

**7/2021/GPW (33) 24 kwietnia 2022**

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:** 19,80 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 26,60 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 71 mln US\$  
**Bloomberg:** GRN PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,18 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 12,60-20,50 zł  
**Free float:** 34,2%

## Rekomendowane działania

Utrzymujemy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj i długoterminową Kupuj dla Spółki. Wyniki Grupy w IV kw. 2021/2022 powinny być bardzo dobre. Dalszym katalizatorem wzrostu kursu może być zaproponowana dywidenda. Choć widoczność wyników 2022/2023 jest stosunkowo słaba z uwagi na mniej korzystny system rozliczania prosumentów instalacji fotowoltaicznych, to uważamy, iż dekarbonizacja, odchodzenie od drogich i nieprzewidywalnych cenowo paliw węglowodorowych i liczne programy wsparcia (*Twój Prąd 4.0, Moje Ciepło*) będą mieć bardzo korzystne przełożenie na wyniki Grodna już w średnim terminie.

## Prognozy na IV kw. 2021/2022

Na początku kwietnia Spółka poinformowała, że jej skonsolidowane przychody w marcu b.r. wyniosły 147,5 mln zł wobec 86,5 mln zł w marcu roku ubiegłego, co oznacza wzrost o 70,5% r-d-r. Narastająco od początku roku obrotowego tj. za okres 12 miesięcy (od kwietnia do marca b.r.) skonsolidowane przychody wyniosły 1.196,2 mln zł wobec 711,7 mln zł w analogicznym okresie przed rokiem, co oznacza wzrost o 68% r-d-r. Sprzedaż IV kw. roku obrachunkowego 2021/2022 ukształtowała się zatem na poziomie 318,6 mln zł, w porównaniu do 185,5 mln zł przed rokiem, co oznacza wzrost o 72% r-d-r.

Uważamy, że za tak dynamicznym wzrostem przychodów w IV kw. roku obrachunkowego 2021/2022 stała istotnie wyższa r-d-r sprzedaż w segmentach odnawialnych źródeł energii oraz kabli i przewodów. Na tak znaczny wzrost sprzedaży r-d-r miały zapewne zmiany w prawie wchodzące w życie od 1. kwietnia b.r., które likwidują system opustów i wprowadzają system rozliczenia tzw. net billing.

## Skorygowane zyski

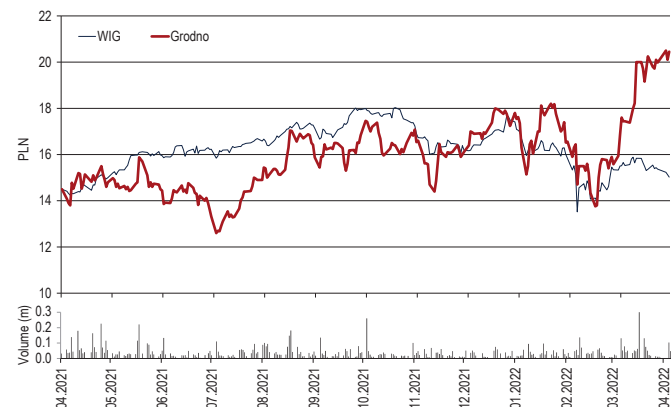
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020/21	2021/22P	2022/23P	2023/24P
Sprzedaż	mln PLN	711,7	1 195,9	1 315,5	1 420,7
EBITDA	mln PLN	24,6	64,0	67,2	64,9
EBIT	mln PLN	18,8	56,8	59,2	56,8
Zysk netto	mln PLN	13,7	43,6	45,4	44,0
EPS	PLN	0,89	2,84	2,95	2,86
Zmiana EPS r/r	%	19,0	217,3	4,1	-3,0
Dług netto	mln PLN	63,9	85,4	75,0	52,9
P/E	x	22,2	7,0	6,7	6,9
P/CE	x	15,6	6,0	5,7	5,8
EV/EBITDA	x	15,0	6,1	5,6	5,5
EV/EBIT	x	19,6	6,9	6,4	6,3
EV/Sprzedaż	x	0,5	0,3	0,3	0,3
Stopa dywidendy brutto	%	0,4%	1,1%	4,3%	4,5%
DPS	PLN	0,08	0,21	0,85	0,89
Liczba akcji	m	15,4	15,4	15,4	15,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za rok obrotowy 2021/2022: 28.07.2022 r.
2. Publikacja raportu za I kw. roku obrotowego 2022/2023: 18.08.2022 r.
3. Publikacja raportu za III kw. roku obrotowego 2022/2023: 16.02.2023 r.

Jeśli chodzi o marżowość, to uważamy, iż IV kw 21/22 nie powinien odbiegać pod tym względem od pierwszych trzech kwartałów roku obrachunkowego, co oznacza sporą poprawę r-d-r.

**Tabela 1. Grodno: Prognozy finansowe na IV kw. 2021/2022**

MSSF, skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 21/22P	IV kw. 20/21	r/r	Realizacja całorocznej prognozy w IV kw:	
				2021/2022P	2020/2021
Sprzedaż	318.6	185.5	72%	27%	26%
EBITDA	16.9	5.1	229%	26%	21%
Marża EBITDA	5.3%	2.8%	-	-	-
EBIT	14.9	3.6	315%	26%	19%
Marża EBIT	4.7%	1.9%	-	-	-
Zysk netto	11.0	2.0	439%	25%	15%
Marża zysku netto	3.5%	1.1%	-	-	-

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

## Rewizja prognoz

Sprzedaż IV kw. 21/22 okazała się bardzo dobra i lepsza od naszych oczekiwań co skłania nas do rewizji naszych prognoz. Korygujemy w górę również nasze oczekiwania dotyczące marżowości biznesu Spółki.

Pewne jest, że motorem wzrostu wartości Spółki będzie segment OZE. Rosnąć powinny także segmenty elektrotechniki, grzejnictwa czy oświetlenia.

## Wycena

W ślad za rewizją w górę naszych prognoz, podnosimy również naszą wycenę.

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% (bez zmiany);
- betę niezadłużoną na poziomie 1,0 (bez zmiany);
- premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 6,0% (bez zmiany)
- stopa wolna od ryzyka 6,1% (wcześniej 2,9%)

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 31,3 zł na akcję. Wycena porównawcza bazuje na krajowych spółkach. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2022-2023. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Grodna wynosi 22,0 zł. Nasza ostateczna wycena akcji to 26,6 zł na akcję, czyli średnia arytmetyczna z obu wycen.

**Tabela 2. Grodno; Zmiany w prognozach finansowych**

MSSF, skonsolidowane (PLN m)	2021P/2022P			2022P/2023P			2023P/2024P		
	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana	obecnie	wcześniej	zmiana
Sprzedaż	1 195,9	1 089,4	10%	1 315,5	1 198,3	10%	1 420,7	1 294,2	10%
EBIT	56,8	48,4	17%	59,2	47,9	24%	56,8	49,2	16%
Zysk netto	43,6	36,8	19%	45,4	36,1	26%	44,0	37,5	18%
Dług netto	85,4	82,9	3%	75,0	78,7	-5%	52,9	60,0	-12%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 3. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

(mln zł)	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E	2026/27E	2027/28E	2028/29E	2029/30E	>2029/30E
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 195,9</b>	<b>1 315,5</b>	<b>1 420,7</b>	<b>1 534,4</b>	<b>1 657,1</b>	<b>1 789,7</b>	<b>1 932,9</b>	<b>1 990,9</b>	<b>2 020,7</b>	
<i>zmiana r/r</i>	68%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	3%	1%	
Marża zysku operacyjnego	4,8%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>56,8</b>	<b>59,2</b>	<b>56,8</b>	<b>61,4</b>	<b>66,3</b>	<b>71,6</b>	<b>77,3</b>	<b>79,6</b>	<b>80,8</b>	
<i>zmiana r/r</i>	202%	4%	-4%	8%	8%	8%	8%	3%	1%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	46,0	47,9	46,0	49,7	53,7	58,0	62,6	64,5	65,5	
<i>zmiana r/r</i>	202%	4%	-4%	8%	8%	8%	8%	3%	1%	
EBITDA	70,6	73,9	71,5	76,0	81,0	86,3	92,0	94,4	95,6	
<i>zmiana r/r</i>	164%	5%	-3%	6%	6%	7%	7%	3%	1%	
Amortyzacja	13,8	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	
EBIT * (1-T) + D	7,2	8,0	8,0	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	
<i>zmiana r/r</i>	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	
Wydatki inwestycyjne	59,8	62,6	60,7	64,4	68,4	72,7	77,3	79,2	80,2	
Zmiana kapitału pracującego netto	158%	5%	-3%	6%	6%	6%	6%	2%	1%	
Opłaty z tytułu leasingu	-20,9	-20,4	-8,3	-8,3	-8,3	-8,3	-8,4	-8,4	-8,4	
Wpływy z tytułu emisji akcji	-48,3	-9,8	-8,2	-9,5	-10,3	-11,1	-12,0	-4,9	-2,5	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>-9,3</b>	<b>32,5</b>	<b>44,3</b>	<b>46,6</b>	<b>49,8</b>	<b>53,2</b>	<b>57,0</b>	<b>66,0</b>	<b>69,3</b>	
<i>zmiana r/r</i>	b.z.	b.z.	36,3%	5,2%	6,9%	6,9%	7,0%	15,8%	5,0%	1,5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta oddłużona	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,27	1,24	1,19	1,15	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
<b>Szacowany koszt kapitału własnego</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,0%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>
<b>Koszt długu</b>										
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Udział długu	19%	16%	10%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	81%	84%	90%	95%	98%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	13,7%	13,6%	13,2%	13,0%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,7%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,00	1,08	1,22	1,37	1,55	1,75	1,97	2,22	
Współczynnik dyskonta	1,00	1,00	0,92	0,82	0,73	0,65	0,57	0,51	0,45	
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>			<b>40,9</b>	<b>38,2</b>	<b>36,2</b>	<b>34,4</b>	<b>32,7</b>	<b>33,5</b>	<b>31,3</b>	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych										247,2
Waga długu w okresie rezydualnym (%)										0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)										100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)										12,4%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)										12,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)										12,7%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)</b>										<b>1,5%</b>
Wartość rezydualna										516,5
Wartość bieżąca wartości rezydualnej										295,9
Wartość działalności Grodna										543,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty										15,0
Dług odsetkowy										90,0
Dywidenda za rok 2021/2022 do wypłaty w 2022										13,1
Wartość kapitałów własnych Grodna										481,2
Liczba akcji										15 381 861
<b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna</b>										<b>31,3</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. Grodno; Wycena porównawcza

	2022P			2023P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Decora	5,0	6,2	7,8	4,2	5,4	7,6
Ferro	7,7	8,9	10,4	5,8	6,7	7,8
Mercor	4,5	5,8	6,3	4,1	5,3	6,0
Lena Lighting	7,5	11,3	14,1	6,3	9,0	11,2
Toya	4,4	4,9	5,7	4,4	4,9	5,5
Tim	6,0	7,8	9,6	5,3	7,2	9,3
<b>Średnia</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>7,9</b>
EBITDA; EBIT; NI Grodno (mln zł)	67,2	59,2	45,4	64,9	56,8	44,0
Implikowane EV Grodno (mln zł)	394,1	442,9	-	325,9	364,4	-
Dług netto Grodno (mln zł)	75,0	75,0	-	52,9	52,9	-
Implikowana wartość kapitału własnego Grodno (mln zł)	319,1	367,9	408,1	272,9	311,4	347,7
Liczba akcji Grodno (mln)	15	15	15	15	15	15
<b>Wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (zł)</b>	<b>20,7</b>	<b>23,9</b>	<b>26,5</b>	<b>17,7</b>	<b>20,2</b>	<b>22,6</b>
<b>Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (zł)</b>	<b>22,0</b>					

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 21 kwietnia 2022

Źródło: Noble Securities, Szacunki DM BOŚ SA

### Katalizatory

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

### Czynniki ryzyka

1. Wzrost kosztów wytworzenia u dostawców z uwagi na rosnące ceny surowców i brak możliwości przeliczenia tego wzrostu na klienta
2. Presja na wzrost wynagrodzeń
3. Sezonowość sprzedaży
4. Uzależnienie od głównych dostawców
5. Niewypłacalność odbiorców
6. Niewłaściwe zarządzanie zapasami
7. Awarie systemu informatycznego
8. Wpływ większościowych akcjonariuszy posiadających 79,3% w głosach na WZ
9. Brak możliwości osiągnięcia celów strategicznych (10% 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 Grodno
5. Szerokie grono klientów; odbiorcami są zarówno gospodarstwa domowe, małe i średnie przedsiębiorstwa, jednostki budżetowe samorządów terytorialnych czy zakłady przemysłowe
6. Brak uzależnienia od jednego czy kilku dostawców
7. Liczne punkty sprzedaży, dostawcy chcą współpracować z dużym partnerem, który ma solidną bazę logistyczną

## Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

**Tabela 5. Skonsolidowane sprawozdanie z sytuacji finansowej**

(mln zł)	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>87,1</b>	<b>89,8</b>	<b>108,8</b>	<b>122,5</b>	<b>134,8</b>	<b>135,0</b>
Wartości niematerialne	5,0	5,3	5,1	4,9	4,7	4,5
Wartość firmy	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Rzeczowe aktywa trwałe	61,3	63,6	81,7	95,5	108,0	108,4
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
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>187,1</b>	<b>194,2</b>	<b>227,9</b>	<b>389,2</b>	<b>438,5</b>	<b>485,5</b>
Zapasy	68,0	73,6	99,1	163,3	180,1	195,6
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	117,3	118,4	125,6	221,2	243,4	262,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,8	2,2	3,2	4,6	15,0	27,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>274,2</b>	<b>283,9</b>	<b>336,7</b>	<b>511,7</b>	<b>573,3</b>	<b>620,5</b>
Kapitał własny	69,4	81,0	93,6	133,9	166,2	196,7
Zobowiązania razem	203,7	202,9	243,0	377,8	407,0	423,8
Zobowiązania długoterminowe	33,7	30,9	30,2	52,4	52,5	42,5
Zobowiązania nieoprocentowane	0,2	1,9	2,2	2,4	2,5	2,5
Zobowiązania oprocentowane	33,5	29,0	28,0	50,0	50,0	40,0
Zobowiązania krótkoterminowe	170,0	172,0	212,9	325,3	354,5	381,2
Zobowiązania nieoprocentowane	127,1	139,8	173,8	285,3	314,5	341,2
Zobowiązania oprocentowane	42,8	32,2	39,1	40,0	40,0	40,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>274,2</b>	<b>283,9</b>	<b>336,7</b>	<b>511,7</b>	<b>573,3</b>	<b>620,5</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*
**Tabela 6. Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów**

(mln zł)	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
<b>Przychody ze sprzedaży towarów</b>	<b>489,4</b>	<b>623,6</b>	<b>711,7</b>	<b>1 195,9</b>	<b>1 315,5</b>	<b>1 420,7</b>
<b>Koszt sprzedanych towarów, materiałów i usług</b>	<b>-477,5</b>	<b>-604,6</b>	<b>-691,4</b>	<b>-1 139,1</b>	<b>-1 256,3</b>	<b>-1 363,9</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>11,9</b>	<b>19,0</b>	<b>20,3</b>	<b>56,8</b>	<b>59,2</b>	<b>56,8</b>
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty administracyjne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe przychody operacyjne	1,9	3,2	5,7	9,6	10,6	11,5
Pozostałe koszty operacyjne	-2,0	-4,5	-7,3	-9,6	-10,6	-11,5
<b>EBIT</b>	<b>11,7</b>	<b>17,7</b>	<b>18,8</b>	<b>56,8</b>	<b>59,2</b>	<b>56,8</b>
Przychody finansowe	0,8	0,5	0,4	0,2	0,4	0,9
Koszty finansowe	-2,3	-3,3	-1,9	-3,1	-3,6	-3,4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>10,3</b>	<b>14,9</b>	<b>17,3</b>	<b>53,8</b>	<b>56,0</b>	<b>54,4</b>
Podatek dochodowy	-2,1	-3,3	-3,6	-10,2	-10,6	-10,3
<b>Zysk netto</b>	<b>8,2</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7</b>	<b>43,6</b>	<b>45,4</b>	<b>44,0</b>

*Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA*

**Tabela 7. 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	43,6	45,4	44,0
Podatek dochodowy zapłacony	-1,7	-3,7	-4,2	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	4,8	5,3	5,8	7,2	8,0	8,0
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-6,6	1,8	4,4	-48,3	-9,8	-8,2
Zmiana stanu zapasów	2,1	-5,8	-26,1	-64,2	-16,8	-15,4
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-24,9	0,0	-7,3	-95,7	-22,1	-19,5
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	16,2	7,6	37,8	111,6	29,2	26,7
Pozostałe	2,3	1,8	0,4	3,0	3,3	2,5
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>7,0</b>	<b>16,8</b>	<b>20,2</b>	<b>5,5</b>	<b>46,9</b>	<b>46,4</b>
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-12,4	-1,4	-20,5	-20,9	-20,4	-8,3
Pozostałe	0,8	-1,5	0,0	0,2	0,4	0,9
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-11,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-20,5</b>	<b>-20,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-7,3</b>
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	22,9	0,0	-10,0
Dywidendy wypłacone	-1,8	0,0	-1,2	-3,2	-13,1	-13,6
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-2,1	-2,1	-1,3	-3,1	-3,6	-3,4
Pozostałe	-3,2	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>5,7</b>	<b>-13,5</b>	<b>1,4</b>	<b>16,6</b>	<b>-16,7</b>	<b>-27,0</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych netto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>10,3</b>	<b>12,1</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>15,0</b>
<b>Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>15,0</b>	<b>27,1</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOŚ SA

**Tabela 8. Wskaźniki**

zmiana % r/r	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2021/2022P	2022/2023P	2023/2024P
Zmiana sprzedaży (r/r)	14%	27%	14%	68%	10%	8%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r)	-2%	60%	7%	179%	4%	-4%
Zmiana EBITDA (r/r)	-3%	51%	39%	160%	5%	-4%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	-4%	51%	6%	202%	4%	-4%
Zmiana zysku netto (r/r)	-3%	41%	19%	217%	4%	-3%
Rotacja należności (dni)	68	69	63	53	64	65
Rotacja zapasów (dni)	45	43	46	42	50	50
Rotacja zobowiązań (dni)	68	80	83	73	87	88
NWC/Sprzedaż	12%	8%	7%	8%	8%	8%
Rotacja gotówki (dni)	88	32	26	22	27	28
Wskaźnik płynności bieżącej	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	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%	4,8%	4,5%	4,0%
Marża EBITDA	2,4%	2,8%	3,5%	5,4%	5,1%	4,6%
Marża operacyjna	2,4%	2,8%	2,6%	4,8%	4,5%	4,0%
Marża zysku brutto	2,1%	2,4%	2,4%	4,5%	4,3%	3,8%
Marża zysku netto	1,7%	1,9%	1,9%	3,6%	3,5%	3,1%
Rentowność kapitałów własnych	6,7%	15,3%	15,7%	38,3%	30,2%	24,3%
Rentowność majątku	3,0%	4,1%	4,4%	10,3%	8,4%	7,4%

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	47	26	3	9	0	2
Procenty	54%	30%	3%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	32	4	9	0	2
Procenty	46%	37%	5%	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 surowców, poziomu zatrudnienia i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	11	5	0	1	0	2
Procenty	58%	26%	0%	5%	0%	11%

### 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	10	5	1	1	0	2
Procenty	53%	26%	5%	5%	0%	11%

**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	Nie później niż 31.08.2022	30%	51%	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 –

\* 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	Przeważaj	31.08.2021	-	31.08.2021	Nie później niż 31.08.2022	15,34	51%
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	-

\* 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: 25 kwietnia 2022 r., godz. 7:35.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 25 kwietnia 2022 r., godz. 7:45.

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 Stepien**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2022 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