

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

Ferro

Komentarz do wyników Spółki za I kw. 2020

Wczoraj po sesji Spółka opublikowała wyniki za I kw. 2020 r. Są one nieco powyżej naszych oczekiwań, głównie z uwagi na wyższą sprzedaż, ale przede wszystkim dodatnie różnice kursowe.

Wzrost przychodów. Przychody Grupy w I kw. 2020 roku wyniosły blisko 125 mln zł, po 14% wzroście r/r. Były one 6% powyżej naszych oczekiwań. Dynamika w I kw. była porównywalna do poprzednich kwartałów, kiedy przychody Grupy urosły o 10%/ 11%/ 14%/ 10% r/r w I/ II/ III/ IV kw. 2019. Na swoich dwóch największych rynkach Grupa utrzymała dodatnią dynamikę wzrostu przychodów w I kw. 2020 roku, czyli odpowiednio 9% i 3% r/r w Polsce i Czechach. Wysoka dynamika przychodów była utrzymana także w Rumunii (+39% r/r), na Węgrzech (+55 r/r) oraz w pozostałych krajach (+24% r/r). Natomiast na Słowacji przychody Spółki były prawie płaskie r/r (-0,3%) w I kw. 2020.

Poprawiająca się rentowność. Marża EBITDA w I kw. 2020 zanotowała wzrost o 0,4 pp r/r do 17,5% w porównaniu do 17,1% osiągniętych w I kw. 2019 r. Wzrost rentowności w I kw. został osiągnięty dzięki stabilizacji wzrostu kosztów wynagrodzeń (+14% r/r), a także kosztów własnych towarów i materiałów (+14% r/r). Wzrost kosztów zużycia materiałów i energii wyniósł 6% r/r w I kw. 2020, będąc poniżej dynamiki przychodów. Zakładamy, że w I kw. br. pojawiły się pewne koszty związane z implementacją strategii (głównie na poziomie kosztów wynagrodzeń), jednak w związku z obecną sytuacją były one prawdopodobnie ograniczone w stosunku do pierwotnych planów. Grupa zanotowała 22 mln zł/ 20 mln zł EBITDA/EBIT w I kw. 2020 (+17%/ +14% r/r).

Rosnący zysk netto. Zyski finansowe netto wyniosły 0,2 mln zł w I kw. br. wobec -1,4 mln zł w I kw. 2019 r. Spółka odnotowała dodatnie różnice kursowe, z których większość stanowią

14/2020/GPW (58) 19 maja, 2020

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Sektor: Materiały budowlane

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 13,65 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 18,50 zł (→)

Kapitalizacja: 69,8 mln US\$

Bloomberg: FRO PW

Średni obrót dzienny: 0.025 mln US\$

12M przedział kursowy: 10,30-18,25 zł

Free float: 31%

Skorygowane zyski

Rozliczenie podatku dochodowego.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	451,3	451,3	473,8	497,5
EBITDA	mln zł	66,9	58,7	62,7	67,4
EBIT	mln zł	60,6	50,9	53,9	58,3
Zysk netto	mln zł	40,0	38,1	41,0	45,0
Skor. zysk netto	mln zł	42,9	38,1	41,0	45,0
Skor. EPS	zł	2,0	1,8	1,9	2,1
Skor. zmiana EPS r/r	%	11	-11	8	10
Dług netto	mln zł	75,8	65,0	57,2	46,8
P/E	x	7,2	7,6	7,1	6,4
Skor. P/E	x	6,8	7,6	7,1	6,4
EV/EBITDA	x	5,5	6,0	5,5	5,0
EV/EBIT	x	6,0	7,0	6,4	5,8
DPS	zł	1,12	0,75	1,13	1,22
Stopa dywidendy brutto	%	8,2	5,5	8,3	8,9
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

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I pół. 2020: 17 września 2020
2. Skonsolidowany raport za III kw. 2020: 19 listopada 2020

zrealizowane, w I kw. 2020 (my zakładaliśmy ujemne). Przychody finansowe wyniosły 1 mln zł w I kw. 2020. Efektywna stopa podatku dochodowego wyniosła 18% w I kw. 2020 wobec 19% rok wcześniej. Zysk netto Grupy Ferro w I kw. 2020 roku wyniósł 16,5 mln zł rosnąc 27% r/r.

Tabela 1. Ferro; Wyniki finansowe vs prognozy na I kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 2019	II kw. 2019	III kw. 2019	IV kw. 2019	I kw. 2020	I kw. 2020P DM BOŚ SA	I kw. 2020P PAP	Wyniki wobec oczekiwań	zmiana r/r	Udział wyników za I kw. w:		zmiana		
	2019	2019	2019	2019	2020	2020P	2020P			2019	2020P	2019	2020P	r/r
Sprzedaż	109,4	105,8	122,1	113,9	124,8	118,2	115,8	→/→	14%	24%	28%	451,3	451,3	0%
EBITDA	18,7	14,4	21,5	12,3	21,8	19,5	18,5	→/↑	17%	28%	37%	66,9	58,7	-12%
Marża EBITDA	17,1%	13,6%	17,6%	10,8%	17,5%	16,5%	16,0%	-	-	-	-	14,8%	13,0%	-
EBIT	17,5	12,7	19,8	10,6	20,0	17,8	16,8	→/↑	14%	29%	39%	60,6	50,9	-16%
Marża EBIT	16,0%	12,0%	16,2%	9,3%	16,1%	15,1%	14,5%	-	-	-	-	13,4%	11,3%	-
Zysk brutto	16,1	11,7	17,7	8,5	20,2	15,3	n.a.	↑/b.d.	26%	30%	43%	54,0	47,0	-13%
Marża zysku brutto	14,7%	11,1%	14,5%	7,4%	16,2%	13,0%	n.a.	-	-	-	-	12,0%	10,4%	-
Zysk netto	13,0	9,5	14,5	2,9	16,5	12,4	11,9	↑/↑	27%	33%	43%	40,0	38,1	-5%
Marża zysku netto	11,9%	9,0%	11,9%	2,6%	13,2%	10,5%	10,3%	-	-	-	-	8,9%	8,4%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA, PAP

Stabilne zadłużenie. Grupa odnotowała 0,7 mln zł przepływów operacyjnych w I kw. 2020 wobec -5,6 mln zł w I kw. 2019. Wydatki inwestycyjne były niskie i wyniosły 1,3 mln zł w I kw. 2020 roku wobec 0,7 mln zł rok wcześniej. Dług netto Grupy (uwzględniając leasing) na koniec I kw. 2020 osiągnął 77 mln zł wobec 76 mln zł na koniec I kw. 2019 i 76 mln zł/ 92 mln zł na koniec 2019/ 2018 roku.

Strategia. Strategia Spółki zakłada osiągnięcie skonsolidowanych przychodów i EBITDA na poziomie odpowiednio 700 mln zł i 90 mln zł w 2023 roku (2018-2023 CAGR w wysokości 11% i 10%). Wydatki inwestycyjne w tym okresie nie powinny przekraczać średniorocznie 10 mln zł, a wartość długu netto do EBITDA Grupy 2,5x.

Pandemia. Zarząd poinformował, że pandemia COVID-19 oraz wdrożone przez rządy państw działania mają wpływ na wyniki finansowe Grupy. Grupa prowadzi działalność w formule B2B i aktualnie zamówienia są realizowane bez zakłóceń, jednak ograniczenie aktywności konsumenckiej przekłada się na spadek popytu na usługi remontowo- wykończeniowe i zmniejszenie składanych zamówień.

Rekomendowane działanie

Biorąc po uwagę duże ryzyko związane z obecną sytuacją na rynku mieszkaniowym utrzymujemy naszą fundamentalną rekomendację Trzymaj dla Spółki.

Wyniki Spółki za I kw. 2020 są lepsze r/r i nieco przekraczają nasze oczekiwania. Zatem

utrzymujemy relatywne nastawienie Przeważaj. Ponadto umieszczamy akcje Spółki w naszym miesięcznym portfelu.

Chociaż wyniki Ferro były na rekordowo wysokim poziomie w I kw. 2019 roku, Grupa zdołała je poprawić w br. Zysk operacyjny urósł 14% r/r, a zysk netto 27% r/r w I kw. 2020 (będąc pod wpływem dodatnich różnic kursowych z tytułu zmiany kursów walutowych). O ile popyt w II kw. br. jest trudny do przewidzenia (Spółka widzi jego osłabienie) to zwracamy uwagę, że kursy surowcowe kształtują się na korzystnym dla Spółki poziomie. Na koniec marca 2020 r. aluminium/miedź/cynk kosztowały mniej r/r o 22%/25%/35% w US\$ i 15%/18%/30% w przeliczeniu na PLN. Korzystne tendencje na rynku surowcowym utrzymują się, co powinno sprzyjać rentowności operacyjnej Grupy w II i III kw. br.

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

Tabela 2. Ferro; Zmiana prognoz DM BOŚ SA

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2020P			2021P			2021P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	451,3	451,3	0%	473,8	473,8	0%	497,5	497,5	0%
EBITDA	58,7	58,7	0%	62,7	62,7	0%	67,4	67,4	0%
EBIT	50,9	50,9	0%	53,9	53,9	0%	58,3	58,3	0%
Zysk netto	38,1	38,1	0%	41,0	41,0	0%	45,0	45,0	0%
Dług netto	65,0	65,0	0%	57,2	57,2	0%	46,8	46,8	0%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

O ile obecna sytuacja będzie z pewnością miała wpływ na rynek mieszkaniowy i popyt na produkty Spółki, to zakładamy, że już budowane mieszkania będą wykańczane, co będzie kreowało popyt. Ponadto, produkty Grupy są w niższym segmencie cenowym, co też w czasach kryzysu może mitygować spadek popytu.

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) oraz (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.

Wycena

Nasze prognozy finansowe nie ulegają zmianie. Wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej pozostaje na poziomie 18,5 zł na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 21,9 (poprzednio 21,8) zł, z uwagi na przesunięcie horyzontu wyceny, zaś wycena metodą porównawczą pokazuje 15,0 (poprzednio 15,2) zł.

Tabela 3. Ferro; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Villeroy & Boch	3,7	2,8	2,9	n.m.	11,0	9,8	10,9	5,2	5,1
Fortune Brands	12,8	11,1	9,7	n.m.	n.m.	14,8	16,0	13,6	10,6
Masco	12,8	11,4	10,3	n.m.	n.m.	n.m.	14,8	12,9	11,5
Nilfisk Holding	9,5	5,8	4,8	n.m.	10,1	7,6	n.m.	13,3	9,7
Tarkett	6,0	4,3	4,1	n.m.	n.m.	10,4	n.m.	10,4	10,2
Vatti Corporation	8,6	7,2	7,0	12,4	10,9	10,1	9,0	7,8	8,2
Nichiha	3,8	4,4	3,4	8,2	10,2	8,2	5,4	9,3	5,1
Norcros	3,6	3,3	2,7	4,6	4,1	3,8	5,1	3,8	3,4
Vestel Beyaz Esya Sanayi	4,9	4,4	4,3	7,3	5,9	5,5	5,3	4,8	6,9
Decora	7,6	7,5	7,4	5,2	5,1	5,0	7,0	6,9	6,8
Mercor	5,8	4,2	3,9	4,8	3,8	3,6	6,9	5,0	4,6
Lena Lighting	8,8	8,5	8,1	5,0	4,7	4,3	6,9	6,4	5,9
Mediana	7,6	5,8	4,8	6,3	6,6	7,3	7,0	7,8	6,9
Ferro	7,6	7,1	6,4	6,0	5,5	5,0	7,0	6,4	5,8
Implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	13,6	11,2	10,2	14,3	16,7	21,0	13,7	17,2	16,8
Średnia implikowana wartość 1 akcji Ferro (zł)	15,0								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. 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	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Wymagana stopa zwrotu	11,1%	10,9%	10,8%	10,8%	10,6%
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	77%	78%	79%	79%	81%
Udział długu	23%	22%	21%	21%	19%
Koszt kapitału własnego	11,1%	10,9%	10,8%	10,8%	10,6%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,4%	9,4%	9,4%	9,3%	9,3%
Prognozy finansowe (mln zł)					
Sprzedaż	473,8	497,5	522,4	548,5	565,0
EBIT	53,9	58,3	59,7	62,1	63,0
EBIT (1 - t)	43,7	47,3	48,4	50,3	51,1
Amortyzacja	8,8	9,0	10,1	11,2	12,5
Zmiana kapitału pracującego	-7,5	-7,9	-8,3	-8,7	-5,5
Wydatki inwestycyjne	-11,0	-10,6	-10,9	-12,2	-13,5
FCFF	33,9	37,8	39,3	40,6	44,5

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Ferro; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,3%
Wartość rezydualna	539,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	359,3
Bieżąca wartość FCFF	155,8
Wartość firmy	515,1
Zadłużenie netto	65,0
Dywidenda	16,0
Wartość kapitału akcyjnego	466,0
Liczba akcji (m)	21,2
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	21,9

Źródło: 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

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. Ferro; Bilans

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	186,8	196,2	203,4	203,7	205,9	207,4
Pozostałe aktywa trwałe	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,7
Majątek obrotowy	177,4	193,7	206,7	247,0	259,6	280,3
– zapasy	106,7	119,0	125,5	136,3	143,1	150,3
– należności handlowe netto	51,8	57,1	60,7	59,9	62,8	66,0
– środki pieniężne i ekwiwalenty	18,9	17,6	20,5	50,8	53,7	64,1
Aktywa	365,2	390,9	411,6	452,3	467,2	489,4
Kapitały własne	198,3	233,2	250,3	272,4	289,4	308,5
Rezerwy	35,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania, w tym:	131,8	149,6	153,2	171,7	169,7	172,7
– odsetkowe	65,6	109,1	89,2	108,8	103,8	103,8
– handlowe	59,7	34,7	47,2	47,2	49,5	51,9
– pozostałe	5,6	5,8	9,7	8,7	9,3	9,9
Pasywa	365,2	390,9	411,6	452,3	467,2	489,4
Wskaźniki:						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Wskaźnik bieżący	1,5	1,6	1,7	2,0	2,1	2,2
Wskaźnik szybki	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	1,0
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	3,5	3,4	3,2	3,1	3,1	3,1
Rotacja zapasów w dniach*	104	102	99	106	108	108
Rotacja należności w dniach*	48	49	48	49	47	47
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach*	49	42	33	38	37	37
Cykl obrotu gotówki w dniach	103	108	113	116	118	118
ROA	11,2%	10,2%	10,7%	8,8%	8,9%	9,4%
ROE	19,2%	17,9%	17,7%	14,6%	14,6%	15,1%

*w relacji do przychodów

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Ferro; Rachunek wyników

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży	364,7	405,6	451,3	451,3	473,8	497,5
Koszty operacyjne	319,3	353,9	392,9	402,6	422,2	441,6
EBITDA	51,6	57,3	66,9	58,7	62,7	67,4
EBIT	47,7	53,6	60,6	50,9	53,9	58,3
Przychody finansowe	2,9	0,0	0,0	0,6	0,9	1,0
Koszty finansowe	-10,1	-6,7	-6,6	-4,5	-4,2	-3,8
Zysk brutto	40,5	46,8	54,0	47,0	50,6	55,6
Podatek dochodowy	-29,5	-9,1	-14,0	-8,9	-9,6	-10,6
Zysk netto	11,1	37,7	40,0	38,1	41,0	45,0
Skorygowany zysk netto	39,6	38,6	42,9	38,1	41,0	45,0
Marże:						
EBITDA	14,2%	14,1%	14,8%	13,0%	13,2%	13,5%
EBIT	13,1%	13,2%	13,4%	11,3%	11,4%	11,7%
Zysk przed opodatkowaniem	11,1%	11,5%	12,0%	10,4%	10,7%	11,2%
Zysk netto	3,0%	9,3%	8,9%	8,4%	8,7%	9,1%
Skorygowany zysk netto	10,9%	9,5%	9,5%	8,4%	8,7%	9,1%
Nominalny wzrost:						
Sprzedaż	9,7%	11,2%	11,3%	0,0%	5,0%	5,0%
EBITDA	12,4%	11,0%	16,7%	-12,2%	6,9%	7,5%
EBIT	16,1%	12,2%	13,2%	-16,1%	6,1%	8,2%
Zysk przed opodatkowaniem	11,1%	15,5%	15,4%	-12,9%	7,7%	9,8%
Zysk netto	-62,0%	240,8%	6,1%	-4,8%	7,7%	9,8%
Skorygowany zysk netto	36,2%	-2,6%	11,2%	-11,2%	7,7%	9,8%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Ferro; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	61,4	-25,1	54,6	37,4	45,7	49,5
Zysk netto	48,7	46,8	54,0	47,0	50,6	55,6
Amortyzacja	3,9	3,7	6,3	7,8	8,8	9,0
Zmiana majątku obrotowego	8,2	-44,7	0,8	-10,8	-7,5	-7,9
Pozostałe	0,7	-31,0	-6,5	-6,6	-6,2	-7,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,3	-7,1	-4,4	-8,1	-11,0	-10,6
Nakłady inwestycyjne	-4,4	-7,2	-4,6	-8,1	-11,0	-10,6
Pozostałe	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-39,6	5,3	-51,9	1,1	-31,8	-28,6
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-12,4	15,0	-25,2	19,6	-5,0	0,0
Wypłata dywidend	-25,5	-7,4	-23,8	-16,0	-24,0	-25,9
Pozostałe	-1,7	-2,3	-3,0	-2,5	-2,8	-2,7
Zmiana środków pieniężnych	17,6	-26,9	-1,8	30,4	2,8	10,4

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 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 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonego.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). 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	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	29	38	6	12	0
Procenty	34%	45%	7%	14%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	25	15	12	0
Procenty	39%	29%	18%	14%	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 rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Ferro										
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	–	21.07.2019	-	22.07.2019	04.12.2019	11%	20%	13,70	17,10 –
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	13,50	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	12,05	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	12,10	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.09.2019	16.09.2019	-	-	-	12,65	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	13,40	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	13,00	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	13,00	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.11.2019	19.11.2019	-	-	-	13,00	17,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	04.12.2019	-	05.12.2019	28.01.2020	17%	15%	15,20	17,80 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	15,00	17,80 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	16,30	17,80 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	28.01.2020	-	29.01.2020	Nie później niż 28.01.2021	-23%	-4%	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 →

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Ferro								
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	–	21.07.2019	-	22.07.2019	18.11.2019	13,70	-2%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	13,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	12,05	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	12,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.09.2019	16.09.2019	-	12,65	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	13,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	13,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	13,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	18.11.2019	-	19.11.2019	28.01.2020	13,00	41%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	15,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	15,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	16,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	28.01.2020	-	29.01.2020	23.04.2020	17,80	-1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	17,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	17,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	15,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	12,25	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	14,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	23.04.2020	-	24.04.2020	Nie później niż 23.04.2021	14,00	-4%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	13,65	-

* 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: 20 maja 2020 r., godz. 7:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 20 maja 2020 r., godz. 7:30.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/ferro>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/ferro>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Sprzedaż Instytucjonalna

Bartosz Janczy

tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski

tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk

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

Michał Zawada

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

Maciej Bąk

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

Bartosz Zieliński

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

Marcin Kozerski

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

Marcin Stosio

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA

(Strategia, TMT)

Sylvia Jaśkiewicz, CFA

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

Maciej Wewiórski

(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Michał Sobolewski, CFA, FRM

(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi

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

Łukasz Prokopiuk, CFA

(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA

(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski

(Budownictwo, materiały budowlane,
dobra konsumenckie)

Copyright © 2020 by DM BOŚ S.A.

Dom Maklerski Banku Ochrony

Środowiska Spółka Akcyjna

ul. Marszałkowska 78/80

00-517 Warszawa

www.bossa.pl

Informacja: (+48) 0 801 104 104