

- Prognozujemy wzrost przychodów o 6% r/r do PLN 21.5mld w 2016p.
- Prognozujemy EBITDA PLN 485m w 2016p, 7 % poniżej konsensusu.
- Obecnie spółka wyceniania jest na naszych prognozach 2016p na P/E 28.4x oraz EV/EBITDA 14.1x.

## Słabość głównych segmentów. Nadal Redukuj

Słabe wyniki za 2Q16 świadczą o tym, że problemy które sygnalizowaliśmy w naszym ostatnim raporcie - spadek sprzedaży Cash&Carry spowodowany kanibalizacją sieci przez nowe otwarcia oraz zbyt ambitne założenia ekspansji Delikatesów Centrum są nawet większe niż zakładaliśmy. W wynikach zaobserwować można także presję kosztowo-płacową. Obniżamy nasze prognozy na 2016p i 2017p EBITDA odpowiednio o 4.6% i 5%. Nasze nowe prognozy EBITDA na lata 2016p oraz 2017p są o 7% i 5% niższe niż konsensus sprzed publikacji wyników za 2Q. Na naszych nowych prognozach Eurocash wyceniany jest na EV/EBITDA 14.1(x) na 2016p i 12.5(x) na 2017p. Utrzymujemy rekomendację Redukuj, obniżając cenę docelową do PLN 43 (poprzednio PLN 50).

**Wyniki 2Q16 były poniżej naszych prognoz oraz poniżej konsensusu.** Przychody wyniosły PLN 5341m (+3.1% r/r) zgodnie z naszymi prognozami oraz z konsensem. EBITDA wyniosła PLN 110m (-3.3% r/r) 7% poniżej naszych prognoz (PLN 118m) 11% poniżej konsensusu (PLN 124m). EBIT wyniósł PLN 70m (-7% r/r) 10% poniżej naszych prognoz (PLN 78m) 15% poniżej konsensusu. Zysk netto wyniósł PLN 52m (+8% r/r) 13% poniżej naszych prognoz (PLN 60m) oraz 14% poniżej konsensusu (PLN 61m). Negatywny wpływ na poziom marż operacyjnych miał rozwój nowych formatów: Kontigo, 1 minute, ABC na kółkach. Dodatkowo wyższe koszty wygenerował transport świeżych produktów, w tym owoców, warzyw oraz mięsa, który jest w fazie testów i obejmuje swoim zasięgiem 300 sklepów Delikatesy Centrum. Przy obecnej skali sprzedaż świeżych produktów jest nieopłacalny jednak spółka pracuje nad tym żeby zwiększyć skalę działalności na całą sieć DC.

**Obniżamy nasze prognozy EBITDA o 4.6% do PLN 485m w 2016p oraz o 5% do PLN 532m w 2017p.** Ze względu na wyższe koszty sprzedaży spowodowane dodatkowymi kosztami transportu świeżych towarów, presję na płace oraz wzrost płacy minimalnej od początku 2016r. obniżamy nasze prognozy EBITDA o 4.6% do PLN 485m w 2016p oraz 5% do PLN 532m w 2017p. Zakładamy, że wyższa marża segmentów Delikatesy Centrum i Eurocash Dystrybucja zostanie skonsumowana przez m.in. wyższe koszty płac oraz koszty rozwoju nowych segmentów, przez co marża EBITDA nie będzie rosta w kolejnych latach jak zakładaliśmy poprzednio.

**Wysoka premia do spółek porównywalnych.** Na naszych prognozach, które są nieznacznie poniżej konsensusu, Eurocash jest wyceniany przy mnożniku EV/EBITDA 14.1x na 2016p oraz 12.5x na 2017p, co stanowi 23% i 27% premię do spółek porównywalnych. Uważamy, że tak wysoka premia do spółek porównywalnych jest nieuzasadniona. Na podstawie wyceny metodami DCF oraz porównawczą wyznaczamy cenę docelową PLN 43/akcję.

**Tabela 1. Eurocash: Prognozy i wskaźniki wyceny (PLNm)**

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody (PLNm)	16,964	20,318	21,499	23,579	24,560
EBITDA (PLNm)	412	476	485	532	556
EBIT (PLNm)	287	325	326	357	374
Zysk netto (PLNm)	183	212	227	256	269
P/E (x)	35.2	30.3	28.4	25.2	23.9
EV/EBITDA(x)	17.8	14.0	14.1	12.5	11.7

Źródło: Spółka, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	43
Cena bieżąca (PLN)	46.3
Potencjał wzrostu/spadku	-7%
Poprzednia cena docelowa	50
Poprzednia rekomendacja	Redukuj
Min (52T)	37
Max (52T)	59.7
Liczba akcji (m)	139.1
Kapitalizacja (PLNm)	6442
Dług netto (2015, PLNm)	175
EV (PLNm)	6617
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	40

Akcjonariat	
Luis Amaral	43.7%
Pozostali	56.3%

### Opis spółki

Grupa Eurocash jest liderem w hurtowej dystrybucji szybko zbywalnych produktów spożywczych, alkoholi i wyrobów tytoniowych oraz chemii gospodarczej (FMCG). Na koniec 2015r. spółka posiadała 187 hurtowni Cash and Carry, 1076 sklepów w sieci franczyzowej Delikatesy Centrum oraz 4554 zrzeszonych sklepów w sieciach franczyzowych Groszek oraz Lewiatan.

### Eurocash vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Jakub Rafal**  
Analityk akcji  
(+48) 22 378 91 95  
Jakub.Rafal@vestor.pl



Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;

- i. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- ii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami Klienta i Vestor DM, w tym:
  - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
  - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów Klienta;
- iii. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz Klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego Klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- iv. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadkowego jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- v. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom Klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor DM korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (15% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (70% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (15% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wyceny wartości spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uważa się niewielką liczbę porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

- P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
- PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
- EPS - zysk na akcję
- P/BV – cena/wartość księgową
- BV – wartość księgową
- EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
- EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
- EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja
- EBIT - zysk operacyjny
- NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
- FCF - wolne przepływy pieniężne
- ROE – zwrot na kapitale własnym
- WACC - średni ważony koszt kapitału
- CAGR - średnioroczny wzrost
- CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
- COE – koszt kapitału własnego
- L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

- Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Akumuluj - rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.
- Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Time
Sfinks	2015-09-01	Piotr Raciborski	5.3	3.8	Brak	12M
DTP	2015-09-02	Michał Fidelus	6.4	4.5	Brak	12M
Impel	2015-09-03	Piotr Raciborski	41.0	29.3	Brak	12M
Vantage	2015-09-04	Marek Szymański	3.7	2.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-09-10	Piotr Nawrocki	337.0	260.0	Brak	12M
Pekabex	2015-09-10	Piotr Nawrocki	13.4	10.5	Kupuj	12M
Kredyt Inkaso	2015-09-11	Michał Fidelus	34.0	30.5	Neutralnie	12M
JHM	2015-09-11	Marek Szymański	2.5	1.7	Brak	12M
Polwax	2015-09-14	Wojciech Wozniak	26.1	16.4	Brak	12M
Marvipol	2015-09-17	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
Immobilie	2015-09-18	Piotr Raciborski	3.1	2.3	Brak	12M
Pharmena	2015-09-18	Beata Szparaga	20.0	18.7	Brak	12M
Polmed	2015-09-24	Michał Mordel	4.2	3.0	Brak	12M
Warimpex	2015-10-02	Marek Szymański	3.7	2.8	Brak	12M
Altus	2015-10-09	Michał Fidelus	12.6	10.7	Kupuj	12M
Quercus	2015-10-09	Michał Fidelus	6.6	6.5	Neutralnie	12M
Dom Development	2015-10-27	Marek Szymański	53.0	53.0	Neutralnie	12M
LC Corp	2015-10-27	Marek Szymański	2.5	1.9	Kupuj	12M
Robyg	2015-10-27	Marek Szymański	3.0	2.5	Kupuj	12M
PKO BP	2015-10-28	Michał Fidelus	30.0	29.5	Neutralnie	12M
Pekao	2015-10-28	Michał Fidelus	170.0	155.1	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-10-28	Michał Fidelus	302.0	318.0	Redukuj	12M
mBank	2015-10-28	Michał Fidelus	323.0	370.1	Sprzedaj	12M
ING	2015-10-28	Michał Fidelus	138.0	125.3	Akumuluj	12M
Handlowy	2015-10-28	Michał Fidelus	91.0	83.0	Akumuluj	12M
Millennium	2015-10-28	Michał Fidelus	6.3	6.2	Neutralnie	12M
Getin Noble	2015-10-28	Michał Fidelus	0.74	0.85	Sprzedaj	12M
Alior Bank	2015-10-28	Michał Fidelus	85.0	83.3	Neutralnie	12M

PKP Cargo	2015-11-02	Piotr Nawrocki	60.0	66.4	Redukuj	12M
KGHM	2015-11-04	Piotr Nawrocki	107.0	92.0	Kupuj	12M
Selvita	2015-11-04	Beata Szparaga	24.0	22.5	Brak	12M
AAT Holding	2015-11-06	Wojciech Wozniak	31.3	22.0	Kupuj	12M
Arteria	2015-11-10	Piotr Raciborski	23.3	14.9	Brak	12M
Alior Bank	2015-11-12	Michał Fidelus	83.0	75.5	Akumuluj	12M
Impel	2015-11-17	Piotr Raciborski	38.0	26.0	Brak	12M
DTP	2015-11-19	Michał Fidelus	6.4	4.2	Brak	12M
Polmed	2015-11-23	Michał Mordel	4.1	3.0	Brak	12M
PKN Orlen	2015-11-27	Beata Szparaga	83.0	68.9	Kupuj	12M
Lotos	2015-11-27	Beata Szparaga	34.0	28.9	Akumuluj	12M
Vigo	2015-12-04	Piotr Nawrocki	306.0	249.0	Brak	12M
Marvipol	2015-12-09	Marek Szymański	10.5	5.8	Brak	12M
PKO BP	2015-12-11	Michał Fidelus	28.6	25.8	Akumuluj	12M
BZWBK	2015-12-11	Michał Fidelus	288.0	268.7	Neutralnie	12M
mBank	2015-12-11	Michał Fidelus	318.0	313.3	Neutralnie	12M
Millennium	2015-12-11	Michał Fidelus	5.8	5.2	Kupuj	12M
Getin Noble	2015-12-11	Michał Fidelus	0.60	0.56	Neutralnie	12M
PGNIG	2015-12-16	Beata Szparaga	4.6	5.0	Redukuj	12M
Sfinks	2015-12-18	Piotr Raciborski	5.3	3.9	Brak	12M
The Farm 51	2015-12-21	Michał Mordel	17.9	12.7	Brak	12M
OT Logistics	2015-12-29	Piotr Nawrocki	275.0	166.0	Brak	12M
PKO BP	2016-01-11	Michał Fidelus	27.0	25.7	Neutralnie	12M
Pekao	2016-01-11	Michał Fidelus	148.0	133.5	Akumuluj	12M
BZWBK	2016-01-11	Michał Fidelus	269.0	260.1	Neutralnie	12M
mBank	2016-01-11	Michał Fidelus	302.0	295.8	Neutralnie	12M
ING	2016-01-11	Michał Fidelus	123.0	116.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-01-11	Michał Fidelus	74.0	67.6	Akumuluj	12M
Millennium	2016-01-11	Michał Fidelus	5.6	5.5	Neutralnie	12M
Getin Noble	2016-01-11	Michał Fidelus	0.60	0.57	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-01-11	Michał Fidelus	71.0	62.5	Kupuj	12M
KGHM	2016-01-12	Piotr Nawrocki	63.0	53.0	Akumuluj	12M
Vigo	2016-01-12	Piotr Nawrocki	279.0	229.0	Brak	12M
Serinus	2016-01-14	Beata Szparaga	2.6	1.6	Kupuj	12M
Pekabex	2016-01-14	Piotr Nawrocki	14.0	10.3	Kupuj	12M
KGHM	2016-02-08	Piotr Nawrocki	64.0	62.0	Neutralnie	12M
Handlowy	2016-02-09	Michał Fidelus	75.0	78.0	Redukuj	12M
Kredyt Inkaso	2016-02-16	Michał Fidelus	27.8	21.8	Kupuj	12M
PGNIG	2016-02-18	Beata Szparaga	4.4	5.2	Sprzedaj	12M
Sfinks	2016-03-01	Piotr Raciborski	5.0	4.3	Brak	12M
PGNIG	2016-03-07	Beata Szparaga	4.4	4.8	Redukuj	12M
Kruk	2016-03-08	Michał Fidelus	204.0	189.0	Neutralnie	12M
KGHM	2016-03-09	Piotr Nawrocki	68.0	73.0	Redukuj	12M
Selvita	2016-03-10	Beata Szparaga	26.0	21.2	Brak	12M
Bumeh	2016-03-16	Wojciech Wozniak	1.1	0.68	Brak	12M
mBank	2016-03-17	Michał Fidelus	317.0	354.0	Sprzedaj	12M
Polwax	2016-03-23	Wojciech Wozniak	26.1	17.6	Brak	12M
Impel	2016-03-31	Piotr Raciborski	32.5	27.8	Brak	12M
JHM	2016-03-31	Marek Szymański	2.3	1.2	Brak	12M
Vantage	2016-04-01	Marek Szymański	4.1	2.6	Brak	12M
K2 Internet	2016-04-01	Adam Siniarski	29.2	19.7	Brak	12M
Selvita	2016-04-04	Beata Szparaga	27.0	22.9	Brak	12M
Pekao	2016-04-06	Michał Fidelus	148.0	158.0	Redukuj	12M
Marvipol	2016-04-12	Marek Szymański	10.5	7.0	Brak	12M
PKO BP	2016-04-21	Michał Fidelus	28.0	26.3	Neutralnie	12M
Pekao	2016-04-21	Michał Fidelus	147.0	160.6	Redukuj	12M
BZWBK	2016-04-21	Michał Fidelus	304.0	288.0	Neutralnie	12M
mBank	2016-04-21	Michał Fidelus	316.0	331.7	Redukuj	12M
ING	2016-04-21	Michał Fidelus	135.0	121.8	Akumuluj	12M
Handlowy	2016-04-21	Michał Fidelus	73.0	82.1	Sprzedaj	12M
Millennium	2016-04-21	Michał Fidelus	5.3	5.5	Redukuj	12M
Getin Noble	2016-04-21	Michał Fidelus	0.58	0.54	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-04-21	Michał Fidelus	74.0	69.8	Neutralnie	12M
PKP Cargo	2016-04-21	Piotr Nawrocki	37.0	44.0	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-04-26	Beata Szparaga	76.0	70.0	Neutralnie	12M
Lotos	2016-04-26	Beata Szparaga	33.0	28.9	Akumuluj	12M
Soho Development	2016-04-27	Marek Szymański	3.0	1.4	Brak	12M
Archicom	2016-05-11	Marek Szymański	22.5	15.0	Brak	12M
Handlowy	2016-05-16	Michał Fidelus	73.0	72.0	Neutralnie	12M
Warimpex	2016-05-19	Marek Szymański	3.8	2.5	Brak	12M
OT Logistics	2016-05-22	Piotr Nawrocki	275.0	220.0	Brak	12M
Altus	2016-05-24	Michał Fidelus	17.3	14.0	Kupuj	12M
Mex Polska	2016-05-30	Piotr Raciborski	11.2	5.7	Brak	12M
Vigo	2016-06-01	Piotr Nawrocki	277.0	226.0	Brak	12M
Pekao	2016-06-14	Michał Fidelus	156.0	146.5	Neutralnie	12M
Marvipol	2016-06-16	Marek Szymański	10.5	6.9	Brak	12M
mBank	2016-06-24	Michał Fidelus	293.0	333.4	Sprzedaj	12M
PKP Cargo	2016-06-28	Piotr Nawrocki	36.0	33.0	Neutralnie	12M
Alior Bank	2016-06-30	Michał Fidelus	62.0	52.2	Kupuj	12M
The Farm 51	2016-07-08	Michał Mordel	13.8	12.5	Brak	12M
PGNIG	2016-07-20	Beata Szparaga	5.1	5.6	Redukuj	12M
PKN Orlen	2016-07-27	Beata Szparaga	72.0	65.7	Neutralnie	12M
LC Corp	2016-08-01	Marek Szymański	2.6	2.0	Kupuj	12M
Robyg	2016-08-01	Marek Szymański	3.7	2.9	Kupuj	12M
Dom Development	2016-08-01	Marek Szymański	59	54.0	Akumuluj	12M
mBank	2016-08-02	Michał Fidelus	293.0	310.8	Redukuj	12M
Mercator Medical	2016-08-02	Piotr Nawrocki	22.9	14.0	Brak	12M
ING BSK	2016-08-08	Michał Fidelus	142.0	139.9	Neutralnie	12M
Eurocash	2016-08-11	Jakub Rafał	50	54	Redukuj	12M
Quercus TFI	2016-08-18	Michał Fidelus	6.2	5.2	Kupuj	12M

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE