

28/2019/GPW (151) 4 grudnia, 2019

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

Kapitalizacja: 83,6 mln US\$

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)

Bloomberg: FRO PW

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Średni obrót dzienny: 0,03 mln US\$

Kurs: 15,20 zł

12M przedział kursowy: 11,95-15,20 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 17,80 zł (↑)

Free float: 31%

Aktualizacja prognoz

- Wzrost liczby mieszkań.** Koniunktura, na rynkach, na których Grupa operuje jest obecnie dobra. Według GUS, w ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy 2019 roku w Polsce rozpoczęto budowę 203 tys. mieszkań, więcej o 4% r/r, oddano do użytku 165 tys. mieszkań, więcej 11% r/r, a wydano pozwolenia na budowę 229 tys. mieszkań, więcej 5% r/r. W ub. roku oddano do użytku 185 tys. mieszkań, więcej 4% r/r, rozpoczęto budowę 222 tys. mieszkań (więcej 8% r/r), a wydano pozwolenia na budowę 257 tys. mieszkań (więcej 3% r/r). Ceny lokali mieszkalnych wzrosły o 8% r/r i 2% kw./kw. w I i II kw. 2019.

Według Czeskiego Urzędu Statystycznego, w Czechach rozpoczęto/skończono budowę 19 102/16 427 mieszkań w I poł. 2019 r, +15%/ +10% więcej r/r. Według INS, w Rumunii wydano 25 tysięcy pozwoleń na budowę mieszkań w styczniu-lipcu 2019, -1,5% r/r, jednak prawie 60 000 nowych mieszkań zostało oddanych w 2018 roku, 12% więcej r/r.

- Czynniki popytowe.** Popyt na produkty/towary Spółki jest pochodną rozwoju rynku mieszkaniowego w regionie (63% przychodów Spółki w 1-3 kw. 2019 pochodziło z rynków zagranicznych, po 14% 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 jest skracanie cykli remontowych i cykli żywotności produktów. Obecnie wymiana akcesoriów nie

Skorygowane zyski

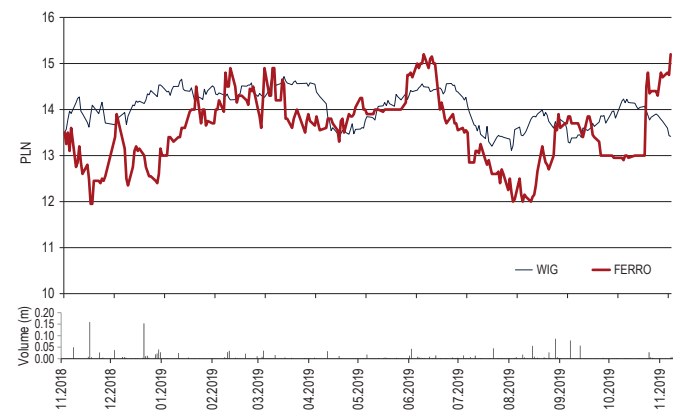
Rozliczenie podatku dochodowego.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	405,6	448,1	475,0	508,3
EBITDA	mln zł	57,3	65,3	60,9	66,2
EBIT	mln zł	53,6	59,1	54,7	59,0
Zysk netto	mln zł	37,7	43,0	40,5	44,3
Skor. zysk netto	mln zł	38,6	43,0	40,5	44,3
Skor. EPS	zł	1,8	2,0	1,9	2,1
Skor. zmiana EPS r/r	%	-3	11	-6	9
Dług netto	mln zł	91,6	90,9	102,3	99,1
P/E	x	8,6	7,5	8,0	7,3
Skor. P/E	x	8,4	7,5	8,0	7,3
EV/EBITDA	x	7,2	6,3	7,0	6,4
EV/EBIT	x	7,7	7,0	7,8	7,2
DPS	zł	0,35	1,12	1,28	1,20
Stopa dywidendy brutto	%	2,3	7,4	8,4	7,9
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

jest dużym wydatkiem i często związana jest z dekoracją wnętrza i uzależniona od bieżącej mody. W 1-3 kw. br. Spółka sprzedała 14%/10% więcej r/r baterii i akcesoriów/ armatury instalacyjnej w ujęciu wartościowym.

- Elementy kosztotwórcze.** 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.

- **Strategia.** W marcu 2019 roku Spółka przyjęła strategię na lata 2019-2023 bazującą na czterech głównych filarach: (i) integracji i optymalizacji, (ii) ekoświadomości i innowacji, (iii) szybkości i elastyczności, (iv) wprowadzaniu nowych kanałów dystrybucji oraz produktów. **Integracja i optymalizacja** ma na celu konsolidację funkcji centralnych w ramach Grupy poprzez integrację procesów zewnętrznych i wewnętrznych, agregację baz danych oraz wdrożenie spójnego systemu zarządzania zasobami ludzkimi. Powinno to umożliwić budowę organizacji zorientowanej na klienta. **Ekoświadomość i innowacje** to filar strategii umożliwiający wprowadzenie kompleksowych rozwiązań polegających na stworzeniu oferty systemowej oraz wprowadzeniu do sprzedaży rozwiązań związanych z ekonomicznym zużyciem wody i energii. Spółka pracuje nad poszerzeniem oferty w wyższym segmencie, oferowaniem usług dedykowanych do pracowni architektonicznych. Hasło „**szybko i elastycznie**” oznacza wsparcie rozwoju e-commerce, optymalizację i integrację łańcucha dostaw, intensyfikację ekspansji rynkowej oraz wzmocnienie udziałów rynkowych. Spółka zamierza poprawić dostępność i kompletność oferty zwiększając szybkość dostaw i szerokość asortymentu (uzupełnienie oferty łazienkowej). Ponadto, chce skupić się na zwiększaniu rozpoznawalności własnej marki. W tym obszarze rozpatrywane są potencjalne projekty akwizycyjne, które powinny umożliwić Spółce (i) poszerzenie lub wzmocnienie oferty asortymentowej, (ii) wejście

na nowe rynki geograficzne lub wzmocnienie pozycji na obecnych rynkach. **Wprowadzenie nowych kanałów dystrybucji oraz produktów** ma się odbyć poprzez realizację projektów w zakresie segmentacji oferty i repozycjonowania marek, pozyskanie nowych odbiorców B2B oraz wprowadzenie usług około sprzedażowych i asortymentu uzupełniającego. Spółka powoli zaczyna być obecna w segmencie inwestycyjnym.

Według Zarządu Grupy realizacja strategii ma skutkować skonsolidowanymi przychodami i wartością 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. Spodziewamy się wzrostu kapitału obrotowego, z uwagi na planowane poszerzenie asortymentu i zwiększenie dostępności.

- **IV kw. 2019P.** Wyniki Spółki w III kw. br. były bardzo dobre – przychody wyniosły 122 mln zł rosnąc 14% r/r, a na dwóch największych rynkach, czyli w Polsce i Czechach, Grupa zanotowała 10% dynamikę ich wzrostu. Dwucyfrowe wzrosty zostały zrealizowane również na Węgrzech (+25 r/r), Słowacji (+18% r/r) i Rumunii (+16% r/r) oraz w pozostałych krajach (+26% r/r). Dynamika przychodów Grupy w III kw. br. była wyższa niż w I i II kw. br., kiedy wyniosła odpowiednio 10% i 11% r/r. Marża EBITDA w III kw. br. zanotowała wzrost o 1,6 p.p. r/r do 17,6% w porównaniu do 17,1%/ 13,6% osiągniętych w I/ II kw. br. Wzrost rentowności w III kw. br. wynikał z mniejszej dynamiki wzrostu kosztów własnych sprzedanych towarów i pozostałych kosztów. Podobnie jak w II kw. szybciej rosły koszty wynagrodzeń (+18% r/r), a także materiałów i energii (+16% r/r). Grupa zanotowała 20 mln zł zysku operacyjnego w III kw. 2019 (+22% r/r). Koszty finansowe netto wyniosły 2 mln zł w III kw. br., w tym około 1 mln zł stanowiły ujemne różnice kursowe, wobec 1,7 mln zł w III kw. 2018 r. Zysk netto Grupy Ferro w III kw. 2019 roku wyniósł 14,5 mln zł rosnąc 23% r/r.

Wydaje się, że IV kw. zaczął się dla Spółki również dość pomyślnie. Zarząd mówi o 7% dynamice na rynku krajowym i stabilnym wzroście popytu na pozostałych rynkach. Kluczowa dla wyników

będzie dynamika sprzedaży w grudniu, który z uwagi na święta jest miesiącem dość zmiennym. Spodziewamy się znaczących premii w związku z realizacją wysokiej sprzedaży całorocznej, które mogą dotrzeć wyniki IV kw. Należy również podkreślić, że wyniki Spółki w IV kw. 2018 były mocne. Zatem prognozujemy tylko nieznacznie lepszy r/r ZN Grupy w IV kw. br. Z uwagi na Nowy Rok w Chinach Spółka musi zatowarować się wcześniej w br. niż miało to miejsce rok temu, co będzie skutkowało wyższym stanem magazynów. Jednak należy to uznać za sytuację przejściową.

- **Prognozy na 2020.** Należy zwrócić uwagę, że lata 2019 i 2020 to okres implementacji strategii, więc można spodziewać się większej kumulacji po stronie kosztowej, natomiast w latach 2021-2023 powinien być widoczny szybszy wzrost. Wydaje się, że koszty implementacji strategii były dość niskie w 2019 rok (do 1 mln zł) i mogą wzrosnąć w 2020 roku (do 4-5 mln zł według naszych prognoz). Wzrost przychodów Grupy szacujemy na 6% r/r w 2020 roku. Z uwagi na implementację strategii zakładamy spadek r/r ZN w 2020 roku.

Najwcześniej w przyszłym roku Spółka może dokonać akwizycji w Polsce lub Europie Środkowej, zgodnie z ogłoszoną strategią. Grupa będzie się koncentrowała na wprowadzaniu nowych rozwiązań związanych z ekonomicznym zużyciem wody i energii, ponadto będzie rozwijała nowe

kanały dystrybucji. Zamierza zintensyfikować swoje działania w rejonie Adriatyku, po uruchomieniu w grudniu biura handlowego obsługującego ten region w Chorwacji, a także wejść na kolejne rynki. W celu zwiększenia mocy produkcyjnych Spółka kupiła dwie maszyny, zamierza inwestować w logistykę i obsługę magazynu. Spółka obsługuje sprzedaż ze Znojmo i Skawiny. Możliwe jest zwiększenie powierzchni magazynowej i rozbudowa centrum logistycznego.

- **Ryzyko dla prognoz finansowych.** Umiarkowane. Wrażliwość na ceny surowców oraz ryzyko kursowe.
- **Wycena.** Uaktualnienie prognoz finansowych skutkuje wzrostem wyceny w horyzoncie 12 miesięcy (będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 17,8 (z 17,1) zł na akcję Spółki.
- **Rekomendowane działanie.** Długoterminowi inwestorzy powinni być zadowoleni z implementacji strategii, jednak muszą się pogodzić z kosztami jej implementacji, które pojawią się w krótkim okresie. Natomiast wydaje się, że mogą być one niższe od spodziewanych, gdyż wiele projektów Spółka realizuje siłami wewnętrznymi. Prognozy Spółki zawarte w strategii są obiecujące. Podnosimy naszą rekomendację fundamentalną dla Spółki do Kupuj (z Trzymaj).

Tabela 1. Ferro; Zmiana prognoz DM BOŚ SA

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019P			2020P			2021P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	448,1	444,3	1%	475,0	464,3	2%	508,3	496,8	2%
EBITDA	65,3	61,6	6%	60,9	57,6	6%	66,2	64,2	3%
EBIT	59,1	55,2	7%	54,7	50,9	7%	59,0	56,3	5%
Zysk netto	43,0	39,3	9%	40,5	38,3	6%	44,3	42,7	4%
Skor. zysk netto	43,0	39,3	9%	40,5	38,3	6%	44,3	42,7	4%
Dług netto	90,9	91,8	-1%	102,3	104,7	-2%	99,1	101,4	-2%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. Ferro; Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Koszt kapitału własnego					
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
Wymagana stopa zwrotu	11,5%	11,4%	11,3%	11,2%	11,0%
Koszt długu					
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)					
Udział kapitału akcyjnego	75%	76%	77%	77%	80%
Udział długu	25%	24%	23%	23%	20%
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,4%	11,3%	11,2%	11,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%
Prognozy finansowe (mln zł)					
Sprzedaż	508,3	533,7	560,3	588,4	606,0
EBIT	59,0	63,6	65,1	67,8	69,0
EBIT (1 - t)	47,8	51,5	52,7	54,9	55,9
Amortyzacja	7,2	7,5	8,5	9,6	10,7
Zmiana kapitału pracującego	-12,8	-9,8	-10,3	-10,8	-6,8
Wydatki inwestycyjne	-10,6	-10,9	-10,5	-11,1	-11,5
FCFF	31,6	38,4	40,5	42,5	48,2

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 3. Ferro; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,5%
Wartość rezydualna	570,5
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	364,4
Bieżąca wartość FCFF	152,8
Wartość firmy	517,2
Zadłużenie netto	102,3
Dywidenda	27,1
Wartość kapitału akcyjnego	442,0
Liczba akcji (m)	21,2
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	20,8

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Ferro; Wrażliwość wyceny na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%
0,0%	19,5	19,2	18,9	18,5	18,2
0,5%	20,5	20,1	19,8	19,4	19,1
1,0%	21,7	21,2	20,8	20,4	20,0
1,5%	22,9	22,4	22,0	21,5	21,1
2,0%	24,4	23,8	23,3	22,8	22,3

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Ferro; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2020P	2021P	2020P	2021P	2020P	2021P
Villeroy & Boch Ag-Pref	11,3	10,8	2,9	2,9	4,7	4,7
Fortune Brands Home & Securi	16,3	14,9	10,8	9,8	12,8	11,3
Masco	17,5	18,1	11,9	11,1	13,0	12,3
Nilfisk Holding	12,5	10,5	7,9	6,2	15,3	11,3
Tarkett	10,4	8,7	5,5	5,0	10,8	9,4
Vatti Corporation	10,8	9,5	7,1	6,0	7,6	6,5
Nichiha	9,7	10,0	4,3	4,0	5,9	5,7
Norcros	8,1	6,9	5,3	4,8	6,3	5,7
Vestel Beyaz Esya Sanayi	4,8	4,2	3,5	2,9	3,9	3,2
Decora	8,1	8,0	5,5	5,3	7,4	7,2
Mercor	8,4	6,1	6,1	5,0	9,1	6,9
Lena Lighting	8,0	7,7	4,4	4,1	6,1	5,6
Mediana	10,1	9,1	5,5	5,0	7,5	6,7
Ferro	8,0	7,3	7,0	6,4	7,8	7,2
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	19,2	18,9	10,9	11,0	14,5	13,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	14,7					

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

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

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	186,3	186,8	196,2	197,4	200,8	204,2
Pozostałe aktywa trwałe	1,4	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3
Majątek obrotowy	153,9	177,4	193,7	218,3	244,1	257,8
– zapasy	100,9	106,7	119,0	135,5	155,9	166,8
– należności handlowe netto	43,6	51,8	57,1	62,1	65,9	70,5
– środki pieniężne i ekwiwalenty	9,4	18,9	17,6	20,7	22,3	20,5
Rozliczenia międzyokresowe czynne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa	341,6	365,2	390,9	416,8	446,1	463,3
Kapitały własne	213,7	198,3	233,2	252,4	265,7	284,5
Rezerwy	8,0	35,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania, w tym:	119,9	131,8	149,6	156,3	172,2	170,6
– odsetkowe	77,8	65,6	107,5	110,0	123,0	118,0
– handlowe	37,3	59,7	34,7	38,2	40,4	43,1
– pozostałe	3,9	5,6	5,8	6,5	7,2	7,9
Pasywa	341,6	365,2	390,9	416,8	446,1	463,3
Wskaźniki:						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	1,8	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0
Wskaźnik szybki	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	3,2	3,5	3,4	3,0	2,8	2,7
Rotacja zapasów w dniach*	104	104	102	104	112	116
Rotacja należności w dniach*	47	48	49	49	49	49
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	37	49	42	30	30	30
Cykl obrotu gotówki w dniach	115	103	108	123	131	135
ROA	8,8%	11,2%	10,2%	10,6%	9,4%	9,7%
ROE	14,3%	19,2%	17,9%	17,7%	15,6%	16,1%

*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Ferro; Rachunek wyników

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody netto ze sprzedaży	332,5	364,7	405,6	448,1	475,0	508,3
Koszty operacyjne	293,0	319,3	353,9	391,9	423,4	452,5
EBITDA	45,9	51,6	57,3	65,3	60,9	66,2
EBIT	41,1	47,7	53,6	59,1	54,7	59,0
Przychody finansowe	0,1	2,9	0,0	0,0	0,4	0,4
Koszty finansowe	-4,7	-10,1	-6,7	-5,9	-5,1	-4,7
Zysk brutto	36,5	40,5	46,8	53,1	50,0	54,7
Podatek dochodowy	-7,4	-29,5	-9,1	-10,2	-9,5	-10,4
Zysk netto	29,1	11,1	37,7	43,0	40,5	44,3
Skorygowany zysk netto	29,5	32,8	37,9	43,0	40,5	44,3
Marże:						
EBITDA	13,8%	14,2%	14,1%	14,6%	12,8%	13,0%
EBIT	12,4%	13,1%	13,2%	13,2%	11,5%	11,6%
Zysk przed opodatkowaniem	11,0%	11,1%	11,5%	11,9%	10,5%	10,8%
Zysk netto	8,7%	10,9%	9,5%	9,6%	8,5%	8,7%
Skorygowany zysk netto	8,9%	9,0%	9,4%	9,6%	8,5%	8,7%
Nominalny wzrost:						
Sprzedaż	13,8%	9,7%	11,2%	10,5%	6,0%	7,0%
EBITDA	30,5%	12,4%	11,0%	14,0%	-6,8%	8,8%
EBIT	24,6%	16,1%	12,2%	10,3%	-7,4%	7,9%
Zysk przed opodatkowaniem	38,2%	11,1%	15,5%	13,5%	-5,9%	9,4%
Zysk netto	30,4%	-62,0%	240,8%	14,0%	-5,8%	9,4%
Skorygowany zysk netto	32,5%	11,1%	15,5%	13,5%	-5,9%	9,4%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Ferro; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	34,2	61,4	-24,2	34,9	28,6	42,7
Zysk netto	36,5	48,7	47,7	53,1	50,0	54,7
Amortyzacja	4,8	3,9	3,7	6,3	6,2	7,2
Zmiana majątku obrotowego	-8,7	8,2	-44,7	-18,8	-22,0	-12,8
Pozostałe	1,6	0,7	-31,0	-5,7	-5,6	-6,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,2	-4,3	-7,1	-7,5	-9,8	-10,6
Nakłady inwestycyjne	-3,2	-4,4	-7,2	-7,5	-9,8	-10,6
Pozostałe	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-27,8	-39,6	30,6	-24,2	-17,3	-33,8
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-10,2	-12,4	40,4	2,5	13,0	-5,0
Wypłata dywidend	-15,9	-25,5	-7,4	-23,8	-27,1	-25,5
Pozostałe	-1,7	-1,7	-2,3	-2,9	-3,1	-3,3
Zmiana środków pieniężnych	3,2	17,6	-0,7	3,2	1,6	-1,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

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

Katalizatory

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

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.

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

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

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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 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	38	36	7	8	0
Procenty	43%	40%	8%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

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

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające 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	Nie później niż 04.12.2020	-	-	15,20	17,80 ↑

* 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	Nie później niż 18.11.2020	13,00	23%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	15,20	-

* 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: 5 grudnia 2019 r., godz. 8:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 5 grudnia 2019 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

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

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

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

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i 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)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

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