

**3/2023/GPW (9)** 2 marca 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

---

# Grodno

|  |   |
|--|---|
| Rekomendowane działanie .....              | 2 |
| Omówienie wyników za III kw. 2022/23 ..... | 2 |
| Najbliższe wydarzenia .....                | 2 |
| Prognoza wyników za IV kw. 2022/23 .....   | 3 |
| Prognozy i wycena .....                    | 3 |
| Katalizatory .....                         | 4 |
| Czynniki ryzyka .....                      | 4 |
| Przewagi konkurencyjne .....               | 4 |
| Zastrzeżenia prawne .....                  | 5 |

**3/2023/GPW (9) 2 marca 2023**

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

**Analityk:** Maciej Wewiórski

# Grodno

**Sektor:** Materiały budowlane  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 13,22 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 17,30 zł (→)

**Kapitalizacja:** 46 mln US\$  
**Bloomberg:** GRN PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,1 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 12,34-20,50 zł  
**Free float:** 34,2%

## Rekomendowane działanie

W najbliższym czasie oczekujemy osłabienia popytu na tradycyjne wyroby elektrotechniczne z uwagi na słabnącą koniunkturę budowlano-montażową. Z drugiej strony Spółka powinna w średnioterminowej perspektywie doświadczyć rosnącego popytu w segmencie OZE (PV oraz pompy ciepła). Oceniamy, iż perspektywy dla biznesu Spółki w długoterminowej perspektywie rysują się korzystnie, dlatego utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj.

## Omówienie wyników za III kw. 2022/23

Wyniki III kw. 2022/23 okazały się dobre i powyżej naszych oczekiwań. Wartość sprzedaży nie była zaskoczeniem z powodu regularnego comiesięcznego raportowania przez Spółkę szacunków. Mikry wzrost sprzedaży (3% rdr w III kw. 2022/23 i 6% rdr w okresie I-III kw. 2022/23), jest efektem wysokiej bazy i skutkiem spowolnienia wzrostu na rynku budowlanym i elektrotechnicznym obserwowanym od początku 2022 roku. Wysoka baza spowodowana jest głównie zmianą systemu rozliczania prosumentów od kwietnia 2022. Warto nadmienić, że w IV kw. 2021 liczba przyłączy instalacji PV wyniosła ok. 141 tys., a w IV kw. 2022 już tylko 33 tys.

Nasze projekcje dotyczące niskich marż nie sprawdziły się. Spółce udało się poprawić marże EBITDA i EBIT w porównaniu do II kw. 2022/23.

Spółka wykazuje wysokie zapotrzebowanie na kapitał obrotowy z uwagi na konieczność zatowarowania w pompy ciepła. Udaje się przy tym zachować sprawność operacyjną. Relacja kapitału obrotowego netto do wartości sprzedaży jest na podobnym poziomie co rok temu, podobnie zachowuje się relacja zapasów do przychodów.

## Skorygowane zyski

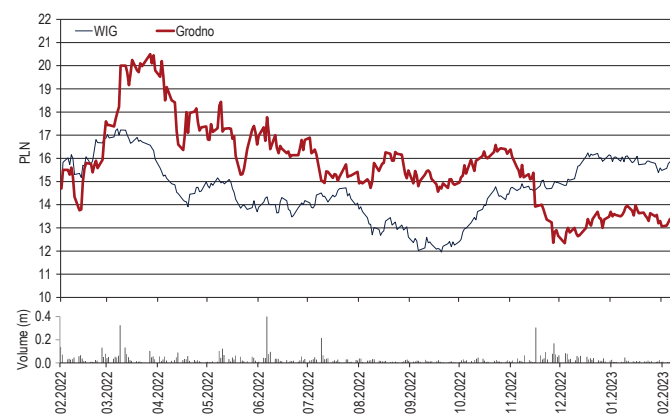
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

| MSSF skonsolidowane    |         | 2021/22 | 2022/23P | 2023/24P | 2024/25P |
|------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Sprzedaż               | mln PLN | 1 196,0 | 1 198,2  | 1 317,4  | 1 422,8  |
| EBITDA                 | mln PLN | 64,1    | 50,0     | 54,8     | 58,5     |
| EBIT                   | mln PLN | 57,0    | 41,5     | 46,1     | 49,8     |
| Zysk netto             | mln PLN | 43,8    | 28,6     | 30,7     | 35,6     |
| EPS                    | PLN     | 2,85    | 1,86     | 1,99     | 2,31     |
| Zmiana EPS r/r         | %       | 218,5   | -34,6    | 7,2      | 16,0     |
| Dług netto             | mln PLN | 54,5    | 92,7     | 78,8     | 64,9     |
| P/E                    | x       | 4,6     | 7,1      | 6,6      | 5,7      |
| P/CE                   | x       | 4,0     | 5,5      | 5,2      | 4,6      |
| EV/EBITDA              | x       | 4,0     | 5,9      | 5,1      | 4,6      |
| EV/EBIT                | x       | 4,5     | 7,1      | 6,1      | 5,4      |
| EV/Sprzedaż            | x       | 0,2     | 0,2      | 0,2      | 0,2      |
| Stopa dywidendy brutto | %       | 1,6     | 6,4      | 3,9      | 6,0      |
| DPS                    | PLN     | 0,21    | 0,84     | 0,52     | 0,80     |
| Liczba akcji           | mln     | 15,4    | 15,4     | 15,4     | 15,4     |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za IV kw. roku obrotowego 2022/2023: lipiec 2023
2. Publikacja raportu za I kw. roku obrotowego 2023/2024: sierpień 2023
3. Publikacja raportu za II kw. roku obrotowego 2023/2024: grudzień 2023
4. Publikacja raportu za III kw. roku obrotowego 2023/2024: luty 2024

**Tabela 1. Grodno; Wyniki za III kw. 2022/23**

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | III kw. 22/23P |               |            | W porównaniu do |                   |                 |                 |            |
|----------------------------------|----------------|---------------|------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|------------|
|                                  | III kw. 22/23  | III kw. 21/22 | zmiana rdr | DM BOŚ SA       | prognoz DM BOŚ SA | I-III kw. 22/23 | I-III kw. 21/22 | zmiana rdr |
| Sprzedaż                         | 346,7          | 335,4         | 3%         | 344,6           | →                 | 931,0           | 877,3           | 6%         |
| EBITDA                           | 14,1           | 19,3          | -27%       | 12,4            | ↑                 | 39,1            | 47,1            | -17%       |
| Marża EBITDA                     | 4,1%           | 5,7%          | -          | 3,6%            | ↑                 | 4,2%            | 5,4%            | -          |
| EBIT                             | 11,8           | 17,4          | -32%       | 10,4            | ↑                 | 32,9            | 41,9            | -22%       |
| Marża EBIT                       | 3,4%           | 5,2%          | -          | 3,0%            | ↑                 | 3,5%            | 4,8%            | -          |
| Zysk netto                       | 8,6            | 13,3          | -35%       | 6,4             | ↑                 | 22,4            | 32,6            | -31%       |
| Marża zysku netto                | 2,5%           | 4,0%          | -          | 1,9%            | ↑                 | 2,4%            | 3,7%            | -          |

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

### Prognoza wyników za IV kw. 2022/23

Wyniki za IV kw. roku obrachunkowego 2022/23 Grodno opublikuje najprawdopodobniej pod koniec lipca.

Jeśli chodzi o przychody, to pole do zaskoczeń nie jest duże, bowiem Spółka raportuje szacunki miesięcznych przychodów. Wiemy że w styczniu i lutym Grodno wygenerowało odpowiednio 87,3 mln zł i 93,9 mln zł. W marcu oczekujemy 95 mln zł. Ubiegłoroczna sprzedaż marcowa stanowi bardzo wysoką bazę z uwagi na zmiany rozliczeń prosumentów od kwietnia 2022.

Jeśli chodzi o zyski, oczekujemy utrzymania marży EBITDA z III kw. 2022/23 na poziomie 4,1% wobec 5,3% w IV kw. 2021/22. Za spadek marż winimy spadek popytu na tradycyjne wyroby elektrotechniczne z uwagi na słabnącą koniunkturę budowlano-montażową oraz mniejsze zainteresowanie panelami fotowoltaicznymi.

### Prognozy i wycena

Posiadając dokładną prognozę na IV kw. 2022/23 delikatnie modyfikujemy naszą całoroczną prognozę na rok obrotowy 2022/23, który kończy się w marcu. Nasza wycena Spółki nie ulega zmianie.

**Tabela 2. Grodno; Prognozy finansowe na IV kw. 2022/23**

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | IV kw. 2022/23P | IV kw. 2021/22 | r/r  | Realizacja całorocznej prognozy w IV kw. |         |
|----------------------------------|-----------------|----------------|------|--|---------|
|                                  |                 |                |      | 2022/23P                                 | 2021/22 |
| Sprzedaż                         | 267,2           | 318,7          | -16% | 22%                                      | 27%     |
| EBITDA                           | 11,0            | 17,0           | -36% | 22%                                      | 27%     |
| Marża EBITDA                     | 4,1%            | 5,3%           | -    | -  | -       |
| EBIT                             | 8,7             | 15,1           | -43% | 21%                                      | 27%     |
| Marża EBIT                       | 3,2%            | 4,7%           | -    | -  | -       |
| Zysk netto                       | 6,2             | 11,2           | -44% | 22%                                      | 26%     |
| Marża zysku netto                | 2,3%            | 3,5%           | -    | -  | -       |

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Tabela 3. Grodno; Zmiany w prognozach finansowych**

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | 2022/23E |           |        |
|----------------------------------|----------|-----------|--------|
|                                  | obecnie  | wcześniej | zmiana |
| Sprzedaż                         | 1 198,2  | 1 219,8   | -2%    |
| EBIT                             | 41,5     | 40,3      | 3%     |
| Zysk netto                       | 28,6     | 26,7      | 7%     |
| Dług netto                       | 92,7     | 92,7      | 0%     |

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Katalizatory**

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

**Czynniki ryzyka**

1. Wzrost kosztów wytworzenia u dostawców z uwagi na rosnące ceny surowców i brak możliwości przeliczenia tego wzrostu na klienta
2. Presja na wzrost wynagrodzeń
3. Sezonowość sprzedaży
4. Uzależnienie od głównych dostawców
5. Niewyłączalność odbiorców
6. Niewłaściwe zarządzanie zapasami
7. Awarie systemu informatycznego
8. Wpływ większościowych akcjonariuszy posiadających 79,3% w głosach na WZ
9. Brak możliwości osiągnięcia celów strategicznych (10% roczny wzrost sprzedaży do 2024/2025)
10. Likwidacja bądź ograniczenia w programach wsparcia inwestorów w OZE
11. Brak możliwości dokonywania dalszych lukratywnych przejęć konkurencyjnych podmiotów
12. Ryzyko związane z COVID-19; wystąpienie braków komponentów do produkcji lub braków w towarach z uwagi na przerwanie łańcuchy dostaw

**Przewagi konkurencyjne**

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

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonej.

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 40    | 32      | 7        | 9          | 0                      | 2                |
| Procenty | 44%   | 36%     | 8%       | 10%        | 0%                     | 2%               |

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 31        | 35         | 13         | 9          | 0                      | 2                |
| Procenty | 34%       | 39%        | 14%        | 10%        | 0%                     | 2%               |

## 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 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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 6     | 6       | 1        | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 38%   | 38%     | 6%       | 6%         | 0%                     | 13%              |

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

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 5         | 4          | 4          | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 31%       | 25%        | 25%        | 6%         | 0%                     | 13%              |

**Rekomendacje fundamentalne**

| Analityk         | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia           | Wynik | Wynik relatywny | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wycena w horyzoncie 12M |
|------------------|--------------|--------------|--------------------|------------------|----------------------------|-------|-----------------|---------------------------------------|-------------------------|
| <b>Grodno</b>    |              |              |                    |                  |                            |       |                 |                                       |                         |
| Maciej Wewiórski | Kupuj        | 31.08.2021   | -                  | 31.08.2021       | 16.08.2022                 | 4%    | 30%             | 15,34                                 | 20,60 -                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 31.08.2021         | 31.08.2021       | -                          | -     | -               | 15,86                                 | 20,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.10.2021         | 07.10.2021       | -                          | -     | -               | 15,60                                 | 20,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 01.11.2021         | 02.11.2021       | -                          | -     | -               | 15,96                                 | 20,39 ↓                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 04.11.2021         | 04.11.2021       | -                          | -     | -               | 16,42                                 | 20,39 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 16.11.2021         | 17.11.2021       | -                          | -     | -               | 16,82                                 | 23,30 ↑                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 05.12.2021         | 06.12.2021       | -                          | -     | -               | 16,10                                 | 23,30 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 16.01.2022         | 17.01.2022       | -                          | -     | -               | 17,24                                 | 23,30 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.02.2022         | 07.02.2022       | -                          | -     | -               | 18,10                                 | 23,30 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 28.02.2022         | 28.02.2022       | -                          | -     | -               | 15,50                                 | 23,30 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 14.04.2022         | 14.04.2022       | -                          | -     | -               | 19,98                                 | 23,30 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 24.04.2022         | 25.04.2022       | -                          | -     | -               | 19,80                                 | 26,60 ↑                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 26.05.2022         | 26.05.2022       | -                          | -     | -               | 17,48                                 | 26,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.06.2022         | 08.06.2022       | -                          | -     | -               | 17,28                                 | 26,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 15.07.2022         | 15.07.2022       | -                          | -     | -               | 16,14                                 | 26,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 08.08.2022         | 09.08.2022       | -                          | -     | -               | 15,16                                 | 26,60 →                 |
| Maciej Wewiórski | Kupuj        | 16.08.2022   | -                  | 16.08.2022       | Nie później niż 16.08.2023 | -16%  | -21%            | 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 →                 |

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

| Analityk         | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia           | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wynik relatywny |
|------------------|--------------|--------------|--------------------|------------------|----------------------------|---------------------------------------|-----------------|
| <b>Grodno</b>    |              |              |                    |                  |                            |                                       |                 |
| Maciej Wewiórski | Przeważają   | 31.08.2021   | -                  | 31.08.2021       | 16.08.2022                 | 15,34                                 | 30%             |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 31.08.2021         | 31.08.2021       | -                          | 15,86                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.10.2021         | 07.10.2021       | -                          | 15,60                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 01.11.2021         | 02.11.2021       | -                          | 15,96                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 04.11.2021         | 04.11.2021       | -                          | 16,42                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 16.11.2021         | 17.11.2021       | -                          | 16,82                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 05.12.2021         | 06.12.2021       | -                          | 16,10                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 16.01.2022         | 17.01.2022       | -                          | 17,24                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.02.2022         | 07.02.2022       | -                          | 18,10                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 28.02.2022         | 28.02.2022       | -                          | 15,50                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 14.04.2022         | 14.04.2022       | -                          | 19,98                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 24.04.2022         | 25.04.2022       | -                          | 19,80                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 26.05.2022         | 26.05.2022       | -                          | 17,48                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.06.2022         | 08.06.2022       | -                          | 17,28                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 15.07.2022         | 15.07.2022       | -                          | 16,14                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 08.08.2022         | 09.08.2022       | -                          | 15,16                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | Przeważają   | 16.08.2022   | -                  | 16.08.2022       | 22.12.2022                 | 15,74                                 | -19%            |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 02.09.2022         | 02.09.2022       | -                          | 15,80                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 07.10.2022         | 07.10.2022       | -                          | 15,12                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 28.10.2022         | 28.10.2022       | -                          | 15,34                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 14.11.2022         | 14.11.2022       | -                          | 16,28                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 01.12.2022         | 01.12.2022       | -                          | 15,72                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | -            | 04.12.2022         | 05.12.2022       | -                          | 15,18                                 | -               |
| Maciej Wewiórski | Neutralnie   | 22.12.2022   | -                  | 23.12.2022       | Nie później niż 22.12.2023 | 12,90                                 | -2%             |
| 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                                 | -               |

\* 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 3.0” 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: 2 marca 2023 r., godz. 17:25.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 marca 2023 r., godz. 17:35.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#grodno>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#grodno>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ S.A. świadczył usługi inwestycyjne na rzecz Grodno S.A. i otrzymywał wynagrodzenie z tego tytułu stosownie do zawartej umowy.

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.

#### Maklerzy

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
[p.kalbarczyk@bossa.pl](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

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

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

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

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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