

8/2020/GPW (22) 30 marca, 2020

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

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Ferro

Sektor: Materiały budowlane
 Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)
 Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
 Kurs: 12,25 zł
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 18,50 zł (→)

Kapitalizacja: 63 mln US\$
 Bloomberg: FRO PW
 Średni obrót dzienny: 0,05 mln US\$
 12M przedział kursowy: 10,30-18,25 zł
 Free float: 31%

Komentarz do wyników Spółki za IV kw. 2019

Wczoraj po sesji Spółka opublikowała wyniki za 2019 r. Wyniki za IV kw. są powyżej naszych oczekiwań, z wyjątkiem zysku netto, który został zaniżony zawiązaną rezerwą na podatek dochodowy za lata ubiegłe w kwocie 2,9 mln zł.

Przychody. Przychody Grupy w IV kw. 2019 roku wyniosły blisko 114 mln zł, po 10% wzroście r/r. Były one powyżej naszych oczekiwań. Dynamika w IV kw. była porównywalna do poprzednich kwartałów, kiedy przychody Grupy urosły o 10%/11%/14% r/r w I/II/III kw. 2019. Na dwóch największych dla siebie rynkach Grupa utrzymała dodatnią dynamikę wzrostu przychodów w IV kw. 2019 r, czyli odpowiednio 12% i 3% r/r w Polsce i Czechach. Wysoka dynamika przychodów była utrzymana w Rumunii (+10% r/r), na Węgrzech (+35 r/r) oraz w pozostałych krajach (+26% r/r). Natomiast na Słowacji przychody Spółki urosły 4% r/r w IV kw. 2019.

Przychody Grupy w 2019 wyniosły 451 mln zł rosnąc 11% r/r. Najwyższą dynamikę Grupa odnotowała na rynku węgierskim, gdzie przychody wrosły o 31% r/r. W Rumunii/ na Słowacji/ w Polsce/ Czechach wzrosty sięgnęły 17%/12%/8%/5%. Na pozostałych rynkach dynamika przychodów wyniosła 25% r/r.

Rentowność. Marża EBITDA w IV kw. ub. r. zanotowała wzrost o 1,1 pp r/r do 10,8% w porównaniu do 9,7% osiągniętych w IV kw. 2018 r. Wzrost rentowności w IV kw. został osiągnięty pomimo wzrostu kosztów wynagrodzeń (+18% r/r), a także kosztów wsparcia sprzedaży oraz usług transportowych. Jednak koszt własny towarów i materiałów wzrósł zaledwie 3% r/r w IV kw. 2019. Zakładamy, że w IV kw. br. pojawiły się pewne koszty związane z implementacją strategii (głównie wzrost kosztów wynagrodzeń). EBITDA Grupy w 2019 roku wyniosła 67 mln zł, po 17% wzroście r/r.

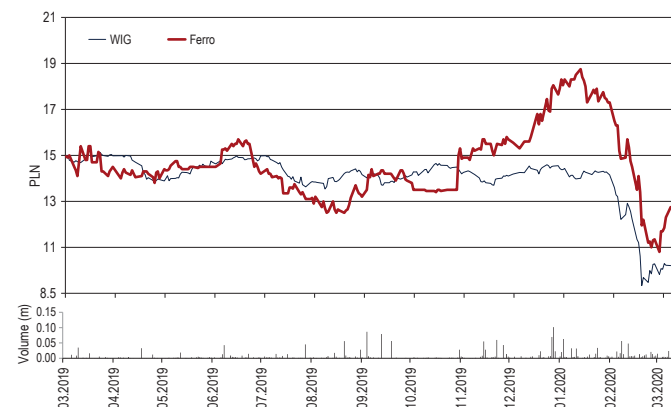
Skorygowane zyski
 Rozliczenie podatku dochodowego.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	405,6	451,3	472,4	505,4
EBITDA	mln zł	57,3	66,9	59,3	64,6
EBIT	mln zł	53,6	60,6	53,1	57,4
Zysk netto	mln zł	37,7	40,0	39,2	43,0
Skor. zysk netto	mln zł	38,6	42,9	39,2	43,0
Skor. EPS	zł	1,8	2,0	1,8	2,0
Skor. zmiana EPS r/r	%	-3	11	-9	10
Dług netto	mln zł	91,6	75,8	100,3	97,3
P/E	x	6,9	6,5	6,6	6,1
Skor. P/E	x	6,7	6,1	6,6	6,1
EV/EBITDA	x	6,1	5,0	6,1	5,5
EV/EBIT	x	6,6	5,5	6,8	6,2
DPS	zł	0,35	1,12	1,22	1,17
Stopa dywidendy brutto	%	2,9	9,1	10,0	9,5
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 kw. 2020: 19 maja 2020
2. Skonsolidowany raport za I pół. 2020: 17 września 2020
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2020: 19 listopada 2020

EBIT. Grupa zanotowała 11 mln zł zysku operacyjnego w IV kw. 2019 (+19% r/r). W 2019 r. EBIT Grupy wyniósł 61 mln zł rosnąc 13% r/r. Po zastosowaniu standardu MSSF16 amortyzacja Grupy wzrosła z 3,7 mln zł w 2018 do 6,3 mln zł w 2019, +68% r/r.

Tabela 1. Ferro; Wyniki finansowe vs prognozy na IV kw. 2019

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2018				2019				IV kw. wobec			zmiana			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	prognoz	IV kw. P	r/r	2018	2019	2019P	r/r
Sprzedaż	99,3	95,3	107,5	103,5	109,4	105,8	122,1	113,9	↑	108,3	10%	405,6	451,3	445,6	11%
EBITDA	16,3	13,7	17,2	10,1	18,7	14,4	21,5	12,3	↑	8,2	22%	57,3	66,9	62,7	17%
Marża EBITDA	16,5%	14,4%	16,0%	9,7%	17,1%	13,6%	17,6%	10,8%	-	7,5%	-	14,1%	14,8%	14,1%	-
EBIT	15,5	12,8	16,3	8,9	17,5	12,7	19,8	10,6	↑	6,5	19%	53,6	60,6	56,5	13%
Marża EBIT	15,6%	13,4%	15,1%	8,6%	16,0%	12,0%	16,2%	9,3%	-	6,0%	-	13,2%	13,4%	12,7%	-
Zysk brutto	16,5	8,9	14,6	6,9	16,1	11,7	17,7	8,5	↑	5,0	23%	46,8	54,0	50,6	15%
Marża zysku brutto	16,6%	9,3%	13,6%	6,6%	14,7%	11,1%	14,5%	7,4%	-	4,6%	-	11,5%	12,0%	11,3%	-
Zysk netto	13,4	7,1	11,9	5,4	13,0	9,5	14,5	2,9	↓	4,1	-45%	37,7	40,0	41,1	6%
Marża zysku netto	13,5%	7,5%	11,0%	5,2%	11,9%	9,0%	11,9%	2,6%	-	3,7%	-	9,3%	8,9%	9,2%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Zysk netto. Koszty finansowe netto wyniosły 2,2 mln zł w IV kw. ub. r. wobec 2,1 mln zł w IV kw. 2018 r. Zysk netto Grupy Ferro w IV kw. 2019 roku wyniósł 2,9 mln zł spadając 45% r/r. Spadek ten wynikał z wysokiego podatku dochodowego z uwzględnieniem 2,9 mln zł rezerwy na podatek dochodowy z lat poprzednich. W 2019 r. zysk netto Grupy wyniósł 40 mln zł rosnąc 6% r/r. Po skorygowaniu o wyżej wymieniony podatek zysk netto Grupy wyniósł 43 mln zł w 2019 r.

Zadłużenie. Grupa odnotowała 55 mln zł przepływów operacyjnych w 2019 wobec -25 mln zł w 2018. Wydatki inwestycyjne wyniosły 5 mln zł w 2019 roku. Dług netto Grupy (uwzględniając leasing) na koniec 2019 roku osiągnął 76 mln zł wobec 92 mln zł na 2018 roku.

Strategia. Zarząd podtrzymał plan realizacji strategii mający skutkować skonsolidowanymi przychodami 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.

Pandemia. Zarząd poinformował, że pandemia COVID-19 oraz wdrożone przez rządy państw działania mogą mieć istotny wpływ na przyszłe wyniki finansowe oraz płynność Grupy. Grupa prowadzi działalność w formule B2B i aktualnie zamówienia są realizowane bez zakłóceń, jednak ograniczenie aktywności konsumenckiej może przełożyć się na wstrzymanie obsługi części zamówień.

Rekomendowane działanie

Pomimo znacznego spadku kursu akcji Spółki podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Trzymaj i krótkoterminowe relatywne nastawienie Neutralnie. O ile akcjonariusze Spółki powinni być zadowoleni z jej strategii i wyników finansowych za 2019 rok, to mogą mieć obawy o wpływ obecnej sytuacji na koniunkturę rynkową. Zwracamy uwagę, że nasze prognozy dla Spółki, które obecnie podtrzymujemy, są obciążone dużym 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%). Popyt pierwotny jest przesunięty w czasie w stosunku do budowy mieszkań o około rok – dwa lata. Pozytywnym dla Spółki czynnikiem było skracanie cykli remontowych i cykli żywotności produktów. Wymiana akcesoriów nie była dużym wydatkiem i często związana była z dekoracją wnętrza i uzależniona od bieżącej mody. Obecna sytuacja będzie w naszej opinii miała wpływ na rynek mieszkaniowy i popyt.

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 poziomy upustów. Z uwagi na przesunięcie czasowe pomiędzy momentem zamówienia i płatności za towar powstają różnice kursowe księgowane na poziomie kosztów finansowych. Aktualnie kurs PLN/US\$ nie jest korzystny dla Spółki.

Czynniki ryzyka

1. Spowolnienie gospodarcze w Europie, zwłaszcza w obliczu pandemii
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

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 odroczonego.

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	32	39	4	13	0
Procenty	36%	44%	5%	15%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	29	13	13	0
Procenty	38%	33%	15%	15%	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 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.

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	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	Nie później niż 28.01.2021	-31%	-3%	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 →

* 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
Ferro								
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	Nie później niż 28.01.2021	17,80	-3%
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	-

* 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: 31 marca 2020 r., godz. 8:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 31 marca 2020 r., godz. 8:40.

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