

Aparator SA

Bardziej konserwatywne założenia odnośnie dynamiki przychodów i marż w segmencie pomiarowym, jak również ujęcie w cash flow kar w związku z zakończeniem sporów w Rectorze skłoniły nas do rewizji prognoz finansowych na lata kolejne i dostosowania wyceny. W horyzoncie średnioterminowym wsparciem dla kursu powinien być buyback, z kolei w dłuższym okresie wysokie dyskonto w wycenie względem zachodnich spółek z branży może sprowokować wezwanie na akcje Aparatora. Obniżyliśmy naszą cenę docelową do 28,96 zł, zmieniając rekomendację na AKUMULUJ.

Brak zdarzeń jednorazowych w 2018 r. szansą na wzrost wyników

Zakładamy, że zakończenie trudnych tematów w Rectorze (ostateczne porozumienia do H1/2018) oraz restrukturyzacja Elkomtechu i Rectora (koszty ujęte w wynikach jeszcze w roku 2017) pozwoliły wejść w rok 2018 z „czystą kartą”. Tegoroczne wyniki powinny pokazać jedynie efekty bieżących zdarzeń biznesowych.

Segment wody i ciepła najbardziej perspektywiczny w obszarze opomiarowania

W segmencie pomiarowym oczekujemy spadku sprzedaży w 2018 r. (wygaszanie produkcji liczników indukcyjnych w Pafalu, zmiana warunków kontraktu w Metriksie, stabilizacja w segmencie opomiarowania wody) przy poprawie marżowości (lepszy mix produktowy).

Odbudowa zamówień w Elkomtechu i brak kosztów jednorazowych w obszarze sieci

W segmencie systemów sieciowych w 2018 r. prognozujemy wzrost sprzedaży (odbudowywanie popytu na rozwiązania informatyczne oferowane przez Elkomtech, dalsze stabilne wzrosty sprzedaży aparatury łączeniowej) przy wyższej marżowości (dźwignia operacyjna w ELK, restrukturyzacja kosztowa i produktowa w ELK i Rectorze). Wzrost EBITDA jest pochodną poprawy rentowności biznesu oraz ograniczeniu kosztów zarządu (gdzie ujęta była część jednorazowych obciążeń w 2017 r.).

Ryzyka w większości ujęte w wycenie

Po zakończeniu dwóch spornych spraw w Rectorze główne ryzyka dotyczą potencjalnego odpisu wartości udziałów w Rectorze. W naszych prognozach nie ujmowaliśmy odpisów na Rectora oraz innych (przyszłych) zdarzeń jednorazowych. Odpis ma charakter niegotówkowy i nie wpływa bezpośrednio na wycenę.

Prognoza zarządu realna choć niepewność duża

Biorąc pod uwagę szacunki NS, oficjalną prognozę zarządu Aparatora (65-70 mln zł zysku netto przy 850-880 mln zł przychodów) oceniamy jako realną. Niemniej ryzyko jej niezrealizowania utrzymywało będzie się do samego końca, gdyż Elkomtech gros swoich przychodów realizuje w Q4. Ponadto w ostatnich latach spółka miała trudności z wykonaniem swoich planów finansowych.

Wartość akcji Aparatora oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (25,65 zł) oraz porównawczą (23,48/50,12 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 28,96 zł. Rekomendacja AKUMULUJ.

mln zł	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	769	869	883	857	855	876
EBITDA	111	109	102	134	137	141
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	60	59	43	67	69	71
zysk netto powtarzalny	60	59	66	67	69	71
EPS	2,03	1,99	2,25	2,27	2,33	2,42
DPS	1,00	1,10	1,20	1,21	1,25	1,29
P/E (x)	12,8	13,1	11,6	11,5	11,1	10,7
EV/EBITDA (x)	8,6	9,1	9,4	6,4	6,0	5,6

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities; wskaźniki liczone dla liczby akcji pomniejszonej o akcje własne

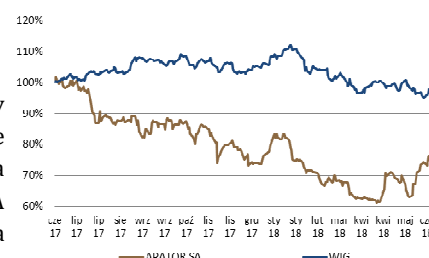
Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 12.06.2018 o godz. 9:15. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 12.06.2018 o godz. 9:30.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

AKUMULUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	26,00 zł
Cena docelowa (9M)	28,96 zł
Potencjał wzrostu	11%
Kapitalizacja	861 mln zł
Free float	62,9%
Śr. wolumen 6M	12 476



PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku aparatury pomiarowej w Polsce.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Aparator Mining	10,87%
M. Lewicki	6,45%
T. Sosgórnik	5,74%
D. Guzowska	4,59%
Z. Jaworski	4,14%
J. Marzygliński	2,80%
K. i Z. Piotrowscy	2,52%
Pozostali	62,88%

Michał Sztabler

Analitik akcji

michal.sztabler@noblescurities.pl

+48 22 213 22 36

REKOMENDACJA

OBJAŚNIENIE 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.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Stalprodukt S.A. dotyczących świadczenia usług maklerskich

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

REKOMENDACJA

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 znajdować 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

Analityk sporządzający Rekomendację: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 12.06.2018 godz. 9:15. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 12.06.2018 godz. 9:30

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje/aktualizacje dotyczące Aparator SA					
Rekomendacja/aktualizacja	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
Data wydania	07.10.2014	25.08.2015	05.01.2016	05.01.2017	04.12.2017
Kurs z dnia rekomendacji	37,5	30,1	30,6	29,7	28,0
Cena docelowa	40,2	35,0	33,1	31,7	31,8
WIG w dniu rekomendacji	53 770,98	49 372,33	49 434,43	52 750,26	62 350,23

REKOMENDACJA

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)
Wielton	Akumuluj	16,2	13,8	13,3	22%	30.05.2018	9M	Michał Sztabler
Stalprodukt	Kupuj	599,0	477,5	462,0	30%	22.05.2018	9M	Dawid Radzyński
Pfleiderer Group	Kupuj	47,7	36,5	37,0	29%	19.04.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	90,3	91,9	100,1	-10%	16.04.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	177,0	128,0	118,0	50%	12.04.2018	9M	Michał Sztabler
Amrest Holdings	Trzymaj	430,0	456,0	445,0	-3%	22.03.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Trzymaj	23,2	22,0	23,7	-2%	05.03.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	14,6	12,8	11,5	27%	02.03.2018	nd	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	121,0	100,0	51,0	137%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Bogdanka	Trzymaj	71,5	68,8	53,0	35%	08.01.2018	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	182,1	206,4	144,0	26%	20.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Redukuj	45,2	55,8	44,8	1%	12.12.2017	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	37,5	27,6			04.12.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Kupuj	33,8	28,0	26,0	30%	04.12.2017	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	83,5	86,5	71,2	17%	27.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	70,0	67,3			21.11.2017	9M	Krzysztof Radojewski
Trakcja PRKiI	Trzymaj	8,5	8,1	3,4	149%	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
Amrest Holdings	Trzymaj	348,1	359,1			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
Budimex	Trzymaj	224,8	229,5			13.06.2017	9M	Krzysztof Radojewski

(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