

46/2025/GPW (112) 18 grudnia 2025

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

Grodno

Opinia inwestycyjna	2
Ostatnie wydarzenia	2
Nadchodzące wydarzenia	2
Wyniki I półrocza roku obrotowego 2025/26	3
Prognozy finansowe i wycena	4
Katalizatory	4
Czynniki ryzyka	4
Przewagi konkurencyjne	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	5
Zastrzeżenia prawne	8

46/2025/GPW (112) 18 grudnia 2025

Analityk: Maciej Wewiórski

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

Grodno

Opinia inwestycyjna

Grodno znajduje się w punkcie zwrotnym cyklu operacyjnego, co potwierdzają wyniki za I półrocze 2025/26, wskazujące na odwrócenie negatywnych trendów z poprzedniego roku obrotowego. Po najtrudniejszym okresie w historii Spółki, obejmującym silną presję marżową oraz istotne jednorazowe odpisy, Grupa powróciła do dodatnich wyników operacyjnych i netto, przy jednoczesnym trwałym obniżeniu bazy kosztowej.

Kluczowym elementem obecnej historii inwestycyjnej jest strukturalna poprawa rentowności. Marża EBITDA wzrosła do 2,6%, a marża operacyjna do 1,7%, co potwierdza skuteczność restrukturyzacji oraz normalizację działalności operacyjnej. Utrzymanie stabilnego poziomu sprzedaży w trudnym otoczeniu rynkowym świadczy o odporności modelu biznesowego i silnej pozycji konkurencyjnej Grodna.

Dalszej poprawie wyników sprzyja dywersyfikacja źródeł sprzedaży, w szczególności rozwój kanału e-commerce B2B, zwiększający skalowalność działalności. Jednocześnie realizowana strategia na lata 2025/26–2029/30, oparta na transformacji energetycznej oraz automatyzacji i wykorzystaniu sztucznej inteligencji, w tym wdrożeniu platformy AiGRODNO, powinna wspierać wzrost efektywności operacyjnej, konwersji sprzedaży oraz zarządzania kapitałem obrotowym, a w średnim terminie sprzyjać dalszej ekspansji marż.

Po stronie bilansu widoczna jest odbudowa kapitałów własnych oraz stopniowa poprawa relacji zadłużeniowych, wspierana przez dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Mimo nadal podwyższonego poziomu zadłużenia, odbudowa EBITDA istotnie obniża ryzyko finansowe i zwiększa elastyczność Grupy.

Sektor: Materiały budowlane

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Kurs: 10,30 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 14,4 zł (→)

Kapitalizacja: 44 mln US\$

Bloomberg: GRN PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln US\$

12M przedział kursowy: 8,40-12,15 zł

Free float: 34,2%

Skorygowane zyski

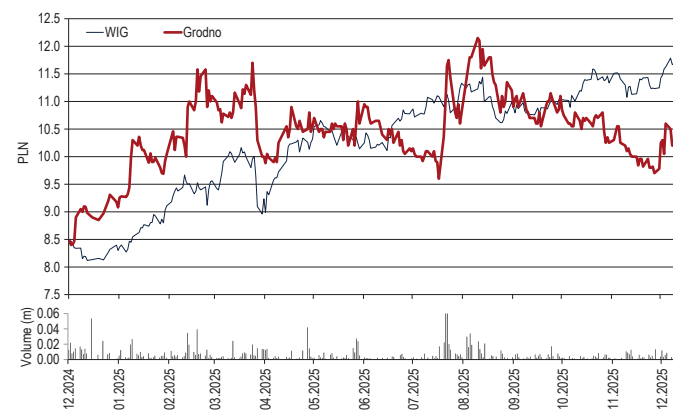
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

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.	14,5	7,3	5,3
P/CE	x	neg.	7,5	5,0	3,9
EV/EBITDA	x	neg.	7,6	5,0	3,9
EV/EBIT	x	neg.	11,7	6,7	4,9
EV/Sprzedaż	x	0,2	0,2	0,2	0,1
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	1,4	6,8
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 wyników za I poł. roku obrotowego 2025/26: 18 grudnia 2025
2. Publikacja szacunkowych wyników za I poł. roku obrotowego 2025/26: 8 grudnia 2025
3. Publikacja szacunkowych przychodów za listopad 2025: 2 grudnia 2025
4. Publikacja wyników za I kw. roku obrotowego 2025/26: 19 sierpnia 2025
5. Publikacja szacunkowych wyników za I kw. roku obrotowego 2025/26: 28 lipca 2025
6. Publikacja raportu za rok obrotowy 2024/25: 24 lipca 2025

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników za III kw. roku obrotowego 2025/26: 12 lutego 2026

Podsumowując, Grodno łączy poprawę operacyjną z długoterminową strategią wzrostu opartą na technologii i dywersyfikacji działalności, tworząc solidne fundamenty pod dalszą poprawę wyników w kolejnych kwartałach.

Wyniki I półrocza roku obrachunkowego 2025/26

Przychody. W I półroczu roku obrotowego 2025/26 skonsolidowane przychody Grupy Grodno wyniosły 604,1 mln zł (-1% r/r) wobec 609,9 mln zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. Utrzymanie sprzedaży na zbliżonym poziomie należy ocenić pozytywnie, biorąc pod uwagę nadal wymagające otoczenie rynkowe, obejmujące słabą koniunkturę w budownictwie, wysoką presję konkurencyjną i ograniczoną aktywność inwestycyjną w segmencie OZE.

Negatywny wpływ na dynamikę przychodów miał przede wszystkim ok. 10% r/r spadek sprzedaży w segmencie OZE, co było konsekwencją dalszej redukcji mocy nowo przyłączanych instalacji fotowoltaicznych w Polsce oraz utrzymujących się niskich cen komponentów PV. Jednocześnie Spółka zwiększała sprzedaż w pozostałych kanałach, w tym szczególnie w e-commerce, gdzie przychody wzrosły o 6% r/r, co potwierdza postępującą dywersyfikację modelu sprzedaży.

Koszty i efektywność operacyjna. W analizowanym okresie Grupa przeprowadziła skuteczną optymalizację kosztów operacyjnych, co przełożyło się na wyraźną poprawę efektywności. Koszty świadczeń pracowniczych spadły o 15% r/r do 50,2 mln zł, a ich relacja do przychodów obniżyła się do ok. 8,3% z 9,7% rok wcześniej. Spadły również koszty zużycia materiałów i energii (-11% r/r) i pozostałe koszty rodzajowe.

Kluczową różnicą względem I poł. 2024/25 był brak istotnych jednorazowych obciążeń w pozostałych kosztach operacyjnych, które wyniosły jedynie 1,3 mln zł wobec 18,4 mln zł rok wcześniej. Dla porównania, w I poł. 2024/25 pozycja ta obejmowała odpis aktualizujący zapasy pomp ciepła w wys. 16,2 mln zł. W efekcie marża operacyjna uległa istotnej normalizacji.

Tabela 1. Grodno, wyniki I-II kw. 2025/26

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I-II kw. 25/26	I-II kw. 24/25	zmiana r/r
Sprzedaż	604.1	609.9	-1%
EBITDA	15.9	-12.2	-230%
Marża EBITDA	2.6%	-2.0%	-
EBIT	6.7	-17.3	-139%
Marża EBIT	1.1%	-2.8%	-
Zysk netto	5.6	-18.5	-130%
Marża zysku netto	0.9%	-3.0%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wyniki finansowe i rentowność. W I półroczu 2025/26 Grupa Grodno odnotowała silne odbicie wyników finansowych. Skonsolidowana EBITDA wyniosła 15,9 mln zł, wobec -12,2 mln zł rok wcześniej, co przełożyło się na wzrost marży EBITDA do 2,6% z -2,0% w analogicznym okresie poprzedniego roku. Zysk operacyjny sięgnął 10,5 mln zł, a marża operacyjna wyniosła 1,7%, wobec -2,8% rok wcześniej.

Grupa zakończyła półrocze zyskiem netto w wys. 5,6 mln zł, podczas gdy rok wcześniej strata netto wynosiła 18,5 mln zł. Odpowiada to marży netto na poziomie 0,9%, co wydaje się nadal relatywnie niskie, ale potwierdza powrót Spółki do dodatniej rentowności i poprawę jakości wyników.

Bilans i struktura finansowania. Zobowiązania ogółem stanowiły ok. 73% sumy bilansowej, przy czym Spółka kontynuowała redukcję zadłużenia długoterminowego, jednocześnie wykorzystując krótkoterminowe finansowanie obrotowe (kredyt w rachunku, faktoring) do obsługi kapitału pracującego. Wskaźnik płynności bieżącej (current ratio) wyniósł ok. 1,02, co oznacza niewielką poprawę względem końca poprzedniego roku obrotowego, natomiast wskaźnik płynności szybkiej (quick ratio) ukształtował się na poziomie ok. 0,62, typowym dla modelu dystrybucyjnego Grodna.

Przepływy pieniężne i zadłużenie. W I półroczu 2025/26 Grupa wygenerowała dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w wys. 6,4 mln zł, co oznacza dodatnią konwersję EBITDA na gotówkę (ok. 40%). Ograniczona konwersja wynikała głównie z sezonowego wzrostu należności i zapasów.

Przepływy inwestycyjne były marginalne (-0,4 mln zł), co potwierdza ostrożne podejście do wydatków inwestycyjnych, natomiast ujemne przepływy finansowe (-4,5 mln zł) wynikały głównie ze spłat kredytów i leasingów. W efekcie środki pieniężne netto wzrosły o 1,4 mln zł, a stan gotówki na koniec okresu wyniósł 3,7 mln zł.

Prognozy finansowe i wycena

W chwili obecnej nie widzimy konieczności zmiany ani naszych prognoz finansowych ani wyceny Spółki. Pragniemy podkreślić natomiast, że głównym ryzykiem dla naszych prognoz są możliwe kolejne programy wsparcia dla segmentu OZE i zdolność Spółki do podnoszenia marży zysku.

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. Niewypłacalność 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
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 2. 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 3. 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 4. 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
Przepływy 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
Przepływy 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
Przepływy 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 5. 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 6. 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 księgowa 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 EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	34	6	4	0	3
Procenty	43%	41%	7%	5%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	23	39	14	4	0	3
Procenty	28%	47%	17%	5%	0%	4%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
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	-10%	-13%	11,40	14,40 ↑
Maciej Wewiórski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	11,65	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	10,85	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	-	-	9,82	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	18.12.2025	19.12.2025	-	-	-	10,30	14,40 →

* 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	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	09.10.2025	10,48	-22%
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	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	11,65	-
Maciej Wewiórski	Neutralnie	→	09.10.2025	-	09.10.2025	Nie później niż 09.10.2026	10,85	-10%
Maciej Wewiórski	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	9,82	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	18.12.2025	19.12.2025	-	10,30	-

* 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: 19 grudnia 2025 r., godz. 8:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 19 grudnia 2025 r., godz. 8:55.

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