

2/2019/GPW (81) 21 lipca, 2019

Ferro

W oczekiwaniu



Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Ferro

Opinia inwestycyjna

Wyceniliśmy Spółkę dwiema metodami DCF FCFF i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E dla spółek z sektora materiałów budowlanych uzyskując średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 17,1 zł na akcję. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej Trzymaj i krótkoterminowej relatywnej Neutralnie. O ile nasza wycena akcji Ferro jest znacząco powyżej kursu rynkowego, a Spółka jest beneficjentem dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym w Europie, to należy pamiętać, że w latach 2019 i 2020 jej wyniki obciążą realizacja przyjętej strategii.

Ferro zajmuje się produkcją oraz sprzedażą armatury sanitarnej i instalacyjnej, elementów instalacji grzewczych i armatury przepływowej pod własnymi markami oraz pod markami odbiorców Grupy. Spółka obecna jest w ponad 30 krajach Europy, a sprzedaż zagraniczna, głównie na terenie Europy Środkowo-Wschodniej, stanowi ponad 60% jej przychodów. Spółka zaopatruje zarówno hurtownie, jak i sieci DIY. Produkcja realizowana jest w Czechach, a import towarów pochodzi głównie z Chin.

Poprawę wyników Spółki powinna przyspieszyć realizacja strategii, ogłoszonej w marcu br., podporządkowanej: (i) wzrostowi organicznemu, (ii) wprowadzaniu na rynek nowych produktów oraz poszerzaniu kanałów dystrybucji, (iii) ekspansji geograficznej oraz (iv) projektom akwizycyjnym. Wskazane działania bez uwzględnienia potencjalnych fuzji i przejęć, według szacunków Spółki, powinny pozwolić na osiągnięcie 700 mln zł przychodów i ponad 90 mln zł EBITDA w 2023 roku.

Poszerzenie oferty asortymentowej i poprawa jej dostępności będą powodowały wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Wydatki inwestycyjne nie powinny przekraczać 10 mln zł średniorocznie do

2/2019/GPW (81) 21 lipca, 2019

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA,
Marcin Sielicki

Sektor: Materiały budowlane

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (–)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (–)

Kurs: 13,70 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 17,10 zł (–)

Kapitalizacja: 77 mln US\$

Bloomberg: FRO PW

Średni obrót dzienny: 0,02 mln US\$

12M przedział kursowy: 11,90-15,20 zł

Free float: 31%

Skorygowane zyski

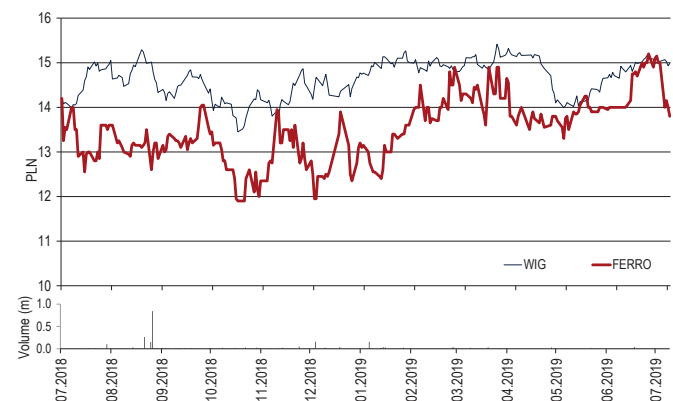
Rozliczenie podatku dochodowego.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	405,6	434,0	464,3	496,8
EBITDA	mln zł	57,3	55,3	56,9	63,3
EBIT	mln zł	53,6	50,4	50,9	56,3
Zysk netto	mln zł	37,7	37,8	38,3	42,6
Skor. zysk netto	mln zł	38,6	37,8	38,3	42,6
Skor. EPS	zł	1,8	1,8	1,8	2,0
Skor. zmiana EPS r/r	%	-3	-2	1	11
Dług netto	mln zł	91,6	89,8	104,6	101,2
P/E	x	7,7	7,7	7,6	6,8
Skor. P/E	x	7,5	7,7	7,6	6,8
EV/EBITDA	x	6,7	6,9	7,0	6,2
EV/EBIT	x	7,1	7,6	7,8	7,0
DPS	zł	0,35	1,12	1,12	1,14
Stopa dywidendy brutto	%	2,6	8,2	8,2	8,3
Liczba akcji na koniec okresu	mln	21,2	21,2	21,2	21,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 1 półrocze 2019: 17 września
2. Publikacja wyników za 3 kwartał 2019: 18 listopada

2023. Polityka dywidendowa przyjęta przez Spółkę i zakładająca wypłatę dywidendy w wysokości nie mniejszej niż 50% zysku netto Ferro SA przy maksymalnym wskaźniku dług netto/EBITDA Grupy na poziomie 2,5, wydaje się być realna.

Czynniki ryzyka

1. Spowolnienie gospodarcze (wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego na kluczowych rynkach Spółki przekładające się na spadek popytu, a w konsekwencji wpływające negatywnie na wynik finansowy)
2. Spadek popytu na nowe mieszkania (około 25% popytu na asortyment Spółki determinowane jest nowymi inwestycjami mieszkaniowymi)
3. Obniżenie częstotliwości przeprowadzania remontów (popyt odtworzeniowy generuje około 75% popytu na produkty/towary Spółki)
4. Wysokie ceny materiałów budowlanych (spadek popytu na materiały wykończeniowe)
5. Niedobór siły roboczej (ekspansja rynkowa wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
6. Presja na wynagrodzenia
7. Wysokie/wahające się ceny surowców, głównie miedzi i cynku
8. Niekorzystne/zmienne kursy walut (38%/25% przychodu generowane w PLN/CZK; 90%/10% kosztów dostaw zagranicznych w US\$/EUR; ryzyko kursowe materializujące się przy słabnących PLN i CZK wobec US\$ i EUR)
9. Wprowadzanie marek własnych przez sieci handlowe (około 33% obrotu Spółki za pośrednictwem sieci wielkopowierzchniowych)
10. Brak interesujących celów akwizycyjnych / wysokie wyceny

Katalizatory

1. Utrzymujący się popyt na nowe mieszkania (przesunięcie czasowe między budową, a wykończeniem)
2. Rozwój rynku remontowego (wprowadzanie elementów modowych, wzrost częstotliwości remontów)
3. Ekspansja na rynkach europejskich
4. Wzmocnienie udziału na istniejących rynkach
5. Wprowadzanie nowych produktów (poszerzanie obecnej oferty asortymentowej)
6. Repozycjonowanie marek własnych (nowe marki w wyższym segmencie cenowym)
7. Korzystne / stabilne kursy walut
8. Korzystne / stabilne ceny surowców
9. Promowanie marki (intensyfikowanie aktywności w kanale internetowym)
10. Potencjalne, korzystne z punktu widzenia rozwoju Grupy, akwizycje

Przewagi konkurencyjne

1. Rozbudowany asortyment
2. Dywersyfikacja geograficzna
3. Parametry jakościowe oferowanych produktów potwierdzone certyfikatami
4. Własny zakład produkcyjny w Znojmo

1. Wycena

- ▲ Średnia z wyceny porównawczej i wyceny metodą DCF FCFF implikuje 17,1 zł na akcję Spółki w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ Na podstawie wyceny porównawczej szacujemy wartość akcji na 11-20 zł, z wartością średnią na poziomie 16 zł na akcję.
- ▲ W horyzoncie 12 miesięcy wycena metodą DCF FCFF implikuje przedział 16-22 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 19 na akcję Spółki.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E zarówno krajowych, jak i zagranicznych spółek reprezentujących sektor materiałów budowlanych.

DCF FCFF

Do konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,2, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 5%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 16-22 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 19 zł.

Tabela 1. Ferro; Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Koszt kapitału własnego						
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3
Wymagana stopa zwrotu	11,6%	11,6%	11,4%	11,4%	11,3%	11,1%
Koszt długu						
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)						
Udział kapitału akcyjnego	72%	74%	75%	76%	76%	79%
Udział długu	28%	26%	25%	24%	24%	21%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,4%	11,4%	11,3%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,4%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Prognozy finansowe (mln zł)						
Sprzedaż	464,3	496,8	521,7	547,8	575,2	592,4
EBIT	50,9	56,3	61,1	62,5	65,1	66,2
EBIT (1 - t)	41,2	45,6	49,5	50,7	52,7	53,6
Amortyzacja	6,0	7,0	7,2	8,3	9,3	10,3
Zmiana kapitału pracującego	-24,5	-12,4	-9,5	-10,0	-10,5	-6,6
Wydatki inwestycyjne	-10,9	-10,2	-10,6	-10,2	-10,8	-11,2
FCFF	11,8	29,9	36,7	38,7	40,7	46,2

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Ferro; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,5%
Wartość rezydualna	548,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	335,1
Bieżąca wartość FCFF	151,1
Wartość firmy	486,2
Zadłużenie netto	89,8
Wartość kapitału akcyjnego	396
Liczba akcji (m)	21,2
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	18,7

Źródło: DM BOŚ SA
Tabela 3. Ferro; Wrażliwość wyceny na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%
0,0%	17,5	17,2	16,9	16,6	16,3
0,5%	18,4	18,0	17,7	17,4	17,1
1,0%	19,4	19,0	18,7	18,3	17,9
1,5%	20,6	20,2	19,7	19,3	18,9
2,0%	21,9	21,4	20,9	20,5	20,0

Źródło: DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor materiałów budowlanych. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E na lata 2019, 2020, 2021. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 11-20 zł, z wartością średnią na poziomie 16 zł na akcję.

Tabela 4. Ferro; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Villeroy & Boch Ag-Pref	11,0	10,5	10,0	3,0	2,9	2,8	4,2	4,0	3,7
Fortune Brands Home & Securi	15,0	13,7	13,0	10,2	9,3	n.a.	12,2	10,9	n.a.
Masco	14,6	13,4	12,0	9,5	8,7	7,9	10,7	9,7	8,7
Nilfisk Holding	11,1	11,2	10,0	9,1	7,4	5,9	16,9	13,0	10,0
Tarkett	13,8	11,5	10,1	6,9	6,2	5,7	13,3	11,3	10,2
Vatti Corporation	12,9	11,0	9,5	8,5	7,2	6,3	9,5	8,1	6,7
Nichiha	11,6	10,4	10,6	5,3	5,7	5,8	7,3	7,8	8,2
Norcros	7,0	6,2	5,9	5,0	4,7	4,2	6,7	6,5	5,7
Vestel Beyaz Esya Sanayi	4,9	4,1	3,6	3,4	3,5	3,3	4,2	4,3	4,1
Decora	11,7	10,9	10,6	8,2	7,6	7,4	10,7	10,0	9,7
Mercor	7,6	5,5	4,5	5,9	4,6	3,8	8,4	6,1	4,8
Lena Lighting	9,9	9,0	8,7	6,0	5,5	5,2	8,4	7,4	7,0
Median	11,3	10,7	10,0	6,4	5,9	5,7	9,0	7,9	7,0
Ferro	7,7	7,6	6,8	6,9	7,0	6,2	7,6	7,8	7,0
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	20,2	19,3	20,1	12,5	11,0	12,2	17,0	14,1	13,8
Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	15,6								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 17,1 zł na akcję Spółki.

2. Model biznesowy i strategia

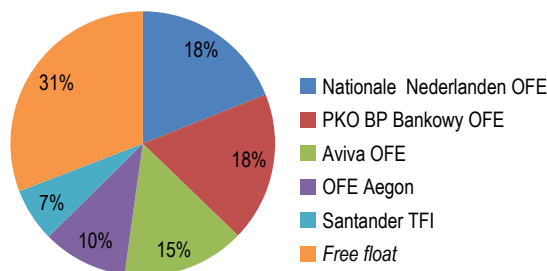
- ▶ Grupa jest kontrolowana przez akcjonariuszy finansowych.
- ▶ Grupa prowadzi działalność w zakresie produkcji i sprzedaży armatury sanitarnej, instalacyjnej i techniki grzewczej posiadając zakład produkcyjny w Znojmo w Czechach. Około 60% przychodów Spółki jest generowanych poza Polską.
- ▶ Strategia Grupy zakłada zarówno rozwój organiczny, jak i poprzez akwizycje. Wzrost przychodów powinien być stymulowany poszerzaniem asortymentu, a także kanałów dystrybucji. Kontrola kosztów powinna być zapewniona dzięki centralizacji wielu procesów w ramach Grupy, na przykład zakupów, logistyki, HR.
- ▶ Według Zarządu Grupy realizacja strategii powinna pozwolić osiągnąć przychody na poziomie 700 mln zł oraz EBITDA przekraczającą 90 mln zł w 2023 roku. Będzie to okupione wydatkami inwestycyjnymi nie przekraczającymi 10 mln zł średniorocznie do 2023. Spodziewamy się wzrostu kapitału obrotowego, z uwagi na planowane poszerzenie asortymentu i zwiększenie dostępności.

2.1. Akcjonariat i struktura Grupy

Akcjonariusze finansowi

PKO BP Bankowy OFE, NN OFE, Aviva OFE, Aegon OFE oraz Santander TFI posiadają odpowiednio 18%, 18%, 15%, 10% i 7% akcji Spółki. Członkowie Zarządu – Aneta Raczek i Zbigniew Gonsior – posiadają pakiety akcji nieprzekraczające 1% kapitału. Udział akcji w wolnym obrocie wynosi blisko 31%.

Wykres 1. Ferro; Akcjonariat (akcje i głosy)



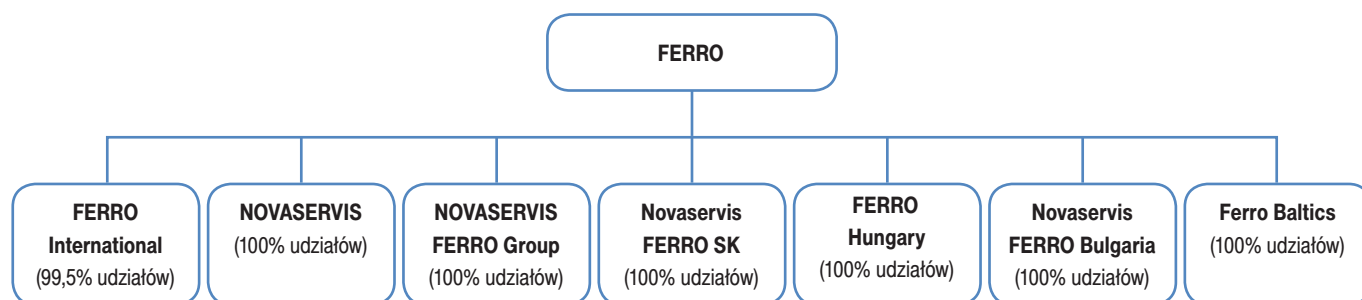
Źródło: Spółka

Produkcja w Czechach

W skład grupy kapitałowej Ferro wchodzi:

- FERRO International zajmujące się dystrybucją na rynkach eksportowych,
- NOVASERVIS odpowiedzialne za produkcję i sprzedaż na terenie Czech i Słowacji,
- NOVASERVIS FERRO Group odpowiedzialne za dystrybucję na terenie Rumunii,
- Novaservis FERRO SK odpowiedzialne za dystrybucję na terenie Słowacji,
- FERRO Hungary odpowiedzialne za dystrybucję na terenie Węgier,
- Novaservis FERRO Bulgaria odpowiedzialne za dystrybucję na terenie Bułgarii,
- Ferro Baltics odpowiedzialne za dystrybucję na terytorium krajów bałtyckich.

Wykres 2. Ferro; Grupa kapitałowa



Źródło: Spółka

2.2. Model biznesowy

Asortyment oraz marki...

Grupa zajmuje się produkcją oraz sprzedażą armatury sanitarnej i instalacyjnej (baterie, natryski, akcesoria łazienkowe) pod własnymi markami Ferro, Novaservis, Metalia i Titania oraz elementów instalacji grzewczych tj. grzejników stalowych i głowic termostatycznych do grzejników, wymienników płytowych, złączek mosiężnych, systemów rozdzielaczy oraz pomp pod marką Ferro. Elementy armatury przepływowej, tj. zawory wodne i gazowe, głowice termostatyczne, łączniki, przyłącza elastyczne oraz akcesoria do grzejników są znakowane marką Ferro. Grupa sprzedaje także pod markami swoich odbiorców, co jest nieco mniej rentowne niż sprzedaż pod własnymi markami.

Tabela 5. Ferro; Segmenty produktów Spółki i jej marki

Armatura sanitarna i instalacyjna	Instalacje grzewcze	Armatura przepływowa
Ferro	Ferro	Ferro
Metalia		
Titania		
Novaservis		

Źródło: Spółka

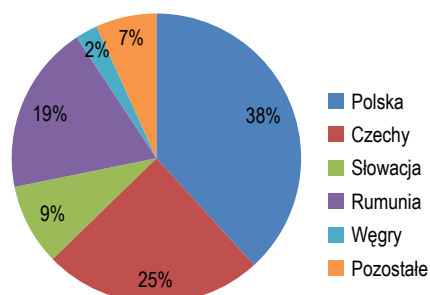
...dwa główne segmenty

Grupa wyodrębnia dwa główne segmenty w ramach swojej działalności: baterie i akcesoria oraz armaturę instalacyjną. Kategoria „pozostałe segmenty” obejmuje marki własne odbiorców Grupy, grzejniki i inne produkty techniki grzewczej Weberman oraz pozostałe.

Popyt pierwotny/ wtórny

Popyt na produkty/towary Spółki jest pochodną rozwoju rynku mieszkaniowego w regionie. W segmencie sanitarnym popyt niemal w równych wielkościach jest popytem odtworzeniowym i pierwotnym. W pozostałym asortymencie szacuje się, że 75% popytu wynika z remontów, a 25% z nowych inwestycji mieszkaniowych. Popyt pierwotny jest przesunięty w czasie w stosunku do budowy mieszkań o około rok – dwa lata. Pozytywnym dla Spółki czynnikiem jest skracanie cykli remontowych i cykli żywotności produktów. Obecnie wymiana akcesoriów nie jest dużym wydatkiem i często związana jest z dekoracją wnętrza i uzależniona od bieżącej mody.

Wykres 3. Ferro; Sprzedaż w 2018 roku



Źródło: Spółka

Główne rynki

Produkty Grupy są sprzedawane głównie w Europie Środkowo – Wschodniej, jednak oferta jest dostępna w ponad 30 krajach Europy. Sprzedaż zagraniczna stanowi ponad 60% przychodów Spółki. W krajach, gdzie Spółka nie ma magazynów/produkcji, prowadzi sprzedaż poprzez podmioty dystrybucyjne i biura handlowe. Początkowo Spółka eksportuje na nowy rynek, po poznaniu go decyduje o modelu działania. Często otwiera spółkę handlową, co zwykle umożliwia lepszą penetrację rynku lokalnego.

Udziały rynkowe

Na rynku polskim Spółka plasuje się na drugiej pozycji pod względem wolumenu sprzedaży mając około 25% udziału w rynku. Rynek krajowy jest rynkiem dojrzałym, silnie rozdrobnionym i wysoce konkurencyjnym. W Czechach i na Słowacji Grupa jest liderem odpowiednio z ponad 50% i 30% udziałem w rynku baterii i akcesoriów. Rynki te są ustabilizowane z wysokim udziałem marek własnych w marketach DIY i bezpośredniej dystrybucji w Czechach. W Rumunii Spółka jest również na pozycji bliskiej lidera rynkowego z ponad 30% udziałem rynkowym w segmencie baterii. Rynek rumuński jest w fazie silnego wzrostu, wysoki jest udział importu bezpośredniego z Chin (słaba jakość, niskie ceny, brak atestów), jednak świadomość jakości rośnie wśród klientów.

Spółka działa także aktywnie na rynku węgierskim charakteryzującym się dynamicznym wzrostem i wyraźną segmentacją klientów (duży segment ekonomiczny z markami własnymi, ale także silny popyt na produkty wysokiej jakości) mając już zauważalną pozycję w poszczególnych segmentach. Rynek bułgarski cechuje dość duża niestabilność, a kluczowym czynnikiem jest szybkość dostawy, co powoduje silną lokalizację produkcji. Podobnie wyglądają kraje bałkańskie, gdzie jest wiele lokalnych marek działających w segmencie ekonomicznym.

Dość obiecująco z perspektywy Spółki wyglądają kraje bałtyckie – dość niewielkie, jednak o wysokiej świadomości jakości i konieczności oferowania obsługi posprzedażowej. Produkty polskie oraz czeskie mają tu dość wysoką reputację. Ponadto kraje bałtyckie mogą stać się przyczółkiem do rozwoju sprzedaży w Rosji i na Białorusi. W tych krajach jest jednak dość duża konkurencja, zwłaszcza w segmencie ekonomicznym, a dotychczasowa działalność Ferro, z uwagi na ryzyko, ograniczona. Od lutego br. kraje bałtyckie są obsługiwane przez Ferro Baltic.

Kanały dystrybucji

Ferro dystrybuje swoje produkty dwoma kanałami: tradycyjnym (głównie hurtownie) oraz nowoczesnym (sieci specjalistycznych sklepów wielkopowierzchniowych). Kanał tradycyjny opiera się na współpracy z punktami sprzedaży hurtowej, sieciami hurtowni, grupami zakupowymi oraz hurtowniami na terenie całego kraju. Więksi odbiorcy hurtowi stanowią źródło zaopatrzenia dla mniejszych hurtowni.

i sklepów detalicznych. Kanał nowoczesny bazuje na sprzedaży produktów za pomocą specjalistycznych sklepów wielkopowierzchniowych (m.in. Leroy Merlin, Castorama). Nie ma dużej różnicy w rentowności pomiędzy poszczególnymi kanałami sprzedażowymi. Grupa wspiera sprzedaż internetową współpracując z instalatorami i hurtownikami. Ferro organizuje akcje promocyjne wspierając własną markę.

W Polsce kanał tradycyjny to około 70% rynku, 30% stanowią markety budowlane. W Czechach struktura rynku jest podobna. W Rumunii rynek jest podzielony między kanał tradycyjny i nowoczesny niemal po równo.

Spółka zwykle zawiera długoterminowe kontrakty z klientami. Od cen katalogowych, o których zmianie Spółka musi informować z miesięcznym wyprzedzeniem, oferowane są upusty (księgowane na bieżąco upusty obniżają wartość sprzedaży).

**Produkcja
i logistyka**

Ferro zaopatruje się u producentów w Chinach, Turcji, Polsce oraz we Włoszech. Część sprzedaży pochodzi z własnej produkcji realizowanej w Znojmo w Czechach poprzez spółkę Novaservis. W Skawinie, gdzie mieści się siedziba jednostki dominującej, znajduje się centrum magazynowe, logistyczne oraz montownia. Spółka ma dwa centra logistyczne – w Znojmo (Czechy) i Skawinie (Polska).

**Miedź, cynk,
PLN/US\$**

Głównym komponentem produktów Spółki jest mosiądz, a walutą zakupów US\$. Spółka zamawia towary płacąc za nie po około 1-3 miesiącach, okres dostawy trwa około miesiąc, a po kolejnych 3-4 miesiącach są one sprzedawane. Wystawia to Spółkę na ryzyko walutowe, a także ceny miedzi i cynku na giełdzie w Szanghaju. Spółka nie stosuje zabezpieczeń (PLN/EUR jest naturalnie zabezpieczone; występuje ekspozycja na US\$). Jednak należy zwrócić uwagę, że często ceny miedzi i US\$ są ujemnie skorelowane. Ponadto podobna sytuacja dotyczy wszystkich podmiotów branży (powszechnie nie są stosowane zabezpieczenia), co daje sporą elastyczność w dopasowywaniu cen oferty asortymentowej do kursów surowców/walut. Spółka jest w stanie regulować poziom cen poprzez upusty. Najbardziej niebezpieczne dla wyników finansowych Spółki są gwałtowne i nieprzewidywalne zmiany kursów.

2.3. Strategia

Dotychczasowy rozwój Spółki bazował na czterech elementach: (i) równomiernego w obu kanałach dystrybucji rozwoju organicznego, (ii) niskiego kosztu, (iii) wchodzenia na nowe rynki poprzez kopiowanie obecnych modeli sprzedażowych oraz (iv) wysokiej niezależności funkcjonowania podmiotów polskiego i czeskiego.

Nowa strategia Grupy, przyjęta w marcu br. na lata 2019-2023, opiera się na czterech głównych filarach: (i) integracji i optymalizacji, (ii) ekoświadomości i innowacji, (iii) szybkości i elastyczności, (iv) wprowadzania nowych kanałów dystrybucji oraz produktów.

**Integracja
i optymalizacja**

Integracja i optymalizacja ma na celu konsolidację funkcji centralnych w ramach Grupy poprzez integrację procesów zewnętrznych i wewnętrznych, agregację baz danych oraz wdrożenie spójnego systemu zarządzania zasobami ludzkimi. Powinno to umożliwić budowę organizacji zorientowanej na klienta. Implementacja działań w tym kierunku powinna wygenerować w latach 2019-2023 skumulowany przychód w kwocie 5-6 mln zł.

Ekoświadomość i innowacje

Ekoświadomość i innowacje to filar strategii umożliwiający wprowadzenie kompleksowych rozwiązań polegających na stworzeniu oferty systemowej oraz wprowadzeniu do sprzedaży rozwiązań związanych z ekonomicznym zużyciem wody i energii. Spółka pracuje nad poszerzeniem oferty w wyższym segmencie cenowym, oferowaniem usług kierowanych do pracowni architektonicznych. W latach 2019-2023 powinno to umożliwić skumulowany wzrost przychodów o 55-60 mln zł. Wdrożenie nowych produktów to długotrwały proces, więc efekty powinny pojawić się raczej po 2020 roku.

Szybko i elastycznie

Hasło „szybko i elastycznie” oznacza wsparcie rozwoju *e-commerce*, optymalizację i integrację łańcucha dostaw, intensyfikację ekspansji rynkowej oraz wzmocnienie udziałów rynkowych. Spółka zamierza poprawić dostępność i kompletność oferty zwiększając szybkość dostaw i szerokość asortymentu (uzupełnienie oferty łazienkowej). Ponadto chce skupić się na zwiększeniu rozpoznawalności własnej marki. Szacunkowy wpływ na przychody (nie uwzględniając ewentualnych akwizycji) w latach 2019-2023 to przyrost o skumulowane 160-180 mln zł. Ten element strategii będzie, w naszej opinii, wymagał wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy.

W tym obszarze rozpatrywane są potencjalne projekty akwizycyjne. Jednak pojawiają się tu dwa aspekty warte uwagi, mianowicie ograniczona podaż podmiotów mogących być przedmiotem transakcji, a ponadto wycena potencjalnego celu akwizycyjnego mogąca na pierwszy rzut oka nie wydawać się na zbyt atrakcyjną (w odniesieniu do wyceny podmiotu nabywanego). Akwirując Spółka będzie chciała (i) poszerzyć lub wzmocnić swoją ofertę asortymentową, (ii) wejść na nowe rynki geograficzne lub wzmocnić pozycję na obecnych rynkach.

Wprowadzenie nowych kanałów dystrybucji oraz produktów

Wprowadzenie nowych kanałów dystrybucji oraz produktów ma się odbyć poprzez realizację projektów w zakresie segmentacji oferty i repozycjonowania marek, pozyskanie nowych odbiorców B2B oraz wprowadzenie usług okołosprzedażowych i asortymentu uzupełniającego. Spółka pragnie umocnić swoją pozycję w segmencie inwestycyjnym (realizowane są programy pilotażowe). Szacunkowy wpływ na przychody w latach 2019-2023 to przyrost o skumulowane 170-190 mln zł.

Potencjalny wpływ strategii na wyniki finansowe

Zarząd Spółki oczekuje, że zrealizowanie powyższych inicjatyw pozwoli na osiągnięcie w 2023 roku przychodów na poziomie 700 mln zł oraz wyniku EBITDA przekraczającego 90 mln zł. Plan inwestycyjny związany z realizacją strategii zakłada średnioroczne wydatki na poziomie 10 mln zł w latach 2018-2023 oraz wartość wskaźnika długu netto do EBITDA Grupy nieprzekraczającego 2,5. Powyższe założenia nie uwzględniają wpływu ewentualnych projektów akwizycyjnych. W ramach omawianej strategii Zarząd zaproponował politykę dywidendową zakładającą rekomendowanie wypłaty dywidendy w wysokości nie mniejszej niż 50% zysku netto Spółki przy osiągnięciu maksymalnej relacji długu netto do EBITDA Grupy na poziomie 2,5. Poszerzenie oferty asortymentowej i poprawa dostępności będą oznaczały, w naszej opinii, zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Należy zwrócić uwagę, że 2019-2020 to lata implementacji strategii, więc można spodziewać się większej kumulacji po stronie kosztowej. Okres szybszego wzrostu to lata 2021-2023.

Pozycjonowanie marek Grupy

W ramach strategii Grupa planuje wzmocnienie pozycjonowania marek. Marka Ferro docelowo ma być pozycjonowana wyżej niż obecnie (produkt ekonomiczny) – w segmencie *value for money*. Możliwe jest również wprowadzenie kolejnej marki. Natomiast w przypadku marek Titania oraz Metalia celem jest umocnienie pozycji na dotychczasowych rynkach (czeskim oraz słowackim), a także ekspansja na rynku krajów bałtyckich.

Tabela 6. Ferro; Wpływ strategii na wyniki

	Cele finansowe strategii
Przychody	700 mln zł w 2023 roku
EBITDA	>90 mln zł w 2023 roku
Wydatki inwestycyjne	10 mln zł średniorocznie w latach 2019-2023
DN/EBITDA	<2,5x w latach 2019-2023
Dywidenda	>50% ZN Ferro S.A. w latach 2019-2023

Źródło: Spółka

3. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ Na wyniki Grupy wpływają: (i) wolumeny sprzedaży w poszczególnych segmentach, (ii) marżowość segmentów zależna od polityki cenowej, skali zamówień i momentów zatowarowania, (iii) ceny surowców – miedzi i cynku oraz (iv) różnice kursowe wynikające ze zmian kursów walut (US\$, CZK, RON).
- ▲ Wyniki Spółki powinny być wspierane: (i) korzystną sytuacją na rynkach mieszkaniowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, (ii) wzmacnianiem udziałów rynkowych, (iii) ekspansją w krajach bałtyckich, (iv) wprowadzaniem nowych produktów, (v) poszerzaniem kanałów dystrybucji.
- ▲ O ile realizacja strategii powinna przełożyć się pozytywnie na wyniki w latach 2021-2023, to w latach 2019-2020 będą skumulowane koszty jej implementacji. Spodziewamy się też, że rozszerzenie zakresu asortymentowego, a przede wszystkim poprawa dostępności towarów pociągną za sobą wyższe nakłady na kapitał obrotowy.

3.1. Przychody

Przychody Grupy poprawiły się o 11% r/r w 2018 roku dzięki wzrostowi sprzedaży zarówno w segmencie baterii i akcesoriów (+7% r/r), jak i w segmencie armatury instalacyjnej (+13% r/r). Wzmocnienie pozycji Grupy na głównych rynkach pozwoliło na osiągnięcie solidnych dynamik przychodów: 19% r/r w Rumunii, 11% r/r na Słowacji, 9% r/r w Polsce, 8% r/r w Czechach i 37% r/r na Węgrzech.

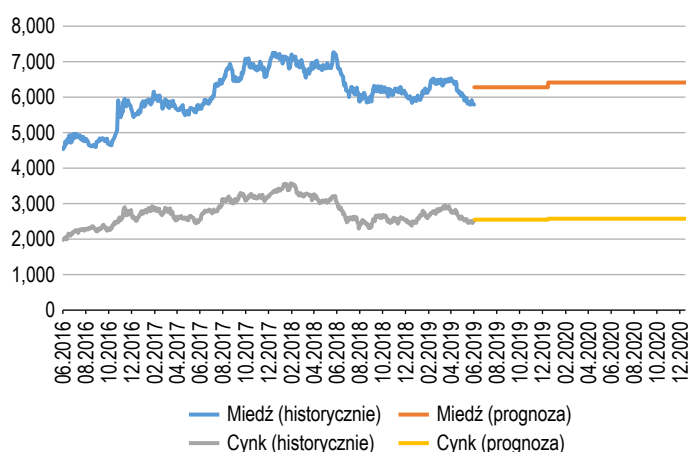
Poszerzenie oferty asortymentowej i kanałów dystrybucji oraz ekspansja geograficzna

Prognozy finansowe uwzględniają: (i) ekspansję geograficzną, (ii) poszerzenie oferty produktów, (iii) wzmocnienie udziałów rynkowych, (iv) segmentację oferty i repozycjonowanie marek, natomiast nie uwzględniają akwizycji. Wzrost przychodów Spółki prognozujemy na 7%/7% r/r w latach 2019/2020, do prawie 550 mln zł w 2023, poniżej oczekiwań Zarządu.

3.2. Rentowność

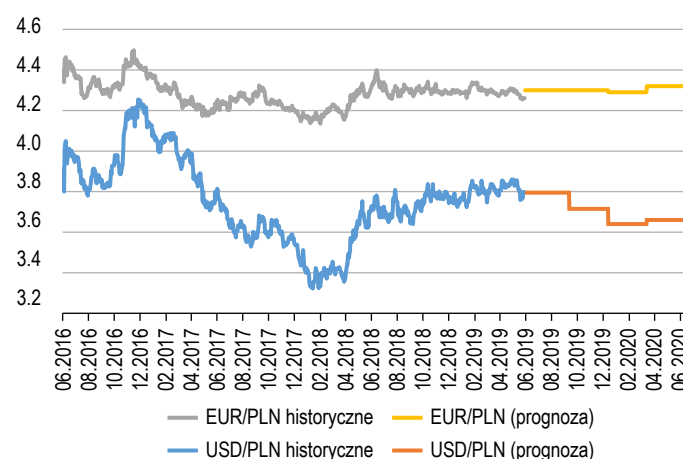
Rentowność Grupy Ferro determinują (i) ceny sprzedaży, (ii) ceny zakupu towarów/koszty produkcji (formuły cenowe dostaw towarów z Chin są oparte na notowaniach miedzi i cynku (mosiądzu) na giełdzie w Szanghaju), (iii) koszty pracownicze. Koszty surowców, zakupu towarów oraz transportu są denominowane głównie w US\$, w mniejszym stopniu w EUR (90%/10% kosztów zakupów zagranicznych materiałów i towarów denominowanych w US\$/EUR), natomiast przychód w zdecydowanej większości jest generowany w PLN oraz CZK, co uzależnia osiągane marże od kursów walut. Jednak ceny surowców, głównie miedzi, ale także i cynku są często odwrotnie skorelowane z PLN/US\$, a ponadto Spółka dość elastycznie dostosowuje swoje ceny (o ile zmiana cennika jest dość kłopotliwa, to poziomami upustów można sterować). Z uwagi na przesunięcie czasowe pomiędzy momentem zamówienia i płatności za towar powstają różnice kursowe, księgowane na poziomie kosztów finansowych.

Wykres 4. Ceny metali (US\$/t)



Źródło: Bloomberg

Wykres 5. US\$/PLN, EUR/PLN



Źródło: Bloomberg

Krótkoterminowa rentowność pod presją implementacji strategii

W ostatnim roku Grupa poprawiła marżę brutto na sprzedaży w segmencie baterii i akcesoriów (34,5% w 2018 r. vs 33,5% w 2017 r.), natomiast w segmencie armatury instalacyjnej marża została utrzymana na takim samym poziomie (27,7%). Dostosowywanie ceny sprzedaży poszczególnych produktów/towarów powinno umożliwić utrzymanie rentowności w poszczególnych segmentach. Jednak poszerzenie asortymentu spowoduje, naszym zdaniem, przejściowe obniżenie marży brutto na sprzedaży (brak odpowiedniej skali operacji, konieczność inwestycji w rynek w celu uplasowania towarów).

Marża operacyjna Grupy wzrosła w 2018 roku o 0,1 pp r/r do poziomu 13,2%. Oczekujemy spadku marży operacyjnej w b.r. z powodu: (i) presji na koszty pracownicze, (ii) niekorzystnych kursów walut (umocnienie US\$), (iii) wysokich cen miedzi. Zakładamy koszty realizacji strategii w wysokości 4 mln zł w 2019 roku i ponad dwukrotny wzrost w 2020 roku. Spodziewamy się poprawy marży EBIT od 2021 roku z uwagi na efekty zaimplementowania strategii (redukcja kosztów ogólnych w stosunku do przychodów, centralizacja zapasów, itd.).

Marża netto będzie pod wpływem różnic kursowych księgowanych w kosztach/przychodach z działalności finansowej. W ub. roku ujemne różnice kursowe obniżyły wynik Spółki o 3 mln zł. Zakładamy kursy walutowe na poziomie zbliżonym do obecnego i nie prognozujemy różnic kursowych w kolejnych okresach.

3.3. Podatek dochodowy

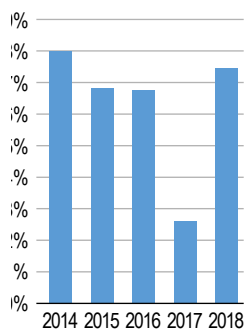
W ubiegłym roku Grupa otrzymała decyzję Urzędu Celno-Skarbowego w przedmiocie określenia zobowiązania podatkowego od osób prawnych za rok 2012 w związku z objęciem udziałów przez Ferro w spółce Novaservis. Zapłata zobowiązania podatkowego została ujęta w utworzonej w 2017 roku rezerwie na zobowiązania z tytułu podatku dochodowego wraz z odsetkami w kwocie 27,2 mln zł. Odsetki naliczone od 1 stycznia 2018 roku do dnia zapłaty zostały ujęte w rachunku wyników za 2018 rok w pozycji „koszty finansowe” w wysokości 873,6 tys. zł. Grupa nie zgadza się z opisywaną decyzją podatkową i wniosła skargę kasacyjną do Naczelnego Sądu Administracyjnego.

3.4. Wydatki inwestycyjne/kapitał obrotowy/dywidenda

Wydatki inwestycyjne wyniosły przeszło 7 mln zł w 2018 uwzględniając wydatki odtworzeniowe oraz automatyzację procesów logistycznych i finalizację rozbudowy czeskiego zakładu w Znojmo. Szacujemy wydatki inwestycyjne na 7 mln zł w 2019 z głównym przeznaczeniem na inwestycje odtworzeniowe oraz usprawnienia w obszarach magazynowania i produkcji. Planowane wydatki inwestycyjne nie uwzględniają potencjalnych akwizycji. Biorąc pod uwagę strategię zwiększenia asortymentu i poprawienia dostępności zakładamy, że kapitał obrotowy Spółki będzie rósł i cykl rotacji zapasów ulegnie wydłużeniu.

Tegoroczna dywidenda w wysokości 23,8 mln zł (1,12 zł na akcję) będzie wypłacona 31 lipca 2019 (0,50 zł na akcję) oraz 30 października 2019 (0,62 zł na akcję). Dzień ustalenia praw do dywidendy został ustalony na 16 lipca. Polityka dywidendowa zakłada rekomendowanie wypłaty dywidendy w wysokości nie mniejszej niż 50% jednostkowego zysku netto przy osiągnięciu maksymalnej relacji 2,5x długu netto do EBITDA Grupy.

Wykres 6. Ferro; Stopa dywidendy



Źródło: Spółka, DM BOŚ

3.5. Wyniki/prognozy kwartalne

Wyniki/ Prognozy kwartalne

Przychody Grupy w I kw. 2019 roku wyniosły blisko 110 mln zł (wzrost 10% r/r). Przyczyniły się do tego dwucyfrowe wzrosty sprzedaży na Węgrzech (+23 r/r), na Słowacji (+18% r/r), w Rumunii (+13% r/r) oraz w pozostałych krajach (+29% r/r). Na dwóch największych rynkach Grupa utrzymała dodatnią dynamikę wzrostu przychodów – 7% r/r w Polsce oraz 6% r/r w Czechach. Marża EBITDA w I kw. b.r. przekroczyła 17% (wzrost o ponad 0,5 p.p. r/r), co jest najwyższym poziomem rentowności w historii Spółki. Rezultat należy uznać za zadowalający biorąc pod uwagę rosnące koszty wynagrodzeń, wsparcia sprzedaży oraz usług transportowych (zauważalna presja na wzrost kosztów transportu).

Zysk netto Ferro w I kw. 2019 roku wyniósł 13 mln zł, co oznacza spadek o 3% r/r. W głównej mierze było to spowodowane negatywnym wpływem różnic kursowych. W II kw. br. prognozujemy sprzedaż oraz zysk netto Grupy odpowiednio na 102 mln zł i 10 mln zł. Znacząca poprawa zysku netto powinna wynikać z niższych kosztów finansowych (wysokie ujemne różnice kursowe w II kw. 18). Wyniki II kw. mogą być obciążone implementacją strategii (koszty nie były jeszcze widoczne w I kw. br.), głównie zwiększeniem zatrudnienia. Upalna pogoda w czerwcu też nie sprzyjała pracom budowlano-wykończeniowym.

Tabela 7. Ferro; Prognozy finansowe na II kw 2019

MSSF skonsolidowane (mln zł)								Realizacja całorocznej prognozy w:						
	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18	I kw. 19	II kw. 19	r/r	I pół. 18	I pół. 19	r/r	II kw. 18	II kw. 19	I pół. 18	I pół. 19
Sprzedaż	99,3	95,3	107,5	103,5	109,4	102,3	7%	194,6	211,8	9%	23%	24%	48%	49%
EBITDA	16,3	13,7	17,2	10,1	18,7	14,8	7%	30,1	33,4	11%	24%	27%	52%	60%
Marża EBITDA	16,5%	14,4%	16,0%	9,7%	17,1%	14,4%	-	15,5%	15,8%	-	-	-	-	-
EBIT	15,5	12,8	16,3	8,9	17,5	13,5	6%	28,3	31,0	9%	24%	27%	53%	62%
Marża EBIT	15,6%	13,4%	15,1%	8,6%	16,0%	13,2%	-	14,6%	14,6%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	16,5	8,9	14,6	6,9	16,1	12,1	36%	25,4	28,2	11%	19%	26%	54%	60%
Marża zysku brutto	16,6%	9,3%	13,6%	6,6%	14,7%	11,8%	-	13,0%	13,3%	-	-	-	-	-
Zysk netto	13,4	7,1	11,9	5,4	13,0	9,7	36%	20,5	22,7	11%	19%	26%	54%	60%
Marża zysku netto	13,5%	7,5%	11,0%	5,2%	11,9%	9,5%	-	10,5%	10,7%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

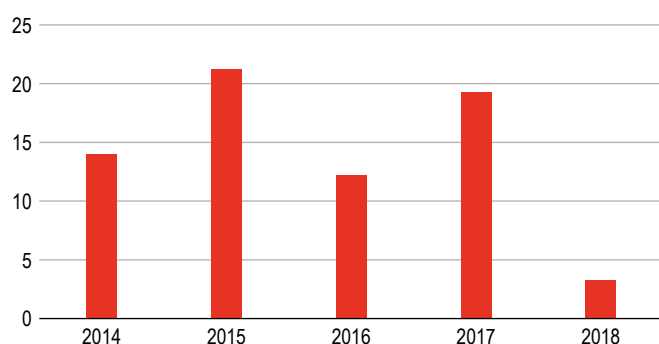
4. Rynek mieszkaniowy w Europie Środkowej

- ▲ Istotny wpływ na rynek materiałów wykończeniowych ma popyt na mieszkania i remonty, a ten z kolei jest uzależniony od czynników makroekonomicznych takich jak wzrost PKB, nastroje konsumenckie, stopy procentowe, poziom płac będących miarą siły nabywczej gospodarstw domowych, inflacja, bezrobocie, dynamika konsumpcji. Ważne są programy stymulujące popyt, a także podaż nieruchomości.
- ▲ W Europie Środkowo-Wschodniej liczba wydawanych pozwoleń na budowę, rozpoczynanych budów i oddawanych mieszkań od kilku lat rośnie. Czynniki wzrostu mają mocne podłoże fundamentalne. W naszej ocenie dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym powinna się jeszcze utrzymać przez około 2 lata. Jest ona być wspierana niskimi stopami procentowymi, niskim bezrobociem, rosnącą siłą nabywczą obywateli. Oczekiwane przez nas schłodzenie koniunktury może nastąpić na skutek nasycenia rynku, wzrostu cen mieszkań, wyhamowania wzrostu płac i prawdopodobnie rosnących stóp procentowych. Jednak należy zwrócić uwagę, że większość popytu na produkty Spółki wynika z przeprowadzanych remontów.

4.1. Rynek krajowy

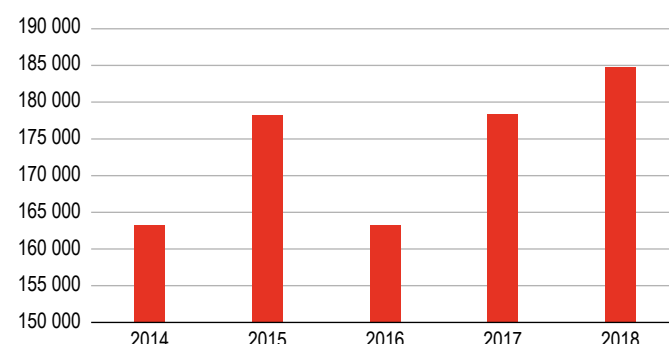
Od 2012 roku widać wyraźne odwrócenie negatywnego trendu na rynku mieszkaniowym w Polsce. Według GUS, w ub. roku oddano do użytku 185 tys. mieszkań (więcej 4% r/r), rozpoczęto budowę 222 tys. mieszkań (więcej 8% r/r), a wydano pozwolenia na budowę 257 tys. mieszkań (więcej 3% r/r). W ciągu pierwszych pięciu miesięcy 2019 roku rozpoczęto budowę 96 tys. mieszkań, więcej o 6% r/r, oddano do użytku 79 tys. mieszkań, więcej 13% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 107 tys. mieszkań, 2% mniej r/r. Ceny lokali mieszkalnych wzrosły o 8% r/r i 2% kw./kw. w I kw. 2019. Zatem bieżący rok wygląda dość korzystnie z punktu widzenia deweloperów i producentów materiałów budowlanych. Szacuje się, że w Polsce ciągle brakuje około 3 mln lokali. Niskie stopy procentowe, migracja ludności z obszarów wiejskich do większych ośrodków miejskich, imigracja zarobkowa, oczekiwany ponad 4% wzrost PKB, 7% wzrost przeciętnego wynagrodzenia brutto w gospodarce narodowej, 5% średnioroczna stopa bezrobocia rejestrowanego – wszystkie te elementy sprzyjają wysokiemu popytowi na mieszkania. Dodatkowo popyt inwestycyjny jest stymulowany niskim oprocentowaniem lokat bankowych w porównaniu z zyskiem z tytułu najmu.

Wykres 7. Polska; Dynamika wydanych pozwoleń na budowę (%)



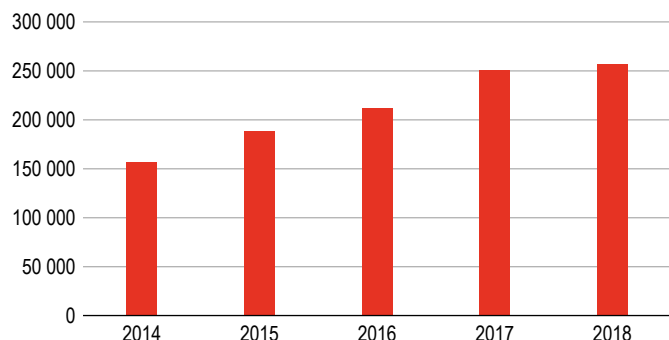
Źródło: GUS

Wykres 8. Polska; Mieszkania oddane do użytkowania



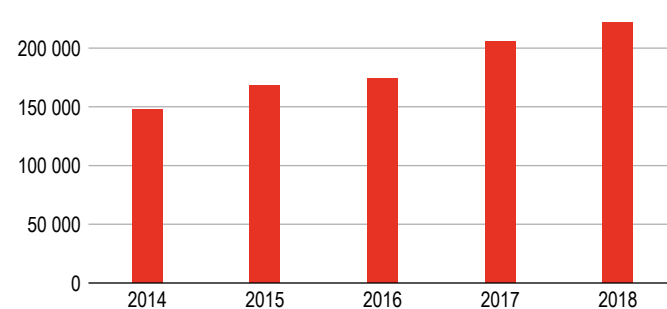
Źródło: GUS

Wykres 12. Polska; Liczba mieszkań, na które wydano pozwolenia na budowę lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym



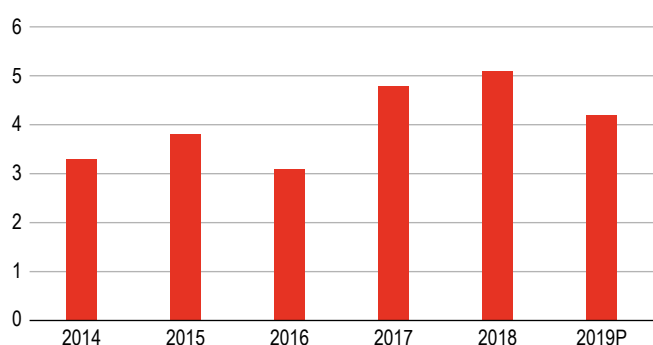
Źródło: GUS

Wykres 13. Polska; Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto



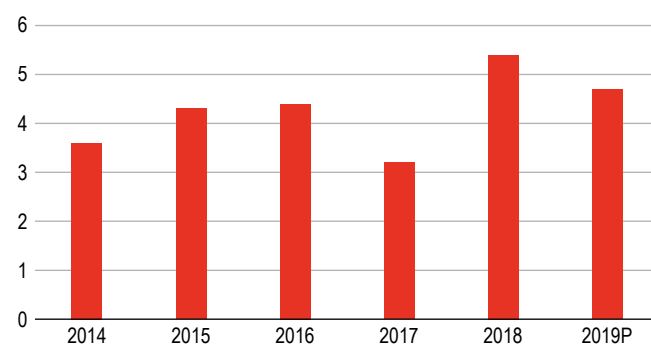
Źródło: GUS

Wykres 9. Polska; Dynamika PKB (%)



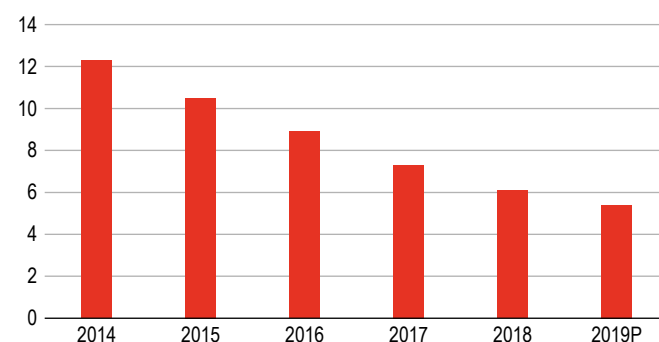
Źródło: Komisja Europejska, BOŚ Bank

Wykres 10. Polska; Dynamika % realnego wynagrodzenia brutto w gospodarce narodowej



Źródło: Komisja Europejska, BOŚ Bank

Wykres 11. Polska; Stopa bezrobocia (%)



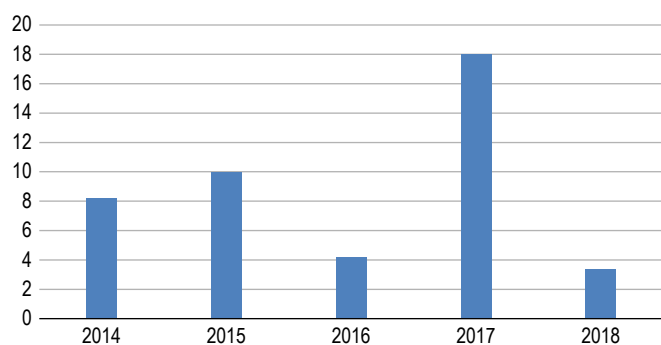
Źródło: Komisja Europejska, BOŚ Bank

4.2. Rynki zagraniczne

Czechy

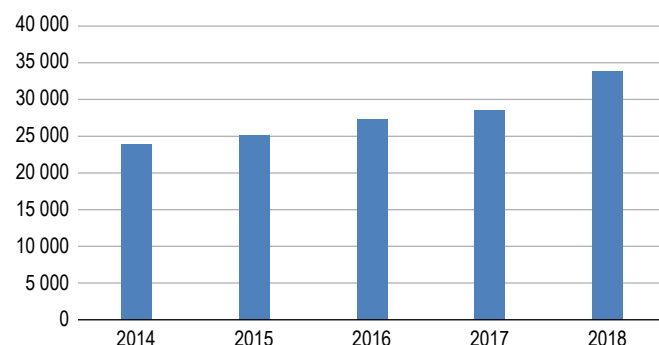
Rynek mieszkaniowy w Czechach od kilku lat notuje wzrost. Dynamika wydanych pozwoleń na budowę w 2018 roku wyniosła 3%, po imponującym 18% wzroście w 2017 roku. Utrzymujące się dodatnie tempo wzrostu należy uznać za satysfakcjonujące zważywszy na wysoką bazę wydanych pozwoleń na budowę w roku poprzednim. Średni wiek budynku mieszkalnego w Czechach wynosi 49 lat, co w połączeniu z pomocą instytucjonalną Państwowego Funduszu Rozwoju Mieszkalnictwa (SHDF) wspierającego politykę mieszkaniową, a w szczególności rewitalizację istniejących zasobów mieszkaniowych, zmniejszenie zużycia energii oraz budowę i odbudowę mieszkań i budynków mieszkalnych, pokazuje potencjalny popyt restytucyjny.

Wykres 14. Czechy; Dynamika wydanych pozwoleń na budowę (%)



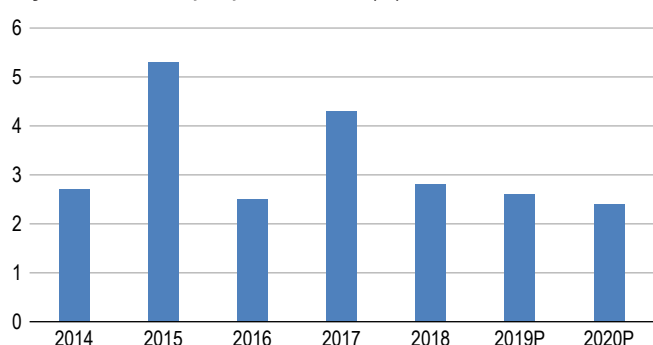
Źródło: Czeski Urząd Statystyczny

Wykres 15. Czechy; Mieszkania oddane do użytkowania



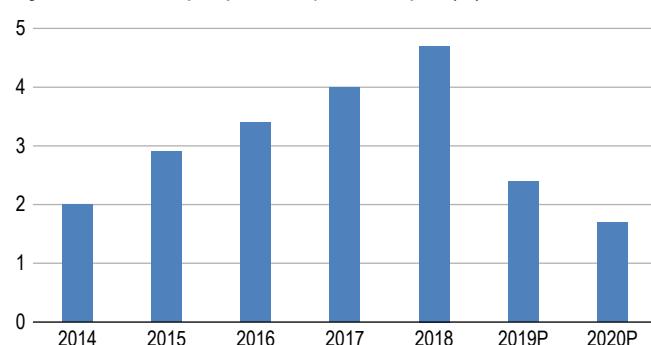
Źródło: Czeski Urząd Statystyczny

Wykres 16. Czechy; Dynamika PKB (%)



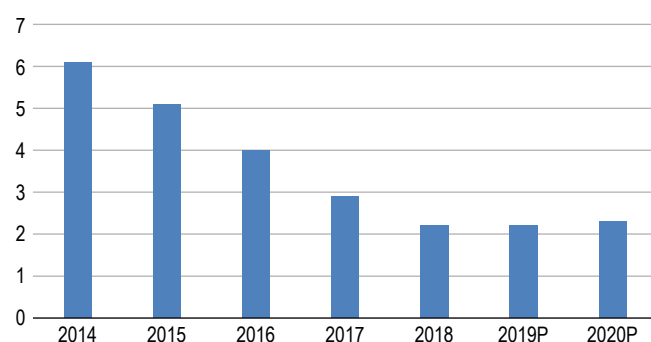
Źródło: Komisja Europejska

Wykres 17. Czechy; Dynamika płac realnych (%)



Źródło: Komisja Europejska

Wykres 18. Czechy; Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Komisja Europejska

Rozwój rynku mieszkaniowego w Czechach w najbliższych latach będzie wspierany wzrostem gospodarczym, wzrostem realnego dochodu gospodarstw domowych, niskim poziomem stóp procentowych przekładającym się na niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz programami rządowymi.

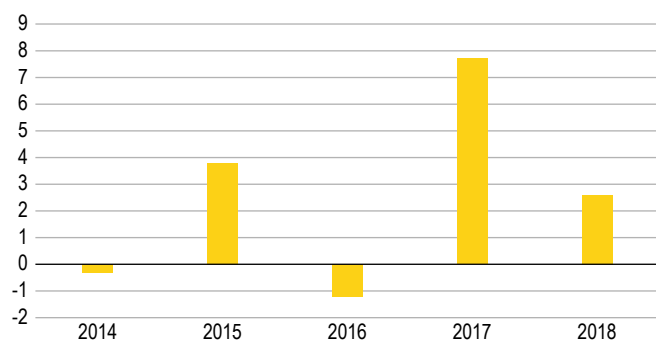
Analitycy MFW prognozują, że w roku 2019 dynamika PKB w Czechach wyniesie 3% przy niskiej stopie bezrobocia (2%). Zagrożeniem dla rozwoju rynku mieszkaniowego mogą być rosnące ceny domów i powolny proces budowy nowych mieszkań.

Rumunia

W ostatnich latach liczba oddanych mieszkań w Rumunii nieustannie rośnie wynosząc niemal 60 tys. w 2018. Po ujemnej dynamice wydanych pozwoleń na budowę w 2016 roku tempo wzrostu utrzymuje się na dodatnim poziomie, osiągając wartość prawie 3% w 2018 roku. Tendencja wzrostowa w segmencie budownictwa mieszkaniowego powinna być kontynuowana. Rządowe programy mieszkaniowe, takie jak program Pierwsze Mieszkanie, zwiększenie siły nabywczej gospodarstw domowych i atrakcyjniejszy rynek kredytów hipotecznych powinny być głównymi czynnikami napędzającymi rynek. Około dwóch trzecich mieszkań w Rumunii ma ponad 35 lat.

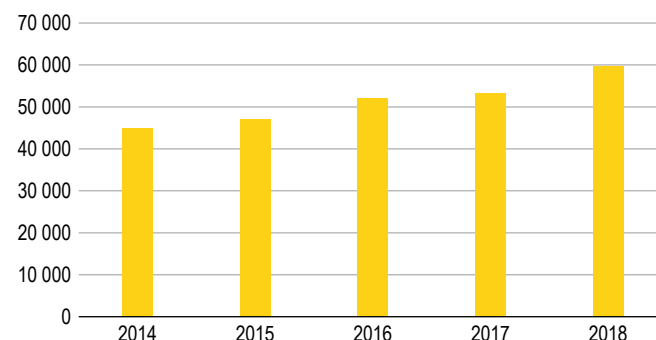
Według szacunków IMF rumuńska gospodarka ciągle będzie utrzymywać relatywnie wysokie tempo wzrostu, jednakże dynamika PKB spadnie w 2019 roku do poziomu 3,3%. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostanie konsumpcja gospodarstw domowych stymulowana wzrostem płac.

Wykres 19. Rumunia; Dynamika wydanych pozwoleń na budowę (%)



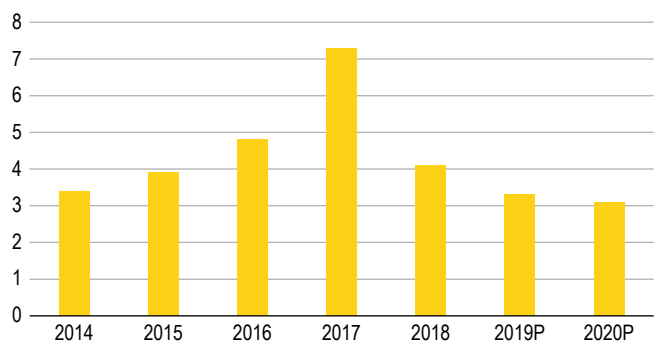
Źródło: Rumuński Urząd Statystyczny

Wykres 20. Rumunia; Mieszkania oddane do użytkowania



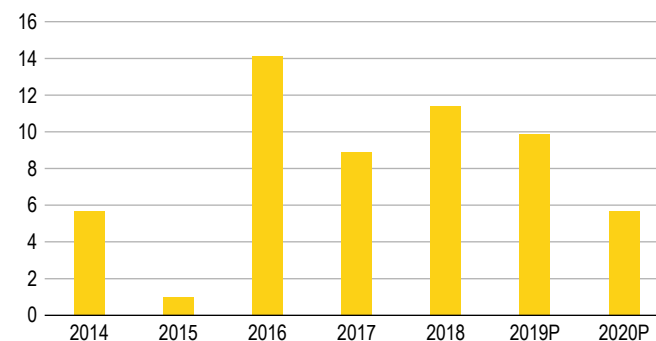
Źródło: Rumuński Urząd Statystyczny

Wykres 21. Rumunia; Dynamika PKB (%)



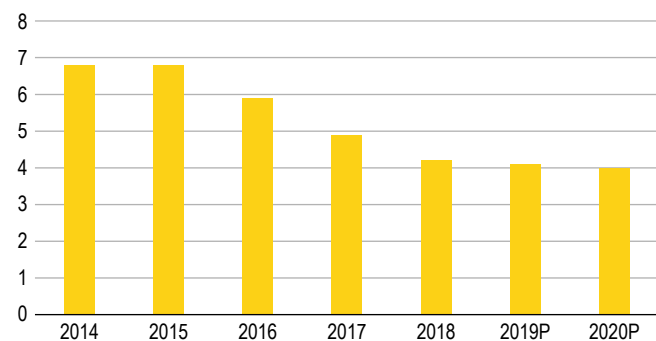
Źródło: Komisja Europejska

Wykres 22. Rumunia; Dynamika płac realnych (%)



Źródło: Komisja Europejska

Wykres 23. Rumunia; Stopa bezrobocia (%)



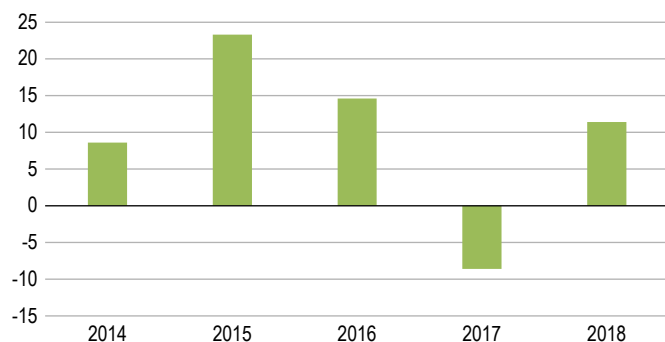
Źródło: Komisja Europejska

Słowacja

Dynamika wydanych pozwoleń na budowę w 2018 roku była wyższa niż w roku poprzednim wynosząc 11% na Słowacji. Liczba oddanych mieszkań, po podtrzymaniu dodatniego tempa wzrostu z ostatnich lat, osiągnęła w ubiegłym roku ponad 19 tys. Po uwzględnieniu powyższych pozytywnych sygnałów z rynku mieszkaniowego oraz solidnego wzrostu gospodarczego, a także wysokiego popytu na mieszkania determinowanego wsparciem ze strony rządu i niskim oprocentowaniem kredytów hipotecznych perspektywy dla sektora nieruchomości wydają się pozytywne. Potencjalnym zagrożeniem dla tempa jego wzrostu jest ewentualna ujemna dynamika wydawanych pozwoleń na budowę, która może być spowodowana obciążeniami administracyjnymi dotyczącymi uzyskania pozwoleń oraz wysoką bazą 2018 roku. Około 60% budynków mieszkalnych Słowacji ma co najmniej 35 lat na, co sprzyja potencjalnym remontom.

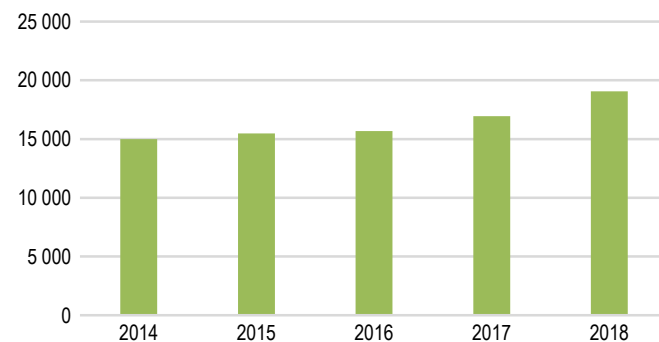
Po solidnym wzroście PKB Słowacji w 2018 roku względem roku poprzedniego (4% vs 3%), rok 2019 powinien przynieść delikatne spowolnienie. Rosnące płace połączone z niskim, spadającym bezrobociem powinny skutkować wzrostem konsumpcji, który będzie głównym motorem napędowym słowackiej gospodarki.

Wykres 24. Słowacja; Dynamika wydanych pozwoleń na budowę (%)



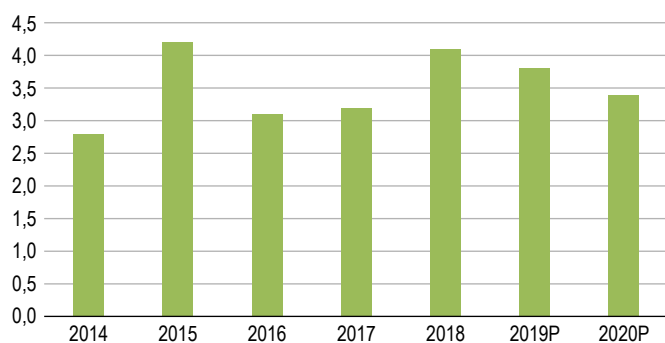
Źródło: Słowacki Urząd Statystyczny

Wykres 25. Słowacja; Mieszkania oddane do użytkowania



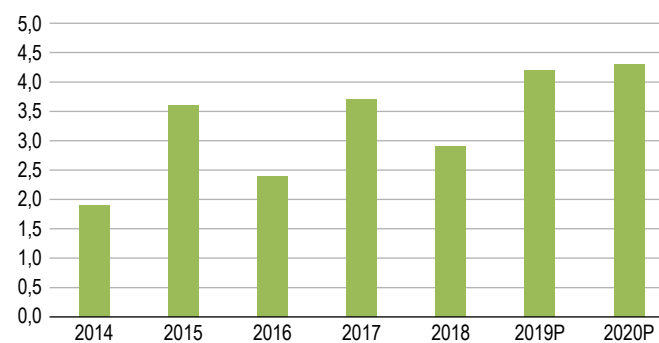
Źródło: Słowacki Urząd Statystyczny

Wykres 26. Słowacja; Dynamika PKB (%)



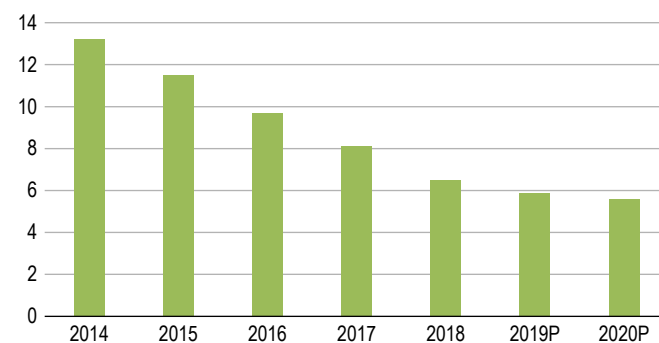
Źródło: Komisja Europejska

Wykres 27. Słowacja; Dynamika płac realnych (%)



Źródło: Komisja Europejska

Wykres 28. Słowacja; Stopa bezrobocia (%)



Źródło: Komisja Europejska

5. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 8. Ferro; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	186,3	186,8	196,2	198,3	203,1	206,3
Pozostałe aktywa trwałe	1,4	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2
Majątek obrotowy	153,9	177,4	193,7	210,6	235,8	249,3
– zapasy	100,9	106,7	119,0	128,6	151,4	162,0
– należności handlowe netto	43,6	51,8	57,1	60,2	64,4	68,9
– środki pieniężne i ekwiwalenty	9,4	18,9	17,6	21,8	20,1	18,4
Rozliczenia międzyokresowe czynne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	341,6	365,2	390,9	409,9	440,1	456,8
Kapitały własne	213,7	198,3	233,2	247,2	261,6	280,1
Rezerwy	8,0	35,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania, w tym:	119,9	131,8	149,6	154,6	170,4	168,6
– leasing	0,8	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6
– odsetkowe	77,8	65,6	107,5	110,0	123,0	118,0
– handlowe	37,3	59,7	34,7	37,0	39,5	42,2
– pozostałe	3,9	5,6	5,8	6,0	6,2	6,8
Pasywa	341,6	365,2	390,9	409,9	440,1	456,8
Wskaźniki:						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	1,8	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0
Wskaźnik szybki	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	3,2	3,5	3,4	3,0	2,8	2,7
Rotacja zapasów w dniach*	104	104	102	104	110	115
Rotacja należności w dniach*	47	48	49	49	49	49
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	37	49	42	30	30	30
Cykl obrotu gotówki w dniach	115	103	108	123	129	134
ROA	8,8%	11,2%	10,2%	9,4%	9,0%	9,5%
ROE	14,3%	19,2%	17,9%	15,7%	15,0%	15,7%

*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 9. Ferro; Rachunek wyników

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody netto ze sprzedaży	332,5	364,7	405,6	434,0	464,3	496,8
Pozostałe przychody operacyjne	1,7	2,4	1,9	2,0	2,2	2,3
Koszty operacyjne	293,0	319,3	353,9	385,6	415,6	442,9
EBITDA	45,9	51,6	57,3	55,3	56,9	63,3
EBIT	41,1	47,7	53,6	50,4	50,9	56,3
Przychody finansowe	0,1	2,9	0,0	0,3	0,4	0,3
Koszty finansowe	-4,7	-10,1	-6,7	-4,1	-4,0	-4,0
Zysk brutto	36,5	40,5	46,8	46,7	47,2	52,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	36,5	40,5	46,8	46,7	47,2	52,6
Podatek dochodowy	-7,4	-29,5	-9,1	-8,9	-9,0	-10,0
Zysk netto	29,1	11,1	37,7	37,8	38,3	42,6
Skorygowany zysk netto	29,1	39,6	38,6	37,8	38,3	42,6
Marże:						
EBITDA	13,8%	14,2%	14,1%	12,8%	12,2%	12,7%
Operacyjna	12,4%	13,1%	13,2%	11,6%	11,0%	11,3%
Zysku przed opodatkowaniem	11,0%	11,1%	11,5%	10,8%	10,2%	10,6%
Skorygowanego zysku netto	8,7%	10,9%	9,5%	8,7%	8,2%	8,6%
Nominalny wzrost:						
Sprzedaż	14%	10%	11%	7%	7%	7%
EBITDA	30%	12%	11%	-3%	3%	11%
EBIT	25%	16%	12%	-6%	1%	10%
Zysk przed opodatkowaniem	38%	11%	16%	0%	1%	11%
Wzrost skorygowanego zysku netto	30%	36%	-3%	-2%	1%	11%

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA
Tabela 10. Ferro; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	34,2	61,4	-24,2	35,5	23,2	41,0
Zysk netto	36,5	48,7	47,7	46,7	47,2	52,6
Amortyzacja	4,8	3,9	3,7	4,9	6,0	7,0
Zmiana majątku obrotowego	-8,7	8,2	-44,7	-11,2	-24,5	-12,4
Pozostałe	1,6	0,7	-31,0	-5,0	-5,5	-6,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,2	-4,3	-7,1	-7,1	-10,9	-10,2
Nakłady inwestycyjne	-3,2	-4,4	-7,2	-7,1	-10,9	-10,2
Pozostałe	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-27,8	-39,6	30,6	-24,2	-14,0	-32,4
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-10,2	-12,4	40,4	2,5	13,0	-5,0
Wypłata dywidend	-15,9	-25,5	-7,4	-23,8	-23,9	-24,1
Pozostałe	-1,7	-1,7	-2,3	-2,9	-3,1	-3,3
Zmiana środków pieniężnych	3,2	17,6	-0,7	4,2	-1,7	-1,6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Spis treści

1. Wycena	3
2. Model biznesowy i strategia	5
2.1. Akcjonariat i struktura Grupy	5
2.2. Model biznesowy	6
2.3. Strategia	8
3. Wyniki i prognozy finansowe	11
3.1. Przychody	11
3.2. Rentowność	11
3.3. Podatek dochodowy	12
3.4. Wydatki inwestycyjne/kapitał obrotowy/dywidenda	13
3.5. Wyniki/prognozy kwartalne	13
4. Rynek mieszkaniowy w Europie Środkowej	14
4.1. Rynek krajowy	14
4.2. Rynki zagraniczne	15
5. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	19

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonego.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej,

w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	36	35	10	8	0
Procenty	40%	39%	11%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	10	8	0
Procenty	38%	42%	11%	9%	0%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M		
Ferro											
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	–	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	-	-	13,70	17,10	–

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
Ferro								
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	—	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	13,70	-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 22 lipca 2019 r., godz. 8:10.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 22 lipca 2019 r., godz. 8:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów 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.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 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” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/ferro>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/ferro>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Sprzedaż Instytucjonalna

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski
tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk
tel.: +48 (22) 504 33 34
g.kolodziejczyk@bossa.pl

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenne,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenne,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenne, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Marcin Sielicki
Asystent Analityka

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104