

Eurocash SA

Bardzo słabe wyniki 4Q17 są naszym zdaniem oznaką materializacji najgorszego scenariusza, czyli strukturalnych problemów segmentu hurtowego. Jest to segment, który generuje najwięcej gotówki w spółce. Jednak z drugiej strony wymaga on coraz głębszej restrukturyzacji i optymalizacji kosztowej w celu utrzymania bieżących wyników. Jest to w naszej opinii długi proces, który będzie trwał również w kolejnych latach. Spadek rentowności w opinii spółki jest przejściowy, jednak może być on również oznaką, że Eurocash stopniowo traci pozycję negocjacyjną w stosunku do producentów. Słabe wyniki 4Q17 r. skłaniają nas do rewizji naszych prognoz i wyceny w dół z 37,5 do 23,2 zł. W obecnej sytuacji poza możliwym potencjalnym odreagowaniem wynikającym z dynamicznego spadku kursu, nie widzimy w średnim terminie potencjału do wzrostu kursu i obniżamy rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ.

Wyniki 4Q17 znacząco poniżej konsensusu

Przychody w 4Q17 wyniosły 5,8 mld zł (+9% r/r vs 5,9 mld zł nasze oczekiwania i 5,82 mld zł konsensus), EBITDA 101 mln zł (-36% r/r vs 156 mln zł nasze oczekiwania i 141,6 mln zł konsensus), zysk netto 9 mln zł (-87% r/r vs 66 mln zł nasze oczekiwania i 56,2 mln zł konsensus). W wynikach widać dużą presję w obszarze marż brutto na działalności hurtowej, co spółka tłumaczy presją m.in. w obszarze alkoholu i papierosów, jak również utratą części marży w obszarze wyrobów świeżych. W rozbiciu na segmenty wszystkie obszary z wyjątkiem detalu zanotowały spadki.

Problemy strukturalne hurtu i mocny nacisk na rozwój detalu

Z wyłączeniem akwizycji oraz spółek detalicznych marża brutto spadła o 1,24 p.p. w 4Q17, co naszym zdaniem jest oznaką większych problemów w tym obszarze dystrybucji. Zaryzykujemy tezę, że Eurocash mimo wysokich wolumenów sprzedaży traci swoją pozycję konkurencyjną wobec producentów. Po części może to wynikać z systematycznej ekspansji nowoczesnego kanału sprzedaży, a po części ze zmniejszającej się atrakcyjności kanału hurtowego dla producentów. Eurocash podjął działania restrukturyzacyjne m.in. poprzez zmniejszenie kosztów centrali o 60 mln zł. Ubiegłoroczna restrukturyzacja kosztową cash and carry ma przynieść 10 mln zł oszczędności. Koszty zwolnień zostały już poniesione w 4Q17. Dalsze 40 mln zł oszczędności ma przynieść integracja i konsolidacja logistyki w latach 2019-2020. Z drugiej jednak strony presja kosztowa ze strony wynagrodzeń może spółkę kosztować 50 mln zł w samym 2018 roku, co w znacznej części skonsumentuje oszczędności z redukcji kosztów centrali. W długim okresie kierunkiem rozwoju dla spółki jest rozwój detalu i na tym spółka chce się mocniej skupić w kolejnych latach. Jako cel spółka postawiła sobie zwiększenie sieci o 900 nowych sklepów do 2023 roku. Biorąc pod uwagę, że 2018 i część 2019 roku upłynie na integracji sieci Milla, uważamy, że jest to bardzo ambitny cel.

Potencjalne zagrożenia

Wśród potencjalnych zagrożeń widzimy dalsze niekorzystne dla spółki zmiany na rynku dystrybucji w Polsce oraz wolniejsze dochodzenie do zakładanej rentowności w obszarze detalu, jak również ograniczenie handlu w niedzielę.

Wartość akcji Eurocash SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (20,7 zł) oraz porównawczą (22,8 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 23,2 zł.

mln zł	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody ze sprzedaży	20 318	21 220	23 271	24 002	25 307
EBITDA	476	440	246	376	392
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	212	179	-33	119	126
DPS (zł)	0,79	1,00	0,73	0,73	0,73
P/E (x)	14,4	17,1	-91,9	25,7	24,2
EV/EBITDA (x)	6,8	7,8	14,2	10,0	9,4

Źródło: Spółka, Noble Securities

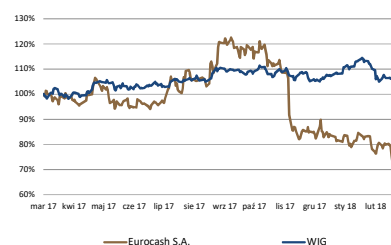
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 05.03.2018 o godz. 08:55. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 05.03.2018 o godz. 9:00.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

TRZYMAJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	21,99 zł
Cena docelowa (9M)	23,24 zł
Potencjał wzrostu	6%
Kapitalizacja	3 060 mln zł
Free float	52,98%
Śr. wolumen 6M	790 418



PROFIL SPÓŁKI

Eurocash jest największym hurtownikiem na rynku polskim z ok. 26,5% udziałem w rynku. W skład Grupy na koniec 2017 wchodziły też sklepy własne Delikatesy Centrum, salony Inmedio i supermarkety Eko w łącznej liczbie 802 placówek.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Luis Amaral	43,57%
Azvalor AM	5,39%
Pozostali	51,04%

Krzysztof Radojewski
Dyr. Dep. Analiz Rynkowych

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

**OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH
PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.**

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczane są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Rekomendacja przed publikacją nie została ujawniona Emitentowi.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług Noble Securities S.A. lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi Noble Securities S.A. lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy Noble Securities S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymują Noble Securities S.A. lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities S.A.,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta ani nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe ani nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem i osobami będącymi z nim w bliskich stosunkach nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 5 - 6 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów (dalej „Rozporządzenie 2016/958”).

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Struktura wewnętrzna Noble Securities S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. Noble Securities S.A. ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach Noble Securities S.A. funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową.

Noble Securities S.A. posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. Zakazane jest przyjmowanie przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści rekomendacji, proponowanie emitentowi lub sprzedawcy przez Noble Securities S.A. lub osoby powiązane z Noble Securities S.A. uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji, treści korzystnej dla tego emitenta lub wystawcy oraz udostępnianie rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jej dystrybucji, emitentowi lub osobom innym niż uczestniczące w jej sporządzeniu w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Noble Securities S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem 2016/958.

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wylimitowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Eurocash S.A.						
Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj
Data wydania	7.01.2015	9.03.2015	29.09.2015	18.01.2016	10.10.2017	04.12.2017
Kurs z dnia rekomendacji	37,15	32,30	43,00	48,0	37,8	27,6
Cena docelowa	40,66	39,85	44,00	46,4	48,1	37,5
WIG w dniu rekomendacji	50516,71	53415,93	49231,74	43719,53	64 755,22	63 896,32

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Aplisens	nd	14,6	12,8	12,8	14%	02.03.2018	nd	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	121,0	100,0	75,2	61%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Bogdanka	Trzymaj	71,5	68,8	53,1	35%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	182,1	206,4	202,0	-10%	20.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Redukuj	45,2	55,8	58,5	-23%	12.12.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	37,5	27,6	22,0	71%	04.12.2017	w aktualizacji	Krzysztof Radojewski
Aparator	Kupuj	33,8	28,0	24,5	38%	04.12.2017	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	83,5	86,5	88,0	-5%	27.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	70,0	67,3	83,0	-16%	21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Trakcja PRKiI	Trzymaj	8,5	8,1	7,1	20%	21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	46,0	39,5	38,1	21%	31.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Akumuluj	17,1	14,8	13,3	29%	17.10.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	48,1	37,8			10.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	222,0	159,0	131,0	69%	08.09.2017	w aktualizacji	Michał Sztabler
Amrest Holdings	Trzymaj	348,1	359,1	413,5	-16%	27.06.2017	9M	Krzysztof Radojewski
ING Bank Śląski	Sprzedaj	141,0	182,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
mBank	Redukuj	388,0	456,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Millennium	Akumuluj	8,1	7,2			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Pekao	Trzymaj	131,0	121,0			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
PKO BP	Akumuluj	39,5	34,6			21.06.2017	zawieszona	Marta Danczewicz
Unibep	Trzymaj	14,8	13,9			20.06.2017	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	224,8	229,5			13.06.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	53,0	45,2			10.05.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Rawlplug	Kupuj	18,0	12,6			19.04.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Izoblok	Akumuluj	210,0	185,0			12.04.2017	9M	Michał Sztabler
Trans Polonia	Kupuj	10,8	7,1			10.03.2017	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Marta Danczewicz zakończyła pracę w Noble Securities z dn. 30.09.2017