

Eurocash SA

Eurocash kontynuuje restrukturyzację i reorganizację grupy kapitałowej. Pierwsze półrocze przyniosło wyniki lekko powyżej naszych oczekiwań. Hurt pozostaje mocny, a detal poprawia wyniki. Oczekujemy, że pozytywne trendy będą kontynuowane w kolejnych kwartałach. W 2019 roku oczekujemy poprawy wyniku EBITDA bez zdarzeń jednorazowych. W wyniku aktualizacji prognoz i rekomendacji wzrasta wycena z 26,8 zł do 27,0 zł i z uwagi na 19% potencjał wzrostu, podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ.

Wyniki 1H2019 – mocny hurt, poprawa w detalu

Wyniki całego I półrocza 2019 roku pokazują wynik oczyszczony o efekt przesunięcia Świąt Wielkiejnocy. Przychody w tym okresie wyniosły 11,9 mld zł (+11% r/r), EBITDA (przed MSSF 16) 160 mln zł (+2% r/r), a zysk netto 16 mln zł. Najmocniejszy był segment hurtowy – przychody tego segmentu wzrosły w 1H19 o 5,1% r/r, a EBITDA (przed MSSF 16) wyniosła 180 mln zł vs 157 mln zł w 1H19 (+14% r/r). Wynik detalu jest stabilny – przychody wyniosły 2,8 mld zł, a EBITDA 53 mln zł vs 50 mln zł w 1H18 (+5% r/r). W segmencie hurtu poprawa jest efektem wprowadzonej reorganizacji oraz dobrej koniunktury w obszarze małych sklepów. W opinii zarządu w trzecim kwartale pozytywne trendy z pierwszej połowy roku są podtrzymywane. W całym 2019 roku oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 407 mln zł, który zawiera już pozytywny wpływ 25 mln zł z rozliczenia sprzedaży spółki PayUp. W ujęciu znormalizowanym, bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych, w tym głównie zysku na sprzedaży spółki PayUp oczekujemy poprawy wyniku z 371 mln zł w 2018 roku do 382 mln zł w 2019 roku.

Detal stabilny, czy 2020 rok przyniesie wzrost?

Pierwsze półrocze 2019 roku przyniosło stabilizację wyniku EBITDA w obszarze detalu. Spółka prowadzi proces integracji w obrębie tego segmentu i w opinii zarządu przebiega on zgodnie z harmonogramem. Na przełomie trzeciego i czwartego kwartału ma być zakończony remodeling przejętych sklepów Mila, a kolejnym etapem będzie rebranding. Skutkiem wprowadzanych zmian ma być poprawa wyników w tym obszarze. Oczekujemy jej już od przyszłego roku. Otwartą kwestią pozostaje zapowiadana przez spółkę ekspansja w obszarze detalu do 2023 roku zakładająca otwarcie 900 nowych sklepów. Na chwilę obecną traktujemy ją jako dodatkowy potencjał wzrostu w stosunku do naszej wyceny.

Potencjalne zagrożenia

Wśród potencjalnych zagrożeń widzimy niekorzystne dla spółki zmiany na rynku dystrybucji w Polsce oraz wolniejsze dochodzenie do zakładanej rentowności w obszarze detalu.

Wartość akcji Eurocash SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (28,9 zł) oraz porównawczą (21,9 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 27,0 zł.

wyniki bez MSSF 16 (mln zł)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	20 849	22 833	24 184	24 603	25 033
EBITDA	246	419	407	429	446
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	-33	110	107	127	142
DPS (zł)	0,73	0,73	0,73	0,73	0,72
P/E (x)	-89,0	27,0	27,8	23,4	20,8
EV/EBITDA (x)	14,3	8,5	8,4	7,8	7,3

Źródło: Eurocash (wyniki 2017, 2018), Noble Securities (wskaźniki, P-prognozy)

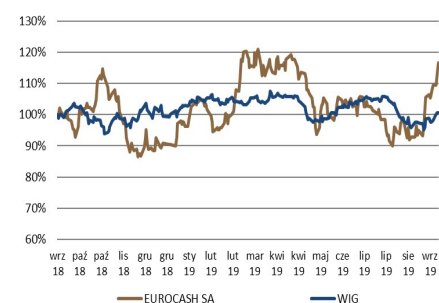
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 11.09.2019 o godz. 17:18. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 11.09.2019 o godz. 17:20.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLEWSKI

AKUMULUJ

(Aktualizacja – bez zmian)

Cena bieżąca	22,68 zł
Cena docelowa (9M)	27,0 zł
Potencjał wzrostu	19%
Kapitalizacja	3 156 mln zł
Free float	54,58%
Śr. wolumen 6M	214 027



PROFIL SPÓŁKI

Eurocash jest największym hurtownikiem na rynku polskim z ponad 26,5% udziałem w rynku. W skład Grupy wchodzi też sklepy własne Delikatesy Centrum, salony Inmedio i supermarkety Eko oraz sieć Mila.

STRUKTURA AKCJONARIATU

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

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 2235

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

+48 22 660 2483

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

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 – prognozy analityka lub analityków dla Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
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” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były 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. Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocenne, 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. NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniężnego w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. 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 bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących 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. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS 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. NS 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 NS 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. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS 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. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, 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 NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron. Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdował się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Rekomendacja została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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. Rekomendacja stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- 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,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

Rekomendacja

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- 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.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Rekomendację: Krzysztof Radojewski, Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 11.09.2019 godz. 17:18. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 11.09.2019 godz. 17:20.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Eurocash S.A.									
Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Kupuj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj	Kupuj	Trzymaj	Kupuj	Akumuluj
Data wydania	7.01.2015	9.03.2015	29.09.2015	18.01.2016	10.10.2017	04.12.2017	05.03.2018	31.08.2018	15.03.2019
Kurs z dnia rekomendacji (godz. 8:30)	37,15	32,30	43,00	48,0	37,8	27,6	22,0	20,6	22,4
Cena docelowa	40,66	39,85	44,00	46,4	48,1	37,5	23,2	24,8	26,8
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	50516,71	53415,93	49231,74	43719,53	64 755,22	63 896,32	60 580,36	60 201,08	60 002,72

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)
Bioton	nd	7,5	5,3	4,2	79%	26.07.2019	24M	Krzysztof Radojewski, Kamil Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	9,2	188%	28.06.2019	24M	Krzysztof Radojewski, Kamil Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	9,0	57%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0	425,0	9%	06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	41,5	26%	21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	158,0	-30%	20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	131,6	9%	28.03.2019	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	20,5	31%	15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	112,8	24%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	28,4	58%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	8,0	41%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	31,0	22,8	23,4	32%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	249,1	-22%	04.01.2019	9M	Kamil Jędrej
Pfleiderer Group	Trzymaj	33,8	31,4	26,2	29%	19.12.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	16,0	10,5	10,3	55%	18.12.2018	nd	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Kupuj	43,5	29,0	8,0	445%	17.12.2018	zawieszona	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,7	45,0	27,3	97%	14.12.2018	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	321,8	264,0			30.11.2018	9M	Kamil Jędrej
Dino Polska	Trzymaj	83,9	83,5			27.11.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	52,5	47,5			09.10.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Ciech	Kupuj	72,2	47,7			26.09.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Bogdanka	Akumuluj	67,6	61,4			24.09.2018	w trakcie aktualizacji	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 - Analityk, Michał Sztabler - Analityk, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.12.2018), Kamil Jędrej - Analityk, *korekta ceny o split akcji