

30/2021/GPW (114) 2 listopada 2021

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

# Ferro

Sektor: Materiały budowlane

Kapitalizacja: 200,2 mln US\$

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Bloomberg: FRO PW

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Średni obrót dzienny: 0,1 mln US\$

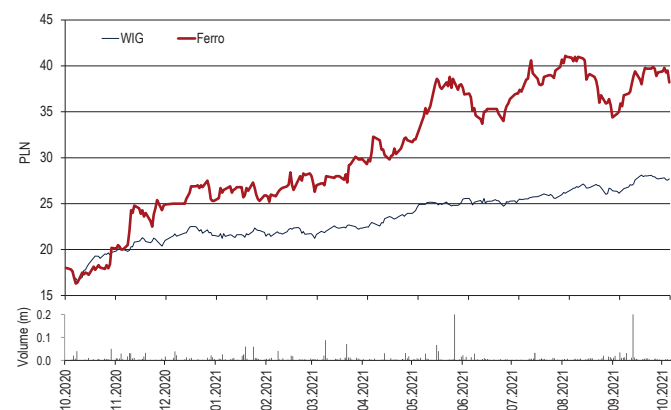
Kurs: 37,5 zł

12M przedział kursowy: 16,30-41,10 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 41,7 zł (→)

Free float: 67%

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Rekomendowane działania

Utrzymujemy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj i długoterminową Kupuj dla Spółki. Spodziewamy się dobrych wyników finansowych Grupy w III kw. 2021 r. Przy popycie utrzymującym się na wysokim poziomie zakładamy, że Spółka dostosowuje ceny produktów do kursów surowców/ kosztów transportu. Wyniki powinny być też wspierane rozszerzeniem asortymentu w kierunku wyższego segmentu cenowego (marka FDESIGN) i konsolidacją spółek Termet/ Tester.

## Wyniki finansowe za III kw. 2021

Prognozujemy przychody Grupy w III kw. 2021 r. na 234 mln zł, więcej 58% r/r, zakładając 25% wzrost organiczny i 49 mln zł dodane przez Termet/Tester.

Spodziewamy się pogorszenia r/r rentowności operacyjnej w III kw., z 18,7% w III kw. 2020 r. do 13,5% w III kw. 2021 r. Wydaje nam się, że widoczny będzie wzrost kosztów surowców oraz wynagrodzeń (w związku z realizacją strategii; w I poł. 2020 r. projekty były zawieszane z powodu dużej niepewności). Ponadto nabyte podmioty prezentują niższą rentowność od Ferro. Pomimo spadku rentowności oczekujemy rekordowo

## Skorygowane zyski

Rozliczenie podatku dochodowego.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	519,1	784,7	831,8	881,7
EBITDA	mln zł	83,2	112,4	112,8	121,3
EBIT	mln zł	75,8	99,6	100,0	107,0
Zysk netto	mln zł	62,1	108,4	73,8	79,4
Skor. zysk netto	mln zł	62,1	73,9	73,8	79,4
Skor. EPS	zł	2,9	3,5	3,5	3,7
Skor. zmiana EPS r/r	%	45	19	-0	8
Dług netto	mln zł	31,8	96,1	85,2	67,6
P/E	x	12,8	7,3	10,8	10,0
Skor. P/E	x	12,8	10,8	10,8	10,0
EV/EBITDA*	x	10,0	8,1	8,0	7,3
EV/EBIT*	x	10,9	9,1	9,0	8,2
DPS	zł	0,40	2,20	2,20	2,26
Stopa dywidendy brutto	%	1,1	5,9	5,9	6,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	21,2	21,2	21,2	21,2

\* wyliczając mniejszości w Termet

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za III kw. 2021: 29 listopada 2021

### Czynniki ryzyka

1. Spowolnienie gospodarcze w Europie
2. Spadek popytu na nowe mieszkania
3. Obniżenie częstotliwości przeprowadzania remontów
4. Niedobór siły roboczej
5. Presja na wynagrodzenia
6. Wysokie/ wahające się ceny surowców, głównie miedzi i cynku
7. Niekorzystne/ zmienne kursy walut (ryzyko kursowe materializujące się przy słabnących PLN i CZK wobec US\$ i EUR)
8. Wprowadzanie marek własnych przez sieci handlowe

### Katalizatory

1. Utrzymujący się popyt na nowe mieszkania
2. Rozwój rynku remontowego
3. Ekspansja na rynkach europejskich
4. Wzmocnienie udziału na istniejących rynkach
5. Wprowadzanie nowych produktów (poszerzanie oferty asortymentowej)
6. Repozycjonowanie marek własnych (nowe marki w wyższym segmencie cenowym)
7. Korzystne/ stabilne kursy walut i ceny surowców
8. Promowanie marki (intensyfikowanie aktywności w kanale internetowym)
9. Przejęcia

wysokiego zysku operacyjnego Grupy w III kw. na poziomie 32 mln zł, więcej 14% r/r.

Prognozujemy koszty finansowe netto Grupy na 2 mln zł w III kw. 2021 wobec przychodów finansowych netto w wysokości 1 mln zł w III kw. 2020 r. Zatem oczekujemy zysku netto Grupy w wysokości 23 mln zł w III kw. 2021 r., płasko r/r.

Tabela 1. Ferro; Prognozy finansowe na III kw. 2021

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019				2020				2021			zmiana r/r	I poł. 2020	I poł. 2021	zmiana r/r
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw. P				
Sprzedaż	109,4	105,8	122,1	113,9	124,8	112,0	147,7	134,6	163,3	219,3	234,0	58%	384,5	616,6	60%
EBITDA	18,7	14,4	21,5	12,3	21,8	17,3	29,4	14,7	26,1	34,6	35,0	19%	68,5	95,7	40%
Marża EBITDA	17,1%	13,6%	17,6%	10,8%	17,5%	15,4%	19,9%	10,9%	16,0%	15,8%	15,0%	-	17,8%	15,5%	-
EBIT	17,5	12,7	19,8	10,6	20,0	15,4	27,6	12,7	23,8	31,1	31,5	14%	63,1	86,4	37%
Marża EBIT	16,0%	12,0%	16,2%	9,3%	16,1%	13,8%	18,7%	9,4%	14,5%	14,2%	13,5%	-	16,4%	14,0%	-
Zysk brutto	16,1	11,7	17,7	8,5	20,2	14,5	29,1	12,7	21,9	45,3	30,0	3%	63,8	97,2	52%
Marża zysku brutto	14,7%	11,1%	14,5%	7,4%	16,2%	12,9%	19,7%	9,4%	13,4%	20,7%	12,8%	-	16,6%	15,8%	-
Zysk netto	13,0	9,5	14,5	2,9	16,5	12,3	23,6	9,6	17,7	57,8	23,2	-2%	52,5	98,7	88%
Marża zysku netto	11,9%	9,0%	11,9%	2,6%	13,2%	11,0%	16,0%	7,1%	10,9%	26,4%	9,9%	-	13,6%	16,0%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Wycena

Uaktualnienie prognoz finansowych, przesunięcie wyceny w czasie, korekta o dywidendę, rewizja stopy wolnej od ryzyka (do 2,5%; poprzednio 2%) powodują utrzymanie naszej 12-miesięcznej

wyceny będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej na poziomie 41,7 zł na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF/metodą porównawczą implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 46,8 zł/ 36,6 zł (poprzednio 46,6 zł/ 36,8 zł).

Tabela 2. Ferro; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Villeroy & Boch	12,8	11,9	11,1	5,1	4,9	4,5	7,6	7,1	6,5
Fortune Brands Home	17,2	15,9	14,6	12,1	10,8	9,5	14,1	12,5	11,1
Masco Corp	16,8	15,9	15,0	11,1	10,6	10,3	12,2	11,7	11,3
Nilfisk Holding	15,6	14,4	12,6	8,5	7,4	6,6	15,8	13,2	11,0
Tarkett	26,3	18,4	14,7	7,4	5,6	4,9	18,0	13,3	11,1
Vatti Corporation	19,9	8,2	7,4	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Nichiha Corp	15,0	12,1	11,5	7,1	5,2	4,6	9,3	6,9	6,1
Norcros	12,9	9,7	9,2	7,1	5,9	5,6	8,8	7,2	6,9
Vestel Beyaz Esya Sanayi	6,9	5,9	5,1	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Śnieżka	16,9	14,1	13,5	11,0	8,9	8,6	15,9	12,7	12,0
Mercor	8,7	8,5	8,1	5,9	5,6	5,4	7,7	7,3	6,7
Lena Lighting	12,0	11,6	11,3	6,6	6,4	6,2	9,4	9,0	8,8
Toya	9,0	8,6	8,3	6,7	6,4	6,2	7,6	7,2	6,9
Decora	6,0	7,9	7,6	4,2	5,0	4,2	4,9	6,2	5,4
<b>Mediana</b>	<b>14,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>
Ferro*	10,8	10,8	10,0	8,1	8,0	7,3	9,1	9,0	8,3
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	48,6	40,9	41,8	32,5	27,9	29,8	38,6	33,6	35,5
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)</b>	<b>36,6</b>								

\*wyłączając mniejszości w Termet

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Tabela 3. Ferro; Model DCF**

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Koszt kapitału własnego</b>									
Stopa wolna od ryzyka	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lewarowana beta	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
<b>Koszt długu</b>									
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,7%	4,7%	4,7%	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%	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>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	82%	82%	82%	86%	89%	91%	93%	94%	95%
Udział długu	18%	18%	18%	14%	11%	9%	7%	6%	5%
Koszt kapitału własnego	11,0%	10,9%	10,7%	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>									
Sprzedaż	831,8	881,7	925,8	972,0	1 020,6	1 071,7	1 125,3	1 181,5	1 217,0
EBIT	100,0	107,0	119,6	124,7	129,8	135,1	140,6	146,1	148,3
EBIT (1 - t)	81,0	86,7	96,9	101,0	105,2	109,5	113,9	118,4	120,2
Amortyzacja	12,7	14,3	15,6	17,4	19,3	21,5	23,9	26,5	29,5
Zmiana kapitału pracującego	-14,3	-15,1	-13,3	-14,0	-14,7	-15,5	-16,2	-17,0	-10,7
Wydatki inwestycyjne	-17,1	-15,5	-17,4	-19,0	-21,1	-23,5	-26,1	-28,9	-32,0
<b>FCFF</b>	<b>62,4</b>	<b>70,3</b>	<b>81,8</b>	<b>85,3</b>	<b>88,6</b>	<b>92,0</b>	<b>95,4</b>	<b>98,9</b>	<b>106,9</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 4. Ferro; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	10,0%
Wartość rezydualna	1 205,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	565,6
Bieżąca wartość FCFF	529,0
<b>Wartość firmy</b>	<b>1 094,6</b>
Zadłużenie netto	96,1
Mniejszości	5,1
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>993,4</b>
Liczba akcji (m)	21,2
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>	<b>46,8</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Strategia

Strategia Spółki zakładała (i) osiągnięcie skonsolidowanych przychodów w wysokości 700 mln zł oraz skonsolidowanej EBITDA na poziomie 90 mln zł w 2023 r., (ii) roczne wydatki inwestycyjne poniżej 10 mln PLN do 2023 roku, oraz (iii) wskaźnik dług netto/ EBITDA w latach 2018 – 2023 poniżej 2,5x. Założenia te nie uwzględniały planów akwizycyjnych. Spółka zamierza pracować nad modyfikacją strategii w II poł. 2021 i ogłosić efekty w 2022. Kolejne akwizycje mogą być oczekiwane, naszym zdaniem.

## Prognozy finansowe

Uaktualniamy nasze prognozy finansowe Grupy podnosząc szacunki EBITDA/ korygowany NP w 2021 r. do PLN 112 milion/ PLN 74 milion, o 10%/7%. Uważamy, że Grupie sprzyja dobra koniunktura. Popyt na produkty/ towary Spółki jest pochodną rozwoju rynku mieszkaniowego w regionie (65% przychodów Spółki w 2020 r. pochodziło z rynków zagranicznych, +19% r/r). W segmencie armatury instalacyjnej 55% popytu stanowi popyt odtworzeniowy, a 45% generują nowe inwestycje. W segmencie baterii i akcesoriów 80% popytu wynika z remontów, a 20% z nowych inwestycji mieszkaniowych. Dystrybucja towarów

**Tabela 5. Ferro; Zmiana prognoz DM BOŚ SA**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	784,7	699,4	12%	831,8	741,3	12%	881,7	778,4	13%
EBITDA	112,4	102,5	10%	112,8	106,8	6%	121,3	113,7	7%
EBIT	99,6	91,3	9%	100,0	94,1	6%	107,0	99,4	8%
Zysk netto	108,4	103,9	4%	73,8	71,3	4%	79,4	75,7	5%
Skor. zysk netto	73,9	69,4	7%	73,8	71,3	4%	79,4	75,7	5%
Dług netto	96,1	74,0	30%	85,2	63,9	33%	67,6	44,2	53%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

i produktów odbywa się poprzez kanał tradycyjny (66%) i nowoczesny (34%). Pozytywnie oddziałuje na Spółkę przesunięcie w czasie o około rok – 2 lata popytu pierwotnego w stosunku do budowy mieszkań. Ponadto skracane są cykle remontowe i cykl żywotności produktów.

Według GUS,

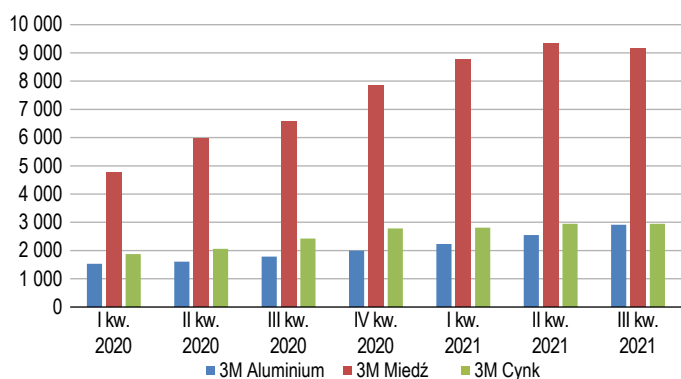
- w 2020 r. w Polsce rozpoczęto budowę 224 tys. mieszkań, mniej o 6% r/r, jednak oddano do użytku 222 tys. mieszkań, więcej 7% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 276 tys. mieszkań, więcej 3% r/r,
- w I kw. 2021 r. oddano do użytku 53 tys. mieszkań, więcej 7% r/r, rozpoczęto budowę 64 tys. mieszkań, więcej 21% r/r, a wydano

pozwolenia na budowę 84 tys. mieszkań, więcej 42% r/r,

- w II kw. 2021 r. oddano do użytku 52 tys. mieszkań, więcej 9% r/r, rozpoczęto budowę 81 tys. mieszkań, więcej 54% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 87 tys. mieszkań, więcej 19% r/r,
- w III kw. 2021 r. oddano do użytku 59 tys. mieszkań, płasko r/r, rozpoczęto budowę 72 tys. mieszkań, więcej 7% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 83 tys. mieszkań, więcej 20% r/r.

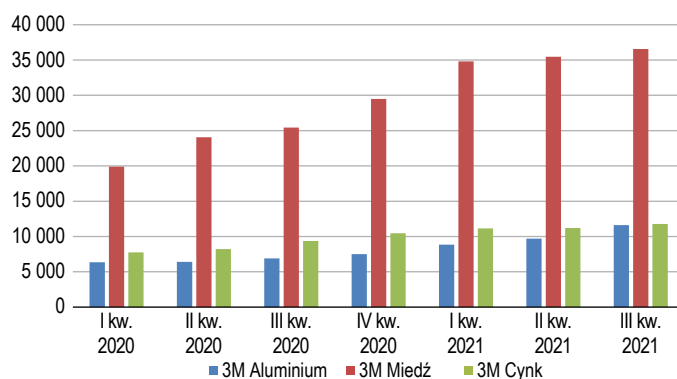
Ponadto ciągle utrzymuje się wysoki popyt na rynku wtórnym. Dość dobra sytuacja ma także miejsce na rynkach ościennych. Klienci są skłonni kupować towar z wyższych segmentów cenowych.

**Wykres 1. Kursy surowców (koniec okresu, US\$)**



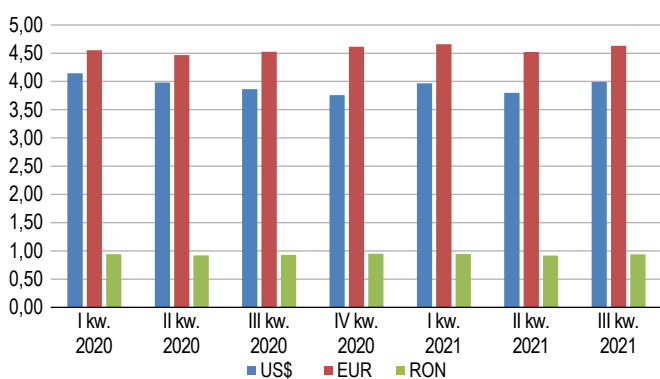
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Wykres 2. Kursy surowców (koniec okresu, PLN)**



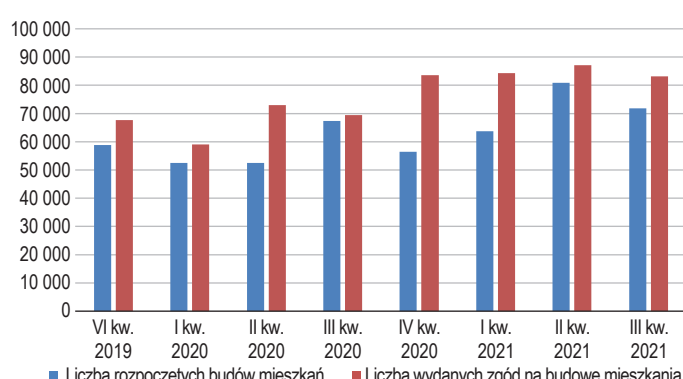
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Wykres 3. Waluty vs PLN (koniec okresu)**



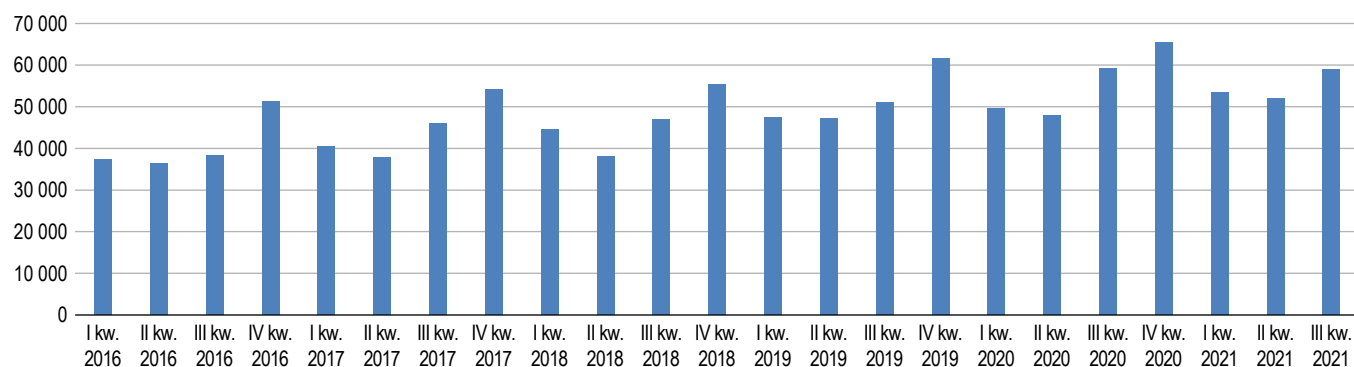
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Wykres 4. Polska; Sytuacja na rynku mieszkaniowym**



Źródło: GUS

**Wykres 5. Polska; Liczba mieszkań oddanych do użytkowania**



Źródło: GUS

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

<b>(mln zł)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Aktywa trwałe	75,9	82,9	86,3	143,5	147,6	148,6
Pozostałe aktywa trwałe	121,3	122,1	128,8	137,9	138,1	138,4
Majątek obrotowy	193,7	206,7	296,0	388,9	420,9	460,9
– zapasy	119,0	125,5	143,0	216,2	229,1	242,9
– należności handlowe netto	57,1	60,7	76,0	136,3	144,5	153,1
– środki pieniężne i ekwiwalenty	17,6	20,5	76,9	36,4	47,2	64,8
<b>Aktywa</b>	<b>390,9</b>	<b>411,6</b>	<b>511,1</b>	<b>670,2</b>	<b>706,6</b>	<b>747,8</b>
Kapitały własne	233,2	250,3	313,2	401,5	430,3	463,5
Rezerwy	8,1	8,1	8,5	8,5	8,5	8,5
Zobowiązania, w tym:	149,6	153,2	189,4	260,2	267,8	275,9
– odsetkowe	109,1	89,2	102,0	125,3	125,3	125,3
– handlowe	34,7	47,2	64,5	116,0	122,9	130,2
– pozostałe	5,8	9,7	16,2	11,8	12,5	13,2
<b>Pasywa</b>	<b>390,9</b>	<b>411,6</b>	<b>511,1</b>	<b>670,2</b>	<b>706,6</b>	<b>747,8</b>
<b>Wskaźniki:</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
Wskaźnik szybki	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,1	1,1	1,1	1,3	1,2	1,2
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	3,4	3,2	3,5	4,0	3,4	3,4
Rotacja zapasów w dniach*	102	99	94	84	98	98
Rotacja należności w dniach*	49	48	48	49	62	62
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	42	33	39	42	52	52
Cykl obrotu gotówki w dniach	108	113	103	91	107	107
ROA	10,2%	10,7%	13,5%	12,5%	10,7%	10,9%
ROE	17,9%	17,7%	22,0%	20,7%	17,8%	17,8%

\*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 7. Ferro; Rachunek wyników**

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>405,6</b>	<b>451,3</b>	<b>519,1</b>	<b>784,7</b>	<b>831,8</b>	<b>881,7</b>
Koszty operacyjne	-353,9	-392,9	-446,1	-687,9	-734,7	-777,9
<b>EBITDA</b>	<b>57,3</b>	<b>66,9</b>	<b>83,2</b>	<b>112,4</b>	<b>112,8</b>	<b>121,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>53,6</b>	<b>60,6</b>	<b>75,8</b>	<b>99,6</b>	<b>100,0</b>	<b>107,0</b>
Przychody finansowe	0,0	0,0	3,6	15,3	0,2	0,3
Koszty finansowe	-6,7	-6,6	-2,9	-5,4	-7,0	-7,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>46,8</b>	<b>54,0</b>	<b>76,5</b>	<b>109,4</b>	<b>93,2</b>	<b>100,2</b>
Podatek dochodowy	-9,1	-14,0	-14,4	1,5	-17,7	-19,0
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,7	-1,8
<b>Zysk netto</b>	<b>37,7</b>	<b>40,0</b>	<b>62,1</b>	<b>108,4</b>	<b>73,8</b>	<b>79,4</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>38,6</b>	<b>42,9</b>	<b>62,1</b>	<b>73,9</b>	<b>73,8</b>	<b>79,4</b>
<b>Marże:</b>						
EBITDA	14,1%	14,8%	16,0%	14,3%	13,6%	13,8%
EBIT	13,2%	13,4%	14,6%	12,7%	12,0%	12,1%
Zysk przed opodatkowaniem	11,5%	12,0%	14,7%	13,9%	11,2%	11,4%
Zysk netto	9,3%	8,9%	12,0%	13,8%	8,9%	9,0%
Skorygowany zysk netto	9,5%	9,5%	12,0%	9,4%	8,9%	9,0%
<b>Nominalny wzrost:</b>						
Sprzedaż	11,2%	11,3%	15,0%	51,2%	6,0%	6,0%
EBITDA	11,0%	16,7%	24,5%	35,0%	0,3%	7,6%
EBIT	12,2%	13,2%	25,0%	31,4%	0,5%	6,9%
Zysk przed opodatkowaniem	15,5%	15,4%	41,6%	43,1%	-14,8%	7,5%
Zysk netto	240,8%	6,1%	55,2%	74,7%	-31,9%	7,6%
Skorygowany zysk netto	-2,6%	11,2%	44,7%	19,1%	-0,1%	7,6%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Ferro; Przepływy pieniężne**

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-25,1</b>	<b>54,6</b>	<b>62,8</b>	<b>70,6</b>	<b>79,5</b>	<b>86,0</b>
Zysk brutto	46,8	54,0	76,5	109,4	93,2	100,2
Amortyzacja	3,7	6,3	7,5	12,8	12,7	14,3
Zmiana majątku obrotowego	-44,7	0,8	-16,6	-53,0	-14,3	-15,1
Pozostałe	-31,0	-6,5	-4,6	1,3	-12,1	-13,4
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,4</b>	<b>-84,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>-15,5</b>
Nakłady inwestycyjne	-7,2	-4,6	-4,7	-84,9	-17,1	-15,5
Pozostałe	0,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>5,3</b>	<b>-51,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-26,2</b>	<b>-51,6</b>	<b>-52,9</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	15,0	-25,2	17,5	23,8	0,0	0,0
Wypłata dywidend	-7,4	-23,8	-8,5	-46,7	-46,7	-48,0
Pozostałe	-2,3	-3,0	-2,1	-3,3	-4,9	-4,9
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-26,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>65,3</b>	<b>-40,5</b>	<b>10,9</b>	<b>17,6</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ 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 zysku netto** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem 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 memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo 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). 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 wymagają tego dane przypadku.

## 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	Bez rekomendacji
Liczba	51	22	5	9	0	2
Procenty	57%	25%	6%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	30	9	9	0	2
Procenty	44%	34%	10%	10%	0%	2%

## 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.

**Odписы 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 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.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	13	2	0	1	0	2
Procenty	72%	11%	0%	6%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	5	1	1	0	2
Procenty	50%	28%	6%	6%	0%	11%



**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	16.04.2021	75%	51%	17,00	20,30	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	18,60	20,30	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.09.2020	18.09.2020	-	-	-	18,90	20,30	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.09.2020	30.09.2020	-	-	-	18,70	19,90	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	19,00	19,90	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.11.2020	04.11.2020	-	-	-	17,30	22,00	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	17,25	22,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	18,40	23,40	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.11.2020	27.11.2020	-	-	-	20,00	23,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	24,80	25,70	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	25,50	25,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	26,50	25,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.02.2021	10.02.2021	-	-	-	25,70	30,80	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	26,10	30,80	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.03.2021	01.04.2021	-	-	-	27,00	30,80	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	→	16.04.2021	-	16.04.2021	Nie później niż 16.04.2022	35%	10%	29,30	30,80	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.05.2021	11.05.2021	-	-	-	29,80	34,10	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.05.2021	28.05.2021	-	-	-	32,50	34,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	33,00	34,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	35,30	34,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.08.2021	13.08.2021	-	-	-	38,00	41,70	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	40,50	41,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.09.2021	01.10.2021	-	-	-	35,60	41,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	38,90	41,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2021	03.11.2021	-	-	-	37,50	41,70	→

\* 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	16.04.2021	14,00	60%
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	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	18,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.09.2020	18.09.2020	-	18,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.09.2020	30.09.2020	-	18,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	19,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.11.2020	04.11.2020	-	17,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	17,25	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	18,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.11.2020	27.11.2020	-	20,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	24,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	25,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	26,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.02.2021	10.02.2021	-	25,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	26,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.03.2021	01.04.2021	-	27,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	→	16.04.2021	-	16.04.2021	Nie później niż 16.04.2022	29,30	10%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.05.2021	11.05.2021	-	29,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.05.2021	28.05.2021	-	32,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	33,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	35,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.08.2021	13.08.2021	-	38,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	40,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.09.2021	01.10.2021	-	35,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	38,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2021	03.11.2021	-	37,50	-

\* 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: 3 listopada 2021 r., godz. 7:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 listopada 2021 r., godz. 7:40.

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

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

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

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

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

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

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2021 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