

21/2021/GPW (84) 30 sierpnia 2021

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: Przeważaj (-)
Kurs: 15,34 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 20,6 zł (-)

Kapitalizacja: 61 mln US\$
Bloomberg: GRN PW
Średni obrót dzienny: 0,16 mln US\$
12M przedział kursowy: 9,00-17,10 zł
Free float: 34,2%

Grodno jest dostawcą kompleksowych rozwiązań budynkowych, a także jednym z czołowych dystrybutorów artykułów elektrotechnicznych i oświetleniowych działającym na polskim rynku. Grodno posiada ok. 9% udział w rynku i jest numerem dwa na wartym ok. 8 mld zł krajowym rynku dystrybucji urządzeń elektrotechnicznych. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF i metodą porównawczą uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 20,6 zł na akcję, tj. ok. 34% powyżej aktualnego kursu akcji Spółki. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej **Kupuj** i krótkoterminowej relatywnej **Przeważaj**.

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSR skonsolidowane		2020/21	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Sprzedaż	mln PLN	711,7	961,2	1 057,3	1 141,9
EBITDA	mln PLN	24,6	44,4	48,7	52,5
EBIT	mln PLN	18,8	36,9	40,6	43,8
Zysk netto	mln PLN	13,7	27,2	29,5	32,2
EPS	PLN	0,89	1,77	1,92	2,09
Zmiana EPS rok-na-rok	%	19,0	98,1	8,5	8,9
Dług netto	mln PLN	63,9	98,3	104,1	97,1
P/E	x	17,2	8,7	8,0	7,3
P/CE	x	12,0	6,8	6,3	5,8
EV/EBITDA	x	12,2	7,5	7,0	6,3
EV/EBIT	x	16,0	9,1	8,4	7,6
EV/Sprzedaż	x	0,4	0,3	0,3	0,3
Stopa dywidendy brutto	%	0,5	1,4	3,5	3,8
DPS	PLN	0,08	0,21	0,53	0,58
Liczba akcji	m	15,4	15,4	15,4	15,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Dekarbonizacja i programy takie jak *Europejski Zielony Ład* w sposób gwałtowny wpływają na zmiany rynku elektrycznego i grzewczego. Według Instytutu Energii Odnawialnej moc zainstalowana w fotowoltaice w 2022 roku powinna podwoić swoją wartość z końca 2020, a na koniec 2025 roku może wynieść nawet 15 GW.

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Grodno dostarcza kompletne rozwiązania związane z instalacjami fotowoltaicznymi począwszy od doboru komponentów i projektu instalacji, przez dostawę, montaż, przekazanie do zakładu energetycznego, wsparcie w rozliczeniu dotacji, aż po serwis. Odbiorcami są zarówno gospodarstwa domowe, małe i średnie przedsiębiorstwa, jednostki budżetowe samorządów terytorialnych czy zakłady przemysłowe.

Szacuje się, że w perspektywie 5-10 lat pompy ciepła mają szansę zastąpić znaczną część rynku kotłów na paliwa stałe w obszarze budynków jednorodzinnych. Grodno dysponuje kompleksową ofertą pomp ciepła i elementów instalacji grzewczych wszystkich wiodących producentów na rynku polskim. Spółka oferuje pełne doradztwo techniczne w tym obszarze.

Do roku obrotowego 2022/23 Spółka spodziewa się wzrostu sprzedaży Grupy w obszarach PV i pomp

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za I poł roku obrotowego 2021/2022: 16.12.2021 r.
2. Publikacja raportu za III kw. roku obrotowego 2021/2022: 15.02.2022 r

ciepła łącznie o 50%. Do roku obrotowego 2024/25 segment OZE ma odpowiadać za 35% przychodów skonsolidowanych. Ponadto, obok budowy pozycji na rynku OZE, Spółka zakłada dalszą rozbudowę sieci sprzedaży oraz rozwój oferty w obszarach szeroko pojętej elektrotechniki i systemów grzewczych.

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. Niewyptalność 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. Eskpozycja 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

1. Wycena

- ▲ Nasza wycena Grodna została wykonana metodą dochodową i porównawczą.
- ▲ Wartość Spółki zgodnie z naszymi szacunkami zawiera się w przedziale od 19,2 zł na akcję w wycenie metodą porównawczą do 22,0 zł na akcję w wycenie metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy.

Dwie metody wyceny

Wyceny Grodna dokonaliśmy dwiema metodami: metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Porównujemy Grodno do spółek krajowych, notowanych na GPW.

Do konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost rezydualny na poziomie 1,5% (w scenariuszu bazowym);
- betę niezadłużona na poziomie 1,1;
- premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 6,5%.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 22,0 zł na akcję. Wycena porównawcza bazuje na spółkach krajowych. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2021-2023. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Grodna wynosi 19,2 zł. Nasza ostateczna wycena akcji to 20,6 zł na akcję, czyli średnia arytmetyczna z obu wycen.

Tabela 1. Grodno; Wycena porównawcza

	2021P			2022P			2023P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Ferro	9,4	10,5	8,4	9,0	10,2	12,2	8,3	9,4	11,5
Mercor	6,3	8,2	9,6	6,0	7,9	9,3	5,6	7,3	8,9
Lena Lighting	7,1	10,1	12,9	6,9	9,8	12,5	6,7	9,5	12,1
Toya	7,1	8,0	9,5	6,8	7,6	9,1	6,5	7,3	8,8
Tim	8,1	10,9	16,7	8,4	11,7	18,4	7,9	11,6	17,8
Average	7,6	9,5	11,4	7,4	9,4	12,3	7,0	9,0	11,8
EBITDA; EBIT; NI Grodna (PLN m)	44,4	36,9	27,2	48,7	40,6	29,5	52,5	43,8	32,2
Imlikowane EV Grodna (PLN m)	337,7	352,0	-	361,3	383,1	-	367,2	395,4	-
Dług netto Grodna (PLN m)	98,3	98,3	-	104,1	104,1	-	97,1	97,1	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodna (PLN m)	239,4	253,7	310,9	257,2	279,0	363,4	270,2	298,3	380,3
Liczba akcji Grodna (mln)	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (PLN)	15,6	16,5	20,2	16,7	18,1	23,6	17,6	19,4	24,7
Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodna (PLN)	19,2								

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 27 sierpnia 2021

Źródło: Noble Securities, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 2. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2021/22P	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	>2027/28P
Przychody ze sprzedaży	961,2	1 057,3	1 141,9	1 221,8	1 282,9	1 321,4	1 361,1	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	35%	10%	8%	7%	5%	3%	3%	
Marża zysku operacyjnego	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
Zysk operacyjny	36,9	40,6	43,8	46,9	49,2	50,7	52,2	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	96%	10%	8%	7%	5%	3%	3%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	29,9	32,9	35,5	38,0	39,9	41,1	42,3	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	96%	10%	8%	7%	5%	3%	3%	
EBITDA	44,4	48,7	52,5	55,6	58,0	59,5	61,1	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	80%	10%	8%	6%	4%	3%	3%	
Amortyzacja	7,5	8,1	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	
EBIT * (1-T) + D	37,4	41,0	44,1	46,7	48,6	49,9	51,2	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	78%	9%	8%	6%	4%	3%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-26,0	-16,0	-16,0	-9,4	-9,4	-9,4	-9,5	
Zmiana kapitału pracującego netto	-40,0	-19,4	-9,0	-8,5	-6,5	-4,1	-4,2	
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	-28,6	5,6	19,2	28,8	32,8	36,4	37,5	
<i>zmiana rok-na-rok</i>	b.z.	b.z.	244,4%	50,4%	13,6%	11,0%	3,1%	1,5%
Koszt kapitału własnego								
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Betta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,50	1,48	1,38	1,29	1,21	1,16	1,12	1,12
Szacowany koszt kapitału własnego	11,7%	11,6%	11,0%	10,4%	9,9%	9,5%	9,3%	9,3%
Koszt długu								
Koszt długu przed opodatkowaniem	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)								
Udział długu	45%	43%	32%	21%	13%	6%	2%	2%
Udział kapitału własnego	55%	57%	68%	79%	87%	94%	98%	98%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,6%	11,0%	10,4%	9,9%	9,5%	9,3%	9,3%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	8,3%	8,4%	8,8%	9,0%	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,03	1,12	1,22	1,33	1,45	1,59	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,97	0,89	0,82	0,75	0,69	0,63	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych		5,4	17,1	23,6	24,6	25,0	23,6	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych								119,5
Dywidenda płaćna w 2021 r.								3,2
Waga długu w okresie rezydualnym (%)								2%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)								98%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)								10,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)								8,9%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)								9,2%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)								1,5%
Wartość rezydualna								496,9
Wartość bieżąca wartości rezydualnej								313,3
Wartość działalności Grodna								432,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty								6,7
Dług odsetkowy								105,0
Wartość kapitałów własnych Grodna								337,8
Liczba akcji								15 381 861
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna								22,0

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

2. Historia spółki i akcjonariat

- ▲ Grodno to ponad 30 lat historii.
- ▲ Trzy osoby fizyczne posiadają ponad 65,8% udział w kapitale i 79,3% w głosach na WZ.
- ▲ Obecnie żaden z inwestorów finansowych nie posiada ponad 5% udziału w głosach.

2.1. Historia

Grodno działa już od ponad 30 lat

1990 – Utworzenie poprzednika prawnego Spółki

1990 – 1998 – Rozwój sieci punktów sprzedaży GRODNO na terenie Warszawy

1998 – 2005 – GRODNO największym dystrybutorem elektrotechniki na Mazowszu

2005 – 2010 – Dynamiczny rozwój sieci na terenie całego kraju

2010 – Rozpoczęcie inwestycji w magazyn centralny w Małopolu

2011 – Przejęcie OSTEL przynosi skokowy wzrost sprzedaży. Debiut na New Connect (pozyskanie 7,5 mln zł w ramach emisji akcji)

2012 – 2013 – Kontynuacja rozwoju 38 punktów sprzedaży

2014 – 2015 – Liczba punktów sprzedaży rośnie do 45. W ramach oferta publicznej akcji serii C Grodno pozyskuje 5,6 mln zł kapitału. Następuje przejęcie Eltromagu i Centerpolu

2015 – 2016 – Debiut na rynku regulowanym GPW. Pojawiają się kolejne grupy produktowe i konieczność rozbudowy magazynu centralnego

2017 – 2019 – Przejęcie BaRGo, Jorga i Magmy

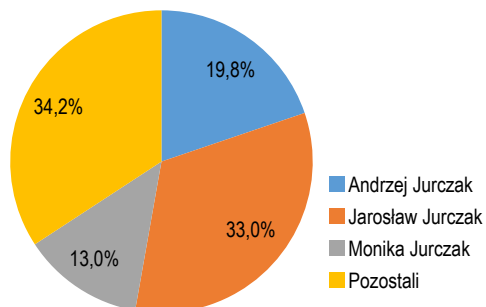
2020 – publikacja strategii na lata 2020-2024. OZE jako dominujący element rozwoju. Spółka ma już 93 oddziały w całej Polsce

2.2. Akcjonariat

Spółka kontrolowana jest przez Rodzinę Państwa Jurczaków

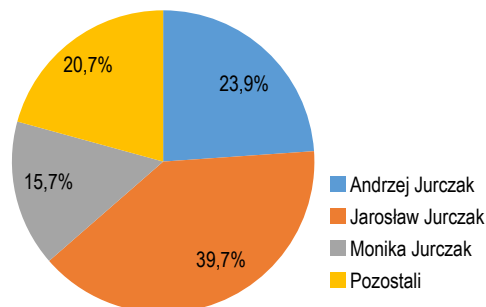
Grodno kontrolowane jest przez trzy osoby fizyczne, które łącznie kontrolują ponad 65% udział w kapitale i ponad 79% udział w głosach na WZ. Obecnie żaden z inwestorów finansowych nie posiada udziału ponad 5% głosów na WZ. 5 262 891 akcji znajduje się w wolnym obrocie, co stanowi 34,2% kapitału i 20,7% głosów na WZ.

Wykres 1. Struktura akcjonariatu, % udział w kapitale



Źródło: Spółka

Wykres 2. Struktura akcjonariatu, % udział w głosach na WZ



Źródło: Spółka

3. Perspektywy rozwoju rynku

- ▲ Obecnie polski segment fotowoltaiki ma bardzo „prosumencki” charakter
- ▲ Według prognozy Instytutu Energii Odnawialnej (raport *Rynek Fotowoltaiki w Polsce*, z maja 2021 r.) moc zainstalowana w fotowoltaice w 2022 roku powinna podwoić swoją wartość z końca 2020 a na koniec 2025 roku może wynieść nawet 15 GW.
- ▲ Nawet przy ograniczonym wsparciu opłacalność fotowoltaiki powinna się utrzymać z uwagi na prognozowany wzrost cen energii, i przewidywany rozwój technologii zapewniający wzrost wydajności instalacji fotowoltaicznej.
- ▲ W perspektywie 5-10 lat pompy ciepła mają szansę zastąpić znaczną część rynku kotłów na paliwa stałe w obszarze budynków jednorodzinnych.
- ▲ Pompa ciepła produkuje w pełni zdekarbonizowane ciepło do ogrzewania i chłodzenia budynków i przygotowania ciepłej wody.
- ▲ Zaostrzające się przepisy w prawie budowlanym sprzyjają energooszczędności i OZE.

3.1. Rynek Fotowoltaiki

Od 2019 r. trwa w Polsce gwałtowny rozwój rynku w obszarze mikroinstalacji. Stąd obecnie polski segment fotowoltaiki ma bardzo „prosumencki” charakter. W celu wypełnienia celów KPEiK do 2030 r. prognozowane nakłady inwestycyjne powinny wynieść 38 mld zł, w tym 18 mld zł na farmy wieloskalowe i 20 mld zł na mikroinstalacje oraz instalacje przemysłowe. Według prognozy Instytutu Energii Odnawialnej (raport *Rynek Fotowoltaiki w Polsce*, z maja 2021 r) moc zainstalowana w fotowoltaice w 2022 roku powinna podwoić swoją wartość z końca 2020 a na koniec 2025 roku może wynieść nawet 15 GW.

Choć trzecia odsłona programu wsparcia *Mój Prąd* jest już mniej korzystna, bo choć dotacje do paneli fotowoltaicznych będą mogły tak jak dotychczas pokryć nie więcej niżeli 50% wartości inwestycji, to zmniejszona została kwota dopłaty o jaką będzie można się ubiegać. Od lipca dopłata do fotowoltaiki wyniesie nie 5 000 zł, jak miało to miejsce dotychczas, lecz jedyne 3 000 zł. Lecz nawet przy ograniczonym wsparciu, opłacalność fotowoltaiki powinna się utrzymać z uwagi na prognozowany wzrost cen energii, i przewidywany rozwój technologii zapewniający wzrost wydajności instalacji fotowoltaicznej.

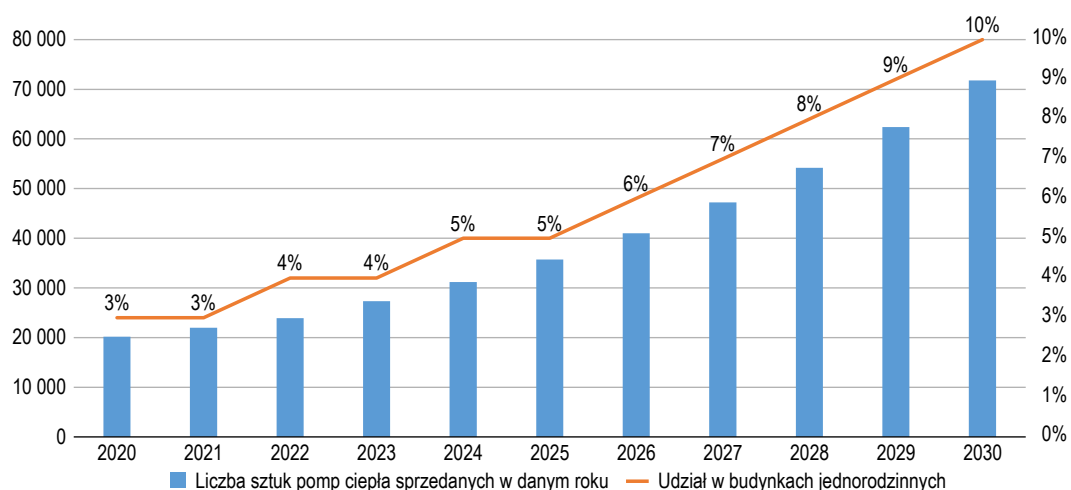
3.2. Rynek pomp ciepła

Jeśli chodzi o pompy ciepła to rosnącą popularność tych urządzeń śmiało możemy nazwać rewolucją w grzejnictwie. Ogrzewanie generuje 2/3 kosztów utrzymania budynku. W perspektywie 5-10 lat pompy ciepła mają szansę zastąpić znaczną część rynku kotłów na paliwa stałe w obszarze budynków jednorodzinnych.

Czynniki, które wspierają potencjał wzrostu tego rynku to:

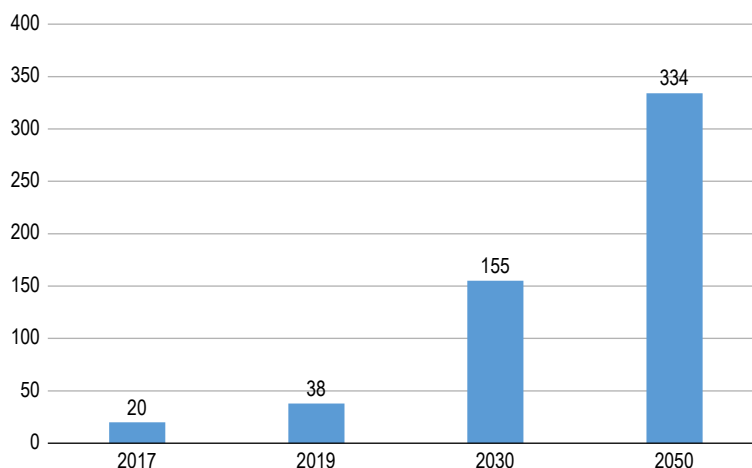
- Naturalny kierunek zmian wynikających z zapoczątkowanej transformacji energetycznej.
Produkcowanie w pełni zdekarbonizowanego ciepła do ogrzewania i chłodzenia budynków i przygotowania ciepłej wody.
- Wzrost świadomości Polaków w zakresie ochrony środowiska i energooszczędności.
Widoczna staje się tendencja do budowania oszczędnych domów jednorodzinnych o pow. ogrzewanej do 130 m², gdyż dla takich domów koszt budowy pompy ciepła jest niższy niż kotła gazowego.
- Wzrost wydajności technicznej oraz wzrost zaufania do technologii jako źródła ciepła w domach. Pompy działają w temperaturach na zewnątrz do (-28°C) i w takich warunkach możliwe jest uzyskanie wody grzewczej do +60°C/+70°C. Ponadto jest możliwość wykorzystania pomp zarówno do ogrzewania jak i chłodzenia.
- Liczne bodźce finansowe wspierające rozwój sektora OZE w UE oraz Polsce.
Budżet EU na 2021-2027 – tzw. *Nowy Plan Marshalla* przewiduje dużą część na realizację założeń *Europejskiego Zielonego Ładu* (nawet do ok. 25% budżetu). Istniejący już rządowy program *Czyste Powietrze* oferuje liczne dofinansowania i ulgi z tytułu likwidacji tzw. kopciuchów.
- Rosnąca opłacalność ekonomiczna instalacji – coraz niższe koszty eksploatacyjne.
Możliwość efektywnej kosztowo współpracy pompy ciepła z instalacją fotowoltaiczną.
- Zaostrzające się przepisy w prawie budowlanym sprzyjają energooszczędności i OZE.
Od początku 2021 r. obowiązują bardziej restrykcyjne przepisy w zakresie wymagań co do warunków technicznych dotyczących energooszczędności nowych budynków, co sprzyja instalowaniu pomp ciepła.

Wykres 3. Prognoza sprzedaży pomp ciepła w ujęciu rocznym ogółem (w sztukach) oraz wzrost udziału pomp w domach jednorodzinnych



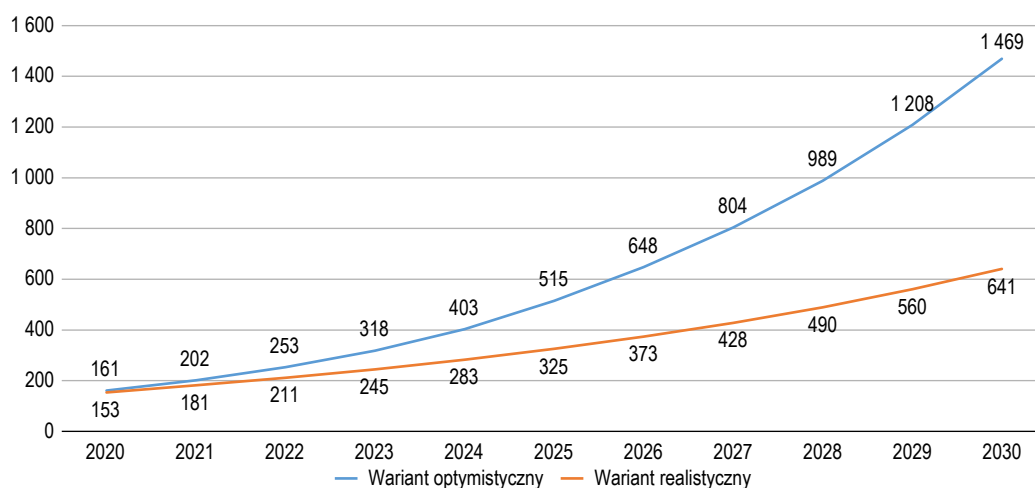
Źródło: Polska Organizacja Rozwoju Technologii Pomp Ciepła, Spółka

Wykres 4. Liczba pomp ciepła globalnie (dane w mln sztuk)



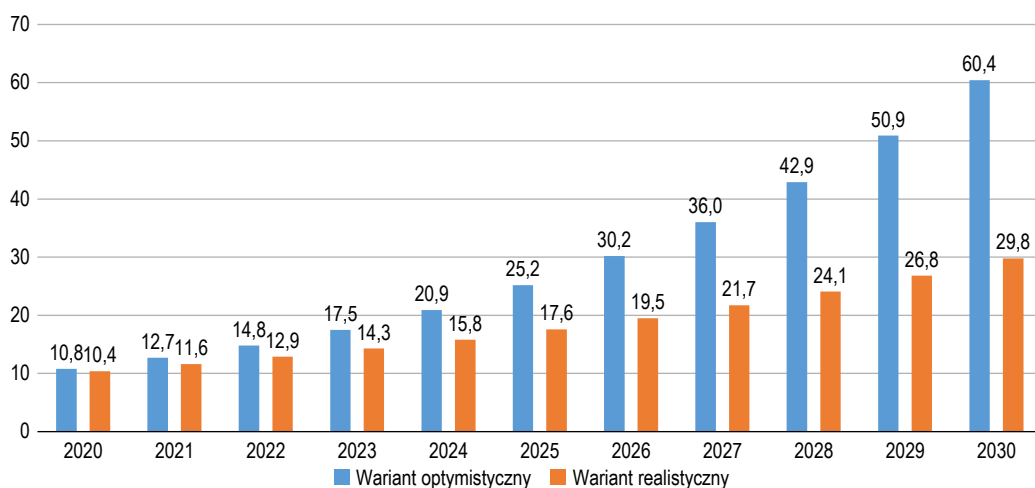
Źródło: Polska Organizacja Rozwoju Technologii Pomp Ciepła, Spółka

Wykres 5. Liczba pomp ciepła (w tys. sztuk) do centralnego ogrzewania we wszystkich budynkach jednorodzinnych (tj. budynki modernizowane i nowe)



Źródło: Polska Organizacja Rozwoju Technologii Pomp Ciepła, Spółka

Wykres 6. Prognozowana produkcja energii w oparciu o pompy ciepła (dane w PJ)



Źródło: Polska Organizacja Rozwoju Technologii Pomp Ciepła, Spółka

4. Model Biznesowy

- ▶ Grodno posiada ok. 9% udział w rynku, co oznacza że jest numerem dwa na krajowym rynku dystrybucji urządzeń elektrotechnicznych wartym ok. 8 mld zł.
- ▶ Spółka zapewnienia inwestorowi i instalatorowi kompleksowych i efektywnych energetycznie rozwiązań i instalacji do każdego typu obiektu budowlanego.
- ▶ Grodno świadczy usługi w zakresie audytów oraz projektów oświetleniowych i elektrycznych.
- ▶ Grodno dysponuje jedną z najbardziej rozbudowanych sieci sprzedaży wśród niezależnych dystrybutorów materiałów elektrotechnicznych.
- ▶ W ofercie Spółki znajdują się towary wszystkich znaczących dostawców krajowych i zagranicznych oraz produkty marki własnej.
- ▶ Spółka rozwija swoją ofertę w fotowoltaice od 10 lat i obecnie posiada największą sieć sprzedaży urządzeń wytwarzających i zarządzających energią elektryczną. Grodno szacuje swój udział w rynku na ok 15%.
- ▶ Zgodnie ze strategią Spółki do roku obrotowego 2024/25 segment OZE ma odpowiadać za 35% przychodów skonsolidowanych.
- ▶ Choć Spółka dość regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami, to jednak wzrost rynku i skali działalności powoduje niezbyt hojną dystrybucję.
- ▶ Spółka rośnie znacznie szybciej niż rynek dzięki ofercie szybko rosnących produktów i dokonywanym przejęciom.
- ▶ Grodno zamierza dokonywać dalszych przejęć konkurencyjnych podmiotów.

4.1. Ogólne informacje o Spółce

Grodno dostarcza kompleksowych rozwiązań

Grodno jest dostawcą kompleksowych rozwiązań budynkowych, a także jednym z czołowych dystrybutorem artykułów elektrotechnicznych i oświetleniowych działającym na polskim rynku. Aktywnie rozwija segment odnawialnych źródeł energii pod kątem instalacji fotowoltaicznych, pomp ciepła i stacji ładowania pojazdów. Grodno posiada ok. 9% udział w rynku, co oznacza że jest numerem dwa lub trzy na krajowym rynku dystrybucji urządzeń elektrotechnicznych. Lecz Grodno to nie tylko hurtownia materiałów elektrotechnicznych. Spółka zapewnienia inwestorowi i instalatorowi kompleksowych i efektywnych energetycznie rozwiązań i instalacji do każdego typu obiektu budowlanego. Co więcej, Grodno świadczy usługi w zakresie audytów oraz projektów oświetleniowych i elektrycznych, wykonywania oraz modernizacji instalacji elektrycznych i energetycznych, programowania automatyki budynkowej, jest też dostawcą złożonych rozwiązań dla przemysłu.

4.2. Struktura organizacyjna Grupy Kapitałowej

Struktura grupy kapitałowej jest prosta

Grodno jest jednostką dominującą w Grupie Kapitałowej Grodno, która obejmuje również spółki zależne Inegro, BaRGo i Magma.

Inegro oferuje usługi specjalistyczne w zakresie efektywności energetycznej, automatyki budynkowej i oświetleniowej. Głównym przedmiotem działalności spółki BaRGo jest dystrybucja materiałów elektrotechnicznych i oświetleniowych poprzez sieć 9 oddziałów zlokalizowanych w województwie mazowieckim. Magma prowadzi sieć 6 hurtowni elektrotechnicznych, zlokalizowanych głównie w północno-zachodniej Polsce.

4.3. Segmenty działalności

Działalność Grodna obejmuje sześć segmentów:

- dystrybucja materiałów elektroinstalacyjnych,
- odnawialne źródła energii (kompleksowe rozwiązania PV, HVAC i HEPAC),
- oświetlenie,
- automatyka budynkowa,
- rozwiązania dla przemysłu,
- kable i przewody.

4.3.1. Dystrybucja

Obecnie Grodno posiada 93 punkty handlowe

Grodno dysponuje jedną z najbardziej rozbudowanych sieci sprzedaży wśród niezależnych dystrybutorów materiałów elektrotechnicznych. Składają się na nią 93 punkty handlowe (w tym 12 franczyzowych, 9 spółki zależnej BaRGo i 6 spółki zależnej Magma) zlokalizowanych na terenie całej Polski. Najważniejszym regionem działalności Grodna jest województwo mazowieckie, z którym Spółka związana jest od początku swojej działalności. Wszystkie punkty sprzedaży zaopatrywane są przez nowoczesne centrum magazynowe mieszczące się w Małopolu (woj. mazowieckie). W ofercie Spółki znajdują się towary wszystkich znaczących dostawców krajowych i zagranicznych oraz produkty marki własnej.

Ofertę asortymentową Grodna obejmują:

- fotowoltaika,
- oświetlenie,
- wentylacja, klimatyzacja, systemy grzewcze (w tym pompy ciepła),
- kable i przewody,
- aparatura modułowa,

- automatyka przemysłowa,
- automatyka budynkowa,
- alarmy i monitoring, systemy przeciwpożarowe,
- kanały, rury, trasy kablowe, wyposażenie do kabli,
- materiały łączeniowe i izolacyjne,
- narzędzia i mierniki,
- ochrona odgromowa,
- odzież ochronna i BHP,
- osprzęt instalacyjny,
- rozdzielnice i obudowy,
- słupy oświetleniowe i energetyczne.

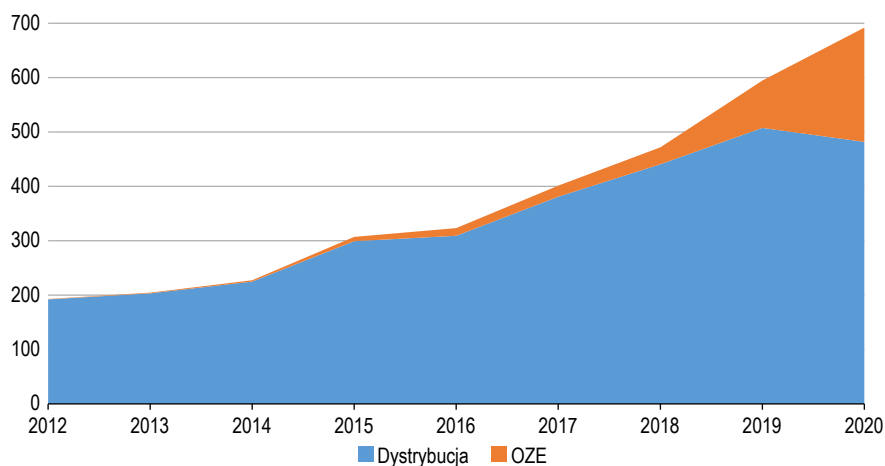
4.3.2. Odnawialne źródła energii

4.3.2.1. Fotowoltaika

Szerokie grono odbiorców

Spółka rozwija swoją ofertę w fotowoltaice od 10 lat i obecnie posiada największą sieć sprzedaży urządzeń wytwarzających i zarządzających energią elektryczną. Grodno szacuje swój udział w rynku na ok 15%. Obecnie Grodno dostarcza kompletne rozwiązania związane z instalacjami fotowoltaicznymi począwszy od doboru komponentów i projektu instalacji, przez dostawę, montaż, przekazanie do zakładu energetycznego, wsparcie w rozliczeniu dotacji, aż po serwis. Odbiorcami są zarówno gospodarstwa domowe, małe i średnie przedsiębiorstwa, jednostki budżetowe samorządów terytorialnych czy zakłady przemysłowe.

Wykres 7. Przychody: dystrybucja + OZE (dane za lata kalendarzowe, w mln zł)



Źródło: Spółka

Grodno oferuje pompy ciepła od 2015 r.

4.3.2.2. Pompy ciepła

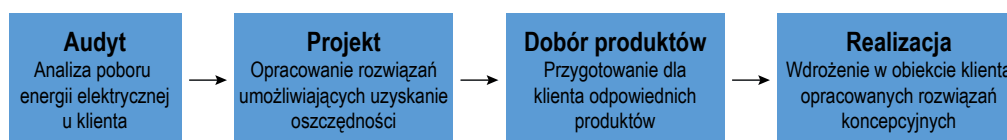
Ten segment działalności został uruchomiony w 2015 r. na bardzo wczesnym etapie zmian rynkowych dotyczących elektryfikacji ogrzewania. W chwili obecnej Grodno dysponuje kompleksową ofertą pomp ciepła i elementów instalacji grzewczych wszystkich wiodących producentów na rynku polskim. Poza asortymentem, Grodno oferuje pełne doradztwo techniczne w tym obszarze. Oferowane przez Spółkę audyty energetyczne obejmują również rozwiązania z branży HVAC (Heating, Ventilation, Air Conditioning).

Szerokie know-how w zakresie oświetlenia

4.3.2.3. Oświetlenie

Szczególnie istotnym elementem kreującym wartość dodaną dla Spółki są świadczone przez nią usługi specjalistyczne. Poza standardową dystrybucją towarów, Grodno jest dostawcą kompleksowych rozwiązań oświetleniowych dla każdego typu obiektu budowlanego. Możliwość świadczenia tak specjalistycznych usług jest efektem budowanego przez lata know-how w zakresie oświetlenia.

Wykres 8. *Od audytu do realizacji*



Źródło: Spółka

Audyty energetyczne dla przemysłu

4.3.3. Rozwiązania dla przemysłu

Grodno prowadzi sprzedaż produktów oraz oferuje usługi doboru asortymentu i doradztwa dla firm produkcyjnych, producentów maszyn i integratorów systemów. Centrum Dystrybucji wraz z magazynami lokalnymi w punktach sprzedaży na terenie całej Polski, zapewniają szybką dostawę potrzebnych produktów, redukując czas i koszty przestojów. Audyty Energetyczne wraz z Audytami Zdarzeń Niszczących w przemyśle pozwalają określić szanse obniżenia kosztów energetycznych zakładu, obniżenia zużycia energii oraz przygotować się do wymogów polityki ochrony środowiska. Ponadto Spółka oferuje wsparcie w zakresie wdrożenia nowoczesnych rozwiązań automatyki i elektryki przemysłowej oraz naprawy urządzeń automatyki przemysłowej, elektroniki i energoelektroniki.

Automatyka budynkowa zyskuje na popularności

4.3.4. Automatyka budynkowa

Spółka poszerza gamę oferowanych produktów, dążąc do kompleksowej obsługi swoich klientów. Segment zabezpieczeń i niskich prądów obejmuje elementy systemów alarmowych, kontroli dostępu, osprzętu systemów zabezpieczeń oraz zabezpieczeń przeciwpożarowych. Do oferty asortymentowej w tym obszarze należą: centrale alarmowe, sygnalizatory, czujniki, stacje monitorujące, sterowniki radiowe, dzielniki ekranu oraz zasilacze buforowe.

Wszystko zaczyna się od kabla

4.3.5. Kable i przewody

Grodno oferuje kompleksowy asortyment w zakresie kabli i przewodów wiodących producentów. Warto zauważyć, że rosnący popyt na urządzenia elektrotechniczne, powoduje również znaczne wzrosty sprzedaży w segmencie kabli i przewodów.

4.4. Strategia

Zmiany technologiczne i cyfryzacja definiują nowe kanały dystrybucji

Bez wątpienia rynek i otoczenie rynkowe, na którym działa Grodno, podlegają dynamicznym zmianom. Dekarbonizacja i programy takie jak Europejski Zielony Ład w sposób gwałtowny wpływają na zmiany rynku elektrycznego i grzewczego. Zmiany technologiczne i cyfryzacja definiują nowe kanały dystrybucji i jednocześnie stwarzają możliwości do dalszego zwiększania efektywności działania.

4.4.1. Cele strategiczne na lata obrotowe 2020/21 – 2024/25.

Spółka postawiła sobie ambitne cele

- 1. Intensywny rozwój fotowoltaiki i nowych możliwości w obszarze instalacji OZE**
Budowa pozycji lidera oraz rozszerzanie kompetencji dostawcy kompleksowych rozwiązań opartych na OZE.
- 2. Rozwój sieci sprzedaży i nowoczesnych kanałów dystrybucji**
Dalszy rozwój sieci sprzedaży i wykorzystanie efektu skali poprzez nowoczesne kanały dystrybucji i nowe usługi.
- 3. Rozwój kompleksowych rozwiązań oraz oferty asortymentowej**
Kompleksowość oferty i umiejętność oferowania gotowych rozwiązań jako główny element budowania przewagi konkurencyjnej.
- 4. Specjalizacja dzięki poszerzaniu wiedzy inżynierskiej**
Podnoszenie specjalistycznej wiedzy i kompetencji pracowników oraz klientów.
- 5. Zwiększenie efektywności działalności operacyjnej Grupy (optymalizacja)**
Cyfryzacja i wykorzystanie nowych możliwości technicznych w zarządzaniu.

OZE ma być głównym obszarem rozwoju

Zarząd Spółki zakłada wzrost sprzedaży w latach obrotowych 2020/21–2024/25 o co najmniej 10% rocznie. Głównym obszarem rozwoju Grupy powinien być segment odnawialnych źródeł energii, obejmujący: fotowoltaikę, pompy ciepła oraz obszary uzupełniające (systemy automatyki budynkowej, magazynowanie energii, stacje ładowania pojazdów, kolektory słoneczne, kotły grzewcze).

Na rynku fotowoltaicznym Grodno upatruje perspektyw wzrostu przede wszystkim w obszarach instalacji komercyjnych – przemysłowych (w zakresie których planuje osiągnąć 15% udziału w rynku do roku 2024/25), a także wielkoskalowych farm fotowoltaicznych. Jednocześnie Zarząd planuje utrzymanie silnej pozycji na rynku mikroinstalacji, na którym obecnie udział spółki przekracza 15%.

Już w pierwszych latach realizacji strategii (do roku obrotowego 2022/23) spodziewany jest wzrost sprzedaży Grupy w obszarach PV i pomp ciepła łącznie o 50%. Do roku obrotowego 2024/25 segment OZE ma odpowiadać za 35% przychodów skonsolidowanych. Ponadto, obok budowy pozycji na rynku OZE, Spółka zakłada dalszą rozbudowę sieci sprzedaży oraz rozwój oferty w obszarach szeroko pojętej elektrotechniki i systemów grzewczych.

4.5. Sezonowość działalności

Pogoda ma wpływ na działalność Spółki

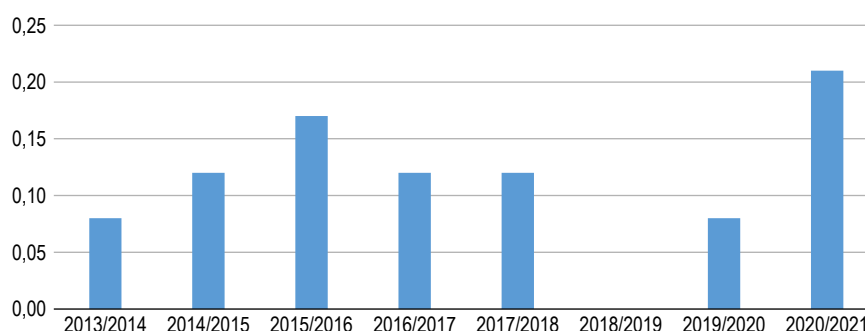
W branży budowlanej występuje sezonowość sprzedaży wynikająca z procesów przebiegających w budownictwie oraz z cyklu na rynku usług budowlano-montażowych. Należy jednak podkreślić, że biznes Spółki w większym stopniu jest uzależniony od sytuacji w branży budowlano-montażowej. Wielkość sprzedaży osiąganą przez Grodno ulega sezonowej zmienności popytu, ponieważ większość prac remontowych i wykończeniowych przeprowadzana jest zazwyczaj w III i IV kwartale roku kalendarzowego. Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży zwiększa się w latach o nietypowych rozkładach temperatur dobowych w zimie i przy zwiększonych opadach atmosferycznych. Niekorzystne warunki atmosferyczne uniemożliwiają przeprowadzenie niektórych prac elektrycznych. Grodno stara się redukować niekorzystny efekt sezonowości poprzez rozszerzanie oferty towarów i usług, a także poprzez pozyskiwanie odbiorców z branż niewrażliwych na sezonowość lub charakteryzujących się trendem odmiennym w stosunku do branży budowlano-montażowej.

4.6. Polityka dywidendowa

Do 30% skonsolidowanego zysku netto na dywidendę

Spółka pragnie przeznaczać do 30% skonsolidowanego zysku netto na wypłatę dywidendy po każdym zakończonym roku obrotowym, jeżeli tylko będzie to możliwe przy uwzględnieniu możliwości finansowych, w tym poziomu generowanego zysku netto, prowadzonego programu inwestycyjnego oraz bieżących potrzeb kapitałowych. Jednak zarząd Grodna zastrzega sobie możliwość rekomendowania skierowania wypracowanych środków w pierwszej kolejności na rozwój Spółki. W takim przypadku, za zgodą akcjonariuszy, dywidenda może nie zostać wypłacana.

Wykres 9. Dywidenda na akcję



Źródło: Spółka

5. Prognozy

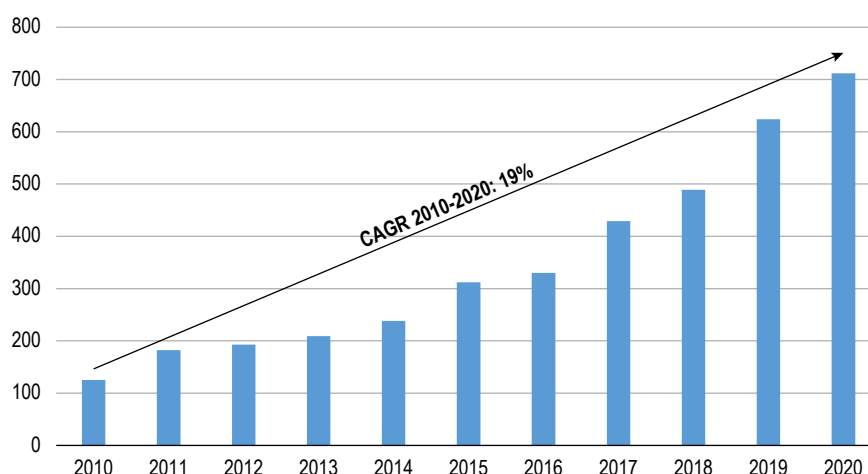
- ▲ Wzrostów sprzedaży powinien być generowany przez wzrost rynku. Motorem wzrostu w najbliższych latach powinien być segment OZE.
- ▲ Zakładamy wyhamowanie wzrostu sprzedaży z CAGR 19% w latach 2010-2020.
- ▲ Bardzo prawdopodobne są dalsze przejęcia podmiotów konkurencyjnych, ale my nie zakładamy kolejnych akwizycji w naszych prognozach.
- ▲ Prognozujemy utrzymanie obecnego poziomu marż, z uwagi na efekt skali.

Jeśli chodzi o nasze prognozy dla Grodna, to najlepiej byłoby prognozować sprzedaż dla każdego z sześciu segmentów z osobna, gdyż każdy z nich będzie się charakteryzował innym profilem wzrostu. Niestety, z uwagi na to, że Spółka nie ujawnia danych historycznych w rozbiciu segmentowym zasłaniając się tajemnicą handlową, nasza prognoza sprzedaży została dokonana dla wszystkich segmentów łącznie. Oczekujemy, że motorem wzrostu wartości sprzedaży Spółki będzie OZE. Rosły będą także segmenty elektrotechniki, grzejnictwa czy oświetlenia. Prognozujemy, iż rok obrotowy 2021/2022 będzie charakteryzował się znacznym wzrostem przychodów i zysków w ujęciu rok do roku. Główną przyczyną jest aberracyjny charakter roku poprzedniego, spowodowany przez COVID-19, co rzutuje również na rok bieżący. Na to nakłada się szybko rosnący popyt na instalacje fotowoltaiczne oraz pompy ciepła.

Liczne przejęcia pozwoliły Spółce rosnać znacznie szybciej niż rynek

W latach 2010-2020 Grodna rosło w tempie CAGR 19%. Należy przy tym zauważyć, iż tak dynamiczny wzrost sprzedaży był również możliwy z uwagi na liczne przejęcia, których Spółka dokonała. W naszych prognozach nie zakładamy żadnych przejęć, choć strategia Spółki takowe przewiduje.

Wykres 10. Przychody ze sprzedaży



Źródło: Spółka

Jeśli chodzi o rentowność biznesu Grodna, to wydaje nam się, iż Spółka powinna być w stanie utrzymać obecny poziom marż również w przyszłości z uwagi na efekt skali oraz automatyzację procesu magazynowania i dystrybucji.

6. Sprawozdania finansowe

Tabela 4. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej

(mln zł)	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
Aktywa trwałe	87,1	89,8	108,8	127,3	135,1	142,5
Wartości niematerialne	5,0	5,3	5,1	5,4	5,8	6,1
Wartość firmy	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Rzeczowe aktywa trwałe	61,3	63,6	81,7	99,8	107,3	114,3
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Inne długoterminowe aktywa finansowe	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1,1	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Aktywa obrotowe	187,1	194,2	227,9	318,1	348,5	382,9
Zapasy	68,0	73,6	99,1	138,4	152,3	164,4
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	117,3	118,4	125,6	173,0	190,3	205,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,8	2,2	3,2	6,7	5,9	12,9
Aktywa razem	274,2	283,9	336,7	445,4	483,6	525,4
Kapitał własny	69,4	81,0	93,6	117,5	138,9	162,2
Zobowiązania razem	203,7	202,9	243,0	327,8	344,6	363,1
Zobowiązania długoterminowe	33,7	30,9	30,2	67,3	72,4	72,4
Zobowiązania nieoprocentowane	0,2	1,9	2,2	2,3	2,4	2,4
Zobowiązania oprocentowane	33,5	29,0	28,0	65,0	70,0	70,0
Zobowiązania krótkoterminowe	170,0	172,0	212,9	260,5	272,3	290,7
Zobowiązania nieoprocentowane	127,1	139,8	173,8	220,5	232,3	250,7
Zobowiązania oprocentowane	42,8	32,2	39,1	40,0	40,0	40,0
Pasywa razem	274,2	283,9	336,7	445,4	483,6	525,4

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln zł)	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
Przychody ze sprzedaży towarów	489,4	623,6	711,7	961,2	1 057,3	1 141,9
Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług	-477,5	-604,6	-691,4	-922,8	-1 015,0	-1 096,2
Zysk brutto ze sprzedaży	11,9	19,0	20,3	38,4	42,3	45,7
Pozostałe przychody operacyjne	1,9	3,2	5,7	7,8	8,5	9,2
Pozostałe koszty operacyjne	-2,0	-4,5	-7,3	-9,3	-10,2	-11,1
EBIT	11,7	17,7	18,8	36,9	40,6	43,8
Przychody finansowe	0,8	0,5	0,4	0,1	0,2	0,3
Koszty finansowe	-2,3	-3,3	-1,9	-3,4	-4,3	-4,4
Zysk przed opodatkowaniem	10,3	14,9	17,3	33,6	36,5	39,7
Podatek dochodowy	-2,1	-3,3	-3,6	-6,4	-6,9	-7,5
Zysk netto	8,2	11,5	13,7	27,2	29,5	32,2

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
Zysk (strata) netto	8,2	11,5	13,7	27,2	29,5	32,2
Podatek dochodowy zapłacony	-1,7	-3,7	-4,2	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	4,8	5,3	5,8	7,5	8,1	8,6
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-6,6	1,8	4,4	-40,0	-19,4	-9,0
Zmiana stanu zapasów	2,1	-5,8	-26,1	-39,3	-13,8	-12,2
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-24,9	0,0	-7,3	-47,5	-17,3	-15,2
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	16,2	7,6	37,8	46,8	11,7	18,4
Pozostałe	2,3	1,8	0,4	3,3	4,2	4,2
Przeptywy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	7,0	16,8	20,2	-1,9	22,5	36,0
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-12,4	-1,4	-20,5	-26,0	-16,0	-16,0
Pozostałe	0,8	-1,5	0,0	0,1	0,2	0,3
Przeptywy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-11,6	-2,9	-20,5	-25,9	-15,8	-15,7
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/spłaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	12,9	-8,0	7,6	37,9	5,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-1,8	0,0	-1,2	-3,2	-8,2	-8,9
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-2,1	-2,1	-1,3	-3,4	-4,3	-4,4
Pozostałe	-3,2	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,0
Przeptywy środków pieniężnych z działalności finansowej	5,7	-13,5	1,4	31,3	-7,5	-13,3
Zmiana stanu środków pieniężnych netto	1,1	0,4	1,0	3,5	-0,8	7,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu	0,7	1,8	2,2	3,2	6,7	5,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu	1,8	2,2	3,2	6,7	5,9	12,9

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 7. Wskaźniki

zmiana % rok-na-rok	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
Zmiana sprzedaży (rok-na-rok)	14%	27%	14%	35%	10%	8%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	-1%	60%	7%	89%	10%	8%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	0%	51%	39%	80%	10%	8%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-4%	51%	6%	96%	10%	8%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-3%	41%	19%	98%	9%	9%
Rotacja należności (dni)	68	69	63	57	63	63
Rotacja zapasów (dni)	49	43	46	47	52	53
Rotacja zobowiązań (dni)	90	80	83	78	81	80
NWC/Sprzedaż	12%	8%	7%	9%	10%	10%
Rotacja gotówki (dni)	27	32	26	26	34	36
Wskaźnik płynności bieżącej	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
Wskaźnik płynności szybkiej	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8
Marża brutto ze sprzedaży	2,4%	3,0%	2,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Marża EBITDA	3,4%	2,8%	3,5%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża operacyjna	2,4%	2,8%	2,6%	3,8%	3,8%	3,8%
Marża zysku brutto	2,1%	2,4%	2,4%	3,5%	3,4%	3,5%
Marża zysku netto	1,7%	1,9%	1,9%	2,8%	2,8%	2,8%
Rentowność kapitałów własnych	11,8%	15,3%	15,7%	25,8%	23,0%	21,4%
Rentowność majątku	3,0%	4,1%	4,4%	7,0%	6,4%	6,4%

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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	49	22	5	10	0	1
Procenty	56%	25%	6%	11%	0%	1%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	27	10	10	0	1
Procenty	45%	31%	11%	11%	0%	1%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązaniymi w danym okresie.

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	10	4	0	1	0	1
Procenty	63%	25%	0%	6%	0%	6%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	6	6	2	1	0	1
Procenty	38%	38%	13%	6%	0%	6%

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	Nie później niż 31.08.2022	-	-	15,34	20,60	–

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
Grodno								
Maciej Wewiórski	Przeważaj	–	31.08.2021	-	31.08.2021	Nie później niż 31.08.2022	15,34	-

* 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: 31 sierpnia 2021 r., godz. 7:10.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 31 sierpnia 2021 r., godz. 7:20.

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, 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 Stepień
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

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