

15/2026/GPW (56) 31 lipca 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 rok obrotowy 2025/26	3
Prognozy finansowe i wycena	4
Katalizatory	6
Czynniki ryzyka	6
Przewagi konkurencyjne	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	7
Zastrzeżenia prawne	10

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

Grodno

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Opinia inwestycyjna

Podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Kupuj i relatywną Neutralnie dla akcji Grodna. Wyniki za 2025/26 rok potwierdziły rozpoczęcie odbudowy rentowności Grupy. Przychody rosły szybciej niż rynek dystrybucji elektrotechnicznej, co wskazuje na dalsze zwiększanie udziałów rynkowych. Jednocześnie redukcja kosztów pracowniczych, automatyzacja procesów i korzystniejsza sytuacja w obszarze zapasów pozwoliły na poprawę EBITDA.

Choć wyniki za IV kw. 2025/26 okazały się słabsze od naszych oczekiwań, głównie ze względu na niską rentowność i przyspieszoną wyprzedaż pomp ciepła, to jednak uważamy, że obciążenie wyników związane z tym asortymentem ma charakter przejściowy i powinno w dużej mierze wygasnąć po I kw. 2026/27. Oczyszczenie zapasów, niższa baza kosztowa i oczekiwany wzrost sprzedaży stwarzają przestrzeń do dalszej poprawy marż i wykorzystania dzwigni operacyjnej.

Perspektywy Grodna wspiera (i) oczekiwane ożywienie inwestycji budowlanych i infrastrukturalnych, (ii) rosnące wydatki na modernizację energetyczną, elektryfikację oraz (iii) rozwój centrów danych i magazynów

15/2026/GPW (56) 31 lipca 2026

Analitik: Maciej Wewiórski

Sektor: Materiały budowlane

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Kurs: 16,75 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,9 zł (↑)

Kapitalizacja: 69 mln US\$

Bloomberg: GRN PW

Średni obrót dzienny: 0,09 mln US\$

12M przedział kursowy: 9,70-18,70 zł

Free float: 34,2%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

PSR, skonsolidowane		2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Sprzedaż	mln PLN	1 223,1	1 418,8	1 560,7	1 654,3
EBITDA	mln PLN	32,3	45,8	58,0	66,7
EBIT	mln PLN	21,5	35,5	46,8	54,6
Zysk netto	mln PLN	11,4	22,8	32,2	38,9
EPS	PLN	0,74	1,48	2,09	2,53
Zmiana EPS rok-na-rok	%	b.z.	99,6	41,2	20,7
Dług netto	mln PLN	87,7	85,8	82,9	71,5
P/E	x	22,6	11,3	8,0	6,6
P/CE	x	11,6	7,8	5,9	5,1
EV/EBITDA	x	10,7	7,5	5,9	4,9
EV/EBIT	x	16,0	9,7	7,3	6,0
EV/Sprzedaż	x	0,3	0,2	0,2	0,2
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	2,7	3,7
DPS	PLN	0,00	0,00	0,44	0,63
Liczba akcji	m	15,4	15,4	15,4	15,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za rok obrotowy 2025/26: 23 lipca 2026
2. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za rok obrotowy 2025/26: 8 lipca 2026
3. Publikacja wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2025/26: 12 lutego 2026
4. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2025/26: 4 lutego 2026
5. Publikacja wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2025/26: 18 grudnia 2025
6. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2025/26: 8 grudnia 2025
7. Publikacja szacunkowych przychodów za listopad 2025: 2 grudnia 2025
8. Publikacja wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2025/26: 19 sierpnia 2025
9. Publikacja szacunkowych wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2025/26: 28 lipca 2025
10. Publikacja raportu za rok obrotowy 2024/25: 24 lipca 2025

Nadchodzące wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za I kw. roku obrotowego 2026/27: 20 sierpnia 2026
2. Publikacja wyników finansowych za I poł. roku obrotowego 2026/27: 15 grudnia 2026
3. Publikacja wyników finansowych za III kw. roku obrotowego 2026/27: 18 lutego 2027

energii. Dodatkowymi atutami pozostają silna pozycja rynkowa, rozbudowana sieć dystrybucji i dynamiczny rozwój e-commerce. Do najważniejszych czynników ryzyka należą utrzymująca się presja cenowa, wolniejsze od oczekiwań ożywienie budownictwa, słabość rynku fotowoltaicznego i możliwość dalszych odpisów na zapasy.

W naszej ocenie obecna wycena rynkowa nie odzwierciedla w pełni potencjału normalizacji rentowności w kolejnych okresach. Słabszy od oczekiwań IV kw. 2025/26 traktujemy jako przejściowe zaburzenie, a nie odwrócenie pozytywnego trendu. W konsekwencji utrzymujemy rekomendacje: Kupuj i Neutralnie.

Wyniki finansowe za rok obrotowy 2025/26

Sprzedaż. W roku obrotowym 2025/26 przychody Grupy Grodno wzrosły o 4,9% r/r do 1,223 mld zł, nieznacznie przewyższając naszą prognozę na poziomie 1,220 mld zł. Wzrost został osiągnięty organicznie, pomimo stagnacji na rynku dystrybucji elektrotechnicznej i głębokiego spowolnienia na krajowym rynku fotowoltaiki. Według danych przedstawionych przez Spółkę rynek dystrybucji elektrotechnicznej wzrósł o ok. 2,7%, co oznacza, że Grodno rozwijało się niemal dwukrotnie szybciej i zwiększało udział w rynku. Głównym motorem wzrostu pozostawał asortyment elektrotechniczny, a sprzedaż w segmencie OZE wykazała relatywną odporność na niekorzystne otoczenie rynkowe. Pod względem kategorii klientów najszybciej rosła sprzedaż do dystrybutorów i przemysłu, odpowiednio o 7,1% i 7,2% r/r, podczas gdy sprzedaż do wykonawców zwiększyła się o 4,5%. To właśnie wykonawcy pozostają głównym klientem Spółki i w minionym roku odpowiadali za ok. 59,7% wartości sprzedaży. Spadki natomiast odnotowano w obszarze utrzymania ruchu (-2,3% r/r) i klientów indywidualnych (-6,4% r/r). Dodatkowym wsparciem pozostawał dynamiczny rozwój e-commerce, który według zarządu rósł w dwucyfrowym tempie i jednocześnie zwiększał automatyzację procesu sprzedaży.

Koszty. Wartość sprzedanych towarów i materiałów wzrosła o 4,9% r/r do 1,021 mld zł, czyli zasadniczo w tempie zgodnym ze wzrostem przychodów. W rezultacie marża handlowa pozostała stabilna i wyniosła ok. 16,55% wobec 16,59% rok wcześniej. Stabilizacja marży została osiągnięta mimo presji cenowej, większej przejrzystości cen i wyprzedaży zapasów pomp ciepła. Pozostałe koszty działalności operacyjnej, z wyłączeniem wartości sprzedanych towarów, zmniejszyły się o 3,2% r/r do 186,4 mln zł, a ich relacja do przychodów spadła do 15,2% z 16,5%. Największy pozytywny wpływ miała redukcja kosztów świadczeń pracowniczych

Tabela 1. Grodno, wyniki za rok 2025/26

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025/26	2024/25	zmiana r/r
Sprzedaż	1 223,1	1 166,1	5%
EBITDA	32,3	-7,0	-561%
Marża EBITDA	2,6%	-0,6%	-
EBIT	21,5	-17,5	-223%
Marża EBIT	1,8%	-1,5%	-
Zysk netto	11,4	-22,9	-150%
Marża zysku netto	0,9%	-2,0%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 2. Grodno, wyniki IV kw. 25/26

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 25/26	IV kw. 24/25	zmiana r/r
Sprzedaż	317,7	259,6	22%
EBITDA	4,2	-4,3	-198%
Marża EBITDA	1,3%	-1,7%	-
EBIT	1,4	-7,0	-120%
Marża EBIT	0,5%	-2,7%	-
Zysk netto	-0,3	-7,3	-96%
Marża zysku netto	-0,1%	-2,8%	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

o 9,4% r/r do 103,7 mln zł, będąca efektem optymalizacji organizacji i automatyzacji procesów. Jednocześnie koszty usług obcych wzrosły o 8,5% do 53,5 mln zł, amortyzacja o 3,0% do 10,8 mln zł, a pozostałe koszty rodzajowe o 4,8% do 7,7 mln zł. Istotną poprawę przyniosło również saldo pozostałej działalności operacyjnej, które wyniosło +5,5 mln zł wobec -18,4 mln zł rok wcześniej. Zmiana ta wynikała przede wszystkim z częściowego rozwiązania odpisów na zapasy w kwocie 5,6 mln zł i braku wysokich odpisów ujętych w poprzednim roku. Wartość odpisów na zapasy spadła do 9,7 mln zł z 15,3 mln zł, przy czym 8,3 mln zł nadal dotyczyło pomp ciepła. Koszty finansowe obniżyły się o 19,5% r/r do 7,7 mln zł, czemu sprzyjało ograniczenie zadłużenia i niższe koszty odsetkowe.

Zyskowność. Grodno powróciło do rentowności na wszystkich poziomach rachunku wyników. EBITDA wyniosła 32,3 mln zł wobec straty EBITDA w wys. 7,0 mln zł rok wcześniej, a marża EBITDA poprawiła się do 2,64% z -0,60%. Zysk operacyjny osiągnął 21,5 mln zł wobec straty rzędu 17,5 mln zł, co odpowiada marży operacyjnej na poziomie 1,76% wobec -1,50% w 2024/25. Zysk netto wyniósł 11,4 mln zł wobec straty netto 22,9 mln zł, a marża netto wzrosła do 0,93% z -1,96%. Odbudowa wyników była efektem wzrostu sprzedaży, utrzymania marży handlowej, redukcji kosztów operacyjnych oraz korzystnej zmiany salda pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Należy jednak zauważyć,

że wynik okazał się słabszy od naszych prognoz: EBITDA była niższa o 8,6 mln zł, zysk operacyjny o 9,1 mln zł, a zysk netto o 6,4 mln zł. Największa różnica względem oczekiwań pojawiła się w IV kw. 2025/26, który został obciążony przyspieszoną wyprzedażą zapasów pomp ciepła i sezonowo niższą rentownością. Zarząd wskazuje, że strata na sprzedaży przecenionych urządzeń została w dużej mierze zneutralizowana rozwiązaniem wcześniejszych odpisów, a problem nadmiernych zapasów pomp ciepła powinien praktycznie wygasnąć po I kw. 2026/27. Wyniki potwierdzają odbudowę efektywności operacyjnej, choć skala poprawy raportowanego wyniku operacyjnego w ujęciu rocznym była częściowo związana z korzystną zmianą odpisów na zapasy. Dalszy wzrost rentowności będzie zatem zależał przede wszystkim od utrzymania dynamiki sprzedaży, wykorzystania dźwigni operacyjnej oraz dalszej automatyzacji sprzedaży i logistyki.

Bilans i cash flow. Bilans i przepływy pieniężne Grodna za rok obrotowy 2025/26 oceniamy lekko pozytywnie. Pozytywnie wyróżniają się przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stabilne wolne przepływy pieniężne, ograniczone nakłady inwestycyjne, wzrost gotówki i spełnienie

kowenantów. Jednocześnie jakość bilansu ogranicza (i) szybki wzrost należności, (ii) utrzymujące się ryzyko zapasów pomp ciepła, (iii) niski poziom gotówki oraz (iv) dominacja zobowiązań krótkoterminowych.

Najważniejszym obszarem do obserwacji w 2026/27 będzie kapitał obrotowy. Zakończenie wyprzedaży pomp ciepła i ograniczenie dynamiki należności powinny umożliwić uwolnienie gotówki i dalszą redukcję zadłużenia. Jeżeli jednak wzrost sprzedaży będzie nadal wymagał tak dużego przyrostu należności, poprawa rentowności nie przełoży się w pełni na wzrost wolnych przepływów pieniężnych.

Prognozy finansowe i wycena

W oparciu o wyniki całoroczne i perspektywy aktualizujemy nasze prognozy dla Grodna. Nasze marże na krótkim końcu okresu prognoz korygujemy delikatnie w dół. W ślad za zmianą prognoz, aktualizacją modelu DCF FCFF i wyceny porównawczej, nasza wycena fundamentalna, która jest średnią arytmetyczną z wyceny DCF i wyceny porównawczej, nieznacznie rośnie do 20,9 zł (poprzednio 20,8 zł) na akcję.

Tabela 3. Grodna; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026/27P			2027/28P			2028/29P		
	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana
Przychody	1 418,8	1 391,3	2%	1 560,7	1 530,4	2%	1 654,3	1 622,2	2%
EBIT	35,5	41,7	-15%	46,8	50,5	-7%	54,6	56,8	-4%
Zysk netto	22,8	27,3	-17%	32,2	34,7	-7%	38,9	40,1	-3%
Dług netto	85,8	93,0	-8%	82,9	91,6	-10%	71,5	83,1	-14%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2026/27E	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	1 418,8	1 560,7	1 654,3	1 737,0	1 806,5	1 860,7	1 916,5	1 974,0	2 033,2	2 094,2	2 157,1	
zmiana rok-na-rok	16%	10%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Marża zysku operacyjnego	2,5%	3,0%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Zysk operacyjny	35,5	46,8	54,6	59,1	63,2	65,1	67,1	69,1	71,2	73,3	75,5	
zmiana rok-na-rok	65%	32%	17%	8%	7%	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%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	28,7	37,9	44,2	47,8	51,2	52,8	54,3	56,0	57,6	59,4	61,2	
zmiana rok-na-rok	65%	32%	17%	8%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBITDA	45,8	58,0	66,7	71,9	76,8	78,7	80,7	82,8	84,9	87,1	89,4	
zmiana rok-na-rok	42%	27%	15%	8%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Amortyzacja	10,3	11,2	12,1	12,8	13,6	13,6	13,6	13,7	13,7	13,8	13,9	
EBIT * (1-T) + D	39,0	49,2	56,3	60,7	64,8	66,4	68,0	69,7	71,4	73,2	75,1	
zmiana rok-na-rok	38%	26%	15%	8%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-15,5	-22,5	-22,5	-22,5	-22,5	-14,1	-14,2	-14,3	-14,3	-14,4	-15,4	
Zmiana kapitału pracującego netto	-15,7	-11,1	-7,4	-6,3	-5,3	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	
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	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	7,8	15,5	26,4	31,9	37,0	48,2	49,7	51,2	52,7	54,3	55,0	
zmiana rok-na-rok	-65,8%	98,8%	70,2%	20,8%	15,8%	30,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,4%	1,5%
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	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%	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	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,32	1,30	1,25	1,21	1,16	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Szacowany koszt kapitału własnego	13,0%	12,8%	12,6%	12,3%	12,1%	11,8%	11,8%	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%	8,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	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%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział długu	25%	22%	17%	12%	7%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	75%	78%	83%	88%	93%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	13,0%	12,8%	12,6%	12,3%	12,1%	11,8%	11,8%	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%	6,9%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,4%	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	1,00	1,08	1,20	1,34	1,50	1,68	1,87	2,09	2,34	2,61	2,92	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,93	0,83	0,74	0,67	0,60	0,53	0,48	0,43	0,38	0,34	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych		14,4	22,0	23,8	24,7	28,8	26,5	24,4	22,5	20,8	18,8	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych												226,7
Waga długu w okresie rezydualnym												0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym												100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz												12,2%
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												584,7
Wartość bieżąca wartości rezydualne												200,2
Wartość działalności Grodna												426,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty												7,3
Dług odsetkowy												93,1
Wartość kapitałów własnych Grodna												341,0
Liczba akcji												15 381 861
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna												22,2

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Grodno; Wycena porównawcza

	2026/27P			2027/28P			2028/29P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Decora	6,7	8,8	9,7	6,9	9,3	9,8	5,5	7,5	8,1
Ferro	8,6	10,5	12,6	7,9	9,7	11,1	7,2	8,7	9,4
Inter Cars	10,0	12,2	14,4	8,6	10,4	11,8	7,4	8,8	9,9
Toya	4,8	5,6	7,5	4,6	5,3	7,0	4,4	5,1	6,6
Średnia	7,5	9,3	11,0	7,0	8,7	9,9	6,1	7,5	8,5
EBITDA; EBIT; NI Grodno (PLN m)	45,8	0,0	22,8	58,0	46,8	32,2	66,7	54,6	38,9
Imlikowane EV Grodno (PLN m)	344,2	329,9	-	406,1	405,1	-	408,5	409,7	-
Dług netto Grodno (PLN m)	85,8	85,8	-	82,9	82,9	-	71,5	71,5	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodno (PLN m)	258,4	244,0	251,9	323,2	322,2	319,6	337,0	338,2	329,7
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)	16,8	15,9	16,4	21,0	20,9	20,8	21,9	22,0	21,4
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (zł)	19,7								

Geny akcji spółek porównywalnych z dnia 30 lipca 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. Awary 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)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Aktywa trwałe	150,6	151,0	144,6	149,8	161,0	171,5
Wartości niematerialne	6,9	7,0	6,5	6,3	6,1	5,9
Wartość firmy	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Rzeczowe aktywa trwałe	121,2	117,5	113,3	118,7	130,1	140,7
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Inne długoterminowe aktywa finansowe	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2,6	6,7	5,4	5,4	5,4	5,4
Aktywa obrotowe	350,9	319,5	394,2	448,7	494,9	524,8
Zapasy	170,5	127,5	137,7	157,8	172,7	182,5
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	176,5	189,7	244,1	283,2	311,5	330,2
Pozostałe należności	0,0	0,0	6,6	6,6	6,6	6,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,0	2,2	5,9	1,2	4,1	5,5
Aktywa razem	501,5	470,5	538,8	598,5	655,9	696,3
Kapitał własny	149,7	127,0	138,3	161,1	186,5	215,7
Zobowiązania razem	351,7	343,5	400,5	437,4	469,5	480,6
Zobowiązania długoterminowe	31,6	23,2	17,6	11,8	16,8	16,8
Zobowiązania nieoprocentowane	3,4	3,8	4,4	4,4	4,4	4,4
Zobowiązania oprocentowane	28,1	19,4	13,2	7,4	12,4	12,4
Zobowiązania krótkoterminowe	320,2	320,3	382,9	425,6	452,7	463,8
Zobowiązania nieoprocentowane	222,2	229,1	296,5	339,9	372,0	393,1
Zobowiązania oprocentowane	98,0	91,3	86,5	85,7	80,7	70,7
Pasywa razem	501,5	470,5	538,8	598,5	655,9	696,3

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln zł)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Przychody ze sprzedaży towarów	1 186,1	1 166,1	1 223,1	1 418,8	1 560,7	1 654,3
Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług	-1 169,5	-1 165,2	-1 207,1	-1 383,3	-1 513,9	-1 599,7
Zysk brutto ze sprzedaży	16,6	0,9	16,0	35,5	46,8	54,6
Pozostałe przychody operacyjne	4,4	3,5	9,3	10,8	11,8	12,5
Pozostałe koszty operacyjne	-4,1	-21,9	-3,7	-10,8	-11,8	-12,5
EBIT	16,9	-17,5	21,5	35,5	46,8	54,6
Przychody finansowe	2,8	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4
Koszty finansowe	-9,7	-9,5	-7,7	-7,7	-7,5	-7,1
Zysk przed opodatkowaniem	10,0	-26,4	14,6	28,2	39,7	48,0
Podatek dochodowy	-3,8	3,6	-3,2	-5,4	-7,6	-9,1
Zysk netto	6,2	-22,9	11,4	22,8	32,2	38,9

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 8. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Zysk (strata) netto	6,2	-22,9	11,4	22,8	32,2	38,9
Podatek dochodowy zapłacony	-4,4	-4,6	-1,9	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	10,1	10,5	10,8	10,3	11,2	12,1
Zmiany w pozycjach bilansowych:	21,5	36,9	-2,6	-15,7	-11,1	-7,4
Zmiana stanu zapasów	8,8	42,7	-10,6	-20,1	-14,9	-9,8
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-7,6	-13,2	-60,9	-39,1	-28,3	-18,7
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	20,4	7,4	68,9	43,4	32,1	21,1
Pozostałe	10,0	9,4	8,9	7,3	7,1	6,6
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	43,4	29,4	26,7	24,7	39,4	50,2
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-10,6	-6,1	-2,8	-15,5	-22,5	-22,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-10,6	-6,1	-2,5	-15,1	-22,1	-22,1
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	-17,8	-9,4	-13,6	-6,6	0,0	-10,0
Dywidendy wypłacone	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,8	-9,7
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-9,6	-9,5	-6,8	-7,7	-7,5	-7,1
Pozostałe	-7,0	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-34,4	-25,1	-20,4	-14,3	-14,3	-26,7
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	-1,5	-1,8	3,7	-4,7	3,0	1,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	5,5	4,0	2,2	5,9	1,2	4,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	4,0	2,2	5,9	1,2	4,1	5,5

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA
Tabela 9. Wskaźniki

(zmiana % rok-na-rok)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Zmiana sprzedaży (rok-na-rok)	-3%	-2%	5%	16%	10%	6%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	-50%	-95%	1710%	122%	32%	17%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	-37%	-126%	-561%	42%	27%	15%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-50%	-204%	-223%	65%	32%	17%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-72%	-468%	-150%	100%	41%	21%
Rotacja należności (dni)	53	57	65	68	70	71
Rotacja zapasów (dni)	55	47	40	39	40	41
Rotacja zobowiązań (dni)	70	70	79	83	85	87
NWC/Sprzedaż	7%	5%	4%	5%	5%	5%
Rotacja gotówki (dni)	37	34	26	23	24	24
Wskaźnik płynności bieżącej	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Marża brutto ze sprzedaży	1,4%	0,1%	1,3%	2,5%	3,0%	3,3%
Marża EBITDA	2,3%	-0,6%	2,6%	3,2%	3,7%	4,0%
Marża operacyjna	1,4%	-1,5%	1,8%	2,5%	3,0%	3,3%
Marża zysku brutto	0,8%	-2,3%	1,2%	2,0%	2,5%	2,9%
Marża zysku netto	0,5%	-2,0%	0,9%	1,6%	2,1%	2,3%
Rentowność kapitałów własnych	4,2%	-16,5%	8,6%	15,2%	18,5%	19,3%
Rentowność majątku	1,2%	-4,7%	2,3%	4,0%	5,1%	5,7%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Grodno; Wybrane dane

(mln PLN – o ile nie wskazano inaczej)	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27E	2027/28E	2028/29E
Przychody ze sprzedaży	1 186,1	1 166,1	1 223,1	1 418,8	1 560,7	1 654,3
Marża brutto na sprzedaży	1,4%	0,1%	1,3%	2,5%	3,0%	3,3%
EBITDA	27,0	-7,0	32,3	45,8	58,0	66,7
Amortyzacja	10,1	10,5	10,8	10,3	11,2	12,1
Zysk (strata) na działalności operacyjnej (EBIT)	16,9	-17,5	21,5	35,5	46,8	54,6
Zysk (strata) netto	6,2	-22,9	11,4	22,8	32,2	38,9
Zysk na akcję (PLN)	0,40	-1,49	0,74	1,48	2,09	2,53
Dług (gotówka) netto	122,1	108,4	93,8	92,0	89,0	77,6
Wartość księgowa na akcję (PLN)	9,73	8,25	8,99	10,47	12,12	14,02
Dywidenda na akcję (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,44	0,63
Nakłady inwestycyjne (Capex)	10,6	6,1	2,8	15,5	22,5	22,5
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	34,74	27,16	22,81	7,81	15,52	26,42
Rentowność kapitałów własnych (ROE)	4,2%	-16,5%	8,6%	15,2%	18,5%	19,3%
Rentowność majątku (ROA)	1,2%	-4,7%	2,3%	4,0%	5,1%	5,7%

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	42	33	3	5	0	3
Procenty	49%	38%	3%	6%	0%	3%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	30	36	12	5	0	3
Procenty	35%	42%	14%	6%	0%	3%

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	10.07.2026	46%	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 →
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 ↑
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	-	-	17,75	20,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	-	-	16,95	20,80 →
Maciej Wewiórski	Kupuj	→	10.07.2026	-	10.07.2026	Nie później niż 10.07.2027	0%	-3%	16,70	20,80 →
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.07.2026	31.07.2026	-	-	-	16,75	20,90 ↑

* 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	13%
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	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	17,75	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	16,95	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	10.07.2026	10.07.2026	-	16,70	-
Maciej Wewiórski	-	→	-	31.07.2026	31.07.2026	-	16,75	-

* 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: 31 lipca 2026 r., godz. 17:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 31 lipca 2026 r., godz. 17:40.

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 © 2026 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