

53/2024/GPW (117) 20 grudnia 2024

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

---

# Grodno

Opinia inwestycyjna i rekomendowane działanie .....	2
Wyniki I półrocza roku obrotowego 2024/25 .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Prognozy finansowe .....	3
Wycena .....	4
Katalizatory .....	6
Czynniki ryzyka .....	6
Przewagi konkurencyjne .....	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	7
Zastrzeżenia prawne .....	9

**53/2024/GPW (117)** 20 grudnia 2024

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

**Analityk:** Maciej Wewiórski

# Grodno

**Sektor:** Materiały budowlane  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (↓)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 8,98 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 9,1 zł (↓)  
**Kapitalizacja:** 34 mln US\$  
**Bloomberg:** GRN PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,02 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 8,36-12,28 zł  
**Free float:** 34,2%

## Opinia inwestycyjna i rekomendowane działanie

Wyniki Grodna za I połowę roku obrachunkowego 2024/25 okazały się słabe z uwagi na niekorzystne warunki rynkowe. Spadki na rynku elektrotechnicznym, silna presja konkurencyjna i cenowa, a także ujemna dynamika krajowej produkcji budowlano-montażowej nie służyły stabilizacji generowanej marży. Dodatkowo wyniki zostały obciążone poprzez zdarzenie jednorazowe związane z odpisem na zapasach pomp ciepła.

Choć uważamy, iż w długiej perspektywie rynek pozostaje perspektywiczny, to obecnie jest on mało przewidywalny. W krótkim okresie nie spodziewamy się poprawy koniunktury na rynku materiałów elektrotechnicznych.

Obniżamy zatem naszą rekomendację z Kupuj do Trzymaj.

## Wyniki I półrocza roku obrachunkowego 2024/25

**Przychody.** W I półroczu roku obrotowego 2024/25 przychody Grodna wyniosły 609,9 mln zł (+2% r/r). Warto podkreślić wzrost sprzedaży pomimo trudnych warunków rynkowych takich jak spadki na rynku elektrotechnicznym, silna presja konkurencyjna i cenowa, a także ujemna dynamika krajowej produkcji budowlano-montażowej. Na dynamikę przychodów wpłynął m.in. niższy niż rok wcześniej poziom sprzedaży w segmencie OZE, co wynikało głównie ze spadku cen modułów fotowoltaicznych na światowym rynku oraz zmniejszenia mocy przyłączonej PV w Polsce. Chcemy podkreślić fakt, iż w ujęciu ilościowym sprzedaż Spółki w segmencie OZE w analizowanym okresie wzrosła.

**Koszty.** Jak podała Spółka, w I półroczu 2024/25 skonsolidowana wartość sprzedanych towarów i materiałów wyniosła 512,2 mln zł, co oznacza

### Skorygowane zyski

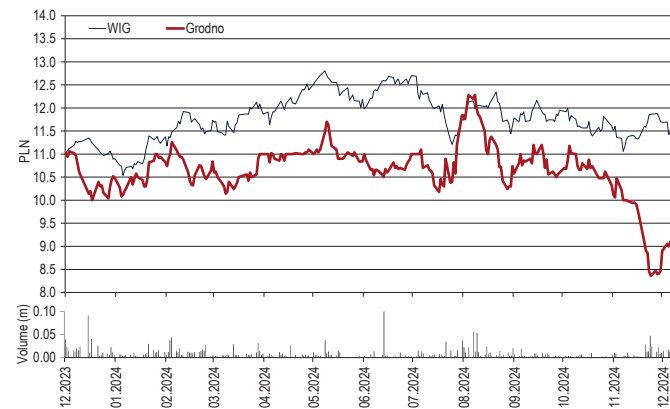
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków,

### Dane podstawowe

PSR, skonsolidowane		2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
Sprzedaż	mln PLN	1 186,1	1 167,2	1 190,6	1 226,3
EBITDA	mln PLN	27,0	-1,8	29,7	41,3
EBIT	mln PLN	16,9	-12,4	19,0	30,7
Zysk netto	mln PLN	6,2	-20,1	10,5	20,4
EPS	PLN	0,40	-1,31	0,68	1,32
Zmiana EPS rok-na-rok	%	-72,2	b.z.	b.z.	93,5
Dług netto	mln PLN	85,2	102,9	95,8	85,3
P/E	x	22,2	neg.	13,1	6,8
P/CE	x	8,5	neg.	6,5	4,5
EV/EBITDA	x	8,3	neg.	7,9	5,4
EV/EBIT	x	13,2	neg.	12,3	7,3
EV/Sprzedaż	x	0,2	0,2	0,2	0,2
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	3,8
DPS	PLN	0,00	0,00	0,00	0,34
Liczba akcji	m	15,4	15,4	15,4	15,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja raportu za rok obrotowy 2023/24: 25 lipca 2024
2. Publikacja raportu za I kw. roku obrotowego 2024/2025: 22 sierpnia 2024
3. Publikacja raportu za I poł. roku obrotowego 2024/25: 12 grudnia 2024

### Najbliższe wydarzenia

4. Publikacja raportu za III kw. roku obrotowego 2024/2025: 13 lutego 2025

wzrost o 3% r/r będący efektem wyższej sprzedaży. Drugą największą kategorią kosztową były koszty świadczeń pracowniczych, które wzrosły o 9% r/r do 58,8 mln zł, co było związane z presją płacową

Tabela 1. Grodno, Wyniki II kw. 2024/25

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	I-II kw. 24/25	I-II kw. 23/24	zmiana r/r
Sprzedaż	609,9	597,1	2%
EBITDA	-12,2	15,2	b.z.
<i>Marża EBITDA</i>	-2,0%	2,6%	-
Skorygowana EBITDA	6,2	15,2	-59%
<i>Skorygowana marża EBITDA</i>	1,0%	2,6%	-
EBIT	-17,3	10,4	b.z.
<i>Marża EBIT</i>	-2,8%	1,7%	-
Sorygowany EBIT	1,1	10,4	b.z.
<i>Skorygowana marża EBIT</i>	0,2%	1,7%	-
Zysk netto	-18,5	4,8	b.z.
<i>Marża zysku netto</i>	-3,0%	0,8%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

i wzrostem wynagrodzeń w gospodarce. Koszty usług obcych wyniosły 25,6 mln zł (+14% r/r), głównie z powodu wyższych kosztów transportu i najmu. Koszty zużycia materiałów i energii spadły o 6% r/r do 3,9 mln zł. Z kolei pozostałe koszty operacyjne wzrosły do 18,4 mln zł (+17,0 mln zł r/r), co wynikało przede wszystkim z utworzenia odpisu aktualizującego na wartość zapasów pomp ciepła w kwocie 16,2 mln zł.

**Wyniki finansowe.** Wyniki finansowe Grupy w I półroczu 2024/25 pogorszyły się względem okresu bazowego. Skons. EBITDA wyniosła -12,2 mln zł, EBIT -17,3 mln zł, a zysk netto -18,5 mln zł. Istotny wpływ na wyniki miało utworzenie odpisu w wysokości 16,2 mln zł dotyczącego zapasów. Odpis ten był konsekwencją spadku cen rynkowych pomp ciepła wynikającego z ich nadpodaży w Europie, szczególnie w Polsce, oraz zawieszenia przyjmowania wniosków do programu „Czyste Powietrze” przez NFOŚiGW.

Jak oszacowała Spółka, oczyszczona EBITDA i EBIT, wyłączając efekty biznesu w obszarze pomp ciepła i utworzonego odpisu, wyniosły odpowiednio 6,2 mln zł oraz 1,1 mln zł. Pompy ciepła stanowiły

Tabela 2. Grodno, Wyniki I-II kw. 2024/25

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	II kw. 24/25	II kw. 23/24	zmiana r/r
Sprzedaż	319,1	306,3	4%
EBITDA	-17,2	6,8	b.z.
<i>Marża EBITDA</i>	-5,4%	2,2%	-
Skorygowana EBITDA	1,1	6,8	-83%
<i>Skorygowana marża EBITDA</i>	0,4%	2,2%	-
EBIT	-19,8	4,3	b.z.
<i>Marża EBIT</i>	-6,2%	1,4%	-
Sorygowany EBIT	-1,6	4,3	b.z.
<i>Skorygowana marża EBIT</i>	-0,5%	1,4%	-
Zysk netto	-18,6	0,2	b.z.
<i>Marża zysku netto</i>	-5,8%	0,1%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

około 2% przychodów Grodna w I półroczu roku obrachunkowego 2024/25, a wartość zapasów pomp ciepła po odpisie odpowiadała ok. 9% całkowitej wartości zapasów.

Według Spółki, mimo trudności obecna sprzedaż pomp ciepła generuje pozytywne przepływy pieniężne, ponieważ koszty ich zakupu poniesiono wcześniej.

Wyniki za I półrocze 2024/25 były także pod wpływem trudnej sytuacji na rynku elektrotechnicznym, globalnego spadku cen modułów fotowoltaicznych oraz zmniejszenia mocy przyłączonej PV w Polsce.

## Prognozy finansowe

Słabe wyniki w I półroczu 2024/25 i oczekiwany brak poprawy koniunktury zmuszają nas do obniżenia naszych prognoz. Większe niż oczekiwane przez nas wcześniej spowolnienie rynku elektrotechnicznego zmusza nas do cięcia przychodów ze sprzedaży. Ogólne presje kosztowe, słabość rynku OZE, ostra konkurencja skłaniają nas do obniżenia oczekiwanej marży EBIT w krótkim terminie.

Tabela 3. Grodno; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024/25P			2025/26P			2026/27P		
	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana
Przychody	1,167,2	1,202,6	-3%	1,190,6	1,238,7	-4%	1,226,3	1,275,8	-4%
EBIT	-12,4	26,5	b.z.	19,0	37,2	-49%	30,7	38,3	-20%
Zysk netto	-20,1	16,0	b.z.	10,5	26,7	-61%	20,4	28,2	-28%
Dług netto	102,9	71,4	44%	95,8	57,4	67%	85,3	46,9	82%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

## Wycena

Cięcie prognoz skutkuje również obniżeniem naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej (50%-50%), która ostatecznie spada do 9,1 zł na akcję. Wycena metodą DCF FCFF/ metodą porównawczą implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 11,0 zł/ 7,3 zł.

**Tabela 4. Grodno; Wycena porównawcza**

	2025/26P			2026/27P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Decora	5,5	6,7	8,0	5,6	6,7	8,0
Ferro	6,6	7,6	9,1	6,0	6,8	7,9
Lena Lighting	5,1	9,2	12,0	3,8	5,9	8,3
Toya	4,4	5,2	7,1	4,2	5,0	6,8
Kęty	8,5	10,6	11,9	7,9	9,7	10,9
<b>Średnia</b>	<b>6,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>
EBITDA; EBIT; NI Grodna (PLN m)	29,7	19,0	10,5	41,3	30,7	20,4
Implikowane EV Grodna (PLN m)	178,4	149,5	-	226,5	209,3	-
Dług netto Grodna (PLN m)	95,8	95,8	-	85,3	85,3	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodna (PLN m)	82,6	53,7	101,2	141,2	124,1	170,9
Liczba akcji Grodna (mln)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
<b>Wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (PLN)</b>	<b>5,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>11,1</b>
<b>Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (zł)</b>				<b>7,3</b>		

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 19 grudnia 2024

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2024/25E	2025/26E	2026/27E	2027/28E	2028/29E	2029/30E	2030/31E	2031/32E	>2031E/32E
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 167,2</b>	<b>1 190,6</b>	<b>1 226,3</b>	<b>1 263,1</b>	<b>1 301,0</b>	<b>1 320,5</b>	<b>1 340,3</b>	<b>1 360,4</b>	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-2%	2%	3%	3%	3%	1%	1%	1%	
Marża zysku operacyjnego	-1,1%	1,6%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>-12,4</b>	<b>19,0</b>	<b>30,7</b>	<b>37,9</b>	<b>39,0</b>	<b>39,6</b>	<b>40,2</b>	<b>40,8</b>	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-173%	-254%	61%	24%	3%	2%	1%	1%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	-10,0	15,4	24,8	30,7	31,6	32,1	32,6	33,1	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-173%	-254%	61%	24%	3%	2%	1%	1%	
EBITDA	-1,8	29,7	41,3	48,5	49,7	50,3	50,9	51,6	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-107%	-1773%	39%	18%	2%	1%	1%	1%	
Amortyzacja	10,6	10,6	10,6	10,7	10,7	10,7	10,7	10,8	
EBIT * (1-T) + D	0,6	26,0	35,5	41,3	42,3	42,8	43,3	43,8	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-98%	4425%	36%	17%	2%	1%	1%	1%	
Wydatki inwestycyjne	-10,7	-11,0	-10,9	-11,0	-11,0	-11,1	-11,1	-11,2	
Zmiana kapitału pracującego netto	2,5	-3,0	-4,3	-4,2	-4,1	-2,1	-2,1	-2,2	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-7,7</b>	<b>12,0</b>	<b>20,2</b>	<b>26,2</b>	<b>27,2</b>	<b>29,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,5</b>	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-122,1%	-256,6%	68,6%	29,2%	4,0%	8,9%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>									
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Betta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,64	1,57	1,46	1,38	1,32	1,26	1,21	1,17	1,17
<b>Szacowany koszt kapitału własnego</b>	<b>15,6%</b>	<b>15,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>11,9%</b>
<b>Koszt długu</b>									
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,9%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>									
Udział długu	61%	52%	40%	31%	25%	18%	12%	7%	7%
Udział kapitału własnego	39%	48%	60%	69%	75%	82%	88%	93%	93%
Koszt kapitału własnego	15,6%	15,1%	14,5%	14,0%	13,7%	13,3%	13,0%	12,8%	11,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,0%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,5%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,03	1,14	1,28	1,43	1,61	1,81	2,03	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,97	0,87	0,78	0,70	0,62	0,55	0,49	
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>		<b>11,7</b>	<b>17,7</b>	<b>20,4</b>	<b>19,0</b>	<b>18,4</b>	<b>16,7</b>	<b>15,0</b>	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych									118,9
Waga długu w okresie rezydualnym (%)									7%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)									93%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)									13,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)									11,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)									11,5%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)</b>									<b>1,5%</b>
Wartość rezydualna									309,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej									152,5
Wartość działalności Grodna									271,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty									7,1
Dług odsetkowy									110,0
Wartość kapitałów własnych Grodna									168,5
Liczba akcji									15 381 861
<b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna</b>									<b>11,0</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Katalizatory**

1. Optymalizacja powierzchni magazynowych
2. Rosnące ceny energii elektrycznej dla odbiorców końcowych
3. Nowe programy wsparcia dla inwestorów w OZE
4. Kolejne przejęcia podmiotów konkurencyjnych; do tej pory Grodno dokonało przejęć 10 podmiotów
5. Automatyzacja procesów magazynowania i dystrybucji
6. Sukces rozwoju kanału e-commerce w segmencie B2C i B2B

**Czynniki ryzyka**

1. Wzrost kosztów wytworzenia u dostawców z uwagi na rosnące ceny surowców i brak możliwości przeliczenia tego wzrostu na klienta
2. Presja na wzrost wynagrodzeń
3. Sezonowość sprzedaży
4. Uzależnienie od głównych dostawców
5. Niewyptalność odbiorców
6. Niewłaściwe zarządzanie zapasami
7. Awarie systemu informatycznego
8. Wpływ większościowych akcjonariuszy posiadających 79,3% w głosach na WZ
9. Brak możliwości osiągnięcia celów strategicznych (10% roczny wzrost sprzedaży do 2024/2025)
10. Likwidacja bądź ograniczenia w programach wsparcia inwestorów w OZE
11. Brak możliwości dokonywania dalszych lukratywnych przejęć konkurencyjnych podmiotów

**Przewagi konkurencyjne**

1. Silna dywersyfikacja geograficzna (obecnie Grodno dysponuje jedną z najbardziej rozbudowanych sieci sprzedaży wśród niezależnych dystrybutorów materiałów elektrotechnicznych)
2. Ekspozycja na szybko rosnące segmenty rynku elektrotechnicznego (obecnie fotowoltaika i pompy ciepła, wcześniej oświetlenie LED)
3. Kompleksowość oferty, na którą składa się m.in. doradztwo, projekt i wykonawstwo
4. Liczne przejęcia, wszystkie okazały się być korzystne dla akcjonariuszy Grodna
5. Szerokie grono klientów; odbiorcami są zarówno gospodarstwa domowe, małe i średnie przedsiębiorstwa, jednostki budżetowe samorządów terytorialnych czy zakłady przemysłowe
6. Brak uzależnienia od jednego czy kilku dostawców
7. Liczne punkty sprzedaży, dostawcy chcą współpracować z dużym partnerem, który ma solidną bazę logistyczną

## Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

**Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej**

(mln zł)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25P	2025/26P	2026/27P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>132,8</b>	<b>144,9</b>	<b>150,6</b>	<b>150,7</b>	<b>151,1</b>	<b>151,4</b>
Wartości niematerialne	5,1	3,7	6,9	6,5	6,3	6,2
Wartość firmy	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Rzeczowe aktywa trwałe	105,1	118,4	121,2	121,6	122,2	122,7
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Inne długoterminowe aktywa finansowe	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3,1	3,1	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>335,3</b>	<b>354,4</b>	<b>350,9</b>	<b>350,0</b>	<b>352,1</b>	<b>361,4</b>
Zapasy	151,2	179,9	170,5	169,3	170,8	174,3
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	174,0	169,0	176,5	173,6	177,1	182,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	10,1	5,5	4,0	7,1	4,2	4,7
<b>Aktywa razem</b>	<b>468,2</b>	<b>499,3</b>	<b>501,5</b>	<b>500,7</b>	<b>503,1</b>	<b>512,8</b>
Kapitał własny	134,1	143,5	149,7	129,6	140,2	155,3
Zobowiązania razem	333,9	355,7	351,7	371,1	363,0	357,5
Zobowiązania długoterminowe	41,1	40,2	31,6	53,4	43,4	33,4
Zobowiązania nieoprocentowane	3,1	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Zobowiązania oprocentowane	38,0	37,4	28,1	50,0	40,0	30,0
Zobowiązania krótkoterminowe	292,8	315,5	320,2	317,6	319,5	324,1
Zobowiązania nieoprocentowane	266,2	243,3	259,2	257,6	259,5	264,1
Zobowiązania oprocentowane	26,6	72,2	61,0	60,0	60,0	60,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>468,2</b>	<b>499,3</b>	<b>501,5</b>	<b>500,7</b>	<b>503,1</b>	<b>512,8</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*
**Tabela 7. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów**

(mln zł)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25P	2025/26P	2026/27P
<b>Przychody ze sprzedaży towarów</b>	<b>1 196,0</b>	<b>1 228,5</b>	<b>1 186,1</b>	<b>1 167,2</b>	<b>1 190,6</b>	<b>1 226,3</b>
<b>Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług</b>	<b>-1 136,0</b>	<b>-1 195,4</b>	<b>-1 169,5</b>	<b>-1 161,4</b>	<b>-1 171,5</b>	<b>-1 195,6</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>60,0</b>	<b>33,1</b>	<b>16,6</b>	<b>5,8</b>	<b>19,0</b>	<b>30,7</b>
Pozostałe przychody operacyjne	2,0	5,6	4,4	5,3	5,4	5,6
Pozostałe koszty operacyjne	-4,9	-4,7	-4,1	-23,5	-5,4	-5,6
<b>EBIT</b>	<b>57,0</b>	<b>34,0</b>	<b>16,9</b>	<b>-12,4</b>	<b>19,0</b>	<b>30,7</b>
Przychody finansowe	0,2	0,9	2,8	0,2	0,3	0,2
Koszty finansowe	-2,6	-7,7	-9,7	-8,0	-6,3	-5,7
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>54,6</b>	<b>27,2</b>	<b>10,0</b>	<b>-20,1</b>	<b>13,0</b>	<b>25,2</b>
Podatek dochodowy	-10,8	-4,9	-3,8	0,0	-2,5	-4,8
<b>Zysk netto</b>	<b>43,8</b>	<b>22,3</b>	<b>6,2</b>	<b>-20,1</b>	<b>10,5</b>	<b>20,4</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*

**Tabela 8. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych**

(mln zł)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Zysk (strata) netto	43,8	22,3	6,2	-20,1	10,5	20,4
Podatek dochodowy zapłacony	-13,5	-9,6	-4,4	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	7,1	8,5	10,1	10,6	10,6	10,6
Zmiany w pozycjach bilansowych:	6,8	-51,4	21,5	2,5	-3,0	-4,3
Zmiana stanu zapasów	-53,6	-29,7	8,8	1,2	-1,5	-3,5
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-48,5	6,0	-7,6	2,8	-3,5	-5,3
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	108,9	-27,7	20,4	-1,5	1,9	4,5
Pozostałe	3,9	7,7	10,0	7,7	6,0	5,5
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>48,1</b>	<b>-22,3</b>	<b>43,4</b>	<b>0,7</b>	<b>24,2</b>	<b>32,2</b>
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-22,6	-8,0	-10,6	-10,7	-11,0	-10,9
Pozostałe	0,6	-1,2	0,0	0,2	0,3	0,2
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-22,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-10,7</b>	<b>-10,7</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	-14,1	53,3	-17,8	20,8	-10,0	-10,0
Dywidendy wypłacone	-3,2	-12,9	0,0	0,0	0,0	-5,3
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-1,9	-7,7	-9,6	-8,0	-6,3	-5,7
Pozostałe	0,0	-5,7	-7,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>-19,2</b>	<b>26,9</b>	<b>-34,4</b>	<b>12,9</b>	<b>-16,3</b>	<b>-21,0</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych netto</b>	<b>6,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,5</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu</b>	<b>3,2</b>	<b>10,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>4,2</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu</b>	<b>10,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA



## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

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

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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	43	29	5	5	0	5
Procenty	49%	33%	6%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	40	10	5	0	5
Procenty	31%	46%	11%	6%	0%	6%

## 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 rozwiązaniymi w danym okresie.

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	5	1	1	0	2
Procenty	25%	42%	8%	8%	0%	17%

**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>Grodno</b>										
Maciej Wewiórski	Kupuj	-	31.08.2021	-	31.08.2021	16.08.2022	4%	30%	15,34	20,60 -
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	15,86	20,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	15,60	20,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.11.2021	02.11.2021	-	-	-	15,96	20,39 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	16,42	20,39 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.11.2021	17.11.2021	-	-	-	16,82	23,30 ↑
Maciej Wewiórski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	16,10	23,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	17,24	23,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	18,10	23,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	15,50	23,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	19,98	23,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	24.04.2022	25.04.2022	-	-	-	19,80	26,60 ↑
Maciej Wewiórski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	17,48	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	17,28	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	16,14	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	08.08.2022	09.08.2022	-	-	-	15,16	26,60 →
Maciej Wewiórski	Kupuj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	09.08.2023	-25%	-40%	15,74	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	15,80	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	15,12	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	15,34	26,60 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.11.2022	14.11.2022	-	-	-	16,28	24,30 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.12.2022	01.12.2022	-	-	-	15,72	24,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	15,18	24,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	22.12.2022	23.12.2022	-	-	-	12,90	17,30 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	13,38	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	13,96	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.02.2023	10.02.2023	-	-	-	13,64	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	02.03.2023	02.03.2023	-	-	-	13,22	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	12,98	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	14,38	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	14,76	17,30 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	14,88	17,30 →
Maciej Wewiórski	Trzymaj	↓	09.08.2023	-	09.08.2023	06.08.2024	-12%	-21%	11,82	14,90 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	10,90	14,90 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	10,70	14,90 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	10,86	14,90 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.12.2023	04.12.2023	-	-	-	11,60	14,90 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	-	11,32	14,90 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	19.12.2023	19.12.2023	-	-	-	10,98	11,80 ↓
Maciej Wewiórski	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	10,28	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	10,48	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	10,32	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	10,60	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	11,00	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	-	10,90	11,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	11,00	11,80 →
Maciej Wewiórski	Kupuj	↑	06.08.2024	-	06.08.2024	20.12.2024	-14%	-15%	10,40	12,40 ↑
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	-	11,84	12,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	10,80	12,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	-	10,60	12,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	10,48	12,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	9,62	12,40 →
Maciej Wewiórski	Trzymaj	↓	20.12.2024	-	20.12.2024	Nie później niż 20.12.2025	-	-	8,98	9,10 ↓

\* 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>Grodno</b>								
Maciej Wewiórski	Przeważają	→	31.08.2021	-	31.08.2021	16.08.2022	15,34	30%
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	15,86	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	15,60	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.11.2021	02.11.2021	-	15,96	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	16,42	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.11.2021	17.11.2021	-	16,82	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	16,10	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	17,24	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	18,10	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	15,50	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	19,98	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	24.04.2022	25.04.2022	-	19,80	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	17,48	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	17,28	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	16,14	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	08.08.2022	09.08.2022	-	15,16	-
Maciej Wewiórski	Przeważają	→	16.08.2022	-	16.08.2022	22.12.2022	15,74	-19%
Maciej Wewiórski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	15,80	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	15,12	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	15,34	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.11.2022	14.11.2022	-	16,28	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.12.2022	01.12.2022	-	15,72	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	15,18	-
Maciej Wewiórski	Neutralnie	↓	22.12.2022	-	23.12.2022	10.12.2023	12,90	-35%
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	13,38	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	13,96	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.02.2023	10.02.2023	-	13,64	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	02.03.2023	02.03.2023	-	13,22	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	12,98	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	14,38	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	14,76	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	14,88	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	09.08.2023	09.08.2023	-	11,82	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	10,90	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	10,70	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	10,86	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.12.2023	04.12.2023	-	11,60	-
Maciej Wewiórski	Neutralnie	→	10.12.2023	-	11.12.2023	04.11.2024	11,32	-12%
Maciej Wewiórski	-	→	-	19.12.2023	19.12.2023	-	10,98	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	10,28	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	10,48	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	10,32	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	10,60	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	11,00	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	10,90	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	11,00	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	06.08.2024	06.08.2024	-	10,40	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	11,84	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	10,80	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	10,60	-
Maciej Wewiórski	Neutralnie	→	04.11.2024	-	04.11.2024	Nie później niż 04.11.2025	10,48	-13%
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	9,62	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	20.12.2024	20.12.2024	-	8,98	-

\* 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: 20 grudnia 2024 r., godz. 17:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 20 grudnia 2024 r., godz. 17:35.

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#grodno>.

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#grodno>.

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

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

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

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

**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  
Informacja: (+48) 0 801 104 104