

5/2026/GPW (22) 28 kwietnia 2026

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 finansowe za I-III kw. roku obrotowego 2025/26	3
Prognozy finansowe i wycena	3
Katalizatory	5
Czynniki ryzyka	5
Przewagi konkurencyjne	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	6
Zastrzeżenia prawne	9

5/2026/GPW (22) 28 kwietnia 2026

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

Kapitalizacja: 68 mln US\$

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Bloomberg: GRN PW

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Średni obrót dzienny: 0,06 mln US\$

Kurs: 16,10 zł

12M przedział kursowy: 9,60-16,20 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,8 zł (↑)

Free float: 34,2%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Opinia inwestycyjna

Naszym zdaniem Grodno przechodzi obecnie z fazy zwrotu do fazy wzrostu. Odbicie marż, bardzo dobre wyniki za III kw. 2025/26 i przyspieszenie sprzedaży – przy wsparciu wskaźników wyprzedzających – sugerują zmianę trajektorii wyników i tworzą solidne fundamenty pod dalszą poprawę w kolejnych kwartałach. W związku z tym utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do akcji Grodna.

Spółka znajduje się w wyraźnym punkcie zwrotnym cyklu operacyjnego, a wyniki za III kw. 2025/26 potwierdzają trwałe odwrócenie negatywnych trendów. Po najtrudniejszym okresie w historii Grupa nie tylko wróciła do dodatnich wyników, ale także przyspieszyła poprawę rentowności w kolejnych kwartałach.

Kluczowym elementem scenariusza inwestycyjnego jest odbudowa i dalsza ekspansja marż. Bardzo dobre wyniki za III kwartał – z wyraźną poprawą r/r i kw./kw. – wskazują, że poprawa ma charakter strukturalny i wynika z wyższej efektywności operacyjnej oraz lepszego zarządzania marżą, a nie jedynie z braku zdarzeń jednorazowych.

Jednocześnie Spółka wchodzi w fazę wzrostu przychodów. Po silnym wzroście sprzedaży w marcu

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	1 220,4	1 391,3	1 530,4
EBITDA	mln PLN -7,0	40,9	52,5	62,1
EBIT	mln PLN -17,5	30,6	41,7	50,5
Zysk netto	mln PLN -22,9	17,8	27,3	34,7
EPS	PLN -1,49	1,16	1,78	2,26
Zmiana EPS rok-na-rok	% b.z.	b.z.	53,2	27,0
Dług netto	mln PLN 108,4	97,7	93,0	91,6
P/E	x neg.	13,9	9,1	7,1
P/CE	x neg.	8,8	6,5	5,3
EV/EBITDA	x neg.	8,4	6,5	5,5
EV/EBIT	x neg.	11,3	8,2	6,7
EV/Sprzedaż	x 0,3	0,3	0,2	0,2
Stopa dywidendy brutto	% 0,0	0,0	1,4	4,4
DPS	PLN 0,00	0,00	0,23	0,71
Liczba akcji	m 15,4	15,4	15,4	15,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2025/26: 12 lutego 2026
2. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2025/26: 4 lutego 2026
3. Publikacja wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2025/26: 18 grudnia 2025
4. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2025/26: 8 grudnia 2025
5. Publikacja szacunkowych przychodów za listopad 2025: 2 grudnia 2025
6. Publikacja wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2025/26: 19 sierpnia 2025
7. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2025/26: 28 lipca 2025
8. Publikacja raportu za rok obrotowy 2024/25: 24 lipca 2025

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za rok obrotowy 2025/26: 23 lipca 2026
2. Publikacja wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2026/27: 20 sierpnia 2026
3. Publikacja wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2026/27: 15 grudnia 2026
4. Publikacja wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2026/27: 18 lutego 2027

(+46% r/r) i rekordowym miesiącu nasuwa się pytanie o trwałość tej dynamiki, a w szczególności, czy nie jest to efekt przesunięcia popytu po słabej, zimowej aktywności. W naszej ocenie taki efekt mógł częściowo wystąpić, natomiast skala wzrostu, jego szeroka baza (elektrotechnika i OZE) i wskazywane przez zarząd „twarde” sygnały wyprzedzające (rosnący popyt na kable, infrastrukturę, PV) sugerują raczej początek cyklicznego odbicia niż jednorazowe nadrobienie zaległości.

Poprawa rentowności ma charakter strukturalny. Spółka obniżyła bazę kosztową zachowując zdolność do skalowania działalności, co zwiększa dźwignię operacyjną. W efekcie dalszy wzrost sprzedaży powinien przekładać się na ponadproporcjonalny wzrost EBITDA.

Dodatkowo, pozytywną narrację inwestycyjną wspierają trzy elementy: rozwój e-commerce B2B z wykorzystaniem AI, strategia do 2030 r. zakładająca osiągnięcie ok. 2 mld zł przychodów i ok. 5% EBITDA, a także potencjalne akwizycje związane z konsolidacją rynku przy jednoczesnym planowanym powrocie do wypłaty dywidendy.

Podsumowując, dobre wyniki za III kwartał i bardzo mocna sprzedaż w końcówce okresu wskazują na zmianę trajektorii biznesu, przy czym charakter poprawy wydaje się strukturalny, a nie jednorazowy. W naszej ocenie Spółka wchodzi w etap, w którym rosnące przychody wspierane trendami rynkowymi, technologią i potencjalnymi akwizycjami powinny przekładać się na dalszy wzrost rentowności i prognozowaną przez nas poprawę wyników.

Wyniki finansowe za I-III kw. roku obrotowego 2025/26

Wyniki za III kw. 2025/26 potwierdzają wyraźną poprawę fundamentów operacyjnych Grodna przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnych przychodów. Kluczowym elementem jest odbudowa marż i eliminacja negatywnych zdarzeń jednorazowych, które obciążały wyniki w poprzednim roku.

Jednocześnie nadal widoczne są typowe dla spółek dystrybucyjnych wyzwania: wysoki poziom kapitału obrotowego, relatywnie niska konwersja EBITDA na gotówkę oraz istotna rola finansowania krótkoterminowego (faktoring, kredyty obrotowe).

Tabela 3. 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	1 220,4	1 202,2	2%	1 391,3	1 274,4	9%	1 530,4	1 376,3	11%
EBIT	30,6	19,2	59%	41,7	31,9	31%	50,5	41,3	22%
Zysk netto	17,8	10,9	64%	27,3	21,6	27%	34,7	30,0	16%
Dług netto	97,7	66,8	46%	93,0	54,3	71%	91,6	44,0	108%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Kierunek zmian należy ocenić pozytywnie, szczególnie ze względu na powrót do dodatniej EBITDA i zysków operacyjnych, jednak trwałość poprawy będzie zależała od dalszej stabilizacji rynku OZE i odbicia popytu w budownictwie i inwestycjach.

Tabela 1. Grodno, wyniki III kw. 25/26

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw. 25/26	III kw. 24/25	zmiana r/r
Sprzedaż	301,4	296,5	2%
EBITDA	12,3	9,4	19%
Marża EBITDA	3,7%	3,2%	-
EBIT	9,6	6,8	27%
Marża EBIT	2,9%	2,3%	-
Zysk netto	6,1	2,9	113%
Marża zysku netto	2,0%	1,0%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 2. Grodno, wyniki I-III kw. 25/26

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I-III kw. 25/26	I-III kw. 24/25	zmiana r/r
Sprzedaż	905,4	906,5	0%
EBITDA	28,1	-2,7	-1130%
Marża EBITDA	3,1%	-0,3%	-
EBIT	20,1	-10,5	-291%
Marża EBIT	2,2%	-1,2%	-
Zysk netto	11,7	-15,6	-175%
Marża zysku netto	1,3%	-1,7%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Prognozy finansowe i wycena

Bardzo solidne wyniki finansowe za I-III kw. 2025/26 i zaraportowany wzrost sprzedaży za marzec skłania nas do korekty w górę naszych prognoz. Podwyższamy dynamikę wzrostu przychodów uwzględniając bardzo mocną sprzedaż w marcu, wzrosty cen surowców i zwiększoną ogólną presję inflacyjną. Biorąc pod uwagę stabilizację na rynku cen PV i poprawę klimatu inwestycyjnego zrewidowaliśmy w górę też marże. W ślad za zmianą prognoz aktualizacji uległa również nasza wycena fundamentalna, która rośnie do 20,8 zł na jedną akcję, a która jest średnią arytmetyczną z wyceny DCF i wyceny porównawczej.

Tabela 4. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2027/28E	2028/29E	2029/30E	2030/31E	2031/32E	2032/33E	2033/34E	2034/35E	2035/36E	2036/37E	>2036E/37E
Przychody ze sprzedaży	1 530,4	1 622,2	1 703,3	1 771,4	1 824,6	1 879,3	1 935,7	1 993,8	2 053,6	2 115,2	
zmiana rok-na-rok	10%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Marża zysku operacyjnego	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Zysk operacyjny	50,5	56,8	59,6	62,0	63,9	65,8	67,7	69,8	71,9	74,0	
zmiana rok-na-rok	21%	12%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	40,9	46,0	48,3	50,2	51,7	53,3	54,9	56,5	58,2	60,0	
zmiana rok-na-rok	21%	12%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBITDA	62,1	69,2	72,8	75,9	77,8	79,7	81,7	83,8	86,0	88,3	
zmiana rok-na-rok	18%	11%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Amortyzacja	11,6	12,4	13,2	13,9	13,9	13,9	14,0	14,0	14,1	14,2	
EBIT * (1-T) + D	52,5	58,4	61,5	64,1	65,6	67,2	68,9	70,6	72,3	74,2	
zmiana rok-na-rok	18%	11%	5%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-14,4	-14,5	-14,5	-14,6	-14,7	-15,7	
Zmiana kapitału pracującego netto	-11,5	-7,6	-6,5	-5,4	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8	-4,9	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	18,6	28,3	32,5	36,1	46,9	48,4	49,8	51,3	52,9	53,5	
zmiana rok-na-rok	26,1%	52,5%	14,7%	11,3%	29,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,3%	1,5%
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta oddłużona	1,10	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	1,28	1,25	1,21	1,15	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,1%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
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%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	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%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział długu	25%	21%	16%	12%	6%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	75%	79%	84%	88%	94%	99%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	13,1%	12,8%	12,6%	12,4%	12,1%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,9%	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)	11,5%	11,6%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,1%
Składana stopa dyskontowa	1,02	1,14	1,27	1,42	1,59	1,77	1,98	2,22	2,48	2,77	
Współczynnik dyskonta	0,98	0,88	0,79	0,70	0,63	0,56	0,50	0,45	0,40	0,36	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	18,2	24,9	25,6	25,5	29,6	27,2	25,1	23,1	21,3	19,3	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych											239,8
Dywidenda płatna w 2026 r.											3,6
Waga długu w okresie rezydualnym											0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym											100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz											12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz											11,7%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											11,1%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych											1,5%
Wartość rezydualna											569,1
Wartość bieżąca wartości rezydualne											205,1
Wartość działalności Grodna											448,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty											4,6
Dług odsetkowy											97,6
Wartość kapitałów własnych Grodna											355,4
Liczba akcji											15 381 861
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna											23,1

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. 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	7,2	8,9	5,4	7,0	8,3	5,5	7,3	7,7
Ferro	7,3	9,0	10,5	6,8	8,3	9,3	6,3	7,5	7,8
Lena Lighting	8,3	10,2	11,5	7,4	9,0	10,1	6,6	8,1	9,0
Toya	4,7	5,6	7,4	4,5	5,3	6,9	4,3	5,0	6,5
Średnia	6,5	8,0	9,6	6,0	7,4	8,6	5,7	7,0	7,8
EBITDA; EBIT; NI Grodno (PLN m)	52,5	41,7	27,3	62,1	50,5	34,7	69,2	56,8	40,1
Implikowane EV Grodno (PLN m)	342,9	334,0	-	374,1	373,5	-	392,8	396,4	-
Dług netto Grodno (PLN m)	93,0	93,0	-	91,6	91,6	-	83,1	83,1	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodno (PLN m)	249,9	241,0	261,2	282,5	281,9	299,5	309,8	313,3	311,1
Liczba akcji Grodno (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 Grodno (PLN)	16,2	15,7	17,0	18,4	18,3	19,5	20,1	20,4	20,2
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (zł)	18,4								

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 27 kwietnia 2026 r.

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. 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 Grodno
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)	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Aktywa trwałe	144,9	150,6	151,0	151,6	156,4	167,3
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	123,4	134,5
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	338,9	378,6	416,9
Zapasy	179,9	170,5	127,5	130,5	147,7	161,9
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	169,0	176,5	189,7	198,6	226,4	249,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5,5	4,0	2,2	9,9	4,6	6,0
Aktywa razem	499,2	501,5	470,5	490,6	535,0	584,2
Kapitał własny	143,5	149,7	127,0	144,8	168,5	192,3
Zobowiązania razem	355,7	351,7	343,5	345,8	366,4	391,9
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	329,5	355,2	375,6
Zobowiązania nieoprocentowane	231,9	222,2	229,1	234,4	265,0	290,5
Zobowiązania oprocentowane	83,6	98,0	91,3	95,2	90,2	85,2
Pasywa razem	499,2	501,5	470,5	490,6	535,0	584,2

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA
Tabela 7. 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	1 220,4	1 391,3	1 530,4
Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług	-1 195,4	-1 169,5	-1 165,2	-1 192,3	-1 349,5	-1 479,9
Zysk brutto ze sprzedaży	33,1	16,6	0,9	28,1	41,7	50,5
Pozostałe przychody operacyjne	5,6	4,4	3,5	6,1	4,2	4,6
Pozostałe koszty operacyjne	-4,7	-4,1	-21,9	-3,6	-4,2	-4,6
EBIT	34,0	16,9	-17,5	30,6	41,7	50,5
Przychody finansowe	0,9	2,8	0,6	0,2	0,2	0,2
Koszty finansowe	-7,7	-9,7	-9,5	-8,7	-8,2	-7,8
Zysk przed opodatkowaniem	27,2	10,0	-26,4	22,0	33,7	42,8
Podatek dochodowy	-4,9	-3,8	3,6	-4,2	-6,4	-8,1
Zysk netto	22,3	6,2	-22,9	17,8	27,3	34,7

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 8. 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	17,8	27,3	34,7
Podatek dochodowy zapłacony	-9,6	-4,4	-0,9	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	8,5	10,1	10,5	10,4	10,7	11,6
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-51,4	21,5	36,9	-6,5	-14,3	-11,5
Zmiana stanu zapasów	-29,7	8,8	42,7	-3,0	-17,2	-14,3
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	6,0	-7,6	-13,2	-8,8	-27,8	-22,6
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	-27,7	20,4	7,4	5,3	30,7	25,4
Pozostałe	7,7	10,0	5,8	8,6	8,0	7,7
Przeptywy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-22,3	43,4	29,4	30,2	31,7	42,5
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-8,0	-10,6	-6,1	-11,0	-15,5	-22,5
Pozostałe	-1,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Przeptywy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-9,2	-10,6	-6,1	-10,8	-15,3	-22,3
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	0,0
Dywidendy wypłacone	-12,9	0,0	0,0	0,0	-3,6	-10,9
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-7,7	-9,6	-9,5	-8,7	-8,2	-7,8
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	-11,8	-21,8	-18,7
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-4,6	-1,5	-1,8	7,6	-5,3	1,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	10,1	5,5	4,0	2,2	9,9	4,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	5,5	4,0	2,2	9,9	4,6	6,0

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 9. 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%	5%	14%	10%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	-45%	-50%	-95%	3079%	49%	21%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	-34%	-37%	-126%	-683%	28%	18%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-40%	-50%	-204%	-274%	37%	21%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-49%	-72%	-468%	-178%	53%	27%
Rotacja należności (dni)	51	53	57	58	56	57
Rotacja zapasów (dni)	51	55	47	39	38	38
Rotacja zobowiązań (dni)	75	70	70	70	67	68
NWC/Sprzedaż	9%	7%	5%	5%	5%	6%
Rotacja gotówki (dni)	26	37	34	27	26	27
Wskaźnik płynności bieżącej	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Marża brutto ze sprzedaży	2,7%	1,4%	0,1%	2,3%	3,0%	3,3%
Marża EBITDA	3,5%	2,3%	-0,6%	3,4%	3,8%	4,1%
Marża operacyjna	2,8%	1,4%	-1,5%	2,5%	3,0%	3,3%
Marża zysku brutto	2,2%	0,8%	-2,3%	1,8%	2,4%	2,8%
Marża zysku netto	1,8%	0,5%	-2,0%	1,5%	2,0%	2,3%
Rentowność kapitałów własnych	16,1%	4,2%	-16,5%	13,1%	17,4%	19,2%
Rentowność majątku	4,6%	1,2%	-4,7%	3,7%	5,3%	6,2%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. 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	1 220,4	1 391,3	1 530,4
Marża brutto na sprzedaży	2,7%	1,4%	0,1%	2,3%	3,0%	3,3%
EBITDA	42,5	27,0	-7,0	40,9	52,5	62,1
Amortyzacja	8,5	10,1	10,5	10,4	10,7	11,6
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	34,0	16,9	-17,5	30,6	41,7	50,5
Zysk (strata) netto	22,3	6,2	-22,9	17,8	27,3	35,1
Zysk na akcję (PLN)	1,45	0,40	-1,49	1,16	1,78	2,28
Dług (gotówka) netto	115,6	122,1	108,4	97,7	93,0	91,2
Wartość księgową na akcję (PLN)	9,33	9,73	8,25	9,41	10,96	12,53
Dywidenda na akcję (PLN)	0,84	0,00	0,00	0,00	0,23	0,71
Nakłady inwestycyjne (Capex)	8,0	10,6	6,1	11,0	15,5	22,5
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	-23,33	34,74	27,16	17,61	14,72	18,56
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	16,1%	4,2%	-16,5%	13,1%	17,4%	19,4%
Rentowność majątku (ROA)	4,6%	1,2%	-4,7%	3,7%	5,3%	6,3%

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 – 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 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	38	35	3	5	0	3
Procenty	45%	42%	4%	6%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	32	12	5	0	3
Procenty	38%	38%	14%	6%	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.

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	1
Procenty	40%	40%	0%	10%	0%	10%

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	0	1	0	1
Procenty	30%	50%	0%	10%	0%	10%

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	41%	21%	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 →
Maciej Wewiórski	-	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	-	11,30	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	-	13,05	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	-	14,10	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	-	13,70	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-	-	15,40	14,40 →
Maciej Wewiórski	-	-	28.04.2026	28.04.2026	-	-	-	16,10	20,80 ↑

^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	Przeważają	-	-	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	24%
Maciej Wewiórski	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	9,82	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	18.12.2025	19.12.2025	-	10,30	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	11,30	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	13,05	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	14,10	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	13,70	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	15,40	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	28.04.2026	28.04.2026	-	16,10	-

* 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: 28 kwietnia 2026 r., godz. 17:40.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 28 kwietnia 2026 r., godz. 17:50.

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
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT, telekomunikacja)

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