

ANALIZA SPÓŁKI MASTER PHARM SA

SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Spółka Master Pharm SA – podsumowanie.....	2
Spółka Master Pharm SA – informacje o spółce	2
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat	2
Strategia rozwoju	3
Spółka Master Pharm SA – analiza finansowa	5
Przychody i wyniki	5
Prognoza.....	7
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy	7
WSKAŹNIKI RYNKOWE	8
ZASTRZEŻENIA.....	9

Autorem analizy jest Paweł Malik (www.GazetaGieldowa.pl)

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartału 2018 roku. Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim. Dane i wykresy za Master Pharm SA lub opracowanie własne.

ARGUMENTY ZA I PRZECIWIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Rosnące przychody	Wysoki udział głównego odbiorcy
Szansa na rekordowy wynik w 2018 roku	Słaba rentowność marek własnych
Nowy zakład w Łodzi i rozbudowany zakład w Mielcu	Ryzyko niekorzystnych zmian legislacyjnych i podatkowych
Brak zadłużenia, doskonała sytuacja płynnościowa	Możliwa presja na obniżenie cen
Atrakcyjna polityka dywidendowa	Rosnący cykl należności

SPÓŁKA MASTER PHARM SA – PODSUMOWANIE

Master Pharm zajmuje się projektowaniem i kontraktową produkcją suplementów diety, wyrobów medycznych, kosmetyków i środków spożywczych specjalnego przeznaczenia żywieniowego.



Spółka debiutowała na początku 2016 roku pozyskując 18 mln zł (3 mln akcji serii B po 6 zł, dodatkowo 1,85 mln akcji (10%) sprzedali dotychczasowi akcjonariusze), które zostały przeznaczone na rozbudowę zakładów produkcyjnych w Mielcu i stworzenie nowego zakładu w Łodzi w posiadanej już nieruchomości. Otwarcie w maju 2017 roku nowego zakładu zaowocowało większymi kontraktami i wzrostem sprzedaży. Obecnie można powiedzieć, że Master Pharm rozpędził się i szykuje się do rekordowego wyniku w 2018 roku. Natomiast warto pamiętać, że na rynek suplementów diety mogą wpłynąć ewentualne zmiany legislacyjne i podatkowe. To mogłoby oznaczać presję na obniżkę marży realizowanej przez grupę w przyszłości.

Po 3 kwartałach 2018 r. przychody ze sprzedaży wzrosły o 18,9% do 52 mln zł, a zysk netto zwiększył się aż o 88% do 7,15 mln zł.

SPÓŁKA MASTER PHARM SA – INFORMACJE O SPÓŁCE

HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

Master Pharm SA zaczynała działalność w 2002 roku produkując suplementy diety pod własnymi markami: Oxaron Pro Cell Protection, Biochitin Plus, Red Line, Optimal Lift Protection, Symbiotic.

W 2004 roku rozpoczęła produkcję na rzecz podmiotów zewnętrznych.

W 2010 roku siedziba spółki została przeniesiona do Łodzi.

W 2015 roku nastąpiło nabycie udziałów w Grokam i akcji Avet Pharm.

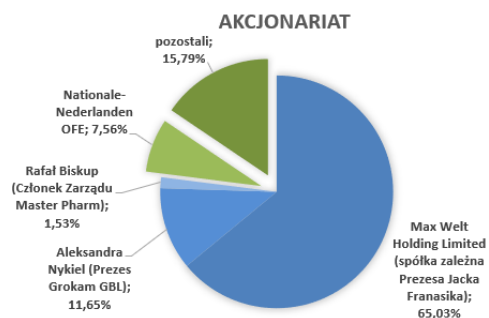
W 2016 roku przeprowadzona została sprzedaż 1,85 mln akcji serii A oraz emisja 3 mln akcji serii B po 6 zł. 67396 akcji kupili inwestorzy indywidualni, a 4 782 604 akcji inwestorzy instytucjonalni.

Obecnie Grupę tworzą Master Pharm SA oraz spółki zależne Grokam GBL sp. z o.o. – kontraktowa produkcja suplementów diety oraz Avet Pharm sp. z o.o. – dystrybucja suplementów diety pod własną marką AVETPHARMA.



Skład akcjonariatu:

- 65,03% Max Welt Holding Limited (spółka zależna Prezesa Jacka Franasika)
- 11,65% Aleksandra Nykiel (Prezes Grokam GBL)
- 7,56% Nationale-Nederlanden OFE
- 1,53% Rafał Biskup (Członek Zarządu Master Pharm)
- 15,79% pozostali



Zarząd:

- Piotr Franasik – Prezes Zarządu – założyciel i główny akcjonariusz Master Pharm; lekarz stomatolog; wcześniej przedstawiciel medyczny Jelfy i Dyrektor Handlowy Agropharm; od 2002 w Master Pharm;
- Rafał Biskup – Członek Zarządu od 2016 roku – założyciel AvetPharm w 2010 roku; magister farmacji, wcześniej w Cormay Poland, KRKA Polska, UNIA, Polfa Łódź;

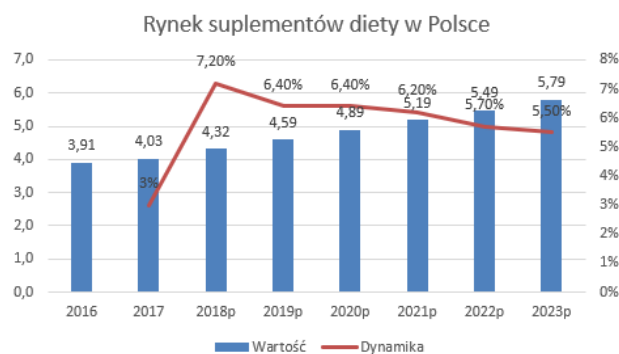
Osoby od lat związane z branżą i spółkami z grupy.

STRATEGIA ROZWOJU

Rynek suplementów diety w Polsce dynamicznie rośnie. Wg PMR w 2018 roku osiągnie 4,32 mld zł ze wzrostem +7,2%. (prognoza PMR obok na wykresie).

Rynek suplementów wykazuje podobieństwa do rynku farmaceutycznego, zwłaszcza segmentu OTC, czyli produktów leczniczych wydawanych bez recepty, przede wszystkim w zakresie uwarunkowań technologicznych produkcji (przy niższym reżimie produkcyjnym), 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, a marki własne tworzą duże hurtownie czy sieci aptek.

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 dostęp do rynku (łatwiejsza partycypacja w rynku), uwarunkowania opracowywania nowych produktów (znacznie łatwiejsza ścieżka rejestracji niż na rynku farmaceutycznym) oraz niższe wymogi regulacyjne.



Najlepiej sprzedają się suplementy zawierające magnez - stanowią 26 proc. rynku tych produktów. Na kolejnych miejscach są tzw. immunostymulatory (22 proc. rynku), probiotyki (20 proc.), produkty wzmacniające organizm (16 proc.) oraz witaminy i minerały dla dorosłych (16 proc.). ([źródło](#)).

Sprzedaż ciągle rośnie pomimo toczącej się dyskusji o nadmiernym spożywaniu suplementów diety. Zostały podobno podjęte prace legislacyjne dotyczące wprowadzenia regulacji tego rynku. Jednak chyba na razie nic na rynku się nie zmieni ([link](#)).

W strategii spółki możemy przeczytać:

„Dominującym kierunkiem rozwoju Grupy w najbliższych latach będzie utrzymanie równowagi pomiędzy inwestycjami pozwalającymi na zachowanie i umocnienie Master Pharm S.A. na pozycji lidera produkcji kontraktowej dla sektora farmaceutycznego w Polsce, a stopniowym i niezagrażającym podstawowej działalności rozwojem własnych marek oferowanych przez Avet Pharma.

Kluczowymi elementami realizowanej strategii Grupy są:

1. Inwestycje związane ze zwiększeniem mocy produkcyjnych i rozszerzeniem kompetencji w zakresie produkcji,
2. wsparcie działalności marketingowej Avet Pharma, skupionej na promocji produktów marki własnej,
3. akwizycja 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.

Realizując tę strategię powstał nowy zakład produkcyjny w Łodzi w posiadanym budynku, który uruchomiony został w maju 2017 roku, a zakład w Mielcu został rozbudowany. W Łodzi uruchomione zostało własne laboratorium, które pozwala na tworzenie nowych składów produktów.

Zwiększenie mocy produkcyjnych było kluczowe dla skoku dokonanego w 2017 i 2018 roku.

Avet Pharma oferuje ponad 50 rodzajów suplementów diety.

Po 3 kwartałach 2018 roku sprzedaż wyniosła 13,2 mln zł i wzrosła o 20% r/r. Jednak segment sprzedaży produktów pod marką własną jest zdecydowanie mniej rentowny od produkcji kontraktowej.

Spółka podtrzymuje zainteresowanie akwizycją podmiotów konkurencyjnych lub z rynku OTC, jednak na razie brak jakichkolwiek konkretów.

W najbliższych kwartałach czynnikami, które mogą wpływać na wyniki są:

- sezonowość, która powoduje, że w IV kw. jest największa sprzedaż, szczególnie produktów odpornościowych
- poszerzanie oferty produktów i bazy klientów (m.in. wejście na polski rynek suplementów zagranicznych koncernów farmaceutycznych) oraz produkcja z przeznaczeniem na rynki wschodnie (Rosja, Ukraina itd.)
- rozwój sprzedaży poza-aptecznej (sieci drogerii, handel wielkopowierzchniowy, sprzedaż internetowa)
- przenoszenie produkcji kontraktowej do Polski ze względu na zapewnienie wysokiej jakości i niskich koszty produkcji porównaniu z krajami Europy Zachodniej i USA
- wpływ ewentualnych działań legislacyjnych dotyczących dystrybucji aptecznej suplementów – możliwe zaostrenie przepisów jakościowych, oznaczenie opakowań lub ograniczenie reklam
- wpływ ewentualnego zwiększenia stawki VAT z 8% do 23%, co mogłoby wywołać presję cenową lub ograniczyć popyt

Ryzyko zmian legislacyjnych czy zmiana podatku to ciągle tematy dyskutowane, choć które na razie nie sfinalizowały się. W czerwcu 2018 roku wiceminister zdrowia odpowiedział na interpelację poselską, że „w Ministerstwie Zdrowia nie są

Sprzedaż wybranych produktów Avet Pharma:

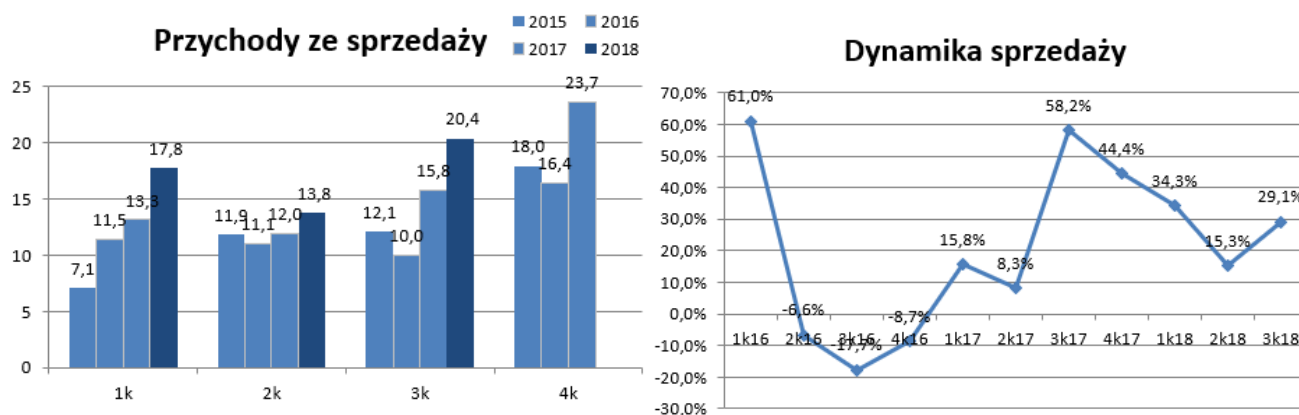
(zł)	rdr	I-IIIQ 2018
MORWA BIAŁA PLUS TOTAL	0,6%	1 435 329
WITAMINA D3 TOTAL	0,0%	1 406 011
INERBIOTYK C TOTAL	42,4%	1 343 766
MAGNEZ B6 TOTAL	75,3%	1 294 354
MŁODY JĘCZMIEN FORTÉ SLIM TOTAL	-2,2%	1 163 567
MEGA TRAN TOTAL	-5,4%	1 107 331
KONTRAKTY	6,7%	744 048
LECYTYNA PLUS	50,4%	514 001
MEGA KRZEM TOTAL	-2,4%	464 932
MEGA OMEGA 3	54,4%	381 719

prowadzone prace legislacyjne dotyczące nowelizacji ustawy o bezpieczeństwie żywności i żywienia (t.j. Dz.U. z 2017 roku poz. 149 ze zm.) w zakresie suplementów diety ("[link](#)).

SPÓŁKA MASTER PHARM SA – ANALIZA FINANSOWA

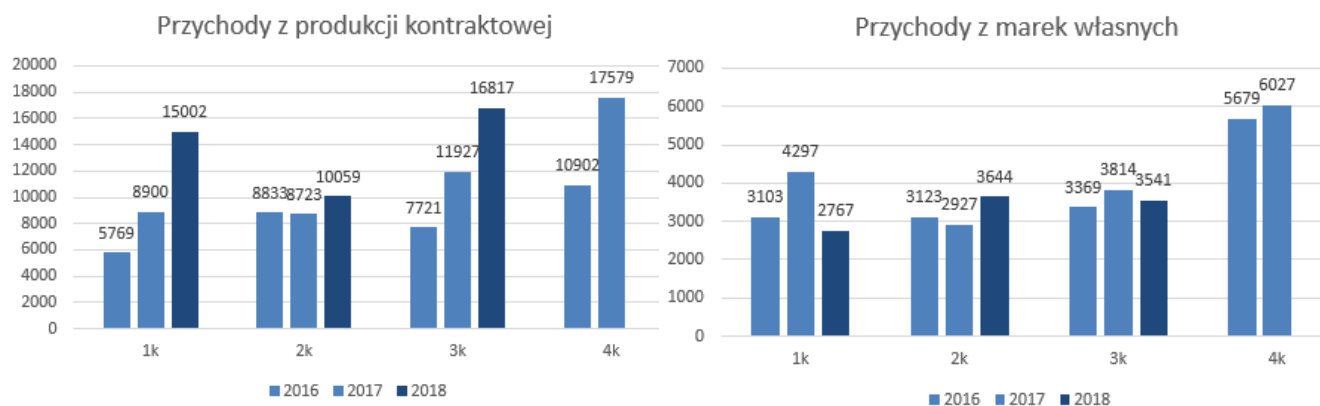
PRZYCHODY I WYNIKI

Otwarcie nowego zakładu produkcyjnego w maju 2017 roku w Łodzi oraz rozbudowa zakładu w Mielcu wpłynęły na większe zdolności produkcyjne, które przekładają się na wzrost sprzedaży. Od III kw. 2017 roku widać wysoką dynamikę sprzedaży.



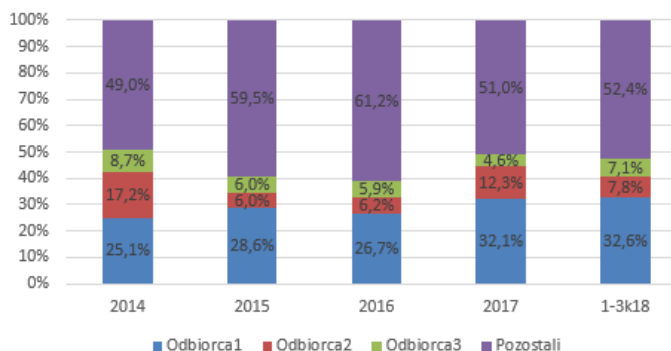
Kluczowy dla Grupy jest segment produkcji kontraktowej. To on dynamicznie rośnie, natomiast słabiej spisuje się sprzedaż produktów pod markami własnymi (Avet Pharma). Jednak trzeba podkreślić, że wejście w życie MSSF15 od początku 2018 roku zmieniło moment i kwotę uznania przychodów ze sprzedaży, co spowodowało korektę przychodów. Spółka podaje, że w Avet Pharma sprzedaż wzrosła o 20%, natomiast księgowo jest to spadek o 10%.

Wysoka sprzedaż w I kw. 2018 r. to wynik realizacji zamówień z końca 2017 roku, co spółka uznaje za zdarzenie jednorazowe wskazując, że to w II półroczu jest największa sprzedaż z kumulacją w IV kwartale.



W raporcie możemy przeczytać, że wyższe przychody w 2018 roku wynikają ze zwiększenia wielkości portfela zamówień, szczególnie wśród nowych dużych klientów oraz wzrost przychodów generowanych przez największego dotychczasowego klienta.

Struktura odbiorców



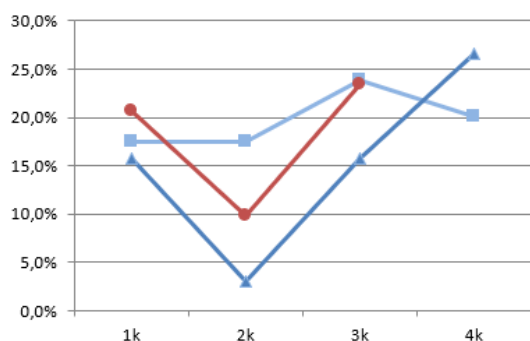
Patrząc na poprzednie lata widać, że główny odbiorca odpowiadał za 25%-33% przychodów. Jest to zatem istotne uzależnienie i potencjalne ryzyko. Jednak tak wysoki udział jest już od lat, więc trudno zakładać, że nagle zrezygnuje ze współpracy z Master Pharm.

Łącznie Master Pharm ma 71 klientów, ale aktywnych (tych, co złożyli zamówienia) 36.

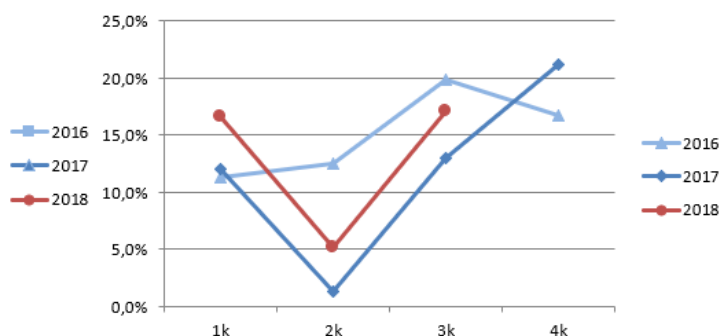
Otwarcie zakładu w Łodzi wpłynęło na wzrost kosztów, które jednak zostały pokryte rosnącą sprzedażą. Obecnie Master Pharm oczekuje stabilizacji kosztów stałych. Zatem wzrost skali działalności pozytywnie wpływa na generowane marże. W przypadku Avet Pharma zmianie uległ sposób księgowania kosztów marketingowych – przestały być ujmowane w kosztach usług obcych, a obecnie pomniejszają przychody ze sprzedaży. Stąd księgowy spadek przychodów, ale też i kosztów.

Grupa osiągnęła w tym roku marżę ze sprzedaży brutto wyższą o 6,9% r/r.

Marża ze sprzedaży brutto

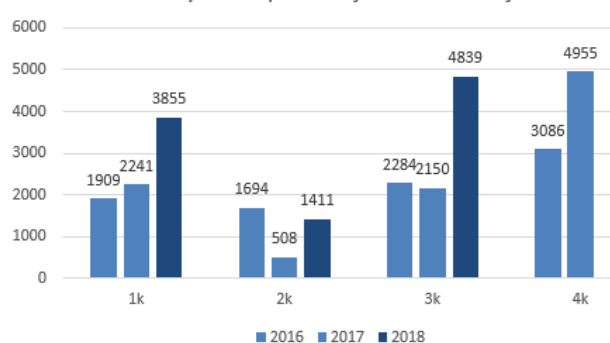


Rentowność netto

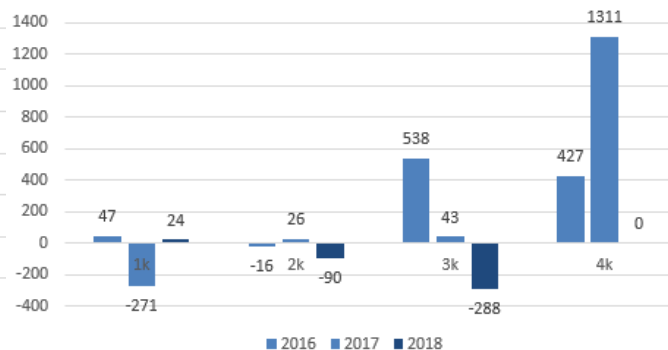


Jeżeli popatrzymy na wyniki poszczególnych segmentów to widać, że to produkcja kontraktowa decyduje o wyniku. Sprzedaż marek własnych po III kw. przyniosła stratę 354 tys. zł, choć powinna ona po IV kw. zamienić się w niewielki zysk.

Wynik na produkcji kontraktowej



Wynik na markach własnych



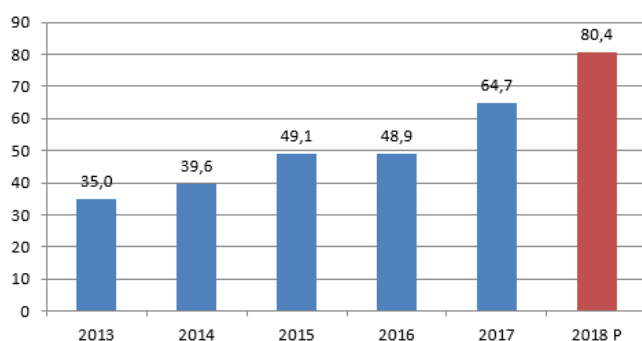
Krótko mówiąc to na produkcji kontraktowej opiera się sukces Master Pharm.

PROGNOZA

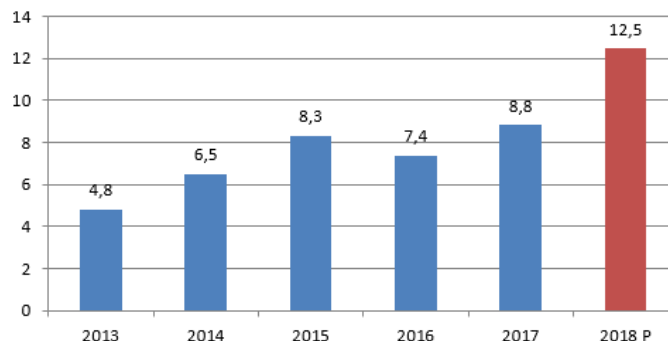
Prezes Jacek Fransik powiedział: „W analizowanym okresie odnotowaliśmy rekordowy, jak na pierwsze trzy kwartały, wolumen zamówień. Bieżący rok cechuje się nieco niższą aktywnością mniejszych klientów, zrekompensowaną większymi zamówieniami od tych największych. Wstępnie zakładam, że cały rok powinniśmy zamknąć na poziomie wyższym od 2017 r., utrzymując wysoką dynamikę wzrostu. Tym bardziej, że najwyższą sprzedaż realizujemy zazwyczaj w końcówce roku”.

Szacuję, że przychody w 2018 roku przekroczą 80 mln zł (+24%), a zysk netto 12,5 mln zł (+42%)

Przychody ze sprzedaży



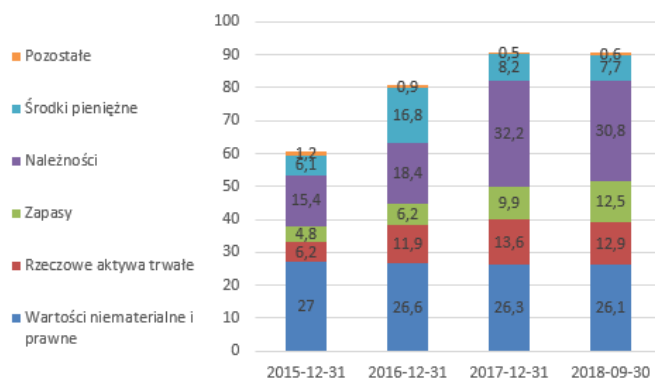
Zysk netto



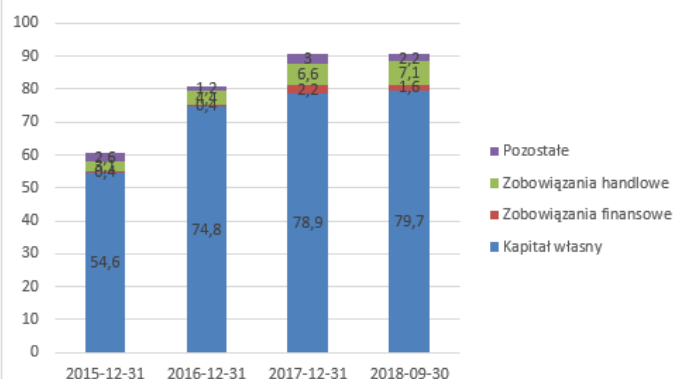
ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Master Pharm pozyskując 18 mln zł brutto z emisji (16,74 mln zł netto) zainwestował w stworzenie i rozbudowę zakładów produkcyjnych oraz laboratorium i zwiększenie kapitału obrotowego. Grupa nie ma zadłużenia finansowego poza leasingiem na 1,6 mln zł przy 7,7 mln zł posiadanej gotówki. To zapewnia jej duży komfort płynnościowy i zdolność do wypłat wysokich dywidend.

Aktywa

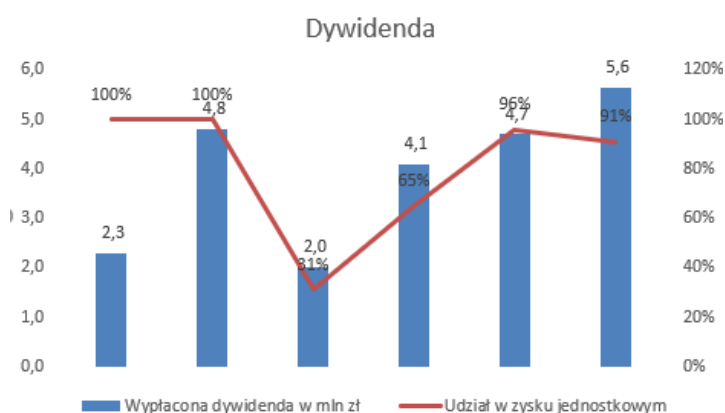
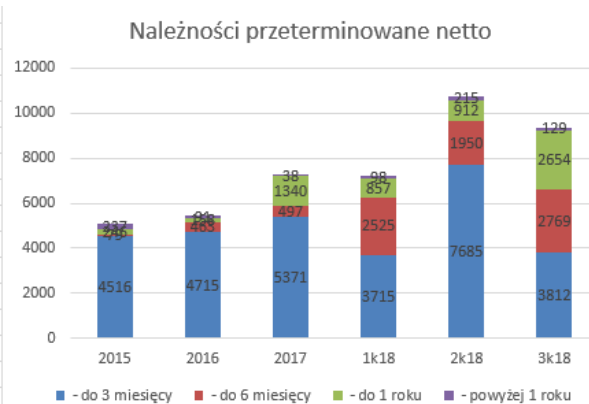


Pasywa



Spółka ma szybki obrót zapasami (70 dni). Natomiast w dużym stopniu kredytuje odbiorców. Może to być jedna z nieoficjalnych przewag konkurencyjnych, ale jest też ryzykiem, że braku otrzymania spłaty. Cykl należności to już 142 dni, a na koniec 2017 roku było 135 dni. To może niepokoić.

Analizując strukturę przeterminowanych należności widać, że problem pojawił się w tym roku. Na półroczu należności przeterminowane wynosiły nawet 10,76 mln zł. W III kw. spadły jednak do 9,36 mln zł, ale widać, że wzrost poziom należności przeterminowanych powyżej 3 miesięcy. I to koniecznie trzeba obserwować w kolejnych raportach.



Master Pharm ma bardzo atrakcyjną politykę dywidendową. Zarząd Master Pharm S.A. zakłada wypłatę dywidendy w wysokości minimum 50% skonsolidowanego zysku netto za dany rok obrotowy nie więcej niż zysk jednostkowy netto Emitenta.

Po 3 kwartałach 2018 roku zysk skonsolidowany wynosi 7,15 mln zł, a zysk jednostkowy 8,76 mln zł. Jeżeli zrealizują się prognozowane przeze mnie wyniki IV kw. to na dywidendę może zostać przeznaczony co najmniej 6,3 mln, a teoretycznie może nawet przekroczyć 10 mln zł.

WSKAŹNIKI RYNKOWE

WSKAŹNIKI

C/WK	1.21
C/P	1.27
C/Z	7.89
C/ZO	6.21
ROE	15.29%
ROA	13.44%

Master Pharm wyceniany jest obecnie na 95 mln zł i notowany przy C/Z=7,9.

Kurs osiągnął ostatnio maksimum roczne 4,48 zł (jest to jednak ciągle poniżej ceny z emisji w 2016 roku (6 zł)).

Po debiucie kurs utrzymywał się w ok. 6zł. Na początku września 2017 roku ewidentnie zaczął ktoś wychodzić i kurs spadł do 2,93 zł (28-12-2017). W tym czasie nastąpiły duże obroty, a kurs odbił i utrzymywał się w trendzie bocznym widełkach 3,5-4,0, z którego wybił się w ostatnich tygodniach.



ZASTRZEŻENIA

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem moich osobistych poglądów, a tym samym zawiera moje subiektywne opinie i przypuszczenia, które mogą się nie zrealizować.

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów. Autorzy materiałów na Portalu Analiz mogą posiadać akcje lub/i obligacje danej spółki.

Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.