

27/2025/GPW (69) 11 sierpnia 2025

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
Ostatnie wydarzenia	2
Nadchodzące wydarzenia	2
Wyniki roku obrachunkowego 2024/25	3
Optymalizacja kosztów i struktury działalności	3
Wyniki finansowe – wpływ odpisu i trudnego otoczenia rynkowego . . .	3
Wstępne wyniki za I kw. 2025/26	4
Prognozy finansowe	4
Wycena	5
Katalizatory	7
Czynniki ryzyka	7
Przewagi konkurencyjne	7
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Zastrzeżenia prawne	11

27/2025/GPW (69) 11 sierpnia 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Analityk: Maciej Wewiórski

Grodno

Sektor: Materiały budowlane
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 11,40 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 14,4 zł (↑)

Kapitalizacja: 48 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 działania

Rok obrotowy 2024/25 okazał się trudny dla Grodna. Lista niekorzystnych czynników zewnętrznych i wyzwań, z którymi przyszło się Spółce zmierzyć, jest długa, a najważniejsze to (i) niska dynamika produkcji przemysłowej, (ii) dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej, (iii) wysokie stopy procentowe redukujące popyt, oraz (iv) wzrost skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania, co przełożyło się na sprzedaż detaliczną poniżej oczekiwań. Segment OZE, gdzie doszło do drastycznych przecen pomp ciepła i załamania cen paneli PV, walnie przyczynił się do wygenerowania straty na poziomie netto. Mimo tak trudnego otoczenia rynkowego Grodno poradziło sobie lepiej niż wielu jego konkurentów.

Oceniamy, iż w minionym roku obrotowym Spółka prawidłowo reagowała na zachodzące zmiany i wychodzi wzmocniona, czego najlepszym dowodem jest spadek zadłużenia odsetkowego netto i redukcja kosztów operacyjnych. Uważamy, iż Grodno jest dobrze przygotowane na powrót dobrej koniunktury, który powinien być wspierany licznymi inwestycjami i programami wsparcia finansowanymi z budżetu centralnego, samorządowego i przy dużym współudziale środków zewnętrznych. Liczymy również na powrót inwestora prywatnego na rynku ogólnobudowlanym.

Szacunkowe dane finansowe Grodna za I kw. 2025/26 i widoczny powrót do generowania wyższych marż pozwalają mieć nadzieję na początek trwałej poprawy. Mając powyższe na uwadze zmieniamy nasze neutralne nastawienie do Spółki na pozytywne. Nasza wycena fundamentalna przesuwana się w górę z 9,1 zł do 14,4 zł na jedną akcję, a w ślad za nią nasza rekomendacja długoterminowa zmienia się na Kupuj (wcześniej Trzymaj). Obawiając się jednak dalszych, lecz już na dużo mniejszą skalę, zawirowań na rynku OZE tak

Skorygowane zyski

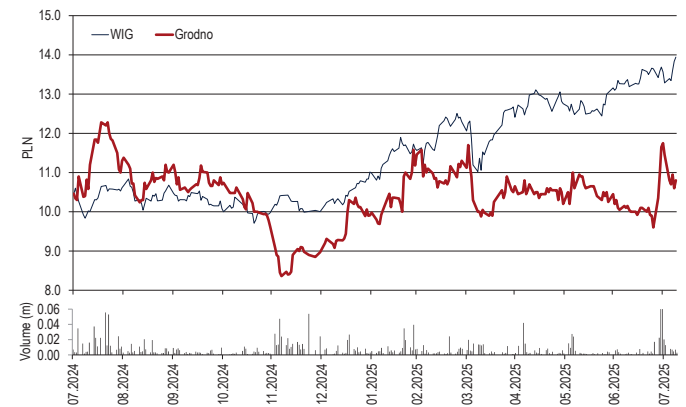
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

PSR, skonsolidowane		2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Sprzedaż	mln PLN	1 166,1	1 202,2	1 274,4	1 376,3
EBITDA	mln PLN	-7,0	29,6	42,2	51,7
EBIT	mln PLN	-17,5	19,2	31,9	41,3
Zysk netto	mln PLN	-22,9	10,9	21,6	30,0
EPS	PLN	-1,49	0,71	1,41	1,95
Zmiana EPS rok-na-rok	%	b.z.	b.z.	98,2	39,0
Dług netto	mln PLN	72,8	66,8	54,3	44,0
P/E	x	neg.	16,1	8,1	5,8
P/CE	x	neg.	8,2	5,5	4,3
EV/EBITDA	x	neg.	8,2	5,4	4,2
EV/EBIT	x	neg.	12,6	7,2	5,3
EV/Sprzedaż	x	0,2	0,2	0,2	0,2
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	1,2	6,2
DPS	PLN	0,00	0,00	0,14	0,70
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 szacunkowych przychodów za lipiec 2025: 01.08.2025
2. Publikacja szacunkowych wyników za I kw. roku obrotowego 2025/26: 28.07.2025
3. Publikacja raportu za rok obrotowy 2024/25: 24.07.2025

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników za I kw. 2025/26: 19.08.2025
2. Publikacja wyników za I poł. roku obrotowego 2025/26: 18.12.2025
3. Publikacja wyników za III kw. roku obrotowego 2025/26: 12.02.2026

globalnych, jak i lokalnych, nasza krótkoterminowa rekomendacja Neutralnie względem rynku pozostaje bez zmian.

Wyniki roku obrachunkowego 2024/25

Grodno – rok obrotowy 2024/25 w trudnym otoczeniu rynkowym

W roku obrotowym 2024/25 (od 01.04.2024 do 31.03.2025) Grodno wypracowało 1,17 mld zł skonsolidowanych przychodów, co oznacza spadek o -2% r/r. Wyniki były pod presją słabego popytu w budownictwie i przemyśle, ograniczenia inwestycji w gospodarce oraz utrzymującej się niepewności geopolitycznej.

Budownictwo w Polsce pozostawało w recesji – produkcja budowlano-montażowa spadła w 2024 r. o ok. 8% r/r, a początek 2025 roku nie przyniósł wyraźnej poprawy. Spowolniły również inwestycje w transformację energetyczną, co skutkowało mniejszym zapotrzebowaniem na m.in. kable.

Dodatkowym obciążeniem dla sektora OZE było wstrzymanie programów wsparcia takich jak *Mój Prąd* czy *Czyste Powietrze*. Na rynku fotowoltaiki utrzymywała się wyjątkowo silna presja cenowa – hurtowe ceny modułów PV potrafiły spadać nawet o 80% r/r. Jednocześnie w Polsce notowano mniejszy przyrost nowo przyłączanej mocy PV.

Mimo tego w ujęciu ilościowym sprzedaż fotowoltaiki w Grupie wzrosła. Rosła też wartość sprzedaży w kanale e-commerce, który, co warto podkreślić, zyskuje na znaczeniu w strukturze przychodów.

Pozostałe przychody operacyjne wyniosły 3,5 mln zł (-21% r/r), a przychody finansowe 0,6 mln zł wobec 2,8 mln zł rok wcześniej – głównie z powodu ujemnych różnic kursowych.

Optymalizacja kosztów i struktury działalności

W roku obrotowym 2024/25 Spółka skupiła się na optymalizacji kosztów i dostosowaniu poziomu wydatków do realiów rynkowych. Analizowano wyniki poszczególnych oddziałów i w przypadku braku satysfakcjonujących rezultatów podejmowano decyzje o ich zamknięciu, połączeniu lub zmianie profilu działalności. Grodno zapowiedziało kontynuację tego typu działań również w bieżącym roku obrotowym.

Podjęte działania zaczęły przynosić efekty. W III kw. i IV kw. koszty operacyjne (bez wartości sprzedanych towarów i materiałów) spadły odpowiednio o 3% i 7% r/r, co przerwało wcześniejszy trend ich systematycznego wzrostu. W całym roku koszty te wzrosły jedynie o 1% r/r.

Największą pozycją kosztową pozostawała wartość sprzedanych towarów i materiałów – 972,7 mln zł (-1% r/r). Drugim istotnym elementem były koszty świadczeń pracowniczych, które wzrosły o 2% r/r do 114,4 mln zł pod wpływem presji płacowej w gospodarce. Koszty usług obcych wyniosły 49,3 mln zł (+5% r/r), głównie przez wyższe wydatki na transport, najem i IT. Z kolei koszty zużycia materiałów i energii spadły o 11% r/r do 8,6 mln zł.

Znaczącą zmianę odnotowano w pozycji pozostałych kosztów operacyjnych, które wzrosły do 21,9 mln zł (+17,8 mln zł r/r), co wynikało przede wszystkim z odpisu aktualizującego wartość zapasów pomp ciepła o 16,2 mln zł. Sam odpis wyniósł 14,0 mln zł na koniec roku i w całości obciążył wynik finansowy Spółki.

Wyniki finansowe – wpływ odpisu i trudnego otoczenia rynkowego

W roku obrotowym 2024/25 stratę Grodna na poziomie EBITDA wyniosła ok. -7,0 mln zł (-126% r/r), strata operacyjna EBIT ok. -17,5 mln zł (-204% r/r), a strata netto ok. -22,9 mln zł (-468% r/r).

Kluczowym czynnikiem obciążającym finansowy był odpis aktualizujący zapasy pomp ciepła. Negatywny wpływ miały również warunki rynkowe – m.in. spowolnienie w branży elektrotechnicznej oraz w sektorze OZE.

Zarząd przedstawił także szacunkową analizę wyników po wyłączeniu działalności związanej z pompami ciepła (sprzedaż, marża, odpis na zapas). Według tej kalkulacji znormalizowany wynik EBITDA w roku 2024/25 wyniósłby 12,1 mln zł, a EBIT 1,6 mln zł, co oznaczałoby dodatnie rezultaty operacyjne.

Aktywa obrotowe Spółki skurczyły się o 31,6 mln zł w stosunku do 31 marca 2024 r. (-9% r/r) i wyniosły 319,4 mln zł. Za spadkiem wartości zapasów stoi wspomniany już odpis aktualizujący, a także optymalizacja gospodarki magazynowej.

Warto podkreślić, iż w trakcie roku obrotowego Grodno wygenerowało dodatnie przepływy pieniężne z podstawowej działalności operacyjnej.

Zwracamy również uwagę na spadek zadłużenia odsetkowego netto z 72,8 mln zł. do 66,8 mln zł, co znalazło swoje odzwierciedlenie w przepływach z działalności finansowej. Na 31 marca 2025 r. Spółka dysponowała wolnymi środkami w ramach kredytu w rachunku bieżącym oraz w ramach limitu w faktoringu odwrotnym.

Jednakże na koniec roku obrachunkowego, z uwagi na niską EBITDA, zostały naruszone kowenanty kredytowo/ faktoringowe. Zarząd zapewnia, iż na bieżąco prowadzi rozmowy z instytucjami finansującymi dotyczące poziomu wskaźników zawartych w umowach. Grodno uzyskało czasową zgodę głównego banku finansującego – PKO BP SA – na przekroczenie zalecanych poziomów kowenantów w zawartych umowach kredytowych. Z drugą instytucją finansującą (Credit Agricole Bank Polska SA, w której Grodno ma udostępnioną część finansowania w postaci faktoringu odwrotnego) jest w trakcie rozmów. Niemniej Zarząd nie identyfikuje znaczącego ryzyka związanego z tymi rozmowami.

Wstępne wyniki za I kw. 2025/26

Najważniejsze obserwacje:

- Rekordowe przychody – I kwartał roku obrotowego 2025/26 przyniósł najwyższe w 35-letniej historii przychody za okres kwiecień–czerwiec;
- Znaczna poprawa rentowności – EBITDA wzrosła o niemal połowę, EBIT prawie się podwoił, co przyczyniło się do znacznie lepszego wyniku netto;

- Silny wzrost zysku netto – ze 100 tys. zł w I kw. poprzedniego roku do 2,2 mln zł obecnie;
- Czynniki wzrostu – większy udział rynkowy, kontynuacja optymalizacji kosztów oraz relatywnie niska baza porównawcza sprzed roku;
- Negatywne czynniki rynkowe – sektor budowlany i przemysłowy pozostają pod presją, konkurencja cenowa i obniżki hurtowych cen OZE również ograniczają marże.

Grodno rozpoczęło rok obrotowy 2025/26 mocnym wzrostem: przychody na rekordowym poziomie, wyraźna poprawa marż operacyjnych i znaczący zysk netto – to wszystko po trudnym roku 2024/25. Optymalizacja kosztów i rosnący udział rynkowy przyczyniły się do tego sukcesu, choć ryzyko ze strony branży budowlanej i OZE pozostaje znaczące. Finalne wyniki poznamy już w raporcie pełnym, który zostanie opublikowany 19 sierpnia.

Tabela 1. Grodno, wstępne wyniki I kw. 2025/26

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	I kw. 25/26	I-II kw. 24/25	zmiana r/r
Sprzedaż	299,5	290,8	3%
EBITDA	7,6	5,1	49%
Marża EBITDA	2,5%	1,8%	-
EBIT	4,9	2,5	96%
Marża EBIT	1,6%	0,9%	-
Zysk netto	2,2	0,1	2 100%
Marża zysku netto	0,7%	0,0%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Prognozy finansowe

Dobre wyniki w I kw. 2025/26 i oczekiwana poprawa koniunktury skłaniają nas do podwyższenia prognoz. Spodziewana przez nas poprawa koniunktury skutkuje oczekiwaniami wyższej dynamiki wzrostu sprzedaży. Nasze założenia dotyczące poziomu marż pozostają jednak bez zmian.

Tabela 2. Grodno; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025/26P			2026/27P			2027/28P		
	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana
Przychody	1 202,2	1 190,6	1%	1 274,4	1 226,3	4%	1 376,3	1 263,1	9%
EBIT	19,2	19,0	1%	31,9	30,7	4%	41,3	37,9	9%
Zysk netto	10,9	10,5	4%	21,6	20,4	6%	30,0	26,8	12%
Dług netto	66,8	95,8	-30%	54,3	85,3	-36%	44,0	73,3	-40%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Wycena

Podwyższenie prognoz, niższa stopa wolna od ryzyka i przesunięcie wyceny w czasie skutkuje wzrostem naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej (50%-50%). Wycena metodą DCF FCFF/ metodą porównawczą implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 17,2 zł/ 11,6 zł.

Tabela 3. Grodno; Wycena porównawcza

	2025/26P			2026/27P			2027/28P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Decora	5,8	7,0	8,5	5,4	6,5	7,8	5,3	6,5	7,4
Ferro	7,3	8,9	10,2	7,4	9,0	10,7	7,0	8,5	9,9
Lena Lighting	5,2	9,2	12,1	3,8	5,9	8,4	3,3	5,1	8,0
Toya	6,3	7,6	10,0	6,1	7,3	9,6	5,9	7,0	9,2
Średnia	6,2	8,2	10,2	5,7	7,2	9,1	5,4	6,8	8,6
EBITDA; EBIT; NI Grodna (PLN m)	29,6	19,2	10,9	42,2	31,9	21,6	51,7	41,3	30,0
Implikowane EV Grodna (PLN m)	182,3	157,2	-	239,8	229,1	-	278,7	280,2	-
Dług netto Grodna (PLN m)	66,8	66,8	-	54,3	54,3	-	44,0	44,0	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodna (PLN m)	115,4	90,3	111,2	185,5	174,8	197,6	234,7	236,2	259,1
Liczba akcji Grodna (mln)	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (PLN)	7,5	5,9	7,2	12,1	11,4	12,8	15,3	15,4	16,8
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (zł)	11,6								

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 8 sierpnia 2025

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2025/26E	2026/27E	2027/28E	2028/29E	2029/30E	2030/31E	2031/32E	2031/32E	2031/32E	>2031E/32E
Przychody ze sprzedaży	1 202,2	1 274,4	1 376,3	1 458,9	1 531,8	1 593,1	1 640,9	1 690,1	1 740,8	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	3%	6%	8%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	
Marża zysku operacyjnego	1,6%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Zysk operacyjny	19,2	31,9	41,3	43,8	46,0	47,8	49,2	50,7	52,2	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	b.z.	66%	30%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Zysk operacyjny * (1-T)	15,6	25,8	33,4	35,5	37,2	38,7	39,9	41,1	42,3	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	b.z.	66%	30%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	
EBITDA	29,6	42,2	51,7	54,2	56,4	58,2	59,7	61,2	62,8	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	b.z.	43%	22%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	
Amortyzacja	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,5	10,5	10,5	
EBIT * (1-T) + D	25,9	36,2	43,8	45,9	47,6	49,2	50,3	51,6	52,8	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	b.z.	39%	21%	5%	4%	3%	2%	2%	2%	
Wydatki inwestycyjne	-11,0	-10,6	-10,7	-10,7	-10,7	-10,8	-10,8	-10,9	-10,9	
Zmiana kapitału pracującego netto	-4,4	-6,6	-8,7	-6,6	-5,8	-4,9	-3,8	-3,9	-4,0	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	10,6	18,9	24,5	28,6	31,1	33,5	35,7	36,8	37,9	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	-61,0%	78,8%	29,6%	16,6%	8,8%	7,7%	6,6%	3,0%	3,0%	1,5%
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	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%	5,9%
Betta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,33	1,27	1,22	1,19	1,15	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	13,2%	12,9%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,5%	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%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział długu	25%	19%	14%	10%	6%	1%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	75%	81%	86%	90%	94%	99%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	13,2%	12,9%	12,6%	12,4%	12,2%	12,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,5%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,02	1,15	1,28	1,43	1,60	1,80	2,01	2,25	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,98	0,87	0,78	0,70	0,62	0,56	0,50	0,44	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	18,5	21,4	22,3	21,7	20,9	19,9	18,3	16,9		
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych										159,8
Waga długu w okresie rezydualnym (%)										0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)										100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)										12,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)										11,8%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)										11,5%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)										1,5%
Wartość rezydualna										384,9
Wartość bieżąca wartości rezydualnej										171,3
Wartość działalności Grodna										331,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty										5,1
Dług odsetkowy										72,0
Wartość kapitałów własnych Grodna										264,2
Liczba akcji										15 381 861
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna										17,2

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. Niewyłączalność 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. Likwidacja bądź ograniczenia w programach wsparcia inwestorów w OZE
11. Brak możliwości dokonywania dalszych lukratywnych przejęć konkurencyjnych podmiotów
12. Silna fluktuacja cen oferowanych towarów

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 5. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln zł)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Aktywa trwałe	144,9	150,6	151,0	151,6	151,9	152,2
Wartości niematerialne	3,7	6,9	7,0	6,8	6,6	6,4
Wartość firmy	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Rzeczowe aktywa trwałe	118,4	121,2	117,5	118,4	118,9	119,4
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Inne długoterminowe aktywa finansowe	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3,1	2,6	6,7	6,7	6,7	6,7
Aktywa obrotowe	354,4	350,9	319,5	330,2	351,0	373,0
Zapasy	179,9	170,5	127,5	129,5	136,0	146,1
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	169,0	176,5	189,7	195,6	207,3	223,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5,5	4,0	2,2	5,1	7,7	3,0
Aktywa razem	499,2	501,5	470,5	481,8	502,9	525,1
Kapitał własny	143,5	149,7	127,0	137,9	157,3	176,5
Zobowiązania razem	355,7	351,7	343,5	344,0	345,6	348,6
Zobowiązania długoterminowe	40,2	31,6	23,2	16,3	11,3	16,3
Zobowiązania nieoprocentowane	2,8	3,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Zobowiązania oprocentowane	37,4	28,1	19,4	12,4	7,4	12,4
Zobowiązania krótkoterminowe	315,5	320,2	320,3	327,7	334,3	332,4
Zobowiązania nieoprocentowane	243,3	259,2	264,7	268,2	279,8	297,8
Zobowiązania oprocentowane	72,2	61,0	55,6	59,5	54,5	34,5
Pasywa razem	499,2	501,5	470,5	481,8	502,9	525,1

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln zł)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody ze sprzedaży towarów	1 228,5	1 186,1	1 166,1	1 202,2	1 274,4	1 376,3
Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług	-1 195,4	-1 169,5	-1 165,2	-1 183,0	-1 242,5	-1 335,0
Zysk brutto ze sprzedaży	33,1	16,6	0,9	19,2	31,9	41,3
Pozostałe przychody operacyjne	5,6	4,4	3,5	3,6	3,8	4,1
Pozostałe koszty operacyjne	-4,7	-4,1	-21,9	-3,6	-3,8	-4,1
EBIT	34,0	16,9	-17,5	19,2	31,9	41,3
Przychody finansowe	0,9	2,8	0,6	0,1	0,2	0,2
Koszty finansowe	-7,7	-9,7	-9,5	-5,9	-5,4	-4,4
Zysk przed opodatkowaniem	27,2	10,0	-26,4	13,5	26,7	37,1
Podatek dochodowy	-4,9	-3,8	3,6	-2,6	-5,1	-7,0
Zysk netto	22,3	6,2	-22,9	10,9	21,6	30,0

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Zysk (strata) netto	22,3	6,2	-22,9	10,9	21,6	30,0
Podatek dochodowy zapłacony	-9,6	-4,4	-0,9	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	8,5	10,1	10,5	10,4	10,4	10,4
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-51,4	21,5	36,9	-4,4	-6,6	-8,7
Zmiana stanu zapasów	-29,7	8,8	42,7	-1,9	-6,5	-10,1
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	6,0	-7,6	-13,2	-5,9	-11,7	-16,6
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	-27,7	20,4	7,4	3,5	11,6	18,1
Pozostałe	7,7	10,0	5,8	5,8	5,2	4,2
Przeptywy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-22,3	43,4	29,4	22,7	30,5	36,0
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-8,0	-10,6	-6,1	-11,0	-10,6	-10,7
Pozostałe	-1,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Przeptywy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-9,2	-10,6	-6,1	-10,9	-10,4	-10,5
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	53,3	-17,8	-9,4	-3,0	-10,0	-15,0
Dywidendy wypłacone	-12,9	0,0	0,0	0,0	-2,2	-10,8
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-7,7	-9,6	-9,5	-5,9	-5,4	-4,4
Pozostałe	-5,7	-7,0	-6,3	0,0	0,0	0,0
Przeptywy środków pieniężnych z działalności finansowej	26,9	-34,4	-25,1	-8,9	-17,5	-30,2
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-4,6	-1,5	-1,8	2,9	2,5	-4,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	10,1	5,5	4,0	2,2	5,1	7,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	5,5	4,0	2,2	5,1	7,7	3,0

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 8. Wskaźniki

(zmiana % rok-na-rok)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Zmiana sprzedaży (rok-na-rok)	3%	-3%	-2%	3%	6%	8%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	-45%	-50%	-95%	2078%	66%	30%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	-34%	-37%	-126%	-521%	43%	22%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-40%	-50%	-204%	-210%	66%	30%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-49%	-72%	-468%	-148%	98%	39%
Rotacja należności (dni)	51	53	57	58	58	57
Rotacja zapasów (dni)	51	55	47	40	39	39
Rotacja zobowiązań (dni)	75	70	70	71	70	69
NWC/Sprzedaż	9%	7%	5%	5%	5%	5%
Rotacja gotówki (dni)	26	37	34	27	27	27
Wskaźnik płynności bieżącej	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Marża brutto ze sprzedaży	2,7%	1,4%	0,1%	1,6%	2,5%	3,0%
Marża EBITDA	3,5%	2,3%	-0,6%	2,5%	3,3%	3,8%
Marża operacyjna	2,8%	1,4%	-1,5%	1,6%	2,5%	3,0%
Marża zysku brutto	2,2%	0,8%	-2,3%	1,1%	2,1%	2,7%
Marża zysku netto	1,8%	0,5%	-2,0%	0,9%	1,7%	2,2%
Rentowność kapitałów własnych	16,1%	4,2%	-16,5%	8,2%	14,6%	18,0%
Rentowność majątku	4,6%	1,2%	-4,7%	2,3%	4,4%	5,8%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 9. Grodno; Wybrane dane

(mln PLN – o ile nie wskazano inaczej)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody ze sprzedaży	1 228,5	1 186,1	1 166,1	1 202,2	1 274,4	1 376,3
Marża brutto na sprzedaży	2,7%	1,4%	0,1%	1,6%	2,5%	3,0%
EBITDA	42,5	27,0	-7,0	29,6	42,2	51,7
Amortyzacja	8,5	10,1	10,5	10,4	10,4	10,4
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	34,0	16,9	-17,5	19,2	31,9	41,3
Zysk (strata) netto	22,3	6,2	-22,9	10,9	21,6	30,0
Zysk na akcję (PLN)	1,45	0,40	-1,49	0,71	1,41	1,95
Dług (gotówka) netto	104,1	85,2	72,8	66,8	54,3	44,0
Wartość księgową na akcję (PLN)	9,33	9,73	8,25	8,96	10,23	11,48
Dywidenda na akcję (PLN)	0,84	0,00	0,00	0,00	0,14	0,70
Nakłady inwestycyjne (Capex)	8,0	10,6	6,1	11,0	10,6	10,7
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-23,33	34,74	27,16	10,58	18,92	24,51
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	16,1%	4,2%	-16,5%	8,2%	14,6%	18,0%
Rentowność majątku (ROA)	4,6%	1,2%	-4,7%	2,3%	4,4%	5,8%

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	39	32	5	5	0	5
Procenty	45%	37%	6%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	25	37	14	5	0	5
Procenty	29%	43%	16%	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 rozwiązanymi w danym okresie.

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	4	0	1	0	2
Procenty	36%	36%	0%	9%	0%	18%

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	4	3	1	1	0	2
Procenty	36%	27%	9%	9%	0%	18%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^f	Wycena w horyzoncie 12M
Grodno									
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	11.08.2025	27%	-8%	8,98	9,10 ↓
Maciej Wewiórski	-	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	9,31	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	9,91	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	10,00	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	10,78	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	10,05	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	10,50	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	10,50	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	10,40	9,10 →
Maciej Wewiórski	-	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	10,00	9,10 →
Maciej Wewiórski	Kupuj	11.08.2025	-	11.08.2025	Nie później niż 11.08.2026	-	-	11,40	13,20 ↑

^f 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
Grodno								
Maciej Wewiórski	Przeważaj	-	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	Przeważaj	→	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	-	11,90	-
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	-20%
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	9,62	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	20.12.2024	20.12.2024	-	8,98	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	9,31	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	9,91	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	10,00	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	10,78	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	10,05	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	10,50	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	10,50	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	10,40	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	10,00	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	11.08.2025	11.08.2025	-	11,40	-

* 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 5.0” 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: 11 sierpnia 2025 r., godz. 18:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 sierpnia 2025 r., godz. 18:30.

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 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 to 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 konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

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

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

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