

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

# Ferro

22/2020/GPW (91) 22 lipca, 2020

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Sektor: Materiały budowlane

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 17,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,3 zł (↑)

Kapitalizacja: 93,7 mln US\$

Bloomberg: FRO PW

Średni obrót dzienny: 0.027 mln US\$

12M przedział kursowy: 10,30-18,40 zł

Free float: 31%

## Rekomendowane działanie

Utrzymujemy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj dla Spółki i przeważenie akcji Spółki w naszym miesięcznym portfelu. Wyniki Ferro były na wysokim poziomie w I kw. 2020 roku. Spodziewamy się dobrych wyników także w II kw. br. Popyt na towary oferowane przez Grupę spadł w kwietniu z powodu pandemii, jednak już w maju i czerwcu widoczne było ożywienie. Ponadto, kursy surowców kształtowały się na korzystnym dla Spółki poziomie. Spodziewamy się także, że Spółka może dokonać akwizycji w II poł. br., co, zważywszy na obecną już znaczącą pozycję Spółki na obecnych rynkach i w oferowanym asortymencie, powinno pozwolić jej na dalszy rozwój. W przypadku braku akwizycji należy się spodziewać znacząco wyższej dywidendy w przyszłym roku.

Biorąc po uwagę, że otoczenie rynkowe jest dość sprzyjające, lepsze niż oczekiwaliśmy wcześniej, podnosimy naszą fundamentalną rekomendację dla Spółki do Kupuj z Trzymaj. Jednak pragniemy podkreślić, że nasze prognozy finansowe obciążone są znaczącym ryzykiem.

Popyt na produkty/towary Spółki jest pochodną rozwoju rynku mieszkaniowego w regionie (63% przychodów Spółki w 2019 pochodziło z rynków zagranicznych, po 25% wzroście r/r). W segmencie armatury instalacyjnej 55% popytu jest popytem odtworzeniowym, a 45% pochodzi z nowych inwestycji. W segmencie baterii i akcesoriów 80% popytu wynika z remontów, a 20% z nowych inwestycji mieszkaniowych. Dystrybucja towarów i produktów odbywa się poprzez kanał tradycyjny (66%) i nowoczesny (34%). Pozytywnym dla Spółki czynnikiem jest fakt, że popyt pierwotny jest przesunięty w czasie w stosunku do budowy mieszkań o około rok – dwa lata. Ponadto skracane są cykle remontowe i cykl żywotności produktów, a wymiana akcesoriów nie jest dużym wydatkiem i często związana jest z dekoracją wnętrz

## Skorygowane zyski

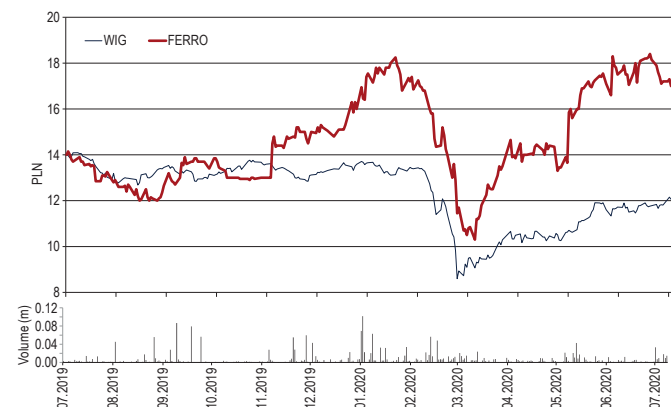
Rozliczenie podatku dochodowego.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	451,3	455,8	487,7	516,9
EBITDA	mln zł	66,9	61,0	63,2	68,6
EBIT	mln zł	60,6	53,2	54,6	59,6
Zysk netto	mln zł	40,0	40,1	41,4	45,9
Skor. zysk netto	mln zł	42,9	40,1	41,4	45,9
Skor. EPS	zł	2,0	1,9	2,0	2,2
Skor. zmiana EPS r/r	%	11	-7	3	11
Dług netto	mln zł	75,8	60,1	72,0	63,8
P/E	x	9,0	9,0	8,7	7,9
Skor. P/E	x	8,4	9,0	8,7	7,9
EV/EBITDA	x	6,5	6,9	6,9	6,2
EV/EBIT	x	7,2	7,9	7,9	7,1
DPS	zł	1,12	0,52	1,19	1,23
Stopa dywidendy brutto	%	6,6	3,1	7,0	7,2
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. Skonsolidowany raport za I pół. 2020: 17 września 2020
2. Skonsolidowany raport za III kw. 2020: 19 listopada 2020

i uzależniona od bieżącej mody. O ile obecna sytuacja może mieć wpływ na liczbę nowych inwestycji mieszkaniowych, to zakładamy, że już zbudowane i budowane mieszkania będą wykańczane, co będzie kreowało popyt. Ponadto, produkty Grupy są w niższym segmencie cenowym, co jest korzystne w czasach kryzysu.

## Wycena

Uaktualnienie prognoz finansowych i przesunięcie wyceny w czasie spowodowało wzrost naszej wyceny w horyzoncie 12M będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF

i porównawczej do 20,3 zł (poprzednio 18,5 zł) na akcję Spółki, o 10%. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 23,2 zł (poprzednio 21,9 zł), zaś wycena metodą porównawczą 17,4 zł (poprzednio 15,0 zł).

Tabela 1. Ferro; Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Koszt kapitału własnego</b>					
Stopa wolna od ryzyka	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Nielewarowana beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lewarowana beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,8%</b>
<b>Koszt długu</b>					
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>					
Udział kapitału akcyjnego	79%	80%	80%	81%	83%
Udział długu	21%	20%	20%	19%	17%
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,4%	11,2%	11,0%	10,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>					
Sprzedaż	487,7	516,9	542,8	569,9	587,0
EBIT	54,6	59,6	64,7	70,1	71,3
EBIT (1 - t)	44,2	48,3	52,4	56,8	57,8
Amortyzacja	8,7	9,0	10,0	11,1	12,4
Zmiana kapitału pracującego	-25,6	-10,7	-9,5	-10,0	-6,3
Wydatki inwestycyjne	-11,7	-10,5	-10,9	-12,1	-13,4
<b>FCFF</b>	<b>15,5</b>	<b>36,1</b>	<b>42,1</b>	<b>45,8</b>	<b>50,4</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. Ferro; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,6%
Wartość rezydualna	593,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	394,5
Bieżąca wartość FCFF	146,9
Wartość firmy	541,4
Zadłużenie netto	60,1
Dywidenda	11,1
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>492,3</b>
Liczba akcji (m)	21,2
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>	<b>23,2</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 3. Ferro; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Villeroy & Boch Ag-Pref	b.z.	11,7	10,4	4,0	3,0	3,0	11,8	5,6	5,4
Fortune Brands Home & Securi	22,4	19,5	17,9	13,8	12,1	b.d.	17,4	14,8	b.d.
Niifisk Holding	b.z.	11,2	8,4	9,9	6,1	5,0	b.z.	14,0	10,2
Tarkett	b.z.	14,0	11,4	6,7	4,8	4,5	b.z.	11,5	10,2
Vatti Corporation	12,5	10,9	10,0	9,0	7,6	7,0	10,2	9,1	7,9
Nichiha	8,4	13,3	9,6	4,0	5,4	3,9	5,6	9,4	5,4
Norcros	5,1	4,6	4,3	3,9	3,6	3,1	5,6	4,2	3,7
Vestel Beyaz Esya Sanayi	7,5	6,5	b.d.	5,2	4,4	b.d.	6,5	5,7	b.d.
Decora	9,3	9,1	9,1	6,2	6,0	5,9	8,3	8,2	8,1
Mercor	9,3	6,5	6,1	6,6	5,5	5,2	9,4	7,2	6,8
Lena Lighting	8,5	8,1	7,8	4,8	4,5	4,1	6,6	6,1	5,6
<b>Mediana</b>	<b>9,3</b>	<b>11,0</b>	<b>9,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>
Ferro	9,0	8,7	7,9	6,9	6,9	6,2	7,9	7,9	7,1
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	17,5	21,5	20,7	15,5	12,8	12,4	19,4	18,8	17,6
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)</b>	<b>17,4</b>								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

## Prognozy wyników finansowych w II kw. 2020

Wydaje się, że II kw. 2020 był dla Spółki dość pomyślny, podobnie jak I kw. Bez wątplenia Spółka odczuła obniżenie popytu w kwietniu, jednak maj i czerwiec powinny być już lepsze m/m, naszym zdaniem. Ponadto, geograficzna dywersyfikacja biznesu okazała się bardzo korzystna, ponieważ zamykanie/ otwieranie poszczególnych krajów odbywało się w różnym terminie i z różnym natężeniem.

Prognozujemy dość płaskie r/r przychody w II kw. 2020 r., na poziomie 107 mln zł, jednak poprawę rentowności operacyjnej. Spodziewamy się, że Spółka ograniczyła wydatki wszędzie tam, gdzie było to możliwe, a także, że nie było intensywnych

kampanii marketingowych. Oczekujemy spadku kosztów podróży i sprzedaży. O ile wcześniej oczekiwaliśmy, że wyniki będą pod presją wysokiego tempa wzrostu kosztów wynagrodzeń, głównie w związku z realizacją strategii, to teraz uważamy, że tempo to mogło być niższe. Ponadto, sytuacja na rynku surowcowo-walutowym była dość korzystna dla obecnych wyników. Oczekujemy zysku operacyjnego w II kw. br. w wysokości 13,3 mln zł wobec 12,7 mln zł w II kw. 2019.

Prognozujemy koszty finansowe netto Grupy na poziomie 1,4 mln zł w II kw. 2020 wobec 0,9 mln zł w II kw. 2019 r i 0,2 mln zł przychodu finansowego netto w I kw. 2020. Zatem oczekujemy zysku netto w wysokości 10 mln zł w II kw. 2020.

**Tabela 4. Ferro; Prognozy finansowe na II kw. 2020**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019				2020			zmiana r/r	zmiana			Udział wyników za II kw. w:		Udział wyników za I pół. w:	
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw. P	I pół. 2019		I pół. 2020P	r/r	2019	2020P	2019	2020P	
Sprzedaż	109,4	105,8	122,1	113,9	124,8	106,9	1%	215,3	231,6	8%	23%	23%	48%	51%	
EBITDA	18,7	14,4	21,5	12,3	21,8	15,1	5%	33,1	36,9	12%	22%	25%	50%	61%	
Marża EBITDA	17,1%	13,6%	17,6%	10,8%	17,5%	14,2%	-	15,4%	16,0%	-	-	-	-	-	
EBIT	17,5	12,7	19,8	10,6	20,0	13,3	5%	30,2	33,3	10%	21%	25%	50%	63%	
Marża EBIT	16,0%	12,0%	16,2%	9,3%	16,1%	12,4%	-	14,0%	14,4%	-	-	-	-	-	
Zysk brutto	16,1	11,7	17,7	8,5	20,2	11,8	1%	27,8	32,0	15%	22%	24%	51%	65%	
Marża zysku brutto	14,7%	11,1%	14,5%	7,4%	16,2%	11,1%	-	12,9%	13,8%	-	-	-	-	-	
Zysk netto	13,0	9,5	14,5	2,9	16,5	9,6	1%	22,5	26,1	16%	24%	24%	56%	65%	
Marża zysku netto	11,9%	9,0%	11,9%	2,6%	13,2%	9,0%	-	10,5%	11,3%	-	-	-	-	-	

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Prognozy na 2020

Lata 2019 i 2020 miały być okresem implementacji strategii, więc spodziewaliśmy się większej kumulacji po stronie kosztowej, natomiast w latach 2021-2023 miał być widoczny szybszy wzrost. Wydaje się, że koszty implementacji strategii były dość niskie w 2019 roku i choć powinny wzrosnąć w 2020 roku, to Spółka w naszej opinii starała się podejść do wydatków ostrożnie, przynajmniej w I poł. 2020. Wydaje się, że koszty rozwoju mogą być zintensyfikowane w II poł. 2020 i w 2021 r.

Pandemia oraz wdrożone przez rządy państw działania miały wpływ na wyniki finansowe Grupy, jednak nie były tak dotkliwe, jak można się było spodziewać. Ponadto, wydaje się, że zainteresowanie remontami było dość duże podczas izolacji domowej. Grupa prowadzi działalność w formule B2B i zamówienia cały czas realizowane były bez zakłóceń. Sądzymy, że cały czas jest duża niepewność odnośnie zachowania klientów w II poł. roku, jednak podnosimy nasze prognozy finansowe dla Grupy na ten rok z uwagi na dobre wyniki oczekiwane w I poł. 2020 r.

Oczekujemy przychodów na poziomie 456 mln zł w 2020 wobec 451 mln zł w 2019, nieco wyżej r/r.

Rentowność Grupy 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 osiągnięte marże od kursów walut. Spółka jest w stanie dość elastycznie dostosowywać finalne ceny do kursów regulując poziom upustów. Z uwagi na przesunięcie czasowe pomiędzy momentem zamówienia i płatności za towar powstają różnice kursowe księgowane na poziomie kosztów finansowych.

Warto zwrócić uwagę, że na koniec marca 2020 r. koszt aluminium/ miedzi/ cynku spadł r/r o około 22%/ 25%/ 35% w US\$ i 15%/ 18%/ 30% w przeliczeniu na PLN, a na koniec czerwca 2020 r. ceny kontraktów na aluminium/ miedź/ cynk zmieniły się r/r o -10%/ 0%/ -17% w US\$ i -5%/ 5%/ -14% w przeliczeniu na PLN. Sądzymy, że obecna sytuacja walutowo-surowcowa jest dość korzystna dla poziomu rentowności operacyjnej Grupy.

Prognozujemy spadek marży operacyjnej Grupy do 11,7% w 2020 r., z 13,4% w 2019 r., głównie z uwagi na implementację strategii (koszty mogą być widoczne w II poł. 2020). Prognozujemy ZN Grupy na 40 mln zł w 2020 r., 5% powyżej poprzedniej prognozy.

Zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 7 mln zł w br. Biorąc pod uwagę niepewność na rynku oraz planowane akwizycje Spółka ogłosiła, że tegoroczna dywidenda przekroczy 20% jednostkowego zysku Spółki w 2019 r. (>7,4 mln zł). Zakładając 11 mln zł dywidendy wypłaconej w 2020, prognozujemy dług netto Grupy (uwzględniając leasing) na koniec 2020 r. na 60 mln zł wobec 76 mln zł na koniec 2019 r. W przypadku braku realizacji akwizycji Zarząd może rozważyć znacząco wyższą dywidendę w przyszłym roku.

Nie uwzględniamy w naszym modelu akwizycji, która z dużym prawdopodobieństwem może się wydarzyć w II poł. 2020 r.

Tabela 5. Ferro; Zmiana prognoz DM BOŚ SA

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2020P			2021P			2022P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	455,8	451,3	1%	487,7	473,8	3%	516,9	497,5	4%
EBITDA	61,0	58,7	4%	63,2	62,7	1%	68,6	67,4	2%
EBIT	53,2	50,9	5%	54,6	53,9	1%	59,6	58,3	2%
Zysk netto	40,1	38,1	5%	41,4	41,0	1%	45,9	45,0	2%
Skor. zysk netto	40,1	38,1	5%	41,4	41,0	1%	45,9	45,0	2%
Dług netto	60,1	65,0	-8%	72,0	57,2	26%	63,8	46,8	36%

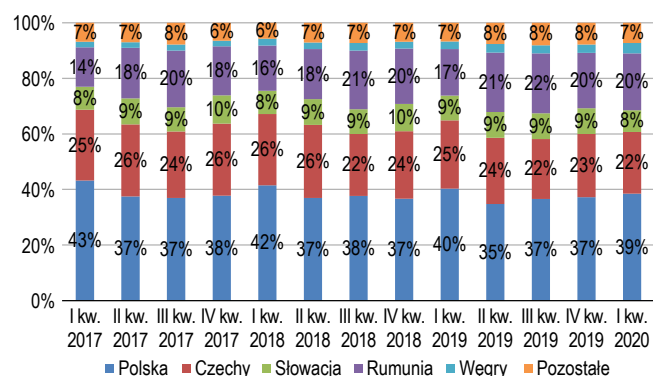
Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Strategia rozwoju

Spółka, po przeglądzie strategii Grupy na lata 2019-2023 podtrzymała swoje plany i oczekiwania skonsolidowanych przychodów i EBITDA na poziomie odpowiednio 700 mln zł i 90 mln zł w 2023 roku (2018-2023 CAGR w wysokości 11% i 10%). Wydatki inwestycyjne w tym okresie nie powinny przekraczać średniorocznie 10 mln zł, a wartość długu netto do EBITDA Grupy 2,5x. Spółka planuje dokonanie akwizycji i ogłosiła zintensyfikowanie działań w tym kierunku w II poł. 2020. Spodziewamy się, że akwizycja może dotyczyć Spółki zlokalizowanej w Polsce lub Europie Środkowej.

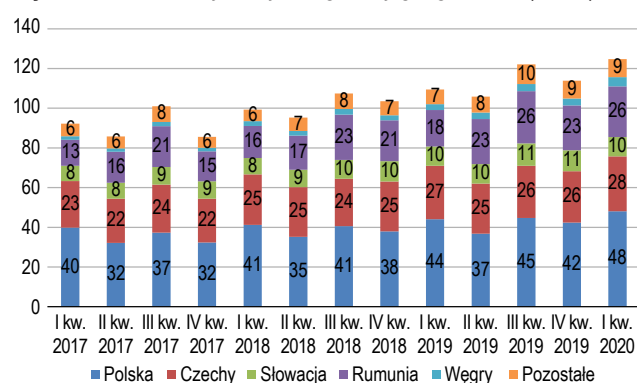
Strategia Spółki na lata 2019-2023, przyjęta w marcu 2019 roku, bazuje na czterech głównych filarach: (i) integracji i optymalizacji, (ii) ekoświadomości i innowacji, (iii) szybkości i elastyczności, (iv) wprowadzaniu nowych kanałów dystrybucji oraz produktów. **Integracja i optymalizacja** ma na celu 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. **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, oferowaniem usług dedykowanych do pracowni architektonicznych. 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 łaźienkowej). Ponadto, chce skupić się na zwiększeniu rozpoznawalności własnej marki. W tym obszarze rozpatrywane są potencjalne projekty akwizycyjne, które powinny umożliwić Spółce (i) poszerzenie lub wzmocnienie oferty asortymentowej, (ii) wejście na nowe rynki geograficzne lub wzmocnienie pozycji na obecnych rynkach. **Wprowadzenie nowych kanałów dystrybucji oraz produktów**

**Wykres 1. Ferro; Przychody – struktura geograficzna**



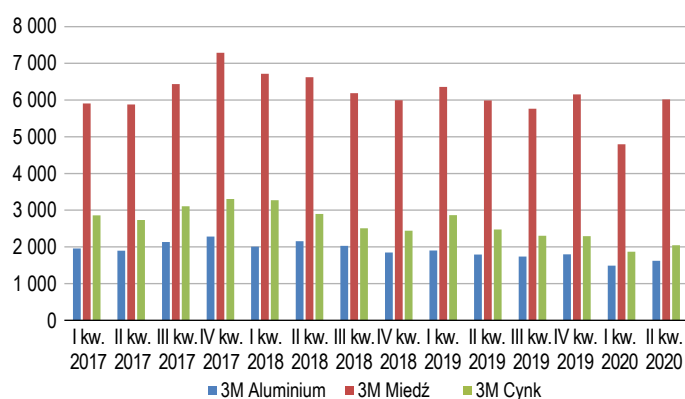
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 2. Ferro; Przychody – segmenty geograficzne (mln zł)**



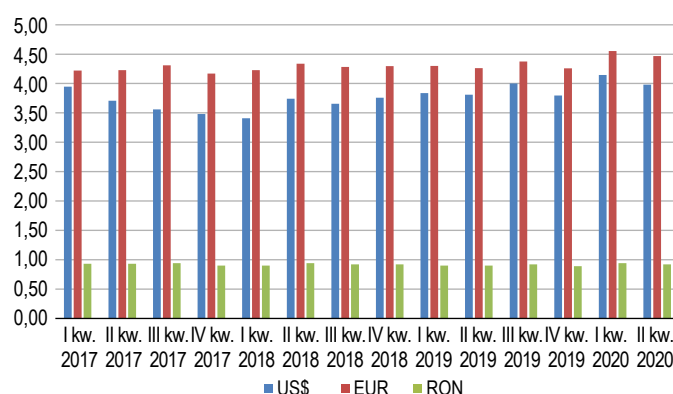
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 3. Kursy surowców (koniec okresu, US\$)**



Źródło: Bloomberg

**Wykres 4. Waluty vs PLN (koniec okresu)**



Źródło: Bloomberg

ma się odbyć poprzez realizację projektów w zakresie segmentacji oferty i repozycjonowania marek, pozyskanie nowych odbiorców B2B oraz wprowadzenie usług około sprzedażowych i asortymentu uzupełniającego. Spółka powoli zaczyna być obecna w segmencie inwestycyjnym.

### Otoczenie rynkowe

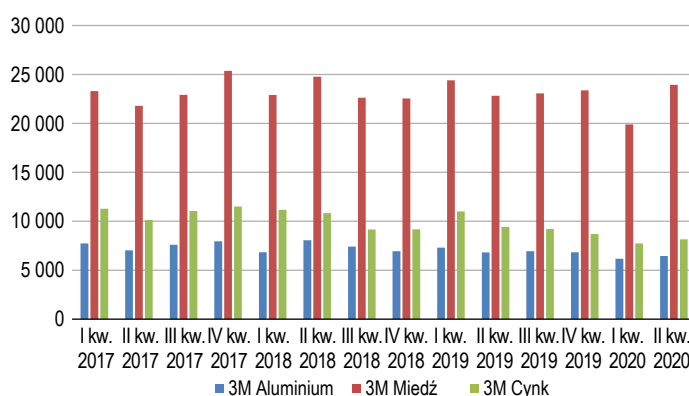
Koniunktura, na rynkach, na których Grupa operuje była dobra w ub. r. i w I kw. 2020. Według GUS, w 2019 roku w Polsce rozpoczęto budowę 237 tys. mieszkań, więcej o 7% r/r, oddano do użytku 207 tys. mieszkań, więcej 12% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 268 tys. mieszkań, więcej 4% r/r. W I kw. 2020 roku w Polsce rozpoczęto budowę 53 tys. mieszkań, mniej 3% r/r, oddano do użytku 50 tys. mieszkań, więcej 4% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 59 tys. mieszkań, więcej 3% r/r.

W marcu liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto spadła r/r o 21% do 19 tys. mieszkań, w budowie było 829 tys. mieszkań, 3% więcej r/r, liczba pozwoleń na budowę wzrosła o 11% r/r do 22 tys., oddano do użytku 16 tys. mieszkań, 7% więcej r/r.

W kwietniu/ maju/ czerwcu 2020 roku w Polsce oddano do użytku 14 tys./ 16 tys./ 17 tys. mieszkań, -22%/ +10%/ +19% r/r, rozpoczęto budowę 14 tys./ 15 tys./ 19 tys. mieszkań, -38%/ -27%/ -1% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 17 tys./ 19 tys./ 27 tys. mieszkań, -27%/ -28%/ +19% r/r. W II kw. 2020 r. oddano do użytku 47 tys. mieszkań, -4% r/r.

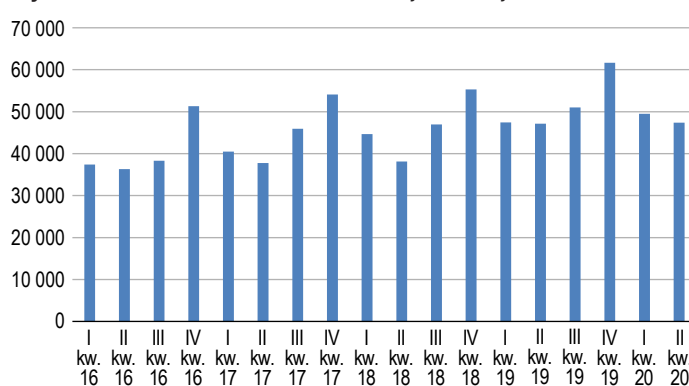
Według Czeskiego Urzędu Statystycznego, w Czechach rozpoczęto/ skończono budowę 39 tys./ 36 tys. mieszkań, +17%/ +8% r/r w 2019 r. i 9 tys./ 8 tys. mieszkań, -4%/ -1% r/r., w I kw. 2020 r.

**Wykres 5. Kursy surowców (koniec okresu, PLN)**



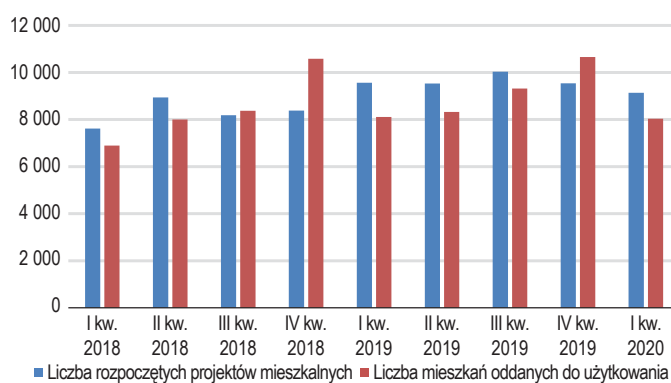
Źródło: Bloomberg

**Wykres 6. Polska; Liczba mieszkań oddanych do użytkowania**



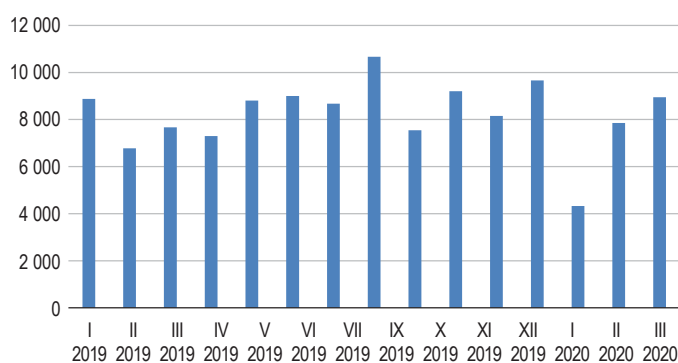
Źródło: GUS

**Wykres 7. Czechy; Liczba mieszkań**



Źródło: Czeski Urząd Statystyczny

**Wykres 8. Rumunia; Liczba pozwoleń na budowę mieszkań**



Źródło: CEICDATA

**Czynniki ryzyka**

1. Spowolnienie gospodarcze w Europie
2. Spadek popytu na nowe mieszkania (około 25% popytu na asortyment Spółki determinowane jest nowymi inwestycjami mieszkaniowymi)
3. Obniżenie częstotliwości przeprowadzania remontów (około 75% popytu na produkty/towary Spółki generowane jest przez popyt odtworzeniowy)
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

**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 6. Ferro; Bilans**

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>186,8</b>	<b>196,2</b>	<b>203,4</b>	<b>202,6</b>	<b>205,5</b>	<b>206,9</b>
Pozostałe aktywa trwałe	1,0	1,0	1,6	1,6	1,7	1,8
Majątek obrotowy	177,4	193,7	206,7	255,6	267,7	289,6
– zapasy	106,7	119,0	125,5	139,4	164,1	174,0
– należności handlowe netto	51,8	57,1	60,7	60,4	64,7	68,6
– środki pieniężne i ekwiwalenty	18,9	17,6	20,5	55,7	38,9	47,1
<b>Aktywa</b>	<b>365,2</b>	<b>390,9</b>	<b>411,6</b>	<b>459,8</b>	<b>474,9</b>	<b>498,3</b>
Kapitały własne	198,3	233,2	250,3	279,3	295,4	315,2
Rezerwy	35,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania, w tym:	131,8	149,6	153,2	172,3	171,3	175,0
– odsetkowe	65,6	109,1	89,2	108,8	103,8	103,8
– handlowe	59,7	34,7	47,2	47,7	50,9	53,9
– pozostałe	5,6	5,8	9,7	8,8	9,5	10,2
<b>Pasywa</b>	<b>365,2</b>	<b>390,9</b>	<b>411,6</b>	<b>459,8</b>	<b>474,9</b>	<b>498,3</b>
<b>Wskaźniki:</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	1,5	1,6	1,7	2,1	2,1	2,2
Wskaźnik szybki	0,6	0,6	0,7	1,0	0,8	0,9
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0	2,8
Rotacja zapasów w dniach*	104	102	99	106	114	119
Rotacja należności w dniach*	48	49	48	49	47	47
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	49	42	33	38	37	37
Cykl obrotu gotówki w dniach	103	108	113	117	124	129
ROA	11,2%	10,2%	10,7%	9,2%	8,9%	9,4%
ROE	19,2%	17,9%	17,7%	15,1%	14,4%	15,0%

\*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



Tabela 7. Ferro; Rachunek wyników

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>364,7</b>	<b>405,6</b>	<b>451,3</b>	<b>455,8</b>	<b>487,7</b>	<b>516,9</b>
Koszty operacyjne	319,3	353,9	392,9	404,8	435,6	459,9
<b>EBITDA</b>	<b>51,6</b>	<b>57,3</b>	<b>66,9</b>	<b>61,0</b>	<b>63,2</b>	<b>68,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>47,7</b>	<b>53,6</b>	<b>60,6</b>	<b>53,2</b>	<b>54,6</b>	<b>59,6</b>
Przychody finansowe	2,9	0,0	0,0	0,6	0,8	0,7
Koszty finansowe	-10,1	-6,7	-6,6	-4,5	-4,2	-3,8
<b>Zysk brutto</b>	<b>40,5</b>	<b>46,8</b>	<b>54,0</b>	<b>49,4</b>	<b>51,2</b>	<b>56,6</b>
Podatek dochodowy	-29,5	-9,1	-14,0	-9,4	-9,7	-10,8
<b>Zysk netto</b>	<b>11,1</b>	<b>37,7</b>	<b>40,0</b>	<b>40,1</b>	<b>41,4</b>	<b>45,9</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>39,6</b>	<b>38,6</b>	<b>42,9</b>	<b>40,1</b>	<b>41,4</b>	<b>45,9</b>
<b>Marże:</b>						
EBITDA	14,2%	14,1%	14,8%	13,4%	13,0%	13,3%
EBIT	13,1%	13,2%	13,4%	11,7%	11,2%	11,5%
Zysk przed opodatkowaniem	11,1%	11,5%	12,0%	10,8%	10,5%	11,0%
Zysk netto	3,0%	9,3%	8,9%	8,8%	8,5%	8,9%
Skorygowany zysk netto	10,9%	9,5%	9,5%	8,8%	8,5%	8,9%
<b>Nominalny wzrost:</b>						
Sprzedaż	9,7%	11,2%	11,3%	1,0%	7,0%	6,0%
EBITDA	12,4%	11,0%	16,7%	-8,8%	3,6%	8,6%
EBIT	16,1%	12,2%	13,2%	-12,1%	2,4%	9,3%
Zysk przed opodatkowaniem	11,1%	15,5%	15,4%	-8,5%	3,4%	10,7%
Zysk netto	-62,0%	240,8%	6,1%	0,1%	3,4%	10,7%
Skorygowany zysk netto	36,2%	-2,6%	11,2%	-6,6%	3,4%	10,7%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

Tabela 8. Ferro; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>61,4</b>	<b>-25,1</b>	<b>54,6</b>	<b>36,1</b>	<b>27,9</b>	<b>47,5</b>
Zysk netto	48,7	46,8	54,0	49,4	51,2	56,6
Amortyzacja	3,9	3,7	6,3	7,8	8,7	9,0
Zmiana majątku obrotowego	8,2	-44,7	0,8	-14,1	-25,6	-10,7
Pozostałe	0,7	-31,0	-6,5	-7,0	-6,2	-7,3
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>-11,7</b>	<b>-10,5</b>
Nakłady inwestycyjne	-4,4	-7,2	-4,6	-6,9	-11,7	-10,5
Pozostałe	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-39,6</b>	<b>5,3</b>	<b>-51,9</b>	<b>6,0</b>	<b>-33,1</b>	<b>-28,8</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-12,4	15,0	-25,2	19,6	-5,0	0,0
Wypłata dywidend	-25,5	-7,4	-23,8	-11,1	-25,3	-26,1
Pozostałe	-1,7	-2,3	-3,0	-2,5	-2,8	-2,7
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>17,6</b>	<b>-26,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>35,3</b>	<b>-16,9</b>	<b>8,2</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

## 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 oprecontowane 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.

**Stoпа 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 odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Siłą 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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	30	38	8	9	0
Procenty	35%	45%	9%	11%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	28	34	14	9	0
Procenty	33%	40%	16%	11%	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). Siłą 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 rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	4	7	1	2	0
Procenty	29%	50%	7%	14%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	4	6	2	2	0
Procenty	29%	43%	14%	14%	0%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
<b>Ferro</b>											
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	-	21.07.2019	-	22.07.2019	04.12.2019	11%	20%	13,70	17,10 -	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	13,50	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	12,05	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	12,10	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.09.2019	16.09.2019	-	-	-	12,65	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	13,40	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	13,00	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	13,00	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.11.2019	19.11.2019	-	-	-	13,00	17,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	04.12.2019	-	05.12.2019	28.01.2020	17%	15%	15,20	17,80 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	15,00	17,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	16,30	17,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	28.01.2020	-	29.01.2020	22.07.2020	-4%	5%	17,80	18,50 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	17,90	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	17,50	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	15,20	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	12,25	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	14,00	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.04.2020	24.04.2020	-	-	-	14,00	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	13,65	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	16,60	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	17,90	18,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	22.07.2020	-	23.07.2020	Nie później niż 22.07.2021	-	-	17,00	20,30 ↑	

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

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Ferro</b>								
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	-	21.07.2019	-	22.07.2019	18.11.2019	13,70	-2%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	13,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	12,05	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	12,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.09.2019	16.09.2019	-	12,65	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	13,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	13,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	13,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	18.11.2019	-	19.11.2019	28.01.2020	13,00	41%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	15,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	15,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	16,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	28.01.2020	-	29.01.2020	23.04.2020	17,80	-1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	17,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	17,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	15,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	12,25	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	14,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	23.04.2020	-	24.04.2020	Nie później niż 23.04.2021	14,00	6%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	13,65	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	16,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	17,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.07.2020	23.07.2020	-	17,00	-

\* 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: 23 lipca 2020 r., godz. 7:00.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 23 lipca 2020 r., godz. 7:10.

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

**Grzegorz Kołodziejczyk**

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

**Michał Zawada**

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

**Maciej Bąk**

tel.: +48 (22) 504 33 78  
m.bak@bossa.pl

**Bartosz Zieliński**

tel.: +48 (22) 504 33 35  
b.zielinski@bossa.pl

**Marcin Kozerski**

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

**Marcin Stosio**

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**

(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**

(Materiały budowlane,  
dobra podstawowe i konsumenckie,  
ochrona zdrowia)

**Maciej Wewiórski**

(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**

(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**

(Telekomunikacja, dobra podstawowe  
i konsumenckie,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**

(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

**Tomasz Rodak, CFA**

(Dobra konsumenckie, gry wideo)

**Wojciech Romanowski**

(Budownictwo, materiały budowlane,  
dobra konsumenckie)

---

Copyright © 2020 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