



**REKOMENDACJA NEUTRALNIE - CENA DOCELOWA 416,54 PLN**

Wydajemy rekomendację "neutralnie" i wyznaczamy cenę docelową dla akcji Neuca na poziomie 416,54 PLN (+7,6% względem obecnego kursu akcji).

Neuca rozczarowała osiągniętymi wynikami w I kwartale 2017 r. Wprawdzie Spółce udało się osiągnąć prawie 2,0 mld PLN przychodu i utrzymać ponad 7,0% dynamikę sprzedaży r/r, to raportowany wynik netto (30,7 mln PLN), jak i skorygowany (35,2 mln PLN) były poniżej rynkowego konsensusu (38,4 mln PLN).

Przedstawiona w marcu roczna prognoza zysku netto bez zdarzeń jednorazowych na poziomie 115 mln PLN (+3,6% r/r) mogła początkowo wydawać się mocno konserwatywna. Jednakże rozczarowujące wyniki 1Q'17 (nawet po oczyszczeniu o one-offy) oraz postępujący wzrost kosztów związanych z rozwojem nowych biznesów, inwestycjami w R&D i marketing w markach własnych, a także niepewność rynkowa odnośnie nowego otoczenia prawnego w segmencie hurtu sprawiają, iż nasza prognoza całorocznego zysku jest zbliżona do przedstawionej przez Zarząd.

W dłuższym terminie pozytywnie oceniamy strategię Spółki polegającą na koncentracji wokół segmentu aptek niezależnych przy równoczesnym budowaniu synergicznych biznesów wokół głównej działalności. Oczekujemy, iż segment hurtowy będzie rósł w tempie zgodnym z rynkiem (+3,5% rocznie). Większe tempo rozwoju cechować będzie sprzedaż leków pod markami własnymi z uwagi na inwestycje w nowe leki RX i zwiększającą się penetrację w ofercie aptek. Segment nowych biznesów jest naszym zdaniem ciekawym pomysłem na wykorzystanie obecnych kompetencji Spółki i dywersyfikacji wyników. Jednakże w związku z wysokimi kosztami koniecznymi do poniesienia przy rozwijaniu obszaru telemedycyny i badań klinicznych, spodziewamy się istotniejszej kontrybucji do EBIT Neuki dopiero od 2020 r.

Na naszych prognozach, które są średnio o 5% niższe od konsensusu Bloomberg'a w przypadku EBITDA i EBIT oraz średnio o 7% niższe w przypadku zysku netto, Neuca jest notowana z premią wobec zagranicznych konkurentów. Jest ona naszym zdaniem uzasadniona biorąc pod uwagę oczekiwane szybsze tempo wzrostu wyników, solidny model biznesowy oraz pozytywne postrzeganie Zarządu i realizowanej strategii przez inwestorów. Z drugiej strony, wspomniana premia ograniczać będzie naszym zdaniem potencjał wzrostowy akcji w najbliższych okresach.

**Komentarz do wyników za 1Q'17**

Ponadprzeciętny wzrost infekcji grypopochodnych wspierał poziom sprzedaży w segmencie hurtu aptecznego, która wyniosła 1,98 mld PLN (+7,3% r/r) i przewyższyła dynamikę rynku (+4,3% r/r). Neuca kontynuowała wzrost udziałów rynkowych wśród aptek niezależnych (32,0%, +2,2 pkt. proc.) i spadek udziałów wśród aptek sieciowych (25,6%, -1,0 pkt. proc.). Pomimo wysokiego wzrostu wartości rynku w styczniu (+17,7% r/r wg PharmaExpert), który sprzyjał wszystkim podmiotom, kolejne miesiące przyniosły spowolnienie rynkowych wzrostów, a zbliżający się termin wejścia w życie nowego prawa farmaceutycznego nasilił konkurencję ze strony sieci, co odbiło się na rentowności segmentu hurtowego. W odpowiedzi na presję konkurencyjną ze strony sieci Neuca rozwija bardziej zaawansowane programy partnerskie, które przy nieco niższej rentowności pozwalają na większą retencję klientów wśród aptek niezależnych. Powyższe czynniki przełożyły się na spadek EBIT segmentu do 27,5 mln PLN (-21,1% r/r), co oznaczało o 0,5 pkt. proc. niższą marżę operacyjną r/r.

Segment marek własnych zanotował raportowaną sprzedaż w wysokości 14,4 mln PLN (-34,5% r/r), sytuacja ta wynikała jednak z przesunięcia znacznej części obrotu na 4Q'16 – wtedy dynamika sięgnęła +117,5% r/r. „Realna” sprzedaż marek własnych przez hurt apteczny wyniosła 29,4 mln PLN w 1Q'17 (+11,0% r/r). EBIT to 9,7 mln PLN (-3,3% r/r) – podobnie jak w 4Q'16, spadek wyniku to rezultat zwiększonych kosztów R&D i wydatków promocyjnych na leki specjalistyczne. Spółka zwiększa także inwestycje w nowe rejestry w lekach RX (szczególnie po marką Genoptim).

**Wycena**

Cena bieżąca (14.06.2017)	387,05
Wycena metodą DCF (75%)	441,30
Wycena metodą porównawczą (25%)	342,25
<b>CENA DOCELOWA:</b>	<b>416,54</b>

**Podstawowe informacje**

Kapitalizacja (mln PLN)	1 804,9
Dług netto (mln PLN)	101,3
EV (mln PLN)	1 906,1
Liczba akcji (mln)	4,48
Max cena 12M	396,15
Min cena 12M	316,72
Średnia dzienna wartość obrotów 6M (tys. PLN)	1 705,1
Performance:	
1M	2,8%
3M	1,4%
12M	15,9%

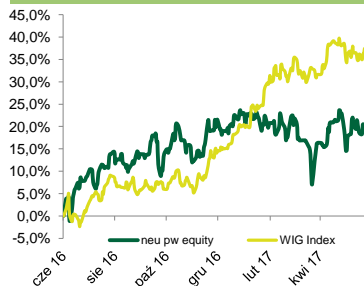
**Opis spółki**

Grupa Neuca jest największym hurtowym dystrybutorem farmaceutyków w Polsce. Spółka współpracuje głównie z aptekami niezależnymi, oferując również usługi informatyczne oraz marketingowe na rynku aptecznym. Neuca rozwija także segment leków pod markami własnymi oraz nowe obszary biznesowe związane z ochroną zdrowia, takie jak telemedycyna, badania kliniczne oraz buduje własną sieć przychodni.

**Akcjonariat**

	% akcji	% głosów
Kazimierz Herba	22,74%	22,54%
Wiesława Herba	22,02%	22,02%
Tadeusz Wesolowski	10,08%	10,08%
Pozostali	45,16%	45,36%

**Notowania 12M**

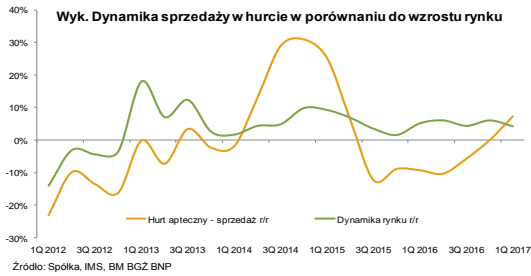


**Poprzednie rekomendacje**

Brak

Analitik: Michał Krajczewski, CFA  
nr telefonu: (22) 507 52 91  
adres e-mail: [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

mln PLN	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	6 568,7	6 945,7	7 077,2	7 493,7	7 823,0	8 126,6	8 436,5
zmiana r/r (%)	13,3%	5,7%	1,9%	5,9%	4,4%	3,9%	3,8%
EBITDA	104,5	148,8	169,7	173,5	188,3	202,8	215,1
marża EBITDA	1,6%	2,1%	2,4%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%
EBIT	76,6	119,4	139,1	141,3	153,9	165,6	176,4
marża EBIT	1,2%	1,7%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Zysk netto	93,4	101,5	111,0	113,8	120,0	128,9	136,8
marża netto	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
P / E	18,6	17,1	15,6	15,2	14,5	13,5	12,7
EV/EBITDA	17,6	12,3	10,8	10,6	9,8	9,1	8,5
DPS	3,84	4,28	4,92	5,86	6,69	8,62	10,68



W segmencie nowych biznesów sprzedaż zwiększona została o 54% r/r do 19,7 mln PLN, jednak wynik EBIT wyniósł -1,6 mln PLN wobec prawie 0,7 mln PLN zysku przed rokiem. Choć do maja 2017 r. liczba zarządzanych przychodni lekarskich wzrosła do 58 (31 po 1Q'16), to Neuca ponosiła zwiększone koszty związane z rozwojem oferty badań klinicznych, telemedycyny oraz e-commerce. Pozytywnie na wyniki I kwartału wpływała transakcja sprzedaży spółki Mediporta do Kamsoftu, co przelożyło się na wygenerowanie 3,5 mln PLN zysku EBIT w segmencie usług informatycznych (-0,6 mln PLN przed rokiem). Negatywnym one-offem było natomiast wyludzenie przez byłego kontrahenta kwoty blisko 5,0 mln PLN, co obciążało pozostałe koszty operacyjne. Związany z tym wydarzeniem odpis nie był kosztem uzyskania przychodu, co zwiększyło efektywną stopę podatkową do 23,8% (20,6% przed rokiem). Pomimo o 1 mln PLN lepszego salda z działalności finansowej, raportowany zysk netto spadł do 30,7 mln PLN (-14,1% r/r). Rozczarował również wygenerowany cash flow operacyjny, który wyniósł zaledwie 6,7 mln PLN wobec 50,8 mln PLN przed rokiem, na co złożył się głównie mniejszy spadek zapasów oraz spadek rezerw i rozliczeń międzyokresowych. Spółka utrzymała jednak niski wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 0,36x.

**Prognozy wyniku w 2017 r.**

Tab. Prognoza wyników

	1Q '17	2Q '17 P	3Q '17 P	4Q '17 P	2016	2017 P	2018 P	2019 P
Przychody ze sprzedaży	1999,1	1774,4	1773,7	1946,5	7077,2	7493,7	7823,0	8126,6
dynamika r/r	7,5%	5,9%	4,5%	5,5%	1,9%	5,9%	4,4%	3,9%
EBITDA	47,2	39,5	44,6	42,3	169,7	173,5	188,3	202,8
dynamika r/r	-9,8%	8,2%	5,2%	9,9%	14,0%	2,3%	8,5%	7,7%
EBIT	39,2	31,5	36,5	34,2	139,1	141,3	153,9	165,6
dynamika r/r	-13,0%	8,8%	5,7%	11,6%	16,5%	1,6%	8,9%	7,6%
Hurt apteczny	27,5	20,2	26,0	44,2	118,0	117,9	123,1	127,4
Marki własne	9,7	6,3	8,3	2,4	23,9	26,7	31,2	35,2
Nowe biznesy	-1,6	0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-2,1	0,1	3,5
Zysk netto	30,2	24,8	28,9	29,9	111,0	113,8	120,0	128,9
dynamika r/r	-14,1%	14,7%	5,8%	10,6%	9,4%	2,5%	5,4%	7,5%
marża EBITDA	2,4%	2,2%	2,5%	2,2%	2,4%	2,3%	2,4%	2,5%
marża EBIT	2,0%	1,8%	2,1%	1,8%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%
marża netto	1,5%	1,4%	1,6%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ BNP

Przedstawiona w marcu roczna prognoza zysku netto bez zdarzeń jednorazowych na poziomie 115 mln PLN (+3,6% r/r) mogła początkowo wydawać się mocno konserwatywna. Jednakże rozczarowujące wyniki 1Q'17 (nawet po oczyszczeniu o one-offy) oraz postępujący wzrost kosztów związanych z rozwojem nowych biznesów, inwestycjami w R&D i marketing w markach własnych, a także niepewność rynkowa odnośnie nowego otoczenia prawnego w segmencie hurtu sprawiają, iż nasza prognoza całorocznego zysku jest zbliżona do przedstawionej przez Zarząd. Oczekujemy więc, iż raportowany zysk netto wyniesie 114,5 mln PLN, a skorygowany będzie o 1 mln PLN wyższy, nie zakładamy przy tym kolejnych one-offów poza dotychczasowymi (+4,04 mln PLN ze sprzedaży Mediporta, -4,99 mln PLN wyludzone przez kontrahenta).

Z uwagi na niską bazę z ubiegłego roku spodziewamy się wyraźniejszego odbicia wyniku w 2Q'17, co szczególnie widoczne będzie w segmencie hurtu, gdzie oczekujemy 20,1 mln PLN EBIT (+14,4% r/r). Choć zgodnie z danymi PharmaExpert, apteczny rynek farmaceutyczny w kwietniu

zwiększył swoją wartość jedynie o 1,2% r/r, to pozytywnym dla Neuki jest utrzymanie wyższego tempa sprzedaży w segmencie OTC (+6,9% r/r). Ponadto w pierwszych siedemnastu dniach maja PharmaExpert obserwuje wzrost rynku w ujęciu r/r o 10% dla OTC, +6,2% dla leków na receptę i +6,0% dla suplementów. Uważamy, iż w całym roku rynek farmaceutyczny może zwiększyć swoją wartość o 4,5%, a z uwagi na dalszy rozwój programów partnerskich dla aptek niezależnych, Neuca zwiększy sprzedaż hurtową o 5,5% r/r. Jeżeli chodzi o wynik to oczekujemy stabilizacji EBIT segmentu w 3Q'17 i odbicia w 4Q'17 (ponownie niższa baza z ubiegłego roku).

Podobnych tendencji w ujęciu r/r spodziewamy się w segmencie marek własnych – po stabilizacji EBIT w 2Q i 3Q, prognozujemy jego odbicie w 4Q'17, kiedy Spółka nie będzie już zwiększać nakładów na marketing i R&D w ujęciu rocznym. Neuca będzie kontynuować dotychczasowe działania, a więc inwestować w zwiększenie świadomości lekarzy i aptekarzy odnośnie swoich marek. Celem jest większa sprzedaż już dostępnych leków i poprawa ich obecności w aptekach. Większą stratę r/r prognozujemy w segmencie nowych biznesów (-2,1 mln PLN wobec -0,6 mln PLN w 2016 r.). Chociaż Neuca przejmuje przychodnie generujące dodatnie wyniki, a obszary badań klinicznych i spółka Ortopedio są blisko breakeven, Neuca będzie inwestować w budowę skali w obszarze telemedycyny, zwiększenie liczby aptek obsługiwanych przez Apteline.pl (z 180 do 800 na koniec roku) i poprawę struktury realizowanych badań klinicznych.

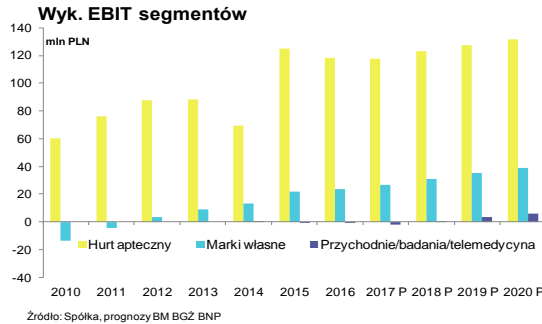
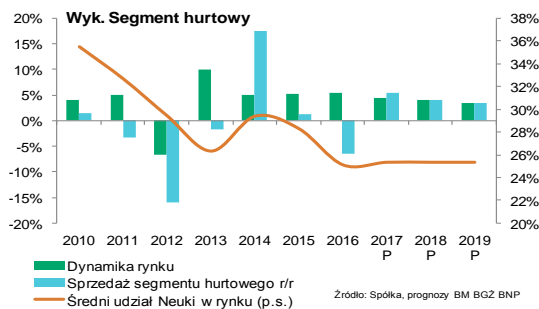
W 2017 r. wyraźnie zwiększony zostanie CAPEX – poza inwestycjami odtworzeniowymi (ok. 30 mln PLN), Neuca rozpoczyna inwestycję w nowy magazyn centralny w Toruniu. Jego powierzchnia ma wynieść ponad 17 tys. m<sup>2</sup> i będzie to drugi co do wielkości obiekt w Grupie. Obiekt zostanie oddany do użytku w połowie 2018 r. – zakładamy, iż koszty poniesione w 2017 r. sięgną ok. 60 mln PLN (głównie prace budowlane), a w 2018 r. ok. 20 mln PLN (głównie automatyka). Ponadto Spółka planuje przeznaczyć ok. 20 mln PLN na akwizycję przychodni. Dodatkową opcją mogą być akwizycje dwóch podmiotów w obszarze badań klinicznych za łącznie 20 mln PLN, przy czym zgodnie z informacjami pochodzącymi od Zarządu, do jednego z negocjowanych przejęć raczej nie dojdzie

**Perspektywy długoterminowe**

Pozytywnie oceniamy strategię Spółki polegającą na koncentracji wokół segmentu aptek niezależnych przy równoczesnym budowaniu synergicznych biznesów wokół głównej działalności. Testem dla powyższych założeń biznesowych będzie ukształtowanie się rynku po wprowadzonych zmianach prawnych. Nowe prawo farmaceutyczne wprowadzające tzw. aptekę dla aptekarza powinno nieco ograniczyć tempo rozwoju sieci aptecznych – większe rozdrobnienie rynku byłoby korzystną informacją dla Neuki, która mocno stawia na współpracę z segmentem niezależnym. Nowa ustawa w dalszym ciągu umożliwi dokonywanie przejęć aptek prowadzonych w formie spółki kapitałowej. Ponadto do postępowań o nowe licencje wszczętych i niezakończonych przed dniem wejścia w życie ustawy stosowane będą poprzednie przepisy. Problemem dla sieci będzie dopiero potencjalny rebranding przejętych obiektów – często nawet sam remont apteki wymaga odnowienia pozwolenia. Ograniczeniem dla ich rozwoju będą również bardziej restrykcyjne przepisy geograficzno-demograficzne przy wydawaniu nowych licencji. W powyższej kwestii przyjmujemy pogląd Zarządu, iż ewentualne korzyści nowego ustawodawstwa mogą być co najwyżej bonusem, a nie jednym z głównych czynników rozwoju biznesu hurtowego. Pomimo wejścia w życie nowej ustawy, kluczowym dla wstrzymania rozwoju sieci będzie raczej podejście GIIF do egzekucji przepisu dotyczącego posiadania przez sieć do 1% aptek w danym województwie.



Nową kwestią jest również wyjście z GPW spółek Farmacol i Pelion. Zmiana perspektywy właścicieli (brak szczegółowego raportowania, mniejsza presja na zyski w krótkim terminie) może zwiększać konkurencję na rynku. W dłuższym terminie nie wykluczamy również sprzedaży części hurtowej którejś ze spółek do zagranicznego inwestora, co również może zwiększać presję konkurencyjną. W długim terminie zakładamy wzrost przychodów hurtu aptecznego zgodnie z rynkiem (+3,5% rocznie) przy lekkim trendzie spadkowym marży EBIT.



### Analiza porównawcza

Neuca handlowana jest z średnio 35% premią względem dwóch pozostałych, notowanych na GPW dystrybutorów farmaceutycznych. Uważamy, że taka wycena jest uzasadniona biorąc pod uwagę pozytywną ocenę Zarządu oraz strategii Spółki, przy słabszych wynikach części detalicznej w Pelionie oraz braku informacji odnośnie kierunków rozwoju w Farmacolu. Wyższy poziom wyceny poparty jest szybszym prognozowanym tempem przyrostu zysków w latach 2016-2018 w Neuce. Równocześnie wskaźniki Spółki są na porównywalnych poziomach względem średniej dla zagranicznych peersów.

Średni udział produktów pod markami własnymi Neuki w aptekach waha się pomiędzy 1-3%, co przy ok. 3 000-7 000 leków na półce w statystycznej aptece pozwala na dalszą poprawę penetracji rynku. Ok. 3,5% udziału Neuca notuje w aptekach należących do programów Spółki więc dalsze zwiększanie współpracy z niezależnymi farmaceutami sprzyja poprawie sprzedaży segmentu. Oczekujemy, iż coraz większy udział w nowych wdrożeniach posiadać będą leki na receptę marki Genoptim, a produkty pod marką własną wprowadzane będą również na listy leków refundowanych. Zarząd nie planuje na razie kolejnych inwestycji w linie do pakowania produktów, wydatki będą raczej dotyczyć R&D i marketingu. W dłuższym terminie oczekujemy, iż udział segmentu w generowanym EBIT ustabilizuje się na poziomie niecałych 25%

Segment nowych biznesów jest naszym zdaniem ciekawym pomysłem na wykorzystanie obecnych kompetencji Spółki i dywersyfikacji wyników. W związku z wysokimi kosztami (szczególnie osobowymi) koniecznymi do poniesienia przy rozwijaniu obszaru telemedycyny i badań klinicznych, spodziewamy się istotniejszej kontrybucji do EBIT Neuki dopiero od 2020 r. Oczekujemy stabilnego wzrostu liczby przychodni pod marką Świat Zdrowia, przy czym w 2017 r. Spółka zacznie koncentrować się na ujednoczeniu już posiadanych placówek pod względem oferty, systemów IT, zarządzania lub wyglądu. Obszar e-commerce uważamy za narzędzie wspierające relacje z aptekami niezależnymi i uatrakcyjniające programy apteczne oferowane przez Neukę. Kanał on-line razem z przychodniami stanowić będzie natomiast ważny obszar dystrybucji i reklamy produktów dla telemedycyny oraz rekrutacji pacjentów do badań klinicznych. W przypadku badań kluczowymi kompetencjami są: umiejętność rekrutacji odpowiednich pacjentów (liczne kanały dostępu w przypadku Neuki), ale także odpowiednia struktura badań i dostęp do ośrodków szpitalnych i lekarzy specjalizujących się w danym obszarze leczenia. Zarząd pracuje obecnie nad drugim z wymienionych powyżej czynników, co powinno sprzyjać osiągnięciu wyższych marż w kolejnych latach. Najwięcej czasu do osiągnięcia odpowiedniej skali potrzeba w obszarze telemedycyny z uwagi na wysoki poziom kosztów stałych związanych z utrzymaniem lekarzy i systemów IT oraz znacznych nakładów początkowych na marketing usługi. Wyzwaniem będzie więc budowa dużej skali lojalnych klientów, którym będzie można zaoferować również dodatkowe usługi.



**Wycena**

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFE;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,5%, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 20%;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 14.06.2017 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFE oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Neuca jest zbliżona od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie NEUTRALNIE dla akcji Spółki z ceną docelową 416,54 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	441,30	75%
metoda porównawcza	342,25	25%
<b>wycena Neuca</b>	<b>416,54</b>	
obecna cena akcji	387,05	
różnica (%)	7,6%	

Źródło: BM BGZ BNP

	Kapitalizacja (EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			CAGR (2017-2019)		
		2017 P	2018 P	2019 P	2017 P	2018 P	2019 P	2017 P	2018 P	2019 P	EBIT	EBITDA	Zysk netto
CELESIO AG	5 436	11,8	11,1	-	9,4	8,9	-	-	-	-	-	-	-
AUST PHARMA INDU	640	10,7	10,2	9,8	8,3	7,9	7,5	15,4	14,1	13,6	5%	5%	10%
CARDINAL HEALTH	21 109	9,8	9,4	8,8	8,7	8,3	7,6	14,0	14,2	13,2	6%	7%	2%
MCKESSON CORP	30 507	10,3	10,8	10,9	9,0	9,5	9,3	13,0	13,4	12,5	-3%	-1%	-2%
AMERISOURCEBERGE	18 115	10,7	10,1	9,7	9,4	8,8	8,3	15,8	14,6	13,5	5%	6%	5%
SELCUK ECZA DEPO	644	7,2	6,0	-	7,3	6,6	-	7,4	6,5	-	-	-	-
<b>MEDIANA</b>	<b>11 776</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	<b>14,0</b>	<b>14,1</b>	<b>13,4</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>
<b>Neuca</b>	430	13,0	11,9	11,1	10,6	9,8	9,1	15,2	14,5	13,5	8%	8%	6%
Premia/dyskonto*		24,0%	17,5%	14,1%	15,0%	14,2%	13,6%	9,0%	2,7%	0,8%	68,6%	46,0%	86,1%

Wycena 1 akcji (PLN) - Neuca

342,25

Źródło: Bloomberg, BM BGZ BNP. \*wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Tabela: Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	7 494	7 823	8 127	8 436	8 750	9 072	9 398	9 732	10 074	10 426
EBIT	141,3	153,9	165,6	176,4	187,7	197,5	206,7	216,2	224,5	231,7
Efektowna st. podatkowa	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	112,1	123,1	132,5	141,1	150,2	158,0	165,4	173,0	179,6	185,3
Amortyzacja	32,2	34,5	37,2	38,7	39,9	40,7	41,5	41,9	42,3	42,7
CAPEX	115,0	75,0	85,0	45,0	35,7	36,4	37,2	37,5	37,8	38,2
Inwestycje w kapitał obrotowy	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
<b>FCFF</b>	<b>29,3</b>	<b>82,5</b>	<b>84,6</b>	<b>134,7</b>	<b>154,2</b>	<b>162,1</b>	<b>169,6</b>	<b>177,2</b>	<b>183,9</b>	<b>189,8</b>
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt kapitału własnego	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Koszt długu	5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
% kapitału własnego	79,7%	80,7%	81,8%	82,6%	83,2%	83,5%	83,5%	83,5%	83,5%	83,5%
% długu	20,3%	19,3%	18,2%	17,4%	16,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
<b>WACC</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>

Suma DFCF	837,0
Wartość rezydualna (TV)	2 805,0
Zdyskontowana TV	1 243,2
Wartość dz. operacyjnej	2 080,3
Dług netto	101,3
Wartość kapitału własnego	<b>1 979,0</b>
Liczba akcji (tys.)	4 484,4
<b>Wartość 1 akcji</b>	<b>441,30</b>

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Czynniki ryzyka:

- Ryzyko związane ze zmianą regulacji prawnych – nowa ustawa farmaceutyczna może ograniczyć wzrost liczby aptek, które są głównymi klientami Spółki. Ponadto zmiany regulacji dotyczących reklam leków, list refundowanych albo wymogów odnośnie działalności producentów lub dystrybutorów leków mogą utrudnić działalność i rozwój na rynku farmaceutycznym.
- Ryzyko związane z konkurencją – zarówno rynek aptek, jak i dystrybutorów leków cechuje się wysokim poziomem konkurencji i bardzo niskimi marżami
- Ryzyko związane z sytuacją gospodarczą w Polsce – całość przychodów Neuca realizuje na terenie naszego kraju. Pogorszenie koniunktury ekonomicznej może wpłynąć szczególnie niekorzystnie na sprzedaż leków bez recepty, na których Grupa realizuje wyższą marżę brutto.

wzrost FCFF w nieskończoność

	441,30	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
-1%	473,61	498,63	527,89	562,57	604,32	
-0,5%	436,32	457,12	481,17	509,30	542,63	
<b>WACC</b>	<b>0%</b>	<b>403,84</b>	<b>421,31</b>	<b>441,30</b>	<b>464,43</b>	<b>491,47</b>
0,5%	375,30	390,09	406,89	426,12	448,35	
1%	350,03	362,66	376,90	393,05	411,54	

Źródło: BM BGŻ BNP

wzrost FCFF w nieskończoność

	441,30	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
0,90	406,69	424,27	444,40	467,68	494,90	
1,05	405,26	422,78	442,85	466,05	493,18	
<b>Beta</b>	<b>1,20</b>	<b>403,84</b>	<b>421,31</b>	<b>441,30</b>	<b>464,43</b>	<b>491,47</b>
1,35	402,44	419,84	439,78	462,82	489,77	
1,50	401,04	418,40	438,26	461,23	488,10	

Źródło: BM BGŻ BNP

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>AKTYWA</b>	<b>2 566,6</b>	<b>2 681,4</b>	<b>2 691,4</b>	<b>2 841,6</b>	<b>2 970,6</b>	<b>3 104,2</b>	<b>3 229,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>517,9</b>	<b>589,5</b>	<b>663,1</b>	<b>749,7</b>	<b>794,2</b>	<b>845,9</b>	<b>856,3</b>
Wartości niematerialne i prawne	25,8	25,6	41,4	41,4	41,4	41,4	41,4
Wartości firmy	134,1	195,8	228,7	228,7	228,7	228,7	228,7
Rzeczowe aktywa trwałe	275,5	277,5	285,3	372,0	416,4	468,2	478,6
Pozostałe	82,4	90,7	107,6	107,6	107,6	107,6	107,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 048,7</b>	<b>2 091,9</b>	<b>2 028,3</b>	<b>2 091,9</b>	<b>2 176,4</b>	<b>2 258,3</b>	<b>2 372,7</b>
Zapasy	1 048,2	1 085,9	947,3	1 003,1	1 047,2	1 087,8	1 129,3
Należności krótkoterminowe	925,3	884,8	966,8	1 023,7	1 068,7	1 110,1	1 152,5
Środki pieniężne	32,1	72,2	68,6	19,6	15,1	14,8	45,4
Pozostałe	43,1	49,0	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5
<b>PASYWA</b>	<b>2 566,6</b>	<b>2 681,4</b>	<b>2 691,4</b>	<b>2 841,6</b>	<b>2 970,6</b>	<b>3 104,2</b>	<b>3 229,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>464,4</b>	<b>528,2</b>	<b>587,6</b>	<b>625,1</b>	<b>665,1</b>	<b>716,6</b>	<b>757,7</b>
Kapitał podstawowy	4,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitał zapasowy	311,7	331,1	331,1	331,1	331,1	331,1	331,1
Zysk skumulowany	163,8	210,4	249,1	286,6	326,6	378,2	419,2
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>2 102,2</b>	<b>2 153,2</b>	<b>2 103,8</b>	<b>2 216,5</b>	<b>2 305,5</b>	<b>2 387,6</b>	<b>2 471,3</b>
Zobowiązania długoterminowe	170,1	122,2	72,5	72,5	72,5	72,5	72,5
w tym dług odsetkowy	167,0	120,1	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8
Zobowiązania krótkoterminowe	1 932,1	2 031,0	2 031,3	2 144,0	2 233,1	2 315,1	2 398,8
w tym dług odsetkowy	54,2	69,8	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
EPS	20,8	22,6	24,8	25,4	26,8	28,7	30,5
DPS	3,8	4,3	4,9	5,9	6,7	8,6	10,7
Dividend yield	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%
BVPS	103,6	117,8	131,0	139,4	148,3	159,8	169,0
P/E	18,6	17,1	15,6	15,2	14,5	13,5	12,7
P/BV	3,7	3,3	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3
P/S	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBIT	24,0	15,4	13,2	13,0	11,9	11,1	10,4
EV/EBITDA	17,6	12,3	10,8	10,6	9,8	9,1	8,5
EV/S	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

RZiS (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Przychody ogółem</b>	<b>6 568,7</b>	<b>6 945,7</b>	<b>7 077,2</b>	<b>7 493,7</b>	<b>7 823,0</b>	<b>8 126,6</b>	<b>8 436,5</b>
zmiana r/r	13,3%	5,7%	1,9%	5,9%	4,4%	3,9%	3,8%
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>585,6</b>	<b>677,0</b>	<b>714,2</b>	<b>750,2</b>	<b>789,6</b>	<b>825,9</b>	<b>861,9</b>
marża na sprzedaży	8,9%	9,7%	10,1%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%
EBIT	76,6	119,4	139,1	141,3	153,9	165,6	176,4
EBITDA	104,5	148,8	169,7	173,5	188,3	202,8	215,1
marża operacyjna	1,2%	1,7%	2,0%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Saldo z działalności finansowej	2,1	1,8	1,0	2,2	-3,9	-4,5	-5,3
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>93,4</b>	<b>101,5</b>	<b>111,0</b>	<b>113,8</b>	<b>120,0</b>	<b>128,9</b>	<b>136,8</b>
marża netto	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%

Źródło: BM BGŻ BNP.

Cash flow (mln PLN)	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>202,6</b>	<b>180,4</b>	<b>175,0</b>	<b>146,1</b>	<b>154,4</b>	<b>166,1</b>	<b>175,5</b>
Zysk brutto	78,7	121,2	140,2	143,5	150,0	161,1	171,0
Amortyzacja	27,9	29,4	30,6	32,2	34,5	37,2	38,7
Zmiana kapitału obrotowego	-66,3	-81,9	-29,7	0,0	0,0	0,1	0,1
Podatek dochodowy zapłacony	-18,2	-27,4	-18,7	-29,7	-30,0	-32,2	-34,2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-215,2</b>	<b>-48,4</b>	<b>-77,6</b>	<b>-118,8</b>	<b>-78,9</b>	<b>-89,0</b>	<b>-49,1</b>
Nakłady inwestycyjne (CAPEX) oraz przejęcia	-239,7	-69,9	-85,9	-118,8	-78,9	-89,0	-49,1
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>40,2</b>	<b>-91,9</b>	<b>-101,1</b>	<b>-76,3</b>	<b>-80,0</b>	<b>-77,3</b>	<b>-95,8</b>
Dywidenda i skup akcji	-34,6	-45,8	-64,0	-76,3	-80,0	-77,3	-95,8
Splata kredytów netto	56,8	-23,8	-29,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>27,6</b>	<b>40,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-49,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>30,6</b>
Środki pieniężne:							
na początek okresu	4,5	32,1	72,2	68,6	19,6	15,1	14,8
na koniec okresu	32,1	72,2	68,6	19,6	15,1	14,8	45,4

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bm**BGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

**Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

**Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

**Sprzedaj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

- posiadają akcje rekomendowanej Spółki.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)