

**40/2022/GPW (129)** 14 listopada 2022

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

---

# Grodno

|  |   |
|--|---|
| Rekomendowane działanie .....              | 2 |
| Prognoza wyników za II kw. 2022/2023 ..... | 2 |
| Najbliższe wydarzenia .....                | 2 |
| Prognozy i wycena .....                    | 3 |
| Katalizatory .....                         | 5 |
| Czynniki ryzyka .....                      | 5 |
| Przewagi konkurencyjne .....               | 5 |
| Zastrzeżenia prawne .....                  | 6 |

40/2022/GPW (129) 14 listopada 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

Kapitalizacja: 55 mln US\$

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Bloomberg: GRN PW

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Średni obrót dzienny: 0,06 mln US\$

Kurs: 16,28 zł

12M przedział kursowy: 13,76-20,50 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 24,30 zł (↓)

Free float: 34,2%

## Rekomendowane działanie

Utrzymujemy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj i długoterminową Kupuj dla Spółki. Oczekujemy dobrych wyników za II kw. 2022/2023, spodziewamy się utrzymania marży EBITDA lekko powyżej 5%. Choć prognozujemy znaczne wyhamowanie dynamiki wzrostu sprzedaży r/r w roku obrotowym 2022/2023 z uwagi na mniej korzystny system rozliczania prosumentów instalacji fotowoltaicznych i osłabienie koniunktury w budownictwie ogólnym, to uważamy, iż dekarbonizacja, odchodzenie od drogich paliw węglowodorowych i liczne programy wsparcia (Twój Prąd 4.0, Moje Ciepło) powinny zapewnić Spółce wzrost przychodów w kolejnych okresach.

## Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

| MSSF skonsolidowane    |         | 2021/22 | 2022/23P | 2023/24P | 2024/25P |
|------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Sprzedaż               | mln PLN | 1 196,0 | 1 315,5  | 1 420,7  | 1 534,4  |
| EBITDA                 | mln PLN | 64,1    | 67,2     | 64,9     | 69,4     |
| EBIT                   | mln PLN | 57,0    | 59,2     | 56,8     | 61,4     |
| Zysk netto             | mln PLN | 43,8    | 45,4     | 44,0     | 48,4     |
| EPS                    | PLN     | 2,84    | 2,95     | 2,86     | 3,15     |
| Zmiana EPS r/r         | %       | 217,3   | 4,1      | -3,0     | 10,0     |
| Dług netto             | mln PLN | 54,5    | 75,0     | 52,9     | 31,8     |
| P/E                    | x       | 5,7     | 5,5      | 5,7      | 5,2      |
| P/CE                   | x       | 4,9     | 4,7      | 4,8      | 4,4      |
| EV/EBITDA              | x       | 4,8     | 4,8      | 4,7      | 4,1      |
| EV/EBIT                | x       | 5,4     | 5,5      | 5,3      | 4,6      |
| EV/Sprzedaż            | x       | 0,3     | 0,2      | 0,2      | 0,2      |
| Stopa dywidendy brutto | %       | 1,3%    | 5,2%     | 5,4%     | 7,0%     |
| DPS                    | PLN     | 0,21    | 0,84     | 0,89     | 1,15     |
| Liczba akcji           | m       | 15,4    | 15,4     | 15,4     | 15,4     |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Prognoza wyników za II kw. 2022/2023

Wyniki za II kw. roku obrotowego 2022/2023 Grodno opublikuje 15. grudnia, jednak nie można wykluczyć wcześniejszej publikacji wyników wstępnych.

Jeśli chodzi o przychody to nie należy się spodziewać zaskoczeń, bowiem Spółka raportuje szacunki miesięcznych przychodów.

Jeśli chodzi o zyski, oczekujemy utrzymania marży EBITDA lekko powyżej 5%. Z jednej strony oczekujemy osłabienia popytu na tradycyjne wyroby elektrotechniczne z uwagi na słabnącą koniunkturę budowlano-montażową, z drugiej strony Spółka powinna, naszym zdaniem, doświadczyć rosnącego popytu na pompy ciepła.

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za II kw. roku obrotowego 2022/2023: 15.12.2022 r
2. Publikacja raportu za III kw. roku obrotowego 2022/2023: 16.02.2023 r

**Tabela 1. Grodno: Prognozy finansowe na II kw. 2022/2023**

| MSSF, skonsolidowane<br>(mln zł) | II kw. 22/23P | II kw. 21/22 | r/r | Realizacja całorocznej prognozy w II kw. |           |
|----------------------------------|---------------|--------------|-----|--|-----------|
|                                  |               |              |     | 2022/2023P                               | 2021/2022 |
| Sprzedaż                         | 320,1         | 300,6        | 6%  | 24%                                      | 25%       |
| EBITDA                           | 16,3          | 15,5         | 5%  | 24%                                      | 24%       |
| Marża EBITDA                     | 5,1%          | 5,2%         | -   | -  | -         |
| EBIT                             | 14,4          | 13,8         | 5%  | 24%                                      | 24%       |
| Marża EBIT                       | 4,5%          | 4,6%         | -   | -  | -         |
| Zysk netto                       | 10,9          | 11,0         | -1% | 24%                                      | 25%       |
| Marża zysku netto                | 3,4%          | 3,7%         | -   | -  | -         |

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

### Prognozy i wycena

Obecnie nie widzimy potrzeby rewizji naszych prognoz, natomiast aktualizujemy i efekcie lekko obniżamy naszą wycenę do 24,3 zł na jedną akcję (z wcześniej 26,6 zł na jedną akcję) z uwagi

głównie na (i) odcięcie dywidendy (0,84 na akcję), (ii) wzrost stopy wolnej od ryzyka do 7,0% (wcześniej 6,1%), (iii) wzrost premii za ryzyko dla rynku akcji do 7,0% (wcześniej 6,0%). Nasza wycena to średnia arytmetyczna (50/50) z wyceny porównawczej i wyceny DCF FCFF.

**Tabela 2. Grodno; Wycena porównawcza**

|   | 2023P       |             |             | 2024P       |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | EV/EBITDA   | EV/EBIT     | P/E         | EV/EBITDA   | EV/EBIT     | P/E         |
| Decora  | 5,6         | 7,5         | 7,1         | 3,9         | 4,9         | 4,8         |
| Ferro   | 6,2         | 6,2         | 8,2         | 4,7         | 4,7         | 5,6         |
| Mercor  | 4,2         | 5,5         | 6,2         | 4,1         | 5,3         | 6,1         |
| Lena Lighting   | 6,3         | 9,0         | 11,2        | 6,2         | 8,7         | 10,8        |
| Tim   | 6,0         | 6,6         | 6,3         | 5,0         | 5,4         | 5,8         |
| <b>Średnia</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,8</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,6</b>  |
| EBITDA; EBIT; NI Grodno (PLN m)                                     | 64,9        | 56,8        | 44,0        | 69,4        | 61,4        | 48,4        |
| Imlikowane EV Grodno (PLN m)  | 367,5       | 394,8       | -           | 330,7       | 355,8       | -           |
| Dług netto Grodno (PLN m)   | 52,9        | 52,9        | -           | 31,8        | 31,8        | -           |
| Implikowana wartość kapitału własnego Grodno (PLN m)                | 314,6       | 341,8       | 343,8       | 298,9       | 324,0       | 320,9       |
| Liczba akcji Grodno (mln)   | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        |
| <b>Wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (PLN)</b>        | <b>20,5</b> | <b>22,2</b> | <b>22,4</b> | <b>19,4</b> | <b>21,1</b> | <b>20,9</b> |
| <b>Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Grodno (zł)</b> | <b>21,1</b> |             |             |             |             |             |

Ceny akcji spółek porównywalnych z dnia 10 listopada 2022

Źródło: Noble Securities, Szacunki DM BOŚ SA

Tabela 3. Grodno; Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

| (mln zł)   | 2022/23P       | 2023/24P       | 2024/25P       | 2025/26P       | 2026/27P       | 2027/28P       | 2028/29P       | 2029/30P       | >2030/2031   |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</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>  | 10%            | 8%             | 8%             | 8%             | 8%             | 8%             | 3%             | 1%             |              |
| Marża zysku operacyjnego   | 4,5%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%           | 4,0%           |              |
| <b>Zysk operacyjny</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>  | 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%          |
| Zysk operacyjny * (1-T)  | 47,9           | 46,0           | 49,7           | 53,7           | 58,0           | 62,6           | 64,5           | 65,5           |              |
| <i>zmiana r/r</i>  | 4%             | -4%            | 8%             | 8%             | 8%             | 8%             | 3%             | 1%             |              |
| EBITDA   | 73,9           | 71,5           | 76,0           | 81,0           | 86,3           | 92,0           | 94,4           | 95,6           |              |
| <i>zmiana r/r</i>  | 5%             | -3%            | 6%             | 6%             | 7%             | 7%             | 3%             | 1%             |              |
| Amortyzacja  | 14,7           | 14,7           | 14,7           | 14,7           | 14,7           | 14,7           | 14,7           | 14,7           |              |
| EBIT * (1-T) + D   | 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            |              |
| Wydatki inwestycyjne   | 62,6           | 60,7           | 64,4           | 68,4           | 72,7           | 77,3           | 79,2           | 80,2           |              |
| Zmiana kapitału pracującego netto                                      | 5%             | -3%            | 6%             | 6%             | 6%             | 6%             | 2%             | 1%             |              |
| Opłaty z tytułu leasingu   | -20,4          | -8,3           | -8,3           | -8,3           | -8,3           | -8,4           | -8,4           | -8,4           |              |
| Wpływy z tytułu emisji akcji   | -9,8           | -8,2           | -9,5           | -10,3          | -11,1          | -12,0          | -4,9           | -2,5           |              |
| <b>Wolne przepływy pieniężne</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.           | 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                        | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%         |
| Premia za ryzyko na rynku akcji  | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%           | 7,0%         |
| Beta oddłużona   | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10         |
| Beta skorygowana o poziom zadłużenia                                   | 1,26           | 1,20           | 1,16           | 1,12           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10           | 1,10         |
| <b>Szacowany koszt kapitału własnego</b>                               | <b>15,8%</b>   | <b>15,4%</b>   | <b>15,1%</b>   | <b>14,9%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</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%         |
| Efektywna stopa podatkowa  | 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>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>                             |                |                |                |                |                |                |                |                |              |
| Udział długu   | 18%            | 12%            | 6%             | 2%             | 0%             | 0%             | 0%             | 0%             | 0%           |
| Udział kapitału własnego   | 82%            | 88%            | 94%            | 98%            | 100%           | 100%           | 100%           | 100%           | 100%         |
| Koszt kapitału własnego  | 15,8%          | 15,4%          | 15,1%          | 14,9%          | 14,7%          | 14,7%          | 14,7%          | 14,7%          | 14,7%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu   | 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>14,0%</b>   | <b>14,3%</b>   | <b>14,5%</b>   | <b>14,6%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b>   | <b>14,7%</b> |
| Składana stopa dyskontowa  | 1,00           | 1,02           | 1,17           | 1,34           | 1,54           | 1,77           | 2,03           | 2,33           |              |
| Współczynnik dyskonta  | 1,00           | 0,98           | 0,85           | 0,74           | 0,65           | 0,57           | 0,49           | 0,43           |              |
| <b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych</b>                  |                | <b>43,2</b>    | <b>39,7</b>    | <b>37,1</b>    | <b>34,5</b>    | <b>32,2</b>    | <b>32,5</b>    | <b>29,8</b>    |              |
| Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych                  |                |                |                |                |                |                |                |                | 249,2        |
| Waga długu w okresie rezydualnym (%)                                   |                |                |                |                |                |                |                |                | 0%           |
| Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)                       |                |                |                |                |                |                |                |                | 100%         |
| Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%) |                |                |                |                |                |                |                |                | 14,0%        |
| Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)          |                |                |                |                |                |                |                |                | 14,5%        |
| Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)                 |                |                |                |                |                |                |                |                | 14,7%        |
| <b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)</b>             |                |                |                |                |                |                |                |                | <b>1,5%</b>  |
| Wartość rezydualna   |                |                |                |                |                |                |                |                | 438,2        |
| Wartość bieżąca wartości rezydualnej                                   |                |                |                |                |                |                |                |                | 247,9        |
| Wartość działalności Grodna  |                |                |                |                |                |                |                |                | 497,0        |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty                                     |                |                |                |                |                |                |                |                | 15,0         |
| Dług odsetkowy   |                |                |                |                |                |                |                |                | 90,0         |
| Wartość kapitałów własnych Grodna                                      |                |                |                |                |                |                |                |                | 422,0        |
| Liczba akcji   |                |                |                |                |                |                |                |                | 15 381 861   |
| <b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Grodna</b>                |                |                |                |                |                |                |                |                | <b>27,4</b>  |

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

**Katalizatory**

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

**Czynniki ryzyka**

1. Wzrost kosztów wytworzenia u dostawców z uwagi na rosnące ceny surowców i brak możliwości przeliczenia tego wzrostu na klienta
2. Presja na wzrost wynagrodzeń
3. Sezonowość sprzedaży
4. Uzależnienie od głównych dostawców
5. 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. Ekspozycja na szybko rosnące segmenty rynku elektrotechnicznego (obecnie fotowoltaika i pompy ciepła, wcześniej oświetlenie LED)
3. Kompleksowość oferty, na którą składa się m.in. doradztwo, projekt i wykonawstwo
4. Liczne przejęcia, wszystkie okazały się być korzystne dla akcjonariuszy Grodna
5. Szerokie grono klientów; odbiorcami są zarówno gospodarstwa domowe, małe i średnie przedsiębiorstwa, jednostki budżetowe samorządów terytorialnych czy zakłady przemysłowe
6. Brak uzależnienia od jednego czy kilku dostawców
7. Liczne punkty sprzedaży, dostawcy chcą współpracować z dużym partnerem, który ma solidną bazę logistyczną

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 38    | 33      | 7        | 8          | 0                      | 2                |
| Procenty | 43%   | 38%     | 8%       | 9%         | 0%                     | 2%               |

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 38        | 29         | 11         | 8          | 0                      | 2                |
| Procenty | 43%       | 33%        | 13%        | 9%         | 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.

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

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

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

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

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 7     | 6       | 0        | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 44%   | 38%     | 0%       | 6%         | 0%                     | 13%              |

### 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   | 7         | 4          | 2          | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 44%       | 25%        | 13%        | 6%         | 0%                     | 13%              |

**Rekomendacje fundamentalne**

| Analityk         | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia | Wynik                      | Wynik relatywny | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wycena w horyzoncie 12M |         |
|------------------|--------------|--------------|--------------------|------------------|------------------|----------------------------|-----------------|---------------------------------------|-------------------------|---------|
| <b>Grodno</b>    |              |              |                    |                  |                  |                            |                 |                                       |                         |         |
| Maciej Wewiórski | Kupuj        | -            | 31.08.2021         | -                | 31.08.2021       | 16.08.2022                 | 4%              | 30%                                   | 15,34                   | 20,60 - |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 31.08.2021       | 31.08.2021       | -                          | -               | -                                     | 15,86                   | 20,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.10.2021       | 07.10.2021       | -                          | -               | -                                     | 15,60                   | 20,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 01.11.2021       | 02.11.2021       | -                          | -               | -                                     | 15,96                   | 20,39 ↓ |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 04.11.2021       | 04.11.2021       | -                          | -               | -                                     | 16,42                   | 20,39 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 16.11.2021       | 17.11.2021       | -                          | -               | -                                     | 16,82                   | 23,30 ↑ |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 05.12.2021       | 06.12.2021       | -                          | -               | -                                     | 16,10                   | 23,30 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 16.01.2022       | 17.01.2022       | -                          | -               | -                                     | 17,24                   | 23,30 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.02.2022       | 07.02.2022       | -                          | -               | -                                     | 18,10                   | 23,30 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 28.02.2022       | 28.02.2022       | -                          | -               | -                                     | 15,50                   | 23,30 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 14.04.2022       | 14.04.2022       | -                          | -               | -                                     | 19,98                   | 23,30 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 24.04.2022       | 25.04.2022       | -                          | -               | -                                     | 19,80                   | 26,60 ↑ |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 26.05.2022       | 26.05.2022       | -                          | -               | -                                     | 17,48                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.06.2022       | 08.06.2022       | -                          | -               | -                                     | 17,28                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 15.07.2022       | 15.07.2022       | -                          | -               | -                                     | 16,14                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 08.08.2022       | 09.08.2022       | -                          | -               | -                                     | 15,16                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | Kupuj        | →            | 16.08.2022         | -                | 16.08.2022       | Nie później niż 16.08.2023 | 3%              | 4%                                    | 15,74                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 02.09.2022       | 02.09.2022       | -                          | -               | -                                     | 15,80                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.10.2022       | 07.10.2022       | -                          | -               | -                                     | 15,12                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 28.10.2022       | 28.10.2022       | -                          | -               | -                                     | 15,34                   | 26,60 → |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 14.11.2022       | 14.11.2022       | -                          | -               | -                                     | 16,28                   | 24,30 ↓ |

\* 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       | 16.08.2022                            | 30%             |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 31.08.2021       | 31.08.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.10.2021       | 07.10.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 01.11.2021       | 02.11.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 04.11.2021       | 04.11.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 16.11.2021       | 17.11.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 05.12.2021       | 06.12.2021       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 16.01.2022       | 17.01.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.02.2022       | 07.02.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 28.02.2022       | 28.02.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 14.04.2022       | 14.04.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 24.04.2022       | 25.04.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 26.05.2022       | 26.05.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.06.2022       | 08.06.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 15.07.2022       | 15.07.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 08.08.2022       | 09.08.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | Przeważaj    | →            | 16.08.2022         | -                | 16.08.2022       | Nie później niż 16.08.2023            | 4%              |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 02.09.2022       | 02.09.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 07.10.2022       | 07.10.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 28.10.2022       | 28.10.2022       | -                                     | -               |
| Maciej Wewiórski | -            | →            | -                  | 14.11.2022       | 14.11.2022       | -                                     | -               |

\* 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: 14 listopada 2022 r., godz. 17:35.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 14 listopada 2022 r., godz. 17:45.

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 & biotechnologia)

**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**  
Młodszy analityk

**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](http://www.bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104