

12/2024/GPW (36) 24 kwietnia 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

# Ferro

Rekomendowane działanie .....	2
Prognozy finansowe na I kw. 2024 roku .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Prognozy finansowe .....	3
Wycena .....	4
Otoczenie rynkowe .....	5
Strategia .....	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	8
Czynniki ryzyka .....	10
Katalizatory .....	10
Zastrzeżenia prawne .....	11

12/2024/GPW (36) 24 kwietnia 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

# Ferro

Sektor: Materiały budowlane  
 Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)  
 Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)  
 Kurs: 34,80 zł  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 39,3 zł (→)

Kapitalizacja: 182,5 mln US\$  
 Bloomberg: FRO PW  
 Średni obrót dzienny: 0,06 mln US\$  
 12M przedział kursowy: 26,40-36,50 zł  
 Free float: 100%

## Rekomendowane działania

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj, jednak zmieniamy do Neutralnie z Przeważaj rekomendację relatywną dla Spółki. Oczekujemy nieznacznej poprawy wyniku operacyjnego i netto w I kw. 2024 w ujęciu r/r. Rynek pozostaje wymagający, a popyt niestabilny. Ceny surowców, jak dotąd wspierające marże Spółki, wzrosły w kwietniu, co przełoży się na wyniki i poziom zapasów jesienią br.

Pomimo że obecnie liczba oddawanych do użytku mieszkań w regionie nie jest zachęcająca, widać pewne symptomy mogące wpływać pozytywnie na popyt na towary Spółki za kilkanaście miesięcy. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto i wydanych zgód na budowy istotnie rośnie r/r w Polsce (w I kw. odpowiednio o 56% i 33% r/r). W II poł. roku można też spodziewać się większego zainteresowania pompami ciepła.

## Prognozy finansowe na I kw. 2024 roku

Sprzedaż Grupy w Polsce/ Czechach/ Słowacji/ Rumunii/ na Węgrzech/ w pozostałych krajach zmieniła się o -4%/ -11%/ -11%/ +10%/ -16%/ -7% r/r w IV kw. 2023. W I kw. spodziewamy się dość płaskiej sprzedaży kw./kw. Zakładamy sprzedaż w wysokości 81/ 37/ 12/ 43/ 8/ 19 mln zł, -3%/ -9%/ -15%/ +5%/ -2%/ -7% r/r, w Polsce/ Czechach/ Słowacji/ Rumunii/ na Węgrzech/ w pozostałych krajach.

W segmencie armatura sanitarna/ armatura instalacyjna/ źródła ciepła sprzedaż zmieniła się -4%/ +0,4%/ -11% r/r w IV kw. 23; zakładamy -5%/ 0%/ -9% r/r w I kw. 24. W segmencie źródeł ciepła klienci wybierają kotły, a popyt na pompy ciepła jest mocno ograniczony. Może to się zmienić w czerwcu. NFOSiGW zaleca ostrożność przy zakupie pomp ciepła do czasu planowanych zmian w programie „Czyste Powietrze”. Po 13 czerwca

## Skorygowane zyski

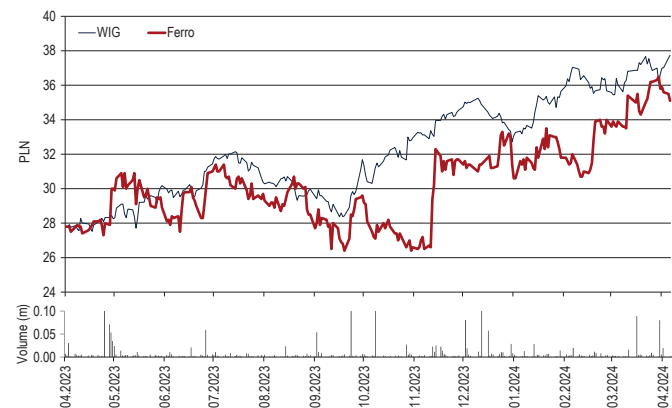
Rozliczenie podatku dochodowego.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	803,2	891,6	1 007,5	1 138,4
EBITDA	mln zł	117,8	127,0	144,9	163,8
EBIT	mln zł	100,1	106,6	123,8	140,7
Zysk netto	mln zł	67,0	73,4	89,3	103,8
EPS	zł	3,16	3,46	4,21	4,88
Zmiana EPS r/r	%	2	9	22	16
Dług netto	mln zł	96,2	96,9	95,0	92,2
P/E	x	11,0	10,1	8,3	7,1
EV/EBITDA	x	7,1	6,6	5,8	5,1
EV/EBIT	x	8,3	7,8	6,7	5,9
DPS	zł	1,50	1,89	2,07	2,52
Stopa dywidendy brutto	%	4,4	5,4	6,0	7,3
Liczba akcji na koniec okresu	mln	21,2	21,2	21,2	21,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2023: 29 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 27 września
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 28 listopada
4. Skonsolidowany raport za 2023: 27 marca

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2024: 22 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 17 września
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 13 listopada

**Tabela 1. Ferro; Prognozy finansowe na I kw. 2024**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023				2024		zmiana r/r
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw. P		
Sprzedaż	207,4	182,6	212,6	200,6	200,0	-4%	
EBITDA	28,9	24,3	35,1	29,5	31,0	7%	
Marża EBITDA	13,9%	13,3%	16,5%	14,7%	15,5%	-	
EBIT	24,9	20,1	30,6	24,6	25,9	4%	
Marża EBIT	12,0%	11,0%	14,4%	12,3%	12,9%	-	
Zysk brutto	22,0	15,4	26,8	18,6	23,0	4%	
Marża zysku brutto	10,6%	8,4%	12,6%	9,3%	11,5%	-	
Zysk netto	17,5	12,6	21,3	15,6	18,6	7%	
Marża zysku netto	8,4%	6,9%	10,0%	7,8%	9,3%	-	

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

dotacje będzie można otrzymać tylko do pomp będących na specjalnej liście. Wynika to z faktu, że na rynku oferowanych jest wiele wyprodukowanych w Azji pomp ciepła, które nie spełniają wymagań.

W sumie, oczekujemy 4% spadku r/r przychodów Grupy w I kw. Zakładamy wzrost marży operacyjnej r/r do 12,9% w I kw. 24 z 12,0% w I kw. 23. Ceny surowców i kursy walut utrzymywały się na korzystnym poziomie. Presja na wynagrodzenia zelżała, choć trzeba pamiętać o wzroście płacy nominalnej. Natomiast wydaje się, że Spółka mocno obniżyła wcześniej wydatki na wsparcie sprzedaży oraz marketing i musiały one wzrosnąć w 1Q.

Zważywszy na poziom kursów walut, zakładamy ujemne różnice kursowe w wysokości ok. 1 mln zł

i koszty finansowe netto wynoszące 3 mln zł w I kw. 2024, płasko r/r (mimo dodatnich różnic kursowych w roku bazowym). Ostatecznie prognozujemy 19 mln zł zysku netto w I kw. 2024 (+7% r/r).

Zakładamy podobny kw./kw. poziom długu netto. Wskaźnik dług netto/ EBITDA wynoszący 0,8 na koniec 2023 może zachęcić akcjonariuszy do większej dywidendy, chyba że Spółka dokona akwizycji, zgodnie ze swoją strategią.

### Prognozy finansowe

Biorąc pod uwagę nasze prognozy na I kwartał i kursy surowców jedynie nieznacznie modyfikujemy założenia finansowe dla Spółki zakładając niższą rentowność lecz wyższą wypłatę dywidendy w br.

**Tabela 2. Ferro; Zmiany prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	891,6	891,6	0%	1 007,5	1 007,5	0%	1 138,4	1 138,4	0%
EBITDA	127,0	130,4	-3%	144,9	144,7	0%	163,8	163,6	0%
EBIT	106,6	110,7	-4%	123,8	123,2	0%	140,7	140,1	0%
Zysk netto	73,4	76,7	-4%	89,3	88,9	0%	103,8	103,3	0%
Dług netto	96,9	94,7	2%	95,0	88,2	8%	92,2	78,2	18%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

## Wycena

Na wycenę wpływają (i) rewizja stopy wolnej od ryzyka (do 5,7% z 5,5% w okresie szczegółowej prognozy), (ii) przesunięcie wyceny w czasie, (iii) aktualizacja wyceny spółek w grupie porównywalnej, a w końcu (iv) nieznaczna modyfikacja

naszych prognoz finansowych. Nasza 12-miesięczna wycena akcji Spółki będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej zostaje na tym samym poziomie, czyli 39,3 zł na akcję. Wycena metodą DCF FCFF/ metodą porównawczą implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 47 zł/ 31 zł (poprzednio 47 zł/ 32 zł) na akcję.

Tabela 3. Ferro; Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Koszt kapitału własnego</b>						
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,3%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Lewarowana beta	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,8%</b>
<b>Koszt długu</b>						
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,2%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>						
Udział kapitału akcyjnego	85%	86%	90%	91%	91%	91%
Udział długu	15%	14%	10%	9%	9%	9%
Koszt kapitału własnego	12,6%	12,6%	12,5%	12,4%	12,3%	11,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,1%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>						
Sprzedaż	1 007,5	1 138,4	1 229,5	1 315,6	1 407,7	1 492,1
EBIT	123,8	140,7	151,7	162,0	173,1	182,9
EBIT (1 - t)	100,2	114,0	122,9	131,2	140,2	148,2
Amortyzacja	21,2	23,1	25,1	27,2	29,4	31,7
Zmiana kapitału pracującego	-37,6	-42,3	-28,8	-26,9	-28,7	-26,0
Wydatki inwestycyjne	-29,3	-30,5	-30,5	-30,7	-30,5	-32,9
<b>FCFF</b>	<b>54,6</b>	<b>64,3</b>	<b>88,7</b>	<b>100,8</b>	<b>110,4</b>	<b>121,0</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,5%
WACC w okresie rezydualnym	11,1%
Wartość rezydualna	1 274,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	690,0
Bieżąca wartość FCFF	370,9
<b>Wartość firmy</b>	<b>1 060,9</b>
Zadłużenie netto	96,9
Dywidenda (2024P)	40,2
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>1 004,3</b>
Liczba akcji (m)	21,2
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>	<b>47,3</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 5. Ferro; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Villeroy & Boch	8,1	7,7	7,2	2,3	1,9	1,6	3,4	2,8	2,3
Masco Corp	17,6	16,4	15,3	12,0	11,1	10,3	13,3	12,3	11,5
Nilfisk Holding	10,3	8,8	7,5	5,3	4,4	3,6	9,2	7,4	6,0
Tarkett	10,6	6,9	6,9	4,3	3,6	3,6	10,0	7,2	7,2
Vatti Corporation	9,7	8,7	7,6	1,5	7,9	b.z.	1,7	8,4	b.z.
Nichiha Corp	16,1	13,3	12,2	7,0	5,6	5,0	10,5	7,6	6,6
Norcros	5,8	5,9	5,6	4,2	3,9	3,6	4,8	4,6	4,3
Vestel Beyaz Esya Sanayi	4,9	3,9	3,4	3,5	2,8	2,7	4,2	3,9	3,5
Śnieżka	12,4	11,6	12,8	7,7	6,9	7,0	10,1	9,0	9,5
Mercor	7,2	6,9	6,9	4,3	4,2	4,1	5,3	5,2	5,0
Lena Lighting	9,9	9,7	9,7	5,5	5,3	5,1	8,2	7,8	7,6
Toya	7,1	6,8	6,6	4,4	4,2	4,1	5,0	4,8	4,6
Decora	8,4	7,7	7,1	6,1	5,5	5,0	7,5	6,7	6,0
<b>Mediana</b>	<b>9,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>
Ferro	10,1	8,3	7,1	6,6	5,8	5,1	7,8	6,7	5,9
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	33,5	32,5	35,1	21,8	25,4	27,1	33,0	37,7	35,4
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)</b>	<b>31,3</b>								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

### Otoczenie rynkowe

Koniunktura na rynku mieszkaniowym w regionie jest dość słaba, choć na rynku krajowym widać istotną poprawę w liczbie pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów.

Według GUS w Polsce:

- w 2022 r. oddano do użytku 239 tys. mieszkań (+2% r/r), rozpoczęto budowę 200 tys. mieszkań (-28% r/r), wydano pozwolenia na budowę 297 tys. mieszkań (-13% r/r),
- w 2023 r. oddano do użytku 220 tys. mieszkań (-8% r/r), rozpoczęto budowę 189 tys. mieszkań (-6% r/r), wydano pozwolenia na budowę 241 tys. mieszkań (-19% r/r),
- w 1Q24 r. oddano do użytku 49 tys. mieszkań (-12% r/r), rozpoczęto budowę 60 tys. mieszkań (+56% r/r), wydano pozwolenia na budowę 69 tys. mieszkań (+33% r/r).

Według CZSO w Czechach:

- w 2022 r. oddano do użytku 39 tys. mieszkań (+14% r/r), rozpoczęto budowę 42 tys. mieszkań (-6% r/r), wydano pozwolenia na budowę 86 tys. mieszkań (-5% r/r),

- w 2023 r. oddano do użytku 38 tys. mieszkań (-3% r/r), rozpoczęto budowę 36 tys. mieszkań (-15% r/r), wydano pozwolenia na budowę 77 tys. mieszkań (-10% r/r).

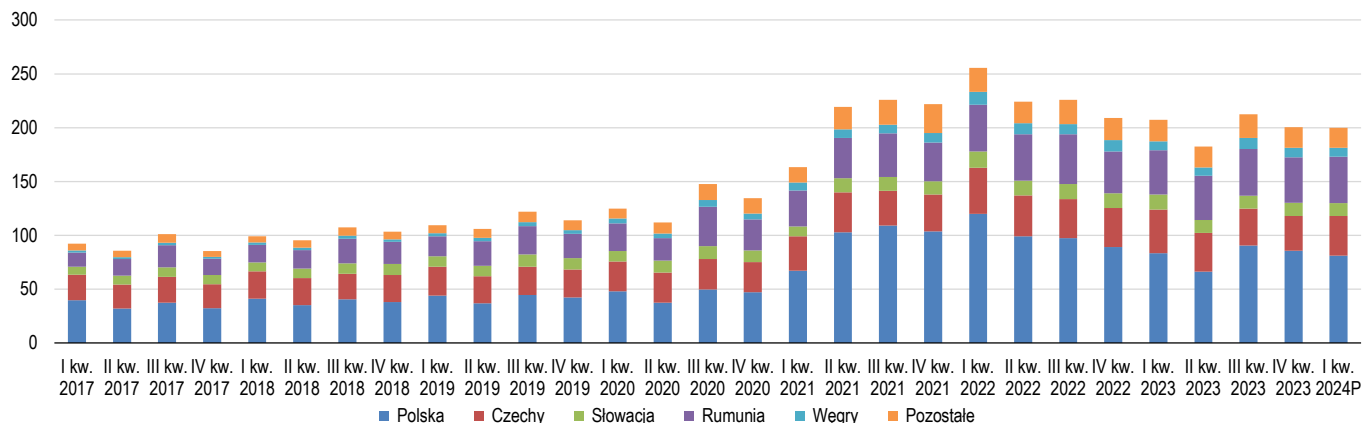
Według CEIC w Rumunii:

- w 2022 r. wydano pozwolenia na budowę 105 tys. mieszkań (-7% r/r);
- w 2023 r. wydano pozwolenia na budowę 79 tys. mieszkań (-25% r/r),
- w I-II 2024 r. wydano pozwolenia na budowę 9 tys. mieszkań (-29% r/r).

### Strategia

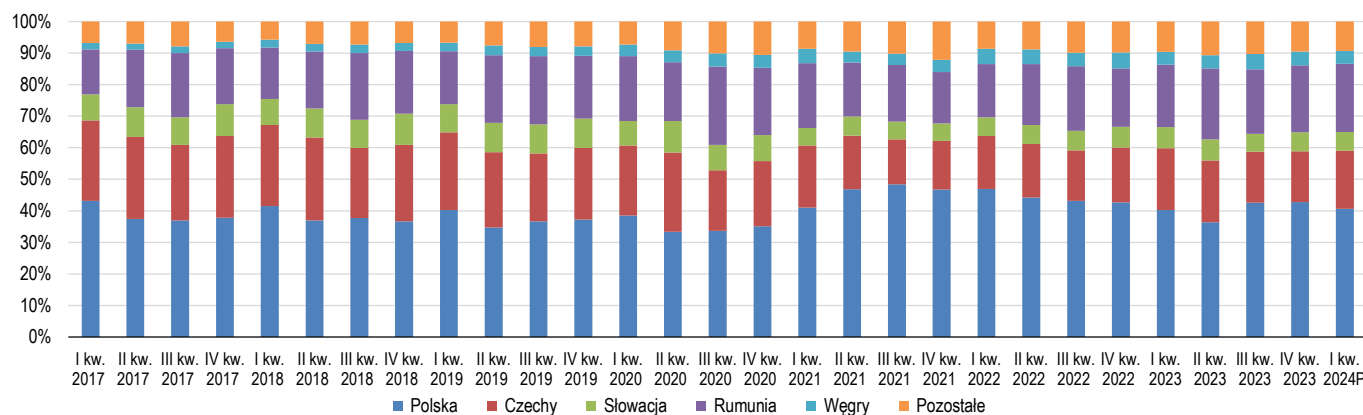
Zarząd Spółki szacuje, że realizacja głównych założeń strategii F1R2, bez uwzględnienia akwizycji, pozwoli na osiągnięcie w 2026 r. 1 400 mln zł przychodów i 193 mln zł EBITDA, przy nieprzekraczających 30 mln zł średniorocznych wydatkach inwestycyjnych. Na 2026 rok prognozujemy mniejsze przychody i EBITDA (odpowiednio 1 138 mln zł i 164 mln zł). Strategia F1R2 zakłada rekomendowanie wypłaty dywidendy w wysokości nie mniejszej niż 50% zysku netto Spółki, przy założeniu stabilnej sytuacji rynkowej i finansowej, między innymi zachowania relacji skonsolidowanego długu netto do skonsolidowanego wskaźnika EBITDA na poziomie nieprzekraczającym 2,5x.

**Wykres 1. Ferro; Przychody – segmenty geograficzne (mln zł)**



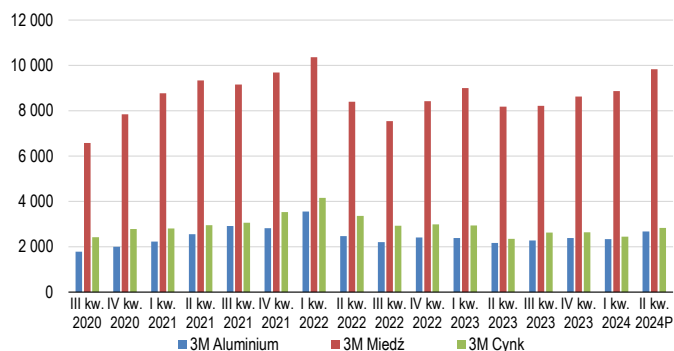
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 2. Ferro; Przychody – struktura geograficzna**



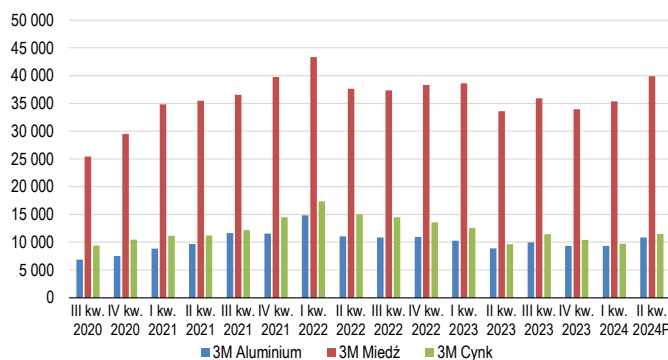
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



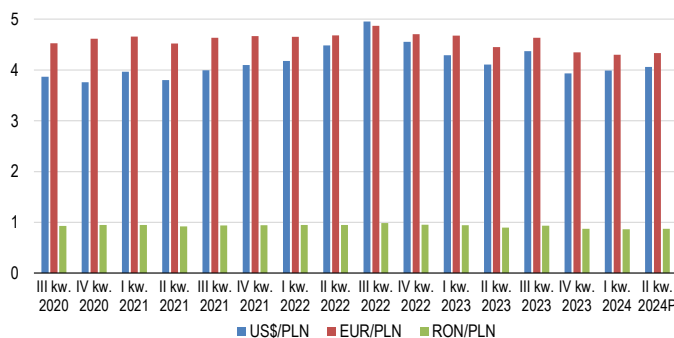
Źródło: PAP, DM BOŚ SA

**Wykres 4. Kursy surowców (koniec okresu, PLN)**



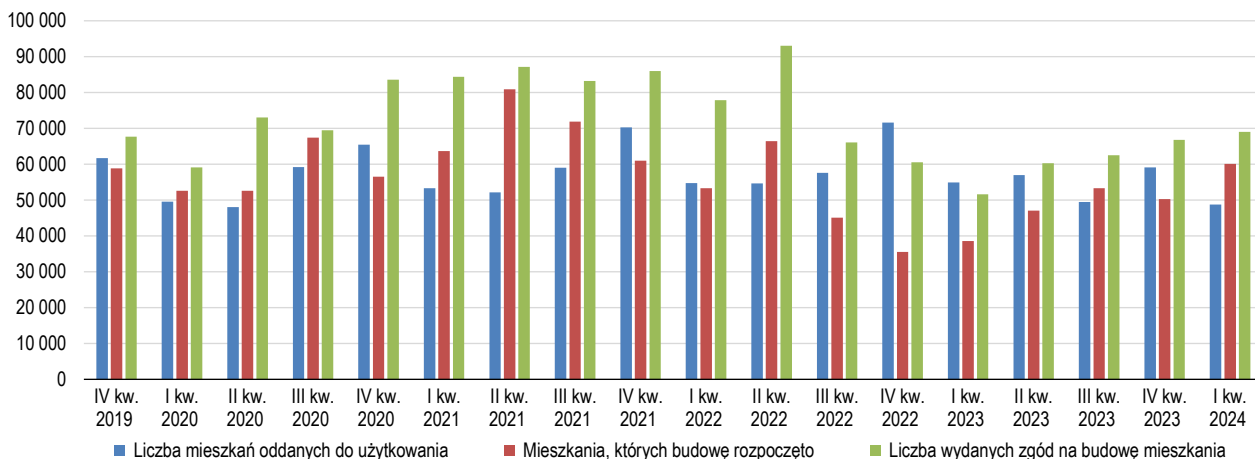
Źródło: PAP, DM BOŚ SA

**Wykres 5. Waluty vs PLN (koniec okresu)**



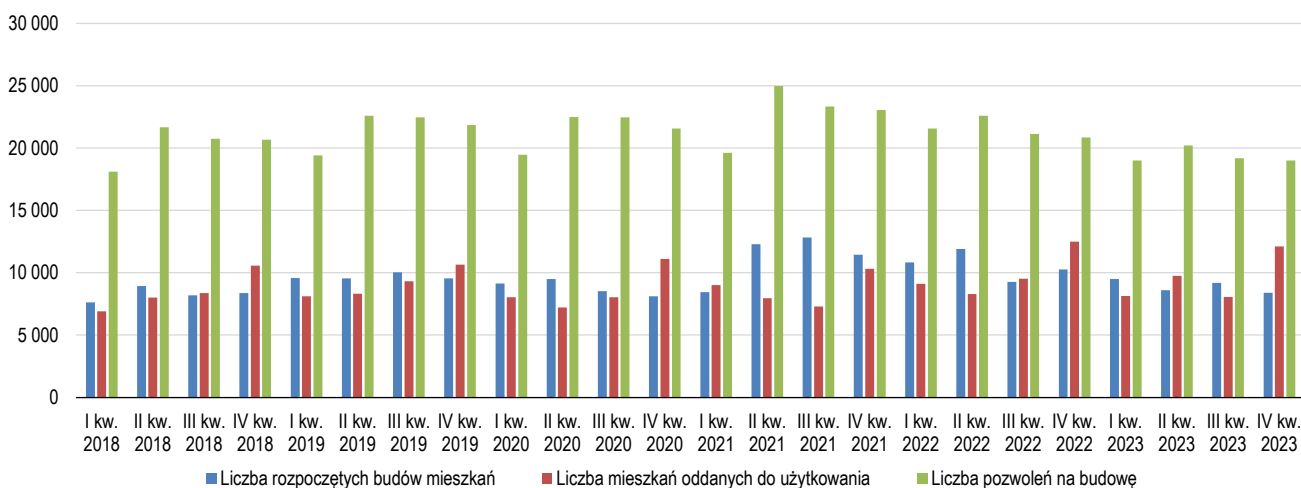
Źródło: PAP, DM BOŚ SA

Wykres 6. Polska; Sytuacja na rynku mieszkaniowym



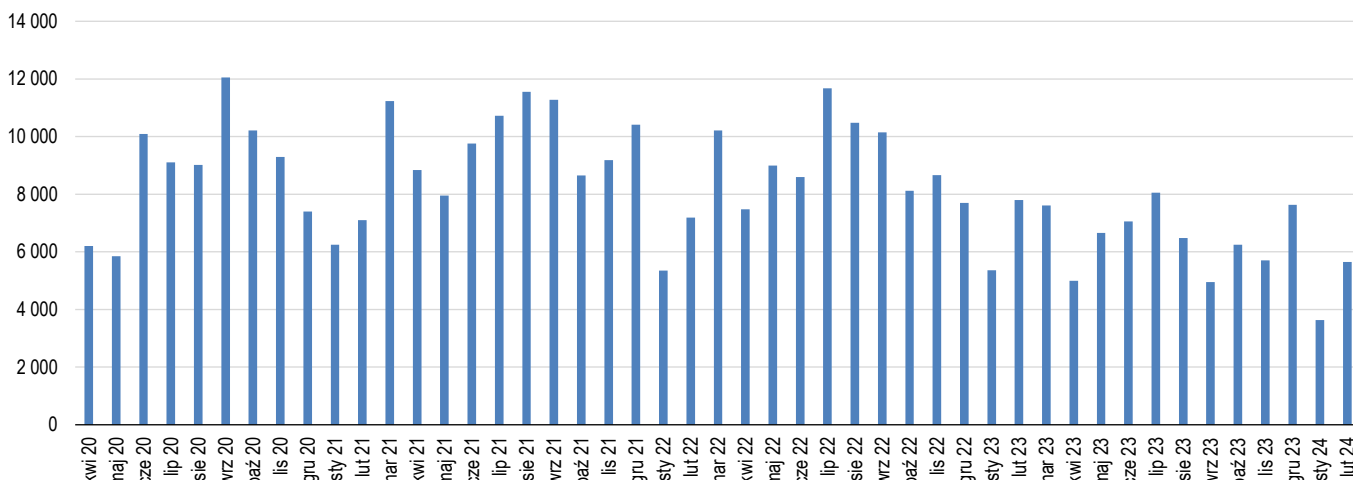
Źródło: GUS, DM BOŚ SA

Wykres 7. Czechy; Liczba mieszkań



Źródło: Czeski Urząd Statystyczny

Wykres 8. Rumunia; Liczba pozwoleń na budowę; mieszkania w budynkach mieszkalnych



Źródło: CEICDATA

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

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	148,8	165,5	165,5	173,0	180,4	187,0
Pozostałe aktywa trwałe	143,6	148,2	140,4	141,0	141,7	142,5
Majątek obrotowy	419,1	441,7	463,0	501,8	557,1	620,1
– zapasy	260,2	292,8	236,7	261,7	294,5	331,5
– należności handlowe netto	111,8	125,2	144,7	159,3	179,9	203,1
– środki pieniężne i ekwiwalenty	47,2	23,7	81,6	80,9	82,7	85,5
<b>Aktywa</b>	<b>711,4</b>	<b>755,4</b>	<b>768,9</b>	<b>815,9</b>	<b>879,2</b>	<b>949,6</b>
Kapitały własne	400,3	445,3	455,9	489,5	535,2	585,7
Rezerwy	13,1	12,8	12,5	12,5	12,5	12,5
Zobowiązania, w tym:	298,0	297,4	300,5	313,9	331,5	351,4
– odsetkowe	141,3	197,0	163,1	163,1	163,1	163,1
– handlowe	126,6	81,1	111,4	123,5	139,4	157,3
– pozostałe	20,6	11,0	11,2	12,6	14,4	16,3
<b>Pasywa</b>	<b>711,4</b>	<b>755,4</b>	<b>768,9</b>	<b>815,9</b>	<b>879,2</b>	<b>949,6</b>
<b>Wskaźniki:</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	1,8	2,1	1,9	1,9	2,0	2,1
Wskaźnik szybki	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	1,0
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	4,2	3,1	2,6	3,1	3,2	3,2
Rotacja zapasów w dniach*	89	110	120	102	101	100
Rotacja należności w dniach*	41	47	61	62	61	61
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	42	41	44	48	48	48
Cykl obrotu gotówki w dniach	88	116	138	116	115	114
ROA	12,0%	8,9%	8,8%	9,3%	10,5%	11,3%
ROE	20,6%	15,5%	14,9%	15,5%	17,4%	18,5%

\*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



Tabela 7. Ferro; Rachunek wyników

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>830,5</b>	<b>914,9</b>	<b>803,2</b>	<b>891,6</b>	<b>1 007,5</b>	<b>1 138,4</b>
Koszty operacyjne	-727,3	-810,5	-706,7	-788,9	-888,2	-1002,8
<b>EBITDA</b>	<b>119,5</b>	<b>120,7</b>	<b>117,8</b>	<b>127,0</b>	<b>144,9</b>	<b>163,8</b>
<b>EBIT</b>	<b>106,6</b>	<b>105,6</b>	<b>100,1</b>	<b>106,6</b>	<b>123,8</b>	<b>140,7</b>
Przychody finansowe	15,3	0,0	0,8	0,4	0,4	0,4
Koszty finansowe	-11,9	-26,8	-18,1	-16,0	-13,4	-12,5
<b>Zysk brutto</b>	<b>110,0</b>	<b>78,8</b>	<b>82,8</b>	<b>91,1</b>	<b>110,8</b>	<b>128,6</b>
Podatek dochodowy	-0,5	-12,3	-15,4	-17,3	-21,0	-24,4
Zysk mniejszości	-1,7	-1,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Zysk netto</b>	<b>107,8</b>	<b>65,4</b>	<b>67,0</b>	<b>73,4</b>	<b>89,3</b>	<b>103,8</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>73,3</b>	<b>65,4</b>	<b>67,0</b>	<b>73,4</b>	<b>89,3</b>	<b>103,8</b>
<b>Marże:</b>						
EBITDA	14,4%	13,2%	14,7%	14,2%	14,4%	14,4%
EBIT	12,8%	11,5%	12,5%	12,0%	12,3%	12,4%
Zysk przed opodatkowaniem	13,2%	8,6%	10,3%	10,2%	11,0%	11,3%
Zysk netto	13,0%	7,2%	8,3%	8,2%	8,9%	9,1%
Skorygowany zysk netto	8,8%	7,2%	8,3%	8,2%	8,9%	9,1%
<b>Nominalny wzrost:</b>						
Sprzedaż	60,0%	10,2%	-12,2%	11,0%	13,0%	13,0%
EBITDA	43,5%	1,0%	-2,4%	7,8%	14,1%	13,0%
EBIT	40,7%	-0,9%	-5,2%	6,5%	16,0%	13,7%
Zysk przed opodatkowaniem	43,9%	-28,4%	5,1%	10,0%	21,6%	16,1%
Zysk netto	73,7%	-39,3%	2,5%	9,5%	21,7%	16,1%
Skorygowany zysk netto	18,1%	-10,8%	2,5%	9,5%	21,7%	16,1%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Ferro; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>58,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>163,3</b>	<b>84,1</b>	<b>88,5</b>	<b>99,4</b>
Zysk netto	110,0	78,8	82,8	91,1	110,8	128,6
Amortyzacja	12,9	15,1	17,7	20,4	21,2	23,1
Zmiana majątku obrotowego	-70,5	-86,0	59,5	-28,6	-37,6	-42,3
Pozostałe	6,1	-11,6	3,2	1,2	-5,9	-10,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-73,2</b>	<b>-25,7</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,5</b>	<b>-29,3</b>	<b>-30,5</b>
Nakłady inwestycyjne	-73,3	-26,5	-15,7	-28,5	-29,3	-30,5
Pozostałe	0,1	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-35,1</b>	<b>-27,1</b>	<b>-94,3</b>	<b>-56,2</b>	<b>-57,4</b>	<b>-66,1</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	14,1	16,9	-46,4	0,0	0,0	0,0
Wypłata dywidend	-46,7	-32,1	-32,7	-40,2	-44,0	-53,6
Pozostałe	-2,5	-11,9	-15,2	-16,0	-13,4	-12,5
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-49,8</b>	<b>-56,5</b>	<b>53,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Czynniki  
ryzyka**

1. Spowolnienie gospodarcze w Europie
2. Spadek popytu na nowe mieszkania
3. Obniżenie częstotliwości przeprowadzania remontów
4. Niedobór odpowiedniej siły roboczej
5. Presja na wynagrodzenia
6. 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. Niestabilność w regionie
9. Wysokie stopy procentowe

**Katalizatory**

1. Wzrost popytu w Polsce i na rynkach ościennych
2. Ekspansja na rynkach europejskich
3. Wzmocnienie udziału na istniejących rynkach
4. Nowe centrum logistycznego na południu Europy
5. Uproszczenie oferty
6. Korzystne kursy walut i ceny surowców
7. Przejęcia w atrakcyjnych segmentach
8. Realizacja przyjętej strategii F1R2

## 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 jest 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.

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta 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 odroczonej.

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	44	25	9	9	0	4
Procenty	48%	27%	10%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	38	14	9	0	4
Procenty	29%	42%	15%	10%	0%	4%

## 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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	6%	6%	0%	18%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	7	2	1	0	3
Procenty	24%	41%	12%	6%	0%	18%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	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	14.04.2022	16%	9%	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	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	37,20	41,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.11.2021	30.11.2021	-	-	-	34,60	41,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	33,00	39,60	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	34,80	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2022	02.02.2022	-	-	-	32,00	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	32,50	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	29,00	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2022	31.03.2022	-	-	-	30,90	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	→	14.04.2022	-	14.04.2022	03.10.2022	-21%	9%	31,70	39,60	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.04.2022	21.04.2022	-	-	-	31,30	37,10	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.05.2022	26.05.2022	-	-	-	27,20	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	28,20	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	25,50	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.07.2022	25.07.2022	-	-	-	24,30	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-	-	26,60	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	25,20	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.09.2022	21.09.2022	-	-	-	25,50	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.09.2022	27.09.2022	-	-	-	23,10	37,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	03.10.2022	-	04.10.2022	27.09.2023	25%	-11%	23,50	28,70	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	23,30	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	22,80	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.11.2022	21.11.2022	-	-	-	24,00	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	-	-	22,60	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	23,00	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	23,50	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	25,00	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.02.2023	17.02.2023	-	-	-	24,50	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	24,10	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2023	31.03.2023	-	-	-	25,50	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	26,70	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.04.2023	28.04.2023	-	-	-	27,40	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	30,50	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	30,50	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	30,90	28,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.07.2023	01.08.2023	-	-	-	30,00	30,10	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	-	-	30,70	30,10	→

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	29,40	30,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.09.2023	13.09.2023	-	-	28,60	30,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	→	27.09.2023	-	28.09.2023	28.11.2023	-5%	-18%	27,90	30,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	28,80	30,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.10.2023	25.10.2023	-	-	27,10	30,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	27,40	30,10 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	28.11.2023	-	29.11.2023	Nie później niż 28.11.2024	31%	17%	26,60	33,30 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	31,60	34,70 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	32,00	34,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	32,40	34,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2024	07.02.2024	-	-	32,30	36,60 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	30,70	36,60 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.03.2024	27.03.2024	-	-	33,50	39,30 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	34,50	39,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.04.2024	25.04.2024	-	-	34,80	39,30 →	

\* 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	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	05.12.2021	29,30	7%
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	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	37,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.11.2021	30.11.2021	-	34,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	05.12.2021	-	06.12.2021	03.10.2022	33,00	11%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	34,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2022	02.02.2022	-	32,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	32,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	29,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2022	31.03.2022	-	30,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	31,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.04.2022	21.04.2022	-	31,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.05.2022	26.05.2022	-	27,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	28,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	25,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.07.2022	25.07.2022	-	24,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	26,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	25,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.09.2022	21.09.2022	-	25,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.09.2022	27.09.2022	-	23,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	Niedoważaj	↓	03.10.2022	-	04.10.2022	20.11.2022	23,50	-14%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	23,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	22,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↑	20.11.2022	-	21.11.2022	16.02.2023	24,00	-8%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	22,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	23,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	23,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	25,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Niedoważaj	↓	16.02.2023	-	17.02.2023	25.10.2023	24,50	1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	24,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2023	31.03.2023	-	25,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	26,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.04.2023	28.04.2023	-	27,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	30,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	30,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	30,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.07.2023	01.08.2023	-	30,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	30,70	-

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	29,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.09.2023	13.09.2023	-	28,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.09.2023	28.09.2023	-	27,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	28,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↑	25.10.2023	-	25.10.2023	28.11.2023	27,10	-8%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	27,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	28.11.2023	-	29.11.2023	24.04.2024	26,60	17%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	31,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	32,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	32,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2024	07.02.2024	-	32,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	30,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.03.2024	27.03.2024	-	33,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	34,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	24.04.2024	-	25.04.2024	Nie później niż 24.04.2025	34,80	-

\* 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 z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 25 kwietnia 2024 r., godz. 7:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 25 kwietnia 2024 r., godz. 7:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ 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/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 wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/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.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### Maklerzy

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
[p.kalbarczyk@bossa.pl](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

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

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

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