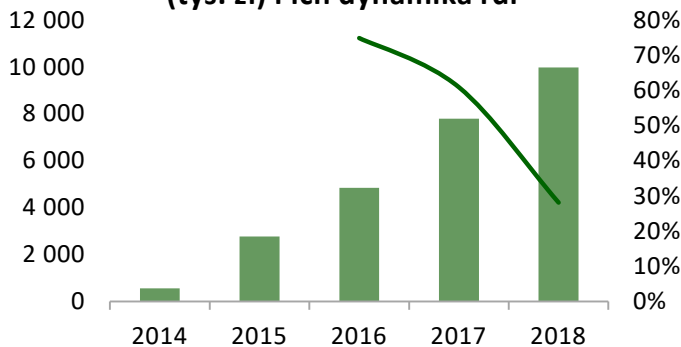
Zużycie surowców i materiałów (tys. zł) i ich dynamika rdr



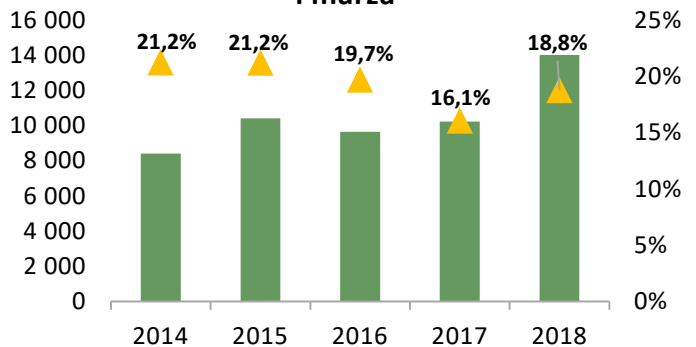
Usługi obce (tys. zł) i ich dynamika rdr



Koszty świadczeń pracowniczych (tys. zł) i ich dynamika rdr



Wynik ze sprzedaży (tys. zł) i marża



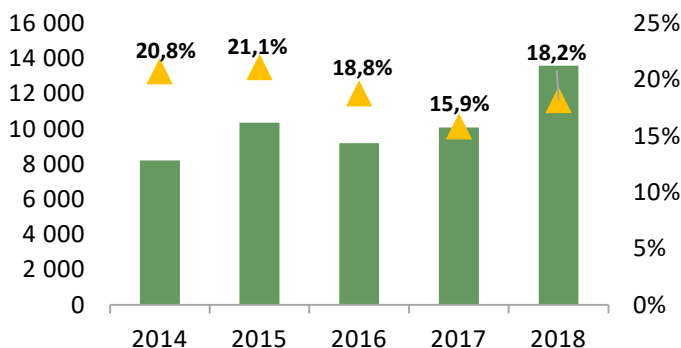
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Na przestrzeni ostatnich lat Grupa Kapitałowa Master Pharm nie wykazywała istotnych przychodów i kosztów pozostałej działalności operacyjnej, przez co wynik operacyjny był bardzo zbliżony do wyniku ze sprzedaży (w latach 2014-2018 ujemny bilans pozostałej działalności operacyjnej nie przekraczał 0,5 mln zł). W 2018 roku największym kosztem w tej kategorii były odpisy na należności w wysokości 0,4 mln zł. W efekcie Grupa zakończyła 2018 rok z zyskiem operacyjnym na poziomie 13,6 mln zł (+34,8% rdr), co przełożyło się na wzrost marży operacyjnej do 18,2% (+2,3 p.p. rdr).

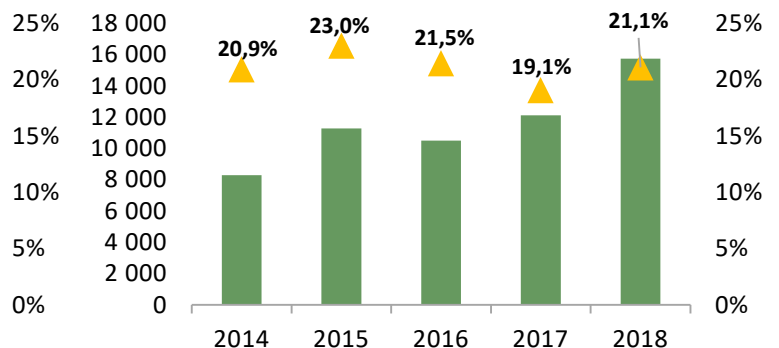
Również na poziomie działalności finansowej Emitent nie wykazywał istotnych przychodów i kosztów. W latach 2014-2018 przychody i koszty finansowe oscylowały wokół 0,1 mln zł, a zatem bilansowały się wzajemnie. Tym samym zysk brutto był niemalże równy zyskowi operacyjnemu. Natomiast efektywna stopa podatkowa plasowała się w okolicach 21%. W efekcie zysk netto przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego podlegał podobnym zmianom, co opisywane powyżej poziomy zysków, a 2018 rok Emitent zakończył z zyskiem na poziomie 10,7 mln zł (+34,1% rdr).

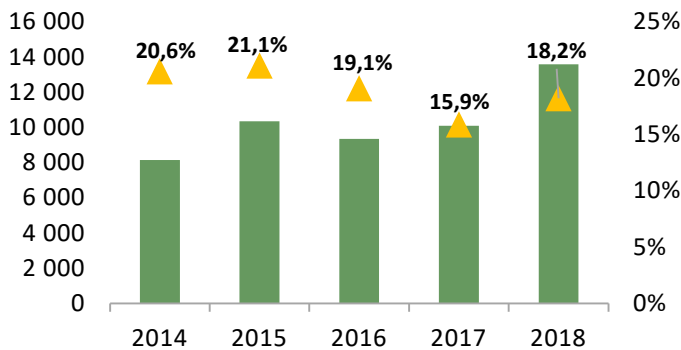
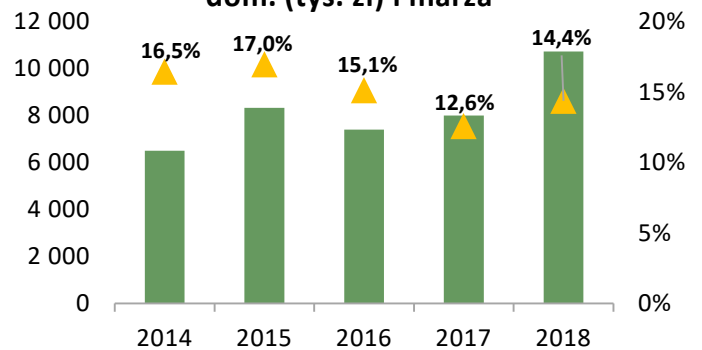
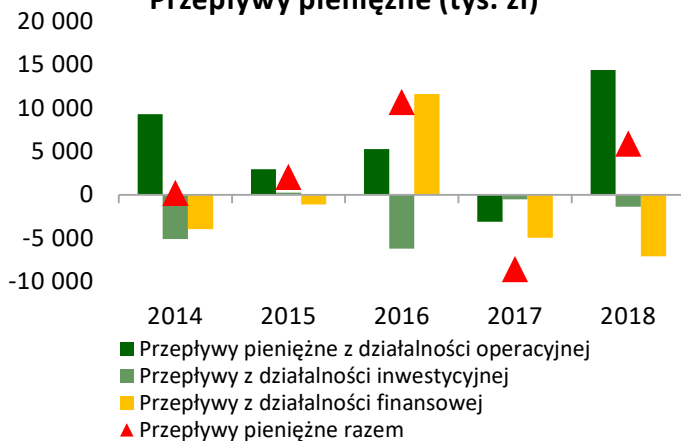
Grupa Kapitałowa Master Pharm wykazywała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, poza 2017 rokiem, kiedy były one ujemne na poziomie 3,1 mln zł. Ponadto w latach 2015 i 2016 istotnie odbiegały one od raportowanych zysków (czy to na poziomie EBITDA, czy wyniku netto). Natomiast w 2018 roku były najwyższe w analizowanym okresie i wyniosły 14,4 mln zł i jednocześnie były niewiele niższe od zaraportowanego zysku EBITDA, który wyniósł 15,7 mln zł. Na poziomie działalności inwestycyjnej Grupa wykazała najwyższe wypływy w 2016 roku (6,2 mln zł), co było związane głównie z nakładami na budowany zakład produkcyjny w Łodzi. W tym samym roku Grupa wykazała także wysokie wpływy z działalności finansowej (11,6 mln zł), co było związane z debiutem giełdowym i pozyskaniem z przeprowadzonej emisji 16,7 mln zł. Poza tym w przepływach finansowych dominują wypłaty dywidendy. Ostatecznie Grupie udawało się co roku (poza 2017 rokiem) wykazywać dodatni bilans przepływów pieniężnych.

Wynik operacyjny (tys. zł) i marża



Wynik EBITDA (tys. zł) i marża



Wynik brutto (tys. zł) i marża

Wynik netto przypisany akcjon. jedn. dom. (tys. zł) i marża

Przepływy pieniężne (tys. zł)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Na koniec 2018 roku aktywa trwałe stanowiły 43,5% majątku Grupy Kapitałowej Master Pharm. Ich największą składową jest wartość firmy – 25,3 mln zł z udziałem 27,7% na koniec 2018 roku – która powstała w 2015 roku w wyniku nabycia kontroli nad Grokam GBL. Drugą istotną pozycją są rzeczowe aktywa trwałe, które odzwierciedlają posiadane hale produkcyjne – na koniec 2018 roku miały one bilansową wartość 12,9 mln zł (udział 14,1%).

Aktywa obrotowe stanowiły 56,5% majątku Grupy na koniec 2018 roku. Główne pozycje to należności handlowe (27,9 mln zł, udział 30,6%), środki pieniężne i ekwiwalenty (odpowiednio 14,1 mln zł, 15,5%) oraz zapasy (odpowiednio 8,4 mln zł, 9,2%). Zwracamy uwagę na relatywnie wysoką wartość należności przeterminowanych, które wyniosły 10,4 mln zł (36,1% łącznych należności handlowych), jednak w większości (7,2 mln zł) były to należności przeterminowane do trzech miesięcy. Jednocześnie były to głównie należności od hurtowni farmaceutycznych, które w znacznej części zostały uregulowane po dniu bilansowym.

Wśród pasywów dominują kapitały własne, które na koniec 2018 roku wynosiły 82,8 mln zł, a ich udział w sumie bilansowej wynosił 90,9%. Wśród zobowiązań przeważają zobowiązania handlowe, w kwocie 3,5 mln zł (udział 3,8%). Grupa Kapitałowa Master Pharm nie posiadała żadnych istotnych zobowiązań oprocentowanych.

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

<i>(tys. zł)</i>	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Aktywa trwałe, w tym:	4 260	34 141	39 288	40 590	39 601
	21,3%	56,2%	48,6%	45,0%	43,5%
Wartość firmy	0	25 271	25 271	25 271	25 271
	0,0%	41,6%	31,3%	28,0%	27,7%
Wartości niematerialne	0	1 737	1 319	1 038	776
	0,0%	2,9%	1,6%	1,1%	0,9%
Rzeczowe aktywa trwałe	3 273	6 163	11 901	13 568	12 856
	16,3%	10,1%	14,7%	15,1%	14,1%
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	0	932	652	671	662
	0,0%	1,5%	0,8%	0,7%	0,7%
Aktywa obrotowe, w tym:	15 786	26 585	41 531	49 672	51 525
	78,7%	43,8%	51,4%	55,0%	56,5%
Zapasy	939	4 842	6 231	9 991	8 418
	4,7%	8,0%	7,7%	11,1%	9,2%
Należności z tytułu dostaw i usług	9 805	14 400	16 728	29 503	27 874
	48,9%	23,7%	20,7%	32,7%	30,6%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4 030	6 108	16 790	8 208	14 079
	20,1%	10,1%	20,8%	9,1%	15,5%
Kapitały przypisane akcjonariuszom podmiotu dominującego, w tym:	13 004	54 759	74 816	78 091	82 807
	64,9%	90,2%	92,6%	86,5%	90,9%
Kapitał akcyjny	150	185	215	215	215
	0,7%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Kapitał zapasowy – agio	0	46 180	50 510	50 510	50 510
	0,0%	76,0%	62,5%	56,0%	55,4%
Kapitał zapasowy i rezerwy z zysku	0	0	17 027	20 047	23 373
	0,0%	0,0%	0,0%	22,2%	25,6%
Zyski zatrzymane	12 854	8 394	7 064	7 319	8 903
	64,1%	13,8%	8,7%	8,1%	9,8%
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	55	318	306	1 759	1 264
	0,3%	0,5%	0,4%	1,9%	1,4%
Inne zobowiązania finansowe	0	201	150	1 571	1 040
	0,0%	0,3%	0,2%	1,7%	1,1%
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	6 987	5 648	5 695	10 412	6 860
	34,9%	9,3%	7,0%	11,5%	7,5%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	5 728	3 144	4 374	6 961	3 461
	28,6%	5,2%	5,4%	7,7%	3,8%
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	1 052	962	0	42	1 238
	5,2%	1,6%	0,0%	0,0%	1,4%
Pozostałe zobowiązania	57	602	689	1 590	1 182
	0,3%	1,0%	0,9%	1,8%	1,3%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	20 046	60 726	80 819	90 262	91 126

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

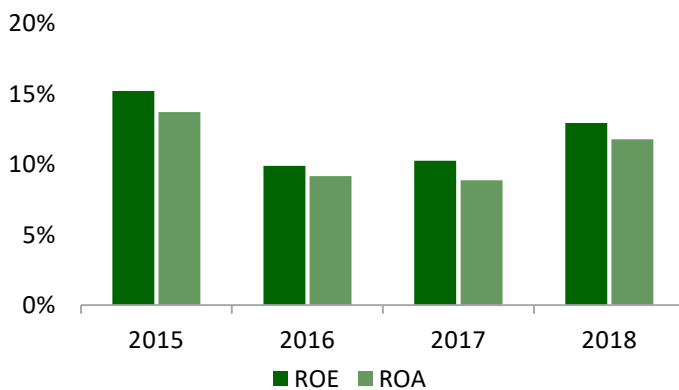
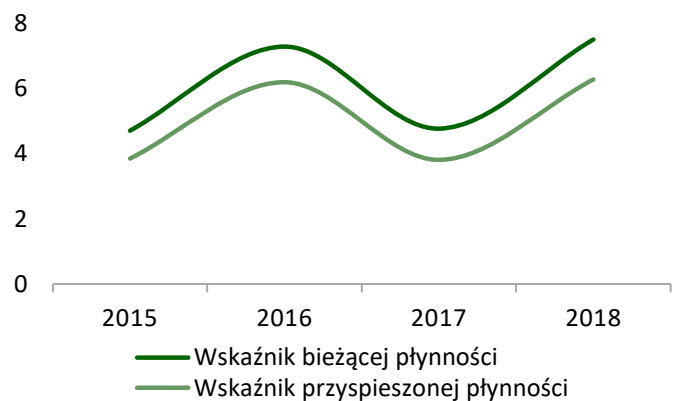
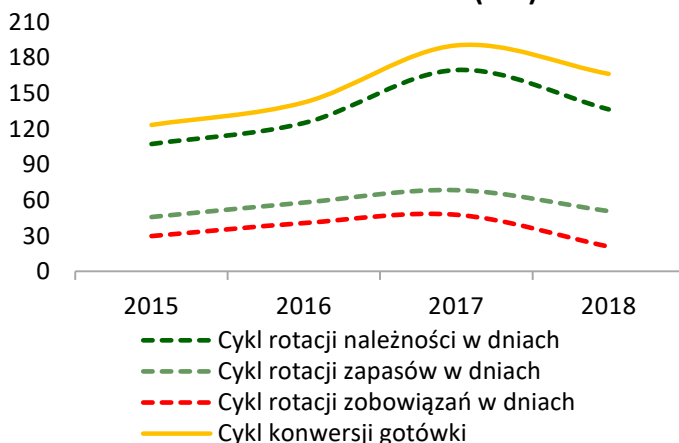
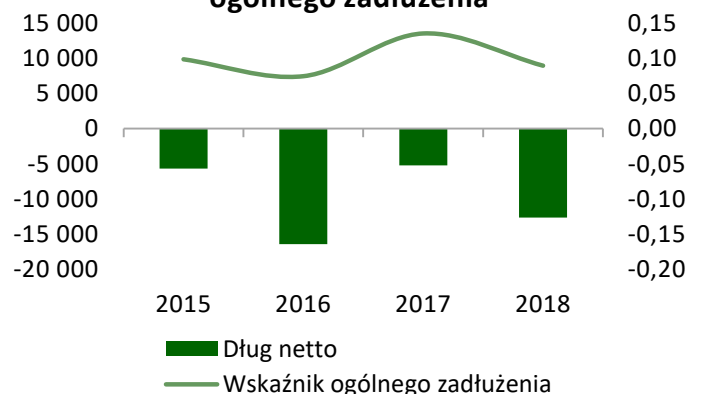
Analiza wskaźnikowa

W latach 2015-2017 Grupa Kapitałowa Master Pharm notowała pogorszenie wskaźników rentowności kapitału własnego oraz aktywów. Była to konsekwencja spadku realizowanych marż oraz płaskich zysków w tym okresie. Istotna poprawa została natomiast odnotowana w 2018 roku, kiedy ROE wyniosło 12,9% (+2,6 p.p. rdr), a ROA 11,8% (+2,9 p.p. rdr).

Grupa utrzymuje wysokie wskaźniki płynności, w tym zarówno bieżącej (7,5 na koniec 2018 roku), jak i przyspieszonej (odpowiednio 6,3). Warto przy tym zauważyć, że nawet sam stan utrzymywanych środków pieniężnych i ich ekwiwalentów jest znacząco wyższy od stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług Grupy Master Pharm – na koniec 2018 roku relacja ta wynosiła około 4:1.

Jednocześnie Grupa charakteryzuje się relatywnie wysokim cyklem konwersji gotówki, który w 2018 roku wyniósł 166 dni. Odpowiada za to głównie wysoki cykl konwersji należności, który wyniósł 136 dni. W istotnej części został on podwyższony przez wykazane w bilansie należności przeterminowane. Warto przy tym odnotować, że cykl konwersji gotówki skrócił się o 33 dni wobec 2017 roku.

Grupa Master Pharm praktycznie nie korzysta z oprocentowanego zadłużenia i wykazuje ujemny dług netto. Jednocześnie w większości finansuje się kapitałem własnym, a wskaźnik ogólnego zadłużenia oscyluje wokół 0,1.

ROE, ROA

Wskaźniki płynności

Wskaźniki obrotowości (dni)

Dług netto (tys. zł) i wskaźnik ogólnego zadłużenia


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Wyniki finansowe za trzy kwartały 2019 roku

W trakcie pierwszych dziewięciu miesięcy 2019 roku Grupa Master Pharm osiągnęła 50,8 mln zł przychodów ze sprzedaży, co było wynikiem o 2,4% niższym niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Podobnie jak w poprzednich latach, ze względu na sezonowość III kw. wypadł lepiej od poprzednich kwartałów. W samym III kw. 2019 roku przychody wyniosły 20,2 mln zł wobec 15,6 mln zł w II kw. i 15 mln zł w I kw. br. Mimo to były one o 1,1% niższe niż w III kw. 2018 roku. Można także zaobserwować, że od 2018 roku dynamika wzrostu przychodów spada, a w samym 2019 roku również w I kw. wykazano ujemną dynamikę rdr. Emitent poinformował, że na dynamikę przychodów bieżącego okresu wpłynęło m.in. przesunięcie realizacji zamówień z pierwszego półrocza. W III kw. 2019 roku przystąpiono do realizacji przesuniętych zamówień i nadrabianiu opóźnień, jednak pełne dogonienie harmonogramu może być trudne ze względu na ograniczenia techniczne i personalne. Jednocześnie wpływ na niższe przychody Grupy Master Pharm w 2019 roku ma obniżenie poziomu zamówień od jednego z kluczowych jej klientów w tym okresie (zgodnie z zapowiedziami Zarządu mają one ponownie się pojawić w 2020 roku).

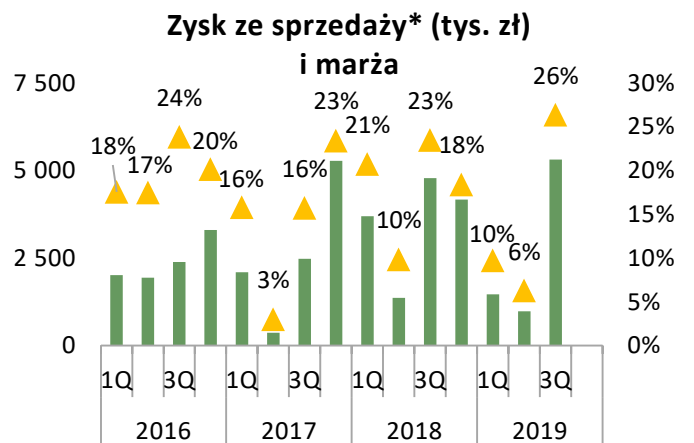
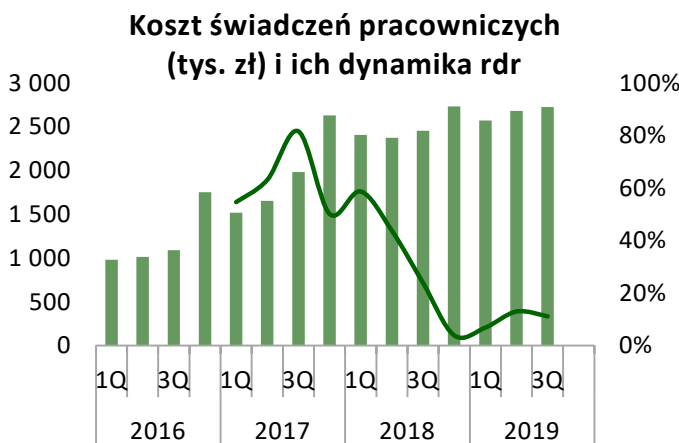
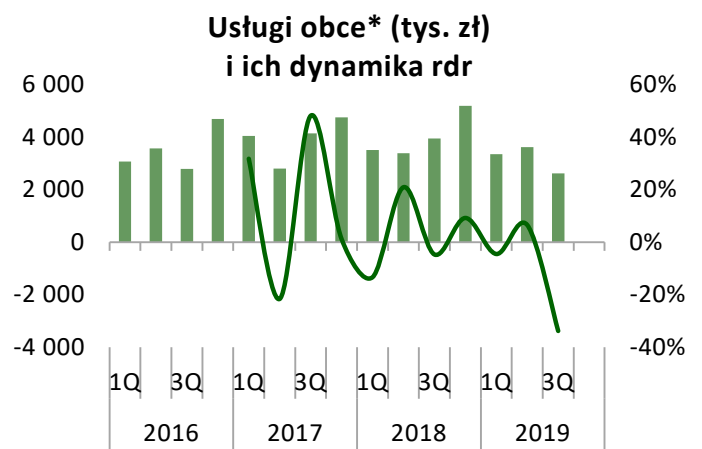
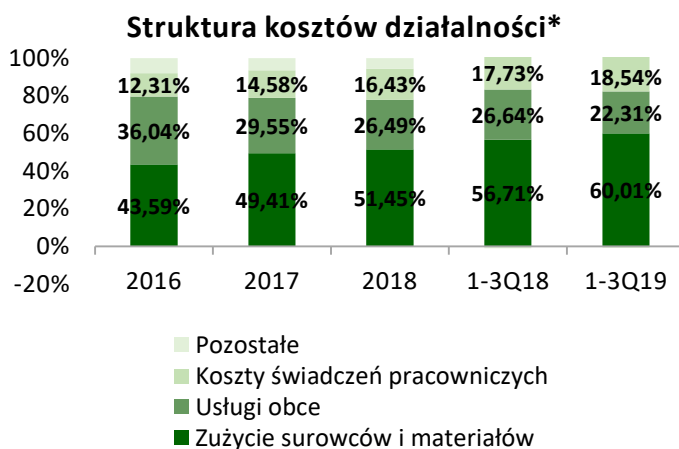
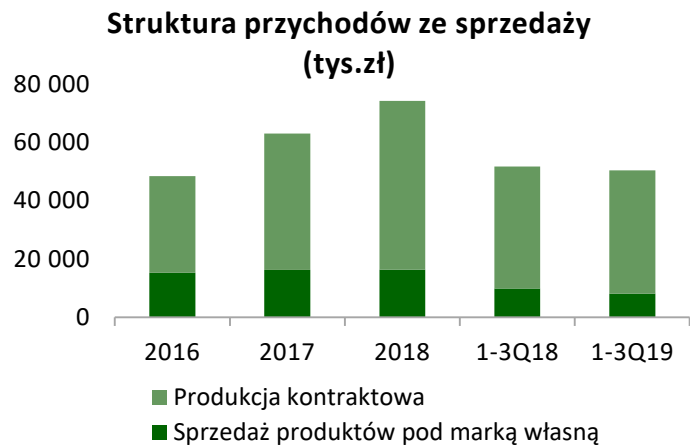
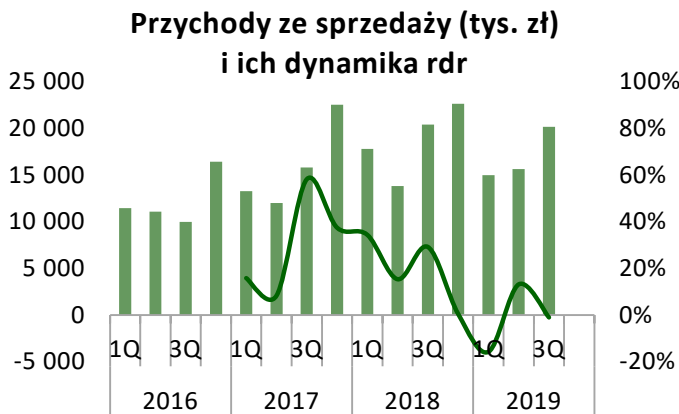
W strukturze przychodów niezmiennie dominowała produkcja kontraktowa, która po dziewięciu miesiącach 2019 roku wzrosła jednak tylko o 1% rdr, do 42,3 mln zł. Emitent pozyskał w tym okresie 9 nowych klientów, a ich liczba wzrosła tym samym do 81. Aktywnych klientów było 33, co oznacza spadek wobec analogicznego okresu w 2018 r., w którym takich klientów było 36. Jednocześnie sprzedaż produktów pod marką własną spadła aż o 17,9% rdr, do 8,2 mln zł. Było to pokłosie przeprowadzanej restrukturyzacji w spółce zależnej Avet Pharma, w tym zmian w zarządzaniu sprzedażą i rabatowaniem, a także odsprzedażą towaru znajdującego się w sieciach hurtowych. Proces ten powinien zostać zakończony w trakcie 2020 roku.

Pomimo spadku przychodów ze sprzedaży w okresie dziewięciu miesięcy 2019 roku koszty operacyjne Grupy wzrosły o 5,5% rdr, do 43 mln zł, tj. nominalny wzrost o 2,2 mln zł rdr. Zwracamy w tym miejscu uwagę na istotny wzrost pozycji zmiana stanu produktów, która uległa niemal podwojeniu, tj. wzrosła o 2,2 mln zł, do 4,5 mln zł wobec 2,3 mln zł przed rokiem. Pokazuje ona koszty wytworzonych produktów, które nie zostały jeszcze sprzedane. Ze względu na kontraktowy charakter działalności Grupy pozycja ta częściowo obrazuje poziom zamówień składanych przez klientów i zwiastuje pojawienie się w kolejnych miesiącach przychodów ze sprzedaży wytworzonych wcześniej produktów.

Istotny wpływ na strukturę kosztów po dziewięciu miesiącach 2019 roku miało zastosowanie standardu MSSF 16. To głównie z tego powodu amortyzacja wzrosła o blisko 40% rdr, do 2,3 mln zł, podczas gdy usługi obce spadły o 11,7% rdr, do 9,6 mln zł. Niezmiennie największy udział w kosztach miało zużycie surowców i energii, które wyniosło 25,8 mln zł. Dynamika wzrostu świadczeń pracowniczych utrzymała się na dwucyfrowym poziomie i wyniosła 10,3% rdr, jednak jest istotnie niższa od dynamiki zanotowanej w całym 2018 roku (28,1% rdr).

W efekcie opisywanych powyżej czynników Grupa zanotowała w okresie I-III kw. 2019 roku niższy zysk ze sprzedaży niż przed rokiem. Wyniósł on 7,8 mln zł wobec 9,8 mln zł w analogicznym okresie roku poprzedniego, co oznacza spadek o 20,4% rdr. Jednak w samym III kw. 2019 roku zysk ze sprzedaży sięgnął 5,3 mln zł i był o 10,4% wyższy rdr. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wyniki te nie są w pełni porównywalne ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16 począwszy od 2019 roku.

Warto w tym miejscu wrócić do struktury osiągniętych przez Grupę wyników. Tak jak pisaliśmy wyżej, przychody z produkcji kontraktowej wyniosły 42,3 mln zł po trzech kwartałach 2019 roku i były o 1% wyższe rdr. Natomiast zysk ze sprzedaży z produkcji kontraktowej wyniósł 10,3 mln zł i był o 1,9% wyższy rdr, co w efekcie oznacza, że Grupa odnotowała także nieco wyższą marżę, która wyniosła 24,3% (+0,3 p.p.). Tym samym konsekwencją spadku skonsolidowanych wyników Grupy była sprzedaż produktów pod marką własną, która spadła o 17,9% rdr. Jednocześnie strata ze sprzedaży z tej działalności sięgnęła 1,8 mln zł wobec straty 0,4 mln zł w okresie dziewięciu miesięcy 2018 roku. Ujemny wynik był w istotnej mierze efektem trwającej restrukturyzacji firmy Avet Pharma i wyprzedaży stanów magazynowych.



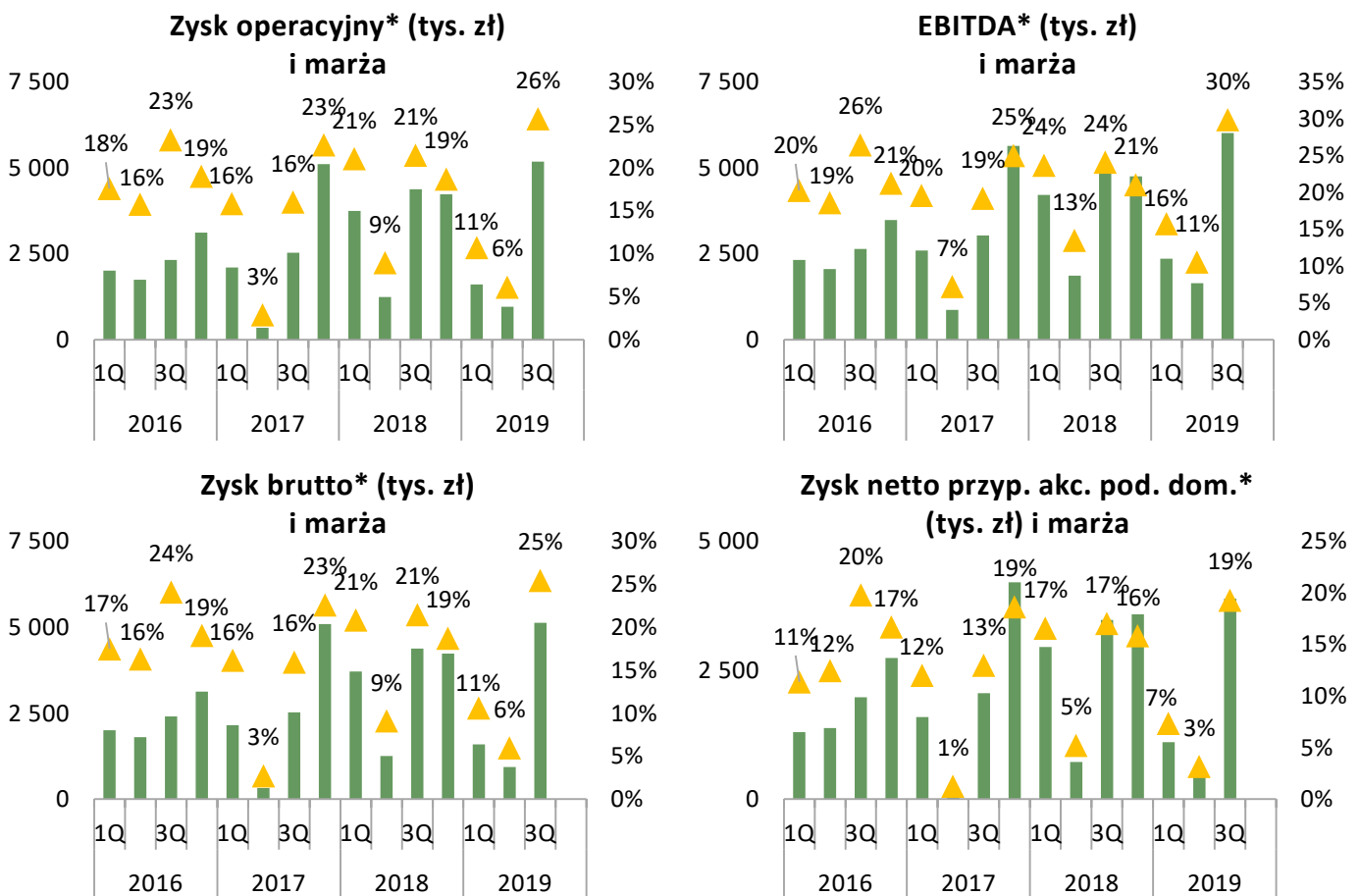
*Wyniki za okres trzech kwartałów 2019 roku nie są w pełni porównywalne do poprzednich okresów ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Podobnie jak w poprzednich latach również w okresie dziewięciu miesięcy 2019 roku Grupa nie wykazała istotnej wartości bilansu pozostałej działalności finansowej czy przychodów i kosztów finansowych. W efekcie zysk operacyjny i zysk brutto były bardzo zbliżone do zysku ze sprzedaży. Wynik EBITDA został natomiast dodatkowo wsparty przez wyższą amortyzację wynikającą z zastosowania standardu MSSF 16. Narastająco od początku roku EBITDA wyniosła 10 mln zł i była o 8,8% niższa rdr, a więc dynamika spadku tej pozycji jest mniejsza niż zysku ze sprzedaży. Jednocześnie w samym III kw. 2019 roku EBITDA sięgnęła 6 mln zł (+22,5%), a marża EBITDA wyniosła rekordowe 29,8% (co, jak już wspominaliśmy, po części wynikało jednak z zastosowania standardu MSSF 16).

Zysk netto przypisany akcjonariuszom podmiotu dominującego wyniósł 5,5 mln zł po trzech kwartałach 2019 roku, co było wynikiem o 23,2% niższym rdr. Jednocześnie, tak jak w przypadku pozostałych opisywanych kategorii zysków, w samym III kw. 2019 roku zysk netto wzrósł o 12% rdr, do 3,9 mln zł.

Po trzech kwartałach 2019 roku przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 3,2 mln zł wobec 7,5 mln zł odnotowanych w analogicznym okresie roku poprzedniego. Niższe przepływy były efektem niższych zysków, a także wzrostu kapitału obrotowego. Przepływy inwestycyjne były ujemne i wyniosły 0,8 mln zł i były nieco niższe niż przed rokiem. Natomiast przepływy z działalności finansowej były istotnie niższe i wyniosły 1 mln zł wobec 7 mln zł, co wynikało głównie z decyzji o niewypłaceniu dywidendy z zysku za 2018 rok i pozostawieniu środków w Spółce na planowane inwestycje. Łącznie przepływy pieniężne były dodatnie po dziewięciu miesiącach 2019 roku i wyniosły 1,3 mln zł, a stan środków pieniężnych sięgnął 15,4 mln zł na koniec września 2019 roku.



*Wyniki za okres trzech kwartałów 2019 roku nie są w pełni porównywalne do poprzednich okresów ze względu na zastosowanie standardu MSSF 16.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

W bilansie Grupy Kapitałowej Master Pharm główne zmiany dotyczą zastosowania standardu MSSF 16, co spowodowało konieczność wykazywania w aktywach trwałych dodatkowej pozycji, tj. prawa do użytkowania aktywów (3,5 mln zł na koniec września 2019 r.), a także jednoczesny wzrost zobowiązań z tytułu krótkoterminowego i długoterminowego leasingu. Ponownie zwracamy uwagę na wysoki stan przeterminowanych należności, który wyniósł 17,1 mln zł wobec 35,2 mln zł należności wykazanych w bilansie, jednak są to w dużej mierze należności spółki zależnej Avet Pharmacy, które zgodnie z zapowiedziami Zarządu Emitenta powinny zostać spłacone w 2020 roku.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej** – pogorszenie koniunktury mogłoby wpłynąć na spadek popytu na produkty Grupy Master Pharm, a przez to na jej wyniki finansowe czy perspektywy rozwoju;
- **ryzyko wzrostu konkurencji na rynku** – rynek, na którym działa Grupa Master Pharm jest dość mocno konkurencyjny, gdzie o ograniczoną liczbę najatrakcyjniejszych zamówień ubiega się od kilku do kilkunastu podmiotów. Istnieje przy tym możliwość nasilenia się konkurencji ze strony obecnych uczestników rynku, a także ze strony nowych podmiotów (w szczególności działających w ramach dużych grup, powiązanych z klientami Emitenta);
- **ryzyko zmian legislacyjnych** – nowe regulacje prawne i podatkowe mogą utrudnić działalność Spółki i/lub obniżyć jej efektywność (np. poprzez możliwe wprowadzenie ograniczeń dotyczących marketingu i sposobu dystrybucji suplementów, zaostrzenie przepisów jakościowych czy podniesienie stawki VAT dla suplementów diety);
- **ryzyko wzrostu kosztów działalności** – utrzymująca się w Polsce presja płacowa, może przyczynić się do wzrostu kosztów wynagrodzeń Grupy. Ponadto istnieje ryzyko istotnego wzrostu innych kosztów, takich jak np. koszty zużycia materiałów, surowców i energii czy usług obcych;
- **ryzyko utraty kluczowych klientów** – według danych za 2018 rok udział pięciu największych odbiorców w przychodach Grupy wynosił 58%, a jednego kluczowego klienta sięgał 31%. Utrata rzeczonych klientów lub znaczące zmniejszenie poziomu realizowanych przez nich zamówień mogłoby w danym okresie wpłynąć negatywnie na wysokość sprzedaży zrealizowanej przez Grupę Master Pharm, a przez to także na jej wyniki finansowe;
- **ryzyko odejścia kluczowych pracowników Spółki** – działalność Grupy Master Pharm w dużym stopniu oparta jest na wiedzy i doświadczeniu wykwalifikowanej kadry pracowniczej. Utrata choćby części kluczowych pracowników i/lub problemy ze znalezieniem wykwalifikowanej kadry mogą utrudnić efektywne prowadzenie bieżącej działalności przez Emitenta;
- **ryzyko niewłaściwej oceny celów akwizycyjnych** – jak informowała Spółka jednym z elementów strategii są rozważane akwizycje podmiotów, które poszerzyłyby zdolności wytwórcze Grupy o produkty lecznicze OTC i/lub określone portfolio marek suplementowych lub farmaceutycznych. Istnieje przy tym ryzyko, że ewentualna transakcja przejęcia nie będzie korzystna dla Spółki i jej długoterminowej wartości. W szczególności nietrafiona transakcja przejęcia może wpłynąć negatywnie na przyszłe wyniki i sytuację majątkowo-finansową Grupy, a także na możliwości dalszego jej rozwoju i zdolność do wypłaty dywidendy;
- **ryzyko przestoju w produkcji** – w przypadku okresowego zatrzymania produkcji Emitent narażony jest na istotne straty, zarówno finansowe, jak i reputacyjne. Ryzyko to związane jest m.in. z takimi zdarzeniami jak awaria maszyn, wystąpienie pożaru, powodzi, zniszczenia czy innych zdarzeń o charakterze losowym;
- **ryzyko nieudanej ekspansji zagranicznej** – Emitent podejmuje aktywne działania, aby zwiększyć skalę działalności poza granicami Polski. Istnieje ryzyko, że ekspansja zagraniczna nie będzie przebiegała zgodnie z oczekiwaniami, w tym m.in. może się przedłużać w czasie albo Emitentowi może nie udać się pozyskać nowych kontrahentów zagranicznych, a także może wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów, które nie przyniosą oczekiwanych rezultatów – co może mieć istotny wpływ na perspektywy i dynamikę dalszego rozwoju.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny

EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację

Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży

P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego

EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży

PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków

WACC – średnioważony koszt kapitału

ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego

ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów

FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego

FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom

NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek

CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia kupuj/trzymaj/sprzedaj należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania

lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Świt 79D, 52-225 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2019-12-16, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2019-12-16, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takowych uznawani.

Ilekcio w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania

zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Fragmety niniejszego raportu zostały przekazane do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;

- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Dom Analiz SII w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
Mex Polska S.A. (aktualizacja)	2019-04-15	Paweł Juszczyk	7,07 zł	4,08 zł	kupuj	2020-04-15
TIM S.A.	2019-05-06	Paweł Juszczyk, Adrian Mackiewicz	11,50 zł	8,50 zł	kupuj	2020-05-06
Mex Polska S.A. (aktualizacja)	2019-10-03	Paweł Juszczyk	6,91 zł	2,88 zł	kupuj	2020-10-03

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.