

Budimex SA

Wyniki półrocza przyniosły materializację scenariusza, który wskazywaliśmy w poprzedniej rekomendacji – istotnego spadku marży w obszarze generalnego wykonawstwa. Ponieważ procesy w branży budowlanej mają swoją inercję wynikającą z okresów realizacji portfela zleceń, jest to w naszej opinii dopiero początek okresu pogorszenia wyników, który trwać może kilka kwartałów. Nasze prognozy wyników na lata 2018-2019 mimo, iż były bardzo konserwatywne, dalej korygujemy w dół. Niższe prognozy, spadek gotówki netto o 5,4 zł/akcję (średnia z czterech ostatnich kwartałów) w stosunku do poprzedniej rekomendacji oraz przecena spółek porównywalnych skłaniają nas do korekty ceny docelowej z 182,1 zł do 106,4 zł. Podtrzymujemy rekomendację REDUKUJ.

Wyniki 1H18 pokazują kierunek zmian

Przychody w 2Q18 wyniosły 1,94 mld zł (+18% r/r), EBIT 86,2 mln zł (-38% r/r), zysk netto 64,7 mln zł (-41% r/r). Wzrost przychodów spółka wygenerowała głównie w segmencie budowlanym. W kwestii rentowności zmaterializował się scenariusz istotnego pogorszenia rentowności, na który wskazywaliśmy w naszym poprzednim raporcie. Spadek marży w segmencie budowlanym jest zauważalny – spadł z 15,2% w 1Q17 i 12,2% w 4Q17 do 9% w 1Q18 i 6,3% w 2Q18. Według prezesa Budimeksu, druga połowa roku prawdopodobnie nie przyniesie stabilizacji w budownictwie. Dlatego zakładamy, że marża utrzyma się na tak niskich dla Budimeksu poziomach również w kolejnych kwartałach. Gotówka netto na koniec 2Q18 wyniosła 734 mln zł (vs 1,3 mld zł w 2Q17) i biorąc pod uwagę silną pozycję podwykonawców oczekujemy, że będzie dalej spadać. Portfel zamówień na koniec czerwca 2018 roku utrzymywał się na bardzo wysokim poziomie – 10,8 mld zł i był zbliżony do poziomu z końca marca br. Uważamy, że kolejne kwartały i lata przyniosą kontynuację spadku zysków w spółce.

Gdzie się zatrzymają marże?

Budimex, podobnie, jak inni generalni wykonawcy, boryka się obecnie z rosnącymi kosztami podwykonawców i materiałów. Spadek marży wynika również ze zmiany miksu sprzedażowego – coraz więcej w wynikach ważą kontrakty podpisane w innych realiach kosztowych. Pojawia się pytanie na jakim poziomie zatrzymają się marże? W naszych prognozach zakładamy, że w segmencie budowlanym będzie to 6,5% na poziomie brutto na sprzedaży, aczkolwiek widzimy ryzyko do przereagowania w dół nawet do poziomu 4-5%. Poziom sentymentu mikro firm budowlanych (podwykonawców) jest zbliżony do lat 2006-2008 i trudno oczekiwać, aby się zmienił w średnim okresie. Podwykonawcy mają obecnie swoje pięć minut i dyktują warunki. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach poziom kontraktacji będzie lekko spadał. W naszej opinii w 2018 roku przerób w segmencie budowlanym w spółce ustanowi swoje maksimum, a w kolejnych latach będzie podlegał lekkiej erozji.

Ryzyka dla naszej wyceny i rekomendacji

Wśród głównych ryzyk, jakie widzimy dla naszej wyceny i rekomendacji jest mniejsza presja na marże niż zakładamy.

Wartość akcji Budimeksu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (101,1 zł) oraz porównawczą (97,7 zł). Przy ustalaniu ceny końcowej przyjmujemy równe wagi (50%) i wyznaczamy 9-miesięczną cenę docelową równą 106,4 zł.

mln zł	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	5 572	6 369	7 152	6 541	5 841
EBITDA	531	626	350	295	247
zysk netto	410	464	222	185	149
DPS	8,1	15,0	17,6	5,6	4,1
P/E (x)	7,9	7,0	14,6	17,5	21,8
EV/EBITDA (x)	3,4	2,8	5,1	6,0	7,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 30.07.2018 o godz. 08:50. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 30.07.2018 o godz. 08:55.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

REDUKUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca 126,6 zł

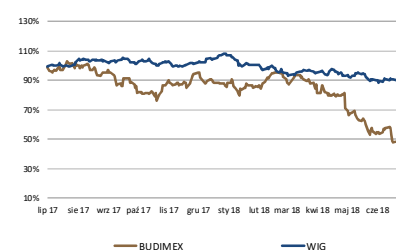
Cena docelowa (9M) 106,4 zł

Potencjał wzrostu -16%

Kapitalizacja 3 232 mln zł

Free float 44,83%

Śr. wolumen 6M 10 028



PROFIL SPÓŁKI

Spółka tworzy jeden z największych holdingów budowlanych w Polsce. Specjalizuje się w budownictwie infrastrukturalnym oraz kubaturowym. W skład grupy wchodzi również ramię deweloperskie – Budimex Nieruchomości. Na koniec 1Q2018 roku grupa zatrudniała ponad 6900 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Valivala Holdings B.V. 55,14%

Aviva PTE 9,18%

NN PTE 5,39%

Pozostali 30,29%

Krzysztof Radojewski

Dyr. Dep. Analiz Rynkowych

Krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

+48 22 213 2235

OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

BV – wartość księgową
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” 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 pieniądza 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 WPLYNAĆ 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 jakkolwiek 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 osiąganych 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.

Investowanie 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 rekomendacja 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

Analityk sporządzający Rekomendację: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 30.07.2018 godz. 8:50. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 30.07.2018 godz. 8:55.

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 Budimex S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
Data wydania	25.03.2013	29.11.2013	09.05.2014	08.12.2014	30.07.2015	15.12.2015	11.10.2016	13.06.2017	20.12.2017
Kurs z dnia rekomendacji	71,35	132,0	126,0	138,0	182,8	179,1	203,0	229,5	206,4
Cena docelowa	63,20	126,1	134,4	136,3	180,7	179,9	191,4	224,8	182,1
WIG w dniu rekomendacji	44 585,10	54 420,19	54 624,88	53652,58	52 288,10	43 887,16	48 027,79	60 354,56	63 406,04

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)
PKP Cargo	Akumuluj	53,1	45,1	44,7	19%	19.06.2018	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	74,6	70,8	54,0	38%	19.06.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	29,0	26,0	28,0	4%	12.06.2018	9M	Michał Sztabler
Trakcja PRkil	Kupuj	4,7	3,4	3,9	20%	12.06.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Akumuluj	16,2	13,8	12,2	33%	30.05.2018	9M	Michał Sztabler
Stalprodukt	Kupuj	599,0	477,5	495,0	21%	22.05.2018	9M	Dawid Radzyński
Pfleiderer Group	Kupuj	47,7	36,5	37,3	28%	19.04.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	90,3	91,9	101,0	-11%	16.04.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	177,0	128,0	120,0	48%	12.04.2018	9M	Michał Sztabler
Amrest Holdings	Trzymaj	430,0	456,0	450,0	-4%	22.03.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Trzymaj	23,2	22,0	18,6	25%	05.03.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	14,6	12,8	12,5	17%	02.03.2018	nd	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	121,0	100,0	41,7	190%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Bogdanka	Trzymaj	71,5	68,8	57,7	24%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	182,1	206,4	126,6	44%	20.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Redukuj	45,2	55,8			12.12.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	37,5	27,6			04.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Kupuj	33,8	28,0			04.12.2017	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	83,5	86,5			27.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	70,0	67,3			21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Trakcja PRkil	Trzymaj	8,5	8,1			21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Pfleiderer Group	Akumuluj	46,0	39,5			31.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Akumuluj	17,1	14,8			17.10.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	48,1	37,8			10.10.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	222,0	159,0			08.09.2017	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, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji