

**30/2024/GPW (75)** 17 września 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

# Votum

Rekomendowane działanie .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wyniki finansowe za II kw. 2024 roku .....	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy .....	4
Prognozy finansowe .....	5
Wycena .....	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	9
Czynniki ryzyka .....	12
Katalizatory .....	12
Przewagi konkurencyjne .....	12
Zastrzeżenia prawne .....	13

30/2024/GPW (75) 17 września 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

# Votum

Sektor: Finanse specjalne  
**Rekomendacja fundamentalna:** Trzymaj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 31,50 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 49,7 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 378 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,12 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 24,51-44,63 zł  
**Free float:** 37%

## Rekomendowane działania

Bieżący rok dla Grupy Votum mija pod znakiem rozwoju nowego obszaru dochodzenia roszczeń z wadliwych umów kredytu konsumpcyjnego, który ma szansę stać się nową siłą napędową dla wyników w następnych latach, po ukształtowaniu się pomyślnej dla klientów linii orzeczniczej. Pociąga to jednak za sobą wyraźny wzrost kosztów w tym roku wynikający z rozwoju sieci kancelarii terenowych mającego na celu zwiększenie zdolności operacyjnej i rozpoznawalności w regionach. Jednocześnie obszar dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych w umowach walutowych pozostaje „dojną krową” i cały czas generuje solidne przychody w tym roku. Rosnąca ilość wyroków II instancji i rozliczonych umów z klientem będzie przekładać się na rosnącą zdolność do wypłat dywidend, których horyzont może się przybliżyć w przypadku zmiany podejścia banków do ugód. Mimo istotnej luki wycenowej, ze względu na brak istotnych katalizatorów w najbliższym okresie podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj dla akcji Spółki.

Chociaż powódź w południowo-zachodnich województwach jest katastrofą naturalną z potencjalnie dużym wpływem na region, to nie spodziewamy się, żeby jej implikacje były istotne dla działalności Votum, nawet biorąc pod uwagę fakt lokalizacji siedziby Grupy we Wrocławiu. Usługowy profil Grupy z dominującym znaczeniem kapitału ludzkiego i niewielką wagą aktywów trwałych sprawia, że wpływ żywiołu na Spółkę najprawdopodobniej będzie niewielki. Dokumentacja jest prowadzona w formie cyfrowej, a przykład pandemii pokazał, że praca rozproszona w nadzwyczajnych okolicznościach jest łatwa do wprowadzenia. Sama siedziba Votum nie była dotknięta zalaniem podczas przejścia poprzednich fal powodziowych, w tym powodzi „tysiąclecia” z 1997

## Skorygowane zyski

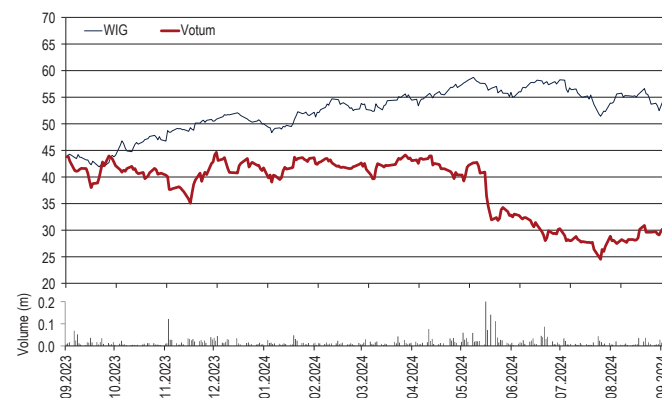
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	387,1	402,6	387,3	324,4
EBITDA	mln zł	162,2	130,8	122,3	98,4
EBIT	mln zł	158,7	126,4	118,0	93,7
Zysk netto	mln zł	131,9	103,3	97,4	75,4
EPS	zł	10,99	8,61	8,12	6,29
Zmiana EPS r/r	%	45	-22	-6	-23
Dług (gotówka) netto	mln zł	7,1	-4,9	-92,2	-156,2
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	12,3	0,6	-86,5	-150,1
P/E	x	2,9	3,7	3,9	5,0
P/CE	x	2,8	3,5	3,7	4,7
EV/EBITDA	x	2,4	2,9	2,3	2,3
EV/EBIT	x	2,4	3,0	2,4	2,4
DPS	zł	2,51	2,42	4,30	4,06
Stopa dywidendy brutto	%	8,0	7,7	13,7	12,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Ostatnie wydarzenia

1. Publikacja polityki dywidendowej na lata 2025-26: 23 kwietnia
2. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2024: 27 maja
3. Zwyczajne Walne Zgromadzenie: 20 czerwca
4. Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 2 września

## Najbliższe wydarzenia

1. Dzień dywidendy: 18 września
2. Płatność I transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 16 października
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada
4. Płatność II transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 17 grudnia
5. Wyrok TSUE w sprawie C-472/23 dot. błędnie naliczonych kosztów i prowizji: 2024
6. Wyrok TSUE w sprawie C-1126/23 dot. umów opartych o WIBOR: 2025

roku. Natomiast sytuacja z którą mamy do czynienia, jest jeszcze jednym argumentem potwierdzającym zasadność dywersyfikacji regionalnej, którą Votum wdraża w tym roku. Dlatego nie widzimy istotnych zagrożeń ze strony klęski powodziowej dla wyników II półrocza, a same wyniki II kwartału oceniamy neutralnie, co sprawia, że podtrzymujemy również naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Neutralnie dla Spółki.

### Wyniki finansowe za II kw. 2024 roku

Przychody Grupy Votum w II kw. 2024 roku wyniosły 102 mln zł (+3% r/r) i okazały się wyższe od naszych oczekiwań. Jak można było się spodziewać, II kwartał okazał się przyzwoity dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, którego sprzedaż wyniosła 85 mln zł, a zaraportowana dynamika przychodów (+9% r/r) była trochę mocniejsza od naszych oczekiwań. Jest to główna przyczyna wyższych niż zakładane przychodów. Pozostałe segmenty znalazły się pod presją w II kwartale. Po pierwsze segment rehabilitacyjny przyniósł 7,6 mln zł przychodu przy ujemnej dynamice r/r (-14% r/r), co jest wynikiem braku „nadwykonania” usług zakontraktowanych z NFZ, a jeszcze słabiej wypadł segment odszkodowawczy, gdzie sprzedaż wyniosła 8,1 mln zł (-35% r/r) przede wszystkim w związku z malejącą wartością przychodów ze szkód w pojazdach.

**Rozwój sieci kancelarii prawnych stoi za wzrostem kosztów.** Marża EBITDA w II kw. br. wyniosła 30,9% w porównaniu z 38,9% rok wcześniej. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 31,4 mln zł (-19% r/r) i 30,2 mln zł (-20% r/r) i okazały się powyżej naszych oczekiwań. Marże są cały czas wysokie, chociaż już wyraźnie poniżej wartości z ubiegłego roku. Tutaj znaczenie mają rosnące koszty operacyjne, które są pochodną rozszerzenia zakresu działalności (strategiczna decyzja o rozwoju sieci kancelarii w Grupie). Dodatkowo pozostałe koszty operacyjne zostały powiększone o 6,8 mln zł ze względu na ujednoczenie wynagrodzenia Votum (zmiana polityki cenowej z korzyścią dla klientów została wprowadzona w ub. roku) dla grupy klientów dochodzących roszczeń od kredytu walutowego, którzy nie zawarli aneksów. W celu zamknięcia sprawy Votum jednostronnie zdecydował o zmianie warunków wynagrodzenia. Nie zakładaliśmy tego rodzaju kosztów w naszej prognozie wyników.

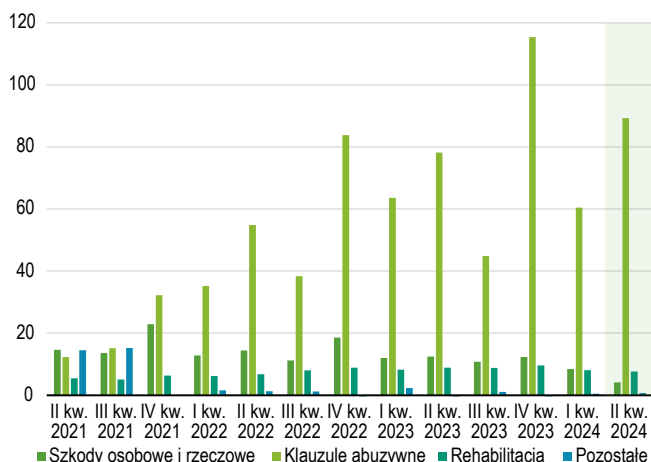
**Spadek zysku netto r/r.** W omawianym kwartale koszty finansowe netto Grupy wyniosły -0,5 mln zł wobec -0,3 mln zł w II kw. 2023 r. Wpływ odwrócenia dyskonta w przychodach finansowych był wyraźnie niższy niż zakładaliśmy. Efektywna stopa podatkowa w II kw. br. wyniosła 21%, lekko powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wysokości 22,7 mln zł był bliski naszym oczekiwaniom.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w II kw. 2024

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 23	II kw. 23	III kw. 23	IV kw. 23	I kw. 24	Wyniki wobec		II kw. 24P	zmiana r/r	II kw. 24P	II kw. 24P	zmiana r/r	Realizacja czterolecznej prognozy w:			
						II kw. 24	DM BOŚ						II kw. 23	II kw. 24	I-II kw. 23	I-II kw. 24
Sprzedaż	86,1	99,1	65,4	136,5	77,4	101,7	↑↑	89,4	3%	185,2	179,1	-3%	26%	25%	48%	44%
Zysk na sprzedaży	31,5	46,9	16,3	65,1	19,7	37,1	↑↑	23,9	-21%	78,4	56,8	-28%	29%	28%	49%	42%
Marża zysku na sprzedaży	36,6%	47,3%	24,8%	47,7%	25,4%	36,5%	-	26,7%	-	42,3%	31,7%	-	-	-	-	-
EBITDA	40,6	38,6	26,3	56,7	21,6	31,4	↑↑	24,8	-19%	79,2	53,0	-33%	24%	24%	49%	41%
Marża EBITDA	47,1%	38,9%	40,2%	41,6%	27,9%	30,9%	-	27,8%	-	42,7%	29,6%	-	-	-	-	-
EBIT	39,8	37,8	25,4	55,8	20,5	30,2	↑↑	23,9	-20%	77,5	50,7	-35%	24%	24%	49%	40%
Marża EBIT	46,2%	38,1%	38,8%	40,9%	26,4%	29,7%	-	26,7%	-	41,9%	28,3%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	44,1	37,5	27,1	57,2	24,8	29,7	↑	27,9	-21%	81,6	54,6	-33%	23%	23%	49%	42%
Marża zysku brutto	51,2%	37,8%	41,4%	41,9%	32,1%	29,2%	-	31,2%	-	44,0%	30,5%	-	-	-	-	-
Zysk netto	36,8	28,2	20,9	45,9	20,2	22,7	→	22,0	-20%	65,1	42,8	-34%	21%	22%	49%	41%
Marża zysku netto	42,8%	28,5%	32,0%	33,7%	26,0%	22,3%	-	24,6%	-	35,1%	23,9%	-	-	-	-	-

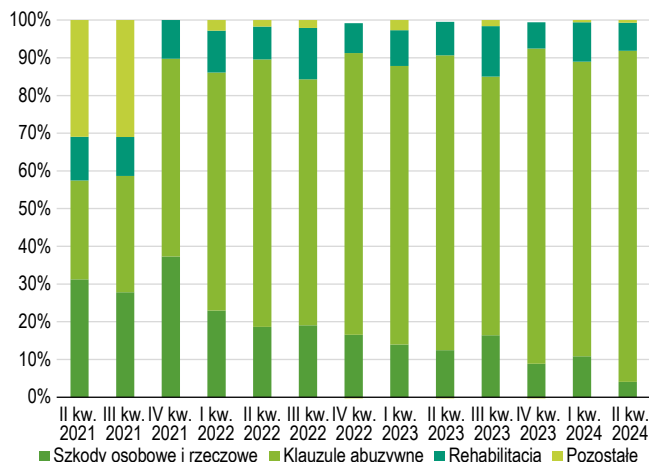
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. *Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym*



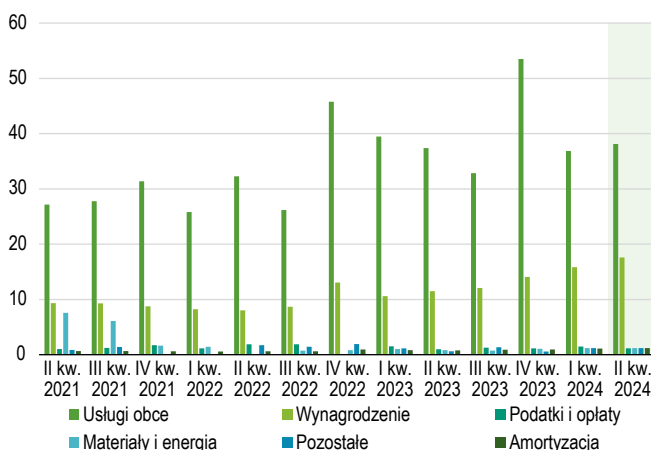
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 2. *Votum; Struktura przychodów według segmentu w ujęciu kwartalnym*



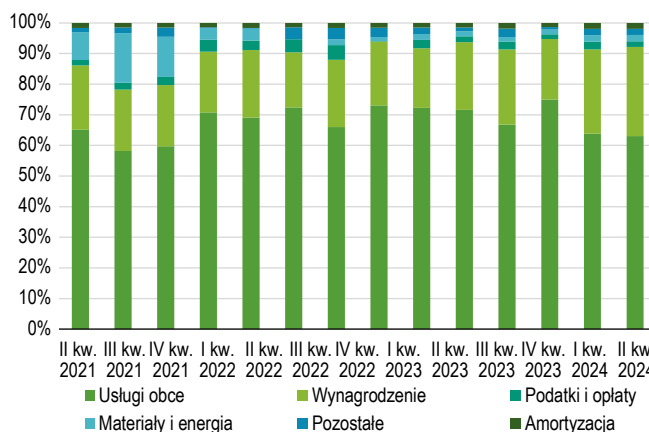
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. *Votum; Koszty według rodzaju w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. *Votum; Struktura kosztów według rodzaju w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

## Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

**Umowy konsumenckie – rozwój w tym obszarze kontynuowany.** *Votum* rozwija dynamicznie obszar związanych z kredytami konsumenckimi, które zostały zawarte z wadami prawnymi skutkującymi zastosowaniem tzw. sankcji kredytu darmowego.

Na koniec II kwartału roku Grupa miała zwartych 3 156 kontraktów o łącznej wartości 228,4 mln zł. Średnia wartość zobowiązania w portfelu wynosiła 81,3 tys. zł, przy minimalnej wartości kredytu wynoszącej 40 tys. zł. Widać tutaj, że w pierwszej kolejności na skorzystanie z oferty *Votum* decydują się klienci o relatywnie wyższym kredycie konsumpcyjnym. Jak dotąd, w sprawach klientów wysłano 1 187 wezwań do zapłaty o łącznej wartości

45,1 mln zł. Wartość roszczeń dotyczyła przede wszystkim nieprawidłowo pobranych odsetek i kosztów pozaodsetkowych.

Procesy sądowe związane z sankcją kredytu darmowego charakteryzują się dużą dynamiką. Do 16 lipca 2024 roku *Votum* uzyskało ponad 80 nakazów zapłaty, a liczba ta stale rośnie. Te orzeczenia mogą być zaskarżone przez banki.

*Votum* zwraca też uwagę na kluczową rolę orzeczeń Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, które wpływają na krajowe orzecznictwo. W szczególności istotne jest postępowanie C-472/23, które dotyczy błędnie naliczanych kosztów i prowizji, co może prowadzić do dochodzenia roszczeń na podstawie sankcji kredytu darmowego. Decyzja TSUE w tej sprawie jest oczekiwana w II połowie 2024 roku.

**Umowy kredytu walutowego – rosnąca rola klientów z spłaconymi kredytami.** Od początku 2024 roku Grupa Kapitałowa Votum utrzymuje stabilny poziom około 800 zawieranych kontraktów miesięcznie w segmencie kredytów frankowych, co w naszej ocenie pokazuje wyraźnie spowolnienie napływu nowych klientów. Coraz ważniejsze staje się tym samym zagospodarowanie rynku potencjalnych klientów z już spłaconym kredytem, którzy jak dotąd byli mniej skłonni do aktywnego dochodzenia swoich roszczeń. Dlatego Votum wskazuje na istnienie dużej grupy klientów potrzebujących uregulowania stosunków z bankami pomimo stopniowego zmniejszania się liczby aktywnych kredytów frankowych na rynku. Dane Związku Banków Polskich z kwietnia 2024 roku informują, że do tej pory spłacono ponad 555 tys. takich kredytów. W celu pozyskania nowych klientów z już spłaconymi kredytami od lutego 2024 r. Votum wprowadził nową ofertę, co przekłada się na rosnący udział spłaconych kredytów w sprzedaży, która w czerwcu br. stanowiła około 20% sprzedaży, co stanowi wzrost o 50% w porównaniu do lat 2022-2023.

**Zmiana strategii procesowej przez banki.** Wobec praktycznie pewnej przegranej banku w sądzie oraz zmiany podejścia sądów i zwiększenia kosztu odsetek ustawowych płaconych przez bank na rzecz klientów (pokłosie wyroków TSUE z przełomu 2023 i 2024 roku, które skutkują naliczeniem odsetek dla klienta od dnia wytoczenia powództwa, a nie od złożenia oświadczenia konsumenta przed sądem, a okresu ich naliczania nie przerywa oświadczenie banku w przedmiocie zarzutu zatrzymania) rysuje się możliwość zmiany strategii procesowej niektórych banków wobec rosnącego kosztu procesu i jednocześnie wysokich już zawiązanych przez sektor bankowy rezerw na sprawy tego typu. Niektóre banki poddają się już po wyroku pierwszej instancji i odchodzą od apelacji. Inną taktyką może być składanie propozycji ugód, które będą w wymiarze finansowym istotnie korzystniejsze niż wcześniejsze propozycje. W przypadku realizacji takiego scenariusza może dojść do efektywnego, szybszego zakończenia części sporów prowadzonych przez spółki z Grupy Kapitałowej Votum. Z jednej strony przyspieszyłoby to przepływy pieniężne dla klientów Votum, tym samym skutkując wcześniejszą zapłatą wynagrodzenia dla Votum, z drugiej strony krótsza ścieżka dochodzenia oznaczać może niższe wynagrodzenie dla Votum (brak kosztów zastępstwa procesowego), ale też niższe koszty operacyjne i możliwość zaangażowania kadry w innych obszarach.

**Rozwój struktury terenowej.** Grupa rozbudowuje swoją strukturę terenową i otwiera nowe kancelarie zlokalizowane w różnych województwach w celu zwiększenia zdolności operacyjnej i rozpoznawalności w regionach. Dodatkowo bliskość biura stacjonarnego zwiększa zaufanie niektórych klientów, ułatwia kontakt i również akwizycję. Mniejsze ośrodki pozwalają również na pozyskanie relatywnie tańszych pracowników. Obecność w mniejszych ośrodkach jest też istotna z punktu widzenia skuteczności i sprawności w pozwach w obszarze kredytów konsumpcyjnych, które będą lokowane w sądach rejonowych. Grupa Votum otworzyła nowe kancelarie w Poznaniu, Katowicach, Rzeszowie, Lublinie i Gdańsku, z planami otwarcia kolejnych ośrodków w następnych okresach.

**Poszukiwanie nowych obszarów rozwoju.** Votum będzie też testować nowe pomysły rozwoju oferty związane z ochroną praw konsumenckich, w obszarach niezwiązanych z produktami finansowymi.

## Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za I połowę 2024 roku wprowadzamy niewielkie korekty do naszych prognoz wyników finansowych w najbliższych latach, które są związane z nieco wyższym poziomem przychodów i wyższą dynamiką kosztów wynikających z rozwoju struktur terenowych. Zakładamy też nieco niższe przychody finansowe netto.

**Segment dochodzenia roszczeń z tytułu umów bankowych.** Przez najbliższe lata dla przychodów i wyników Grupy kluczowe znaczenie będzie miało dochodzenie roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach walutowych. Rezultaty w latach następnych będą pochodną dwóch czynników: (i) akwizycji nowych klientów oraz (ii) ilości wyroków pierwszej instancji bezpośrednio przekładającej się na wolumen przychodów „success-fee”, bądź ugód z bankami biorąc pod uwagę rosnącą skłonność niektórych podmiotów do ugodowego rozstrzygnięcia sprawy. Ponadto kolejne okresy powinny również przynieść wyraźny wzrost przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i rozliczenia opłat „success fee”.



**Tabela 3. Volum; Zmiany prognoz finansowych**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	402,6	365,6	10%	387,3	375,4	3%	324,4	302,8	7%
EBITDA	130,8	121,1	8%	122,3	116,8	5%	98,4	87,3	13%
EBIT	126,4	117,1	8%	118,0	112,8	5%	93,7	82,5	14%
Zysk netto	103,3	107,9	-4%	97,4	105,0	-7%	75,4	66,5	14%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Obszar dochodzenia roszczeń od umów kredytu konsumpcyjnego w oparciu o sankcję kredytu darmowego jest głównym motorem wzrostu, gdzie zakładamy istotne wolumeny nowych kontraktów w br., co przełoży się na płynące z tego opłaty wstępne dla Grupy. Podobnie jak w przypadku kredytów walutowych ostateczny sukces będzie determinowany korzyścią dla klienta, która będzie pochodną ukształtowania się finalnej linii orzeczniczej. Mimo iż argumenty Spółki są przekonujące, a umowy będące w obiegu gospodarczym prawdopodobnie mają istotne wady prawne, tę opinię muszą też podzielać sądy. Dlatego na razie nie zakładamy istotnych przychodów „success-fee” w tym obszarze, chociaż ich pojawienie się wyraźnie zamortyzowałoby spadek przychodów z klauzul abuzywnych (rok 2026 i następne) w kredytach walutowych w perspektywie kilku lat i tym samym sukces tego produktu jest strategicznie ważny dla Grupy.

**Segment Sprawy odszkodowawcze.** Zakładamy dalszą presję na przychody w II połowie br. Cały czas segment znajduje się pod wpływem malejącego portfela roszczeń szkód samochodowych wynikającego z zaniechania tego rodzaju działalności. W części związanej z dochodzeniem szkód osobowych widać umiarkowaną tendencję spadkową. W prognozach na kolejne lata zakładamy stabilizację przychodów, a następnie ich odbudowę.

**Segment rehabilitacyjny.** Lekko obniżamy nasze prognozy dla tego segmentu, biorąc pod uwagę mniejszą ilość „nadwykonań” usług zakontraktowanych z NFZ. W kolejnych latach uwzględniamy efekt rozbudowy budynku Centrum Rehabilitacji Funkcjonalnej w Krakowie i zwiększenie zdolności obsługi pacjentów, który powinien nastąpić od 2025 roku.

**Dywidenda.** W naszych prognozach zakładamy wyraźny wzrost wypłacanych dywidend na akcję w następnych latach ze względu na spodziewany stopniowy wzrost przepływów pieniężnych segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Horyzont oczekiwania może być skrócony w przypadku większej skłonności banków do ugód i rezygnacji z apelacji.

## Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały marginalne zmiany naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 49,7 zł (poprzednio 49,5 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 41,3 zł (poprzednio 41,2 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 83,1 zł (poprzednio 82,5 zł) na akcję.

**Tabela 4. Votum; Podsumowanie wyceny**

DCF – waga 80%	41,3
Wycena porównawcza – waga 20%	83,1
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>49,7</b>
<b>Cena rynkowa</b>	<b>31,5</b>
Potencjał zmiany	58%

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 5. Votum; Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,8%</b>
<b>Koszt długu</b>												
Koszt długu przed opodatkowaniem	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Udział kapitału akcyjnego	96%	96%	96%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Udział długu	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Koszt kapitału własnego	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	13,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,1%</b>	<b>13,6%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln PLN)</b>												
Sprzedaż	402,6	387,3	324,4	290,7	242,3	211,6	171,6	191,3	202,9	218,4	228,6	239,2
EBIT	126,4	118,0	93,7	71,1	39,4	29,3	20,3	19,0	7,9	13,4	16,8	20,3
EBIT*(1-t)	102,0	95,2	75,6	57,4	31,8	23,7	16,4	15,3	6,4	10,8	13,5	16,4
Amortyzacja	4,4	4,4	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,4	4,2	4,1	4,0	3,9
Zmiana kapitału pracującego	-20,4	44,3	22,5	40,4	110,2	-4,1	-22,2	-0,8	-0,5	-0,7	-0,4	-0,4
Wydatki inwestycyjne	-9,2	-10,7	-4,2	-4,1	-4,1	-4,0	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0	-2,9
<b>FCFF</b>	<b>76,8</b>	<b>133,2</b>	<b>98,7</b>	<b>98,3</b>	<b>142,6</b>	<b>20,1</b>	<b>-4,7</b>	<b>15,6</b>	<b>6,9</b>	<b>11,2</b>	<b>14,2</b>	<b>17,0</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	13,6%
Wartość rezydualna	136,2
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	35,4
Bieżąca wartość FCFF	409,5
Udziały mniejszości	5,8
<b>Wartość firmy</b>	<b>439,1</b>
Zadłużenie netto	-4,9
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	51,6
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>495,6</b>
Liczba akcji (m)	12,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)</b>	<b>41,3</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 7. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,1%	13,4%	13,6%	13,9%	14,1%
0,0%	41,2	41,1	41,1	41,0	41,0
0,5%	41,3	41,2	41,2	41,1	41,1
1,0%	41,4	41,4	<b>41,3</b>	41,2	41,2
1,5%	41,6	41,5	41,4	41,4	41,3
2,0%	41,7	41,7	41,6	41,5	41,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. *Votum; Wycena metodą porównawczą*

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Gateley	7,9x	7,6x	6,6x	10,3x	9,5x	8,2x	10,8x	9,9x	10,1x
IPH Limited	10,4x	8,8x	8,0x	11,4x	9,7x	8,8x	15,0x	12,6x	11,5x
Information services	8,6x	7,7x	0,0x	13,4x	11,5x	0,0x	21,3x	16,9x	13,2x
Knights Group Holdings	4,1x	-	-	5,9x	-	-	6,1x	5,4x	4,8x
<b>Mediana</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,7x</b>	<b>3,3x</b>	<b>10,9x</b>	<b>9,6x</b>	<b>4,1x</b>	<b>12,9x</b>	<b>11,2x</b>	<b>10,8x</b>
Votum	130,8	122,3	98,4	126,4	118,0	93,7	103,3	97,4	75,4
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	90,2	85,7	40,1	114,9	102,1	45,2	110,9	91,2	67,9
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>83,1</b>								

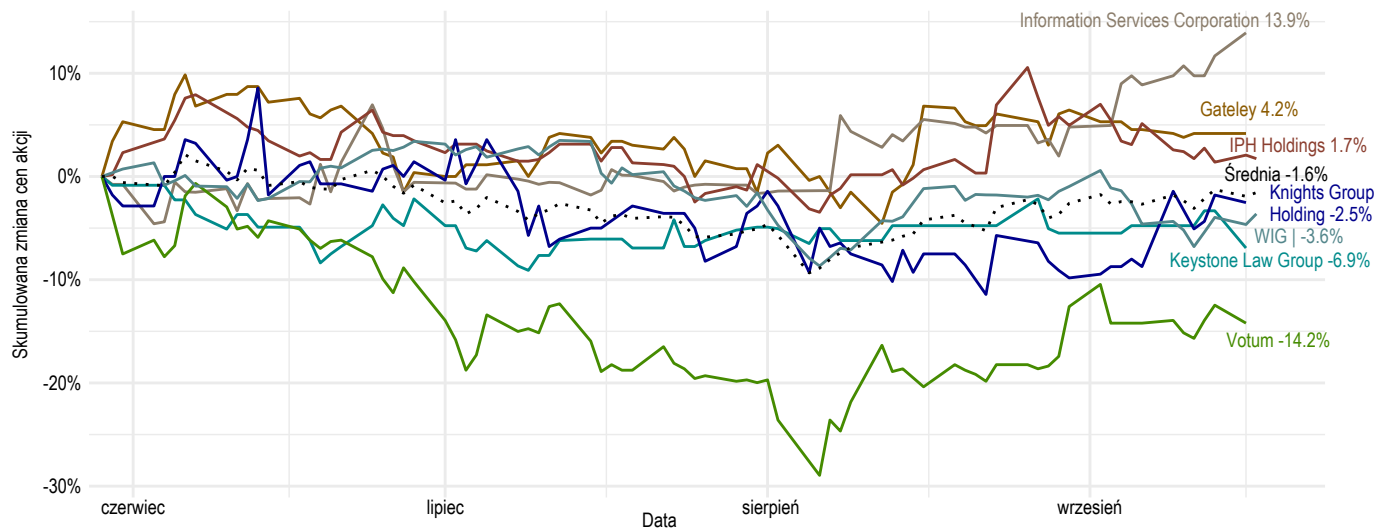
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 9. *Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek*

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2024P
Gateley	16%	15%	15%	12%	12%	12%	10%	10%	9%
IPH Limited	32%	30%	31%	30%	27%	28%	18%	18%	19%
Information services	36%	36%	34%	23%	24%	24%	10%	12%	15%
Keystone Law Group	13%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	26%	26%	26%	18%	17%	18%	13%	13%	13%
<b>Mediana</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
Votum	38%	42%	32%	37%	41%	31%	30%	34%	26%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wykres 5. *Votum; Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 29 maja 2024 r.*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA



**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 10. Volum; Rachunek wyników**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>195,6</b>	<b>302,2</b>	<b>387,1</b>	<b>402,6</b>	<b>387,3</b>	<b>324,4</b>
Koszt własny sprzedaży	177,3	184,3	227,4	268,4	268,1	230,1
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>18,3</b>	<b>117,9</b>	<b>159,8</b>	<b>134,2</b>	<b>119,3</b>	<b>94,3</b>
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	-6,4	-1,1	-7,9	-1,3	-0,6
<b>EBITDA</b>	<b>20,1</b>	<b>114,4</b>	<b>162,2</b>	<b>130,8</b>	<b>122,3</b>	<b>98,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>17,5</b>	<b>111,5</b>	<b>158,7</b>	<b>126,4</b>	<b>118,0</b>	<b>93,7</b>
Przychody finansowe	0,2	3,1	11,0	17,7	24,4	5,8
Koszty finansowe	-1,5	-3,4	-3,8	-13,4	-19,7	-5,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>16,4</b>	<b>111,3</b>	<b>165,9</b>	<b>130,7</b>	<b>122,7</b>	<b>94,4</b>
Podatek dochodowy	6,3	19,4	32,0	25,0	23,3	18,2
Zyski mniejszości	0,1	0,7	2,0	2,4	2,0	0,8
<b>Zysk netto</b>	<b>10,1</b>	<b>91,1</b>	<b>131,9</b>	<b>103,3</b>	<b>97,4</b>	<b>75,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 11. Volum; Bilans**

(młn zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>65,0</b>	<b>86,2</b>	<b>174,1</b>	<b>184,0</b>	<b>185,3</b>	<b>164,0</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	27,5	28,8	30,0	34,7	40,8	40,3
Aktywa niematerialne	1,3	1,0	0,7	0,8	1,0	1,0
Wartość firmy	17,7	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Majątek finansowy	18,5	40,6	127,6	132,7	127,7	106,9
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>67,0</b>	<b>188,8</b>	<b>269,4</b>	<b>305,6</b>	<b>341,8</b>	<b>366,1</b>
Należności handlowe	61,7	177,2	255,7	281,8	232,4	194,6
Pozostałe należności	1,2	1,2	1,5	1,6	1,5	1,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,1	10,4	12,2	22,2	107,9	170,2
<b>Aktywa</b>	<b>132,6</b>	<b>275,7</b>	<b>444,2</b>	<b>489,7</b>	<b>527,0</b>	<b>530,1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>68,9</b>	<b>153,3</b>	<b>255,2</b>	<b>329,4</b>	<b>375,2</b>	<b>401,9</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>63,7</b>	<b>122,4</b>	<b>189,1</b>	<b>160,2</b>	<b>151,9</b>	<b>128,2</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>21,7</b>	<b>51,0</b>	<b>103,2</b>	<b>107,9</b>	<b>101,8</b>	<b>85,5</b>
Dług odsetkowy	10,8	8,1	12,5	11,3	10,1	9,1
Leasing	1,9	3,2	3,8	4,0	4,2	4,4
Rezerwy, inne	9,0	39,6	86,8	92,6	87,4	72,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>42,0</b>	<b>71,5</b>	<b>85,9</b>	<b>52,4</b>	<b>50,1</b>	<b>42,7</b>
Dług odsetkowy	14,9	13,1	6,8	6,1	5,5	4,9
Leasing	0,8	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6
Rezerwy, inne	19,8	55,2	77,2	44,3	42,6	35,7
Zobowiązania handlowe	6,5	1,5	0,5	0,5	0,5	0,4
<b>Pasywa</b>	<b>132,6</b>	<b>275,7</b>	<b>444,2</b>	<b>489,7</b>	<b>527,0</b>	<b>530,1</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 12. Volum; Przepływy pieniężne**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>0,2</b>	<b>18,4</b>	<b>41,0</b>	<b>50,2</b>	<b>149,2</b>	<b>116,4</b>
Zysk brutto	16,4	111,3	165,9	130,7	122,7	94,4
Amortyzacja	2,6	2,8	3,5	4,4	4,4	4,7
Zmiana majątku obrotowego	8,8	33,3	31,9	-60,1	44,9	32,6
Pozostałe	-27,7	-128,9	-160,3	-24,8	-22,8	-15,4
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,7</b>	<b>-4,2</b>
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-1,4	-2,4	-9,2	-10,7	-4,2
Pozostałe	-1,3	0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-2,6</b>	<b>-11,7</b>	<b>-36,3</b>	<b>-30,7</b>	<b>-53,1</b>	<b>-50,0</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	3,4	-4,2	-2,2	-1,9	-1,7	-1,6
Wypłata dywidend	-4,2	-4,9	-30,1	-29,0	-51,6	-48,7
Pozostałe	-1,8	-2,6	-4,0	0,3	0,3	0,3
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,8</b>	<b>10,3</b>	<b>85,4</b>	<b>62,3</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 13. Volum; Marże i stopy wzrostu**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Marże:</b>						
Marża brutto	9%	39%	41%	33%	31%	29%
Marża EBITDA	10%	38%	42%	32%	32%	30%
Marża operacyjna	9%	37%	41%	31%	30%	29%
Marża zysku przed opodatkowaniem	8%	37%	43%	32%	32%	29%
Marża zysku netto	5%	30%	34%	26%	25%	23%
<b>Wzrosty nominalne:</b>						
Sprzedaż	30%	54%	28%	4%	-4%	-16%
EBITDA	48%	469%	42%	-19%	-6%	-20%
EBIT	53%	539%	42%	-20%	-7%	-21%
Zysk przed opodatkowaniem	54%	578%	49%	-21%	-6%	-23%
Zysk netto	16%	804%	45%	-22%	-6%	-23%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 14. Votum; Wskaźniki**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż (mln zł)	195,6	302,2	387,1	402,6	387,3	324,4
Marża brutto	9%	39%	41%	33%	31%	29%
EBIT (mln zł)	20,1	114,4	162,2	130,8	122,3	98,4
EBITDA (mln zł)	17,5	111,5	158,7	126,4	118,0	93,7
Zysk brutto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	103,3	97,4	75,4
Zysk netto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	103,3	97,4	75,4
EPS (zł)	0,8	7,6	11,0	8,6	8,1	6,3
Dług netto (mln zł)	21,5	10,8	7,1	-4,9	-92,2	-156,2
BPS (zł)	5,7	12,8	21,3	27,5	31,3	33,5
DPS (zł)	0,35	0,41	2,51	2,42	4,30	4,06
Zwrot z kapitału własnego	15%	82%	65%	35%	28%	19%
Zwrot z aktywów	8%	45%	37%	22%	19%	14%
Amortyzacja (mln zł)	2,6	2,8	3,5	4,4	4,4	4,7
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	5,0	3,6	96,6	76,8	133,2	98,7
Capex (mln zł)	1,0	1,4	2,4	9,2	10,7	4,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 15. Votum; Dodatkowe Wskaźniki**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Struktura bilansu</b>						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	57%	67%	71%	76%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	36%	50%	38%	39%	28%	23%
Wskaźnik bieżący	1,6	2,6	3,1	5,8	6,8	8,6
Wskaźnik szybki	1,6	2,6	3,1	5,8	6,8	8,6
Rotacja należności kr. w dniach	99	144	204	244	242	240
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-10	-8	-2	-1	-1	-1
<b>Rentowność</b>						
ROA	8,1%	44,6%	36,7%	22,1%	19,2%	14,3%
ROE	15,1%	82,0%	64,6%	35,3%	27,6%	19,4%
ROCE	2,7%	16,5%	14,4%	8,2%	6,5%	4,6%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,6	1,5	1,1	0,9	0,8	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	13,7%	11,0%	6,8%	5,8%	4,4%
Efektywna stopa podatkowa	38%	17%	19%	19%	19%	19%
<b>Dźwignia finansowa</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	9%	3%	2%	11%	17%	5%
Dług netto / EBITDA	107%	9%	4%	-4%	-75%	-159%
EBITDA / koszty finansowe	13,4	33,4	42,7	9,8	6,2	19,5
<b>Dane na akcję</b>						
Zysk na akcję	0,84	7,59	10,99	8,61	8,12	6,29
Zysk na akcję, skor.	0,84	7,59	10,99	8,61	8,12	6,29
Wartość księgową na akcję	5,74	12,77	21,26	27,45	31,26	33,49
EBITDA na akcję	1,68	9,53	13,52	10,90	10,20	8,20
EBIT na akcję	1,45	9,29	13,23	10,53	9,83	7,81
Dług netto na akcję	1,79	0,90	0,59	-0,41	-7,69	-13,01
Dywidenda na akcję	0,35	0,41	2,51	2,42	4,30	4,06
Zysk gotówkowy na akcję	1,06	7,83	11,28	8,98	8,48	6,68
<b>Wskaźniki wyceny*</b>						
Cena / Zysk	18,4	4,0	4,4	3,7	3,9	5,0
Cena / Wartość księgową	2,7	2,4	2,3	1,1	1,0	0,9
EV na akcję	17,2	31,4	48,9	31,1	23,8	18,5
EV/EBITDA	10,3	3,3	3,6	2,9	2,3	2,3
EV/EBIT	11,8	3,4	3,7	3,0	2,4	2,4

\* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Czynniki ryzyka**

1. Rosnąca skłonność klientów do korzystania z oferty ugodowej banków
2. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową
3. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
4. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
5. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych
6. Małe zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów zlotowych
7. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
8. Zmiana taktyki procesowej banków i rezygnacja z apelacji do wyższej instancji skutkująca mniejszymi przychodami z KZP
9. Presja na wynagrodzenia
10. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
11. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
12. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
13. Presja na marże
14. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych
15. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
16. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
17. Potencjalne przejęcia nowych spółek
18. Potencjalne problemy z ciągłością działania sytemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)
19. Klęski żywiołowe wpływające negatywnie na działalność biznesową
20. Negatywne zmiany w przepisach prawa skutkujące ograniczeniem popytu na usługi Votum

**Katalizatory**

1. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
2. Ukształtowanie się korzystnego orzecznictwa w dochodzeniu roszczeń od klauzul abuzywnych kredytów konsumenckich
3. Utrzymujące się zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranych procesie
4. Rosnąca skala wypłat dywidend
5. Spadek presji kosztowej
6. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
7. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
8. Poprawa tempa akwizycji klientów segmentu bankowego
9. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów zlotowych i na podstawie sankcji kredytu darmowego.
10. Małe zainteresowanie klientów ugodami
11. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
12. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny
13. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
14. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć

**Przewagi konkurencyjne**

1. Pozycja lidera na najważniejszych rynkach produktowych
2. Ponadprzeciętna efektywność na tle konkurencji wynikająca z efektu skali
3. Automatyzacja i cyfryzacja procesów
4. Solidne dotychczasowe osiągnięcia
5. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
6. Pionier rosnącego rynku roszczeń dla kredytobiorców walutowych
7. Sprawność operacyjna
8. Specjalizacja w ściśle określonych rynkach produktowych
9. Wielokanałowa sieć dystrybucji

## 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	43	26	9	5	0	4
Procenty	49%	30%	10%	6%	0%	5%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	38	12	5	0	4
Procenty	32%	44%	14%	6%	0%	5%

## 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	9	5	0	1	0	3
Procenty	50%	28%	0%	6%	0%	17%

### 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	9	4	0	1	0	2
Procenty	50%	22%	0%	6%	0%	11%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Votum</b>									
Michał Sobolewski	Kupuj	02.09.2020	-	03.09.2020	31.08.2021	36%	-1%	11,40	30,40 -
Michał Sobolewski	-	-	15.09.2020	16.09.2020	-	-	-	13,35	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	11,40	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	04.12.2020	04.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 ↓
Michał Sobolewski	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	08.12.2020	09.12.2020	-	-	-	12,30	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	11,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,95	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	23.02.2021	24.02.2021	-	-	-	14,20	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	13,65	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2021	15.03.2021	-	-	-	14,40	27,90 ↑
Michał Sobolewski	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	18,00	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	27.05.2021	27.05.2021	-	-	-	16,86	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	17,10	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	13.06.2021	14.06.2021	-	-	-	16,30	27,40 ↓
Michał Sobolewski	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	15,60	27,40 →
Michał Sobolewski	Kupuj	31.08.2021	-	31.08.2021	16.08.2022	195%	273%	15,52	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	14.09.2021	15.09.2021	-	-	-	14,48	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.09.2021	20.09.2021	-	-	-	14,70	27,05 ↓
Michał Sobolewski	-	-	05.10.2021	06.10.2021	-	-	-	14,40	18,30 ↓
Michał Sobolewski	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	14,60	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	14,20	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	18.11.2021	19.11.2021	-	-	-	14,22	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	02.12.2021	03.12.2021	-	-	-	15,06	23,80 ↑
Michał Sobolewski	-	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	16,72	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	18,50	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	15,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	26.04.2022	27.04.2022	-	-	-	18,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	16.05.2022	16.05.2022	-	-	-	19,20	53,60 ↑
Michał Sobolewski	-	-	20.05.2022	20.05.2022	-	-	-	24,30	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	24,70	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	28,95	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	39,20	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	35,65	75,90 ↑
Michał Sobolewski	Kupuj	16.08.2022	-	16.08.2022	14.07.2023	10%	-12%	45,50	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	41,00	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	27.09.2022	27.09.2022	-	-	-	39,90	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	33,55	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	35,20	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	17.11.2022	17.11.2022	-	-	-	38,00	75,90 →
Michał Sobolewski	-	-	02.12.2022	02.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 ↓
Michał Sobolewski	-	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	52,30	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	56,60	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	48,80	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	12.04.2023	12.04.2023	-	-	-	51,40	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	52,30	72,10 →
Michał Sobolewski	-	-	10.05.2023	10.05.2023	-	-	-	45,00	79,60 ↑
Michał Sobolewski	-	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	50,70	79,60 →
Michał Sobolewski	-	-	06.06.2023	06.06.2023	-	-	-	52,00	79,60 →
Michał Sobolewski	Kupuj	14.07.2023	-	14.07.2023	29.05.2024	-25%	-39%	50,00	79,60 →
Michał Sobolewski	-	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	49,60	79,60 →
Michał Sobolewski	-	-	06.09.2023	06.09.2023	-	-	-	48,50	79,60 →
Michał Sobolewski	-	-	03.10.2023	03.10.2023	-	-	-	43,10	79,50 ↓
Michał Sobolewski	-	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	46,30	79,50 →
Michał Sobolewski	-	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	45,00	79,50 →
Michał Sobolewski	-	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	-	43,70	81,30 ↑
Michał Sobolewski	-	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	45,60	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	46,70	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	45,15	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	47,05	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	11.04.2024	11.04.2024	-	-	-	47,10	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	44,30	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	13.05.2024	13.05.2024	-	-	-	43,65	66,90 ↓
Michał Sobolewski	Trzymaj	29.05.2024	-	29.05.2024	Nie później niż 29.05.2025	-16%	-13%	37,30	49,40 ↓
Michał Sobolewski	-	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	32,70	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	-	31,20	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	29.08.2024	29.08.2024	-	-	-	30,80	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	17.09.2024	17.09.2024	-	-	-	31,50	49,70 ↑

\* 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>Votum</b>								
Michał Sobolewski	Przeważaj	-	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	04.12.2020	-	04.12.2020	04.11.2021	12,80	-16%
Michał Sobolewski	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	17,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.06.2021	14.06.2021	-	16,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	15,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	15,52	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.09.2021	15.09.2021	-	14,48	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.09.2021	20.09.2021	-	14,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.10.2021	06.10.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	14,60	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	→	04.11.2021	-	04.11.2021	02.12.2021	14,20	16%
Michał Sobolewski	-	→	-	18.11.2021	19.11.2021	-	14,22	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	02.12.2021	-	03.12.2021	28.10.2022	15,06	222%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	16,72	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	18,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	15,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.04.2022	27.04.2022	-	18,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.05.2022	16.05.2022	-	19,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	20.05.2022	20.05.2022	-	24,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	24,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	28,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	35,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	45,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	41,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.09.2022	27.09.2022	-	39,90	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	33,55	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	→	28.10.2022	-	28.10.2022	03.10.2023	35,20	-5%
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2022	17.11.2022	-	38,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	56,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	48,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.04.2023	12.04.2023	-	51,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.05.2023	10.05.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	50,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.06.2023	06.06.2023	-	52,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	50,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	49,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.09.2023	06.09.2023	-	48,50	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	03.10.2023	-	03.10.2023	13.05.2024	43,10	-26%
Michał Sobolewski	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	46,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	43,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	45,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	46,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	45,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	47,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	11.04.2024	11.04.2024	-	47,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	44,30	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	13.05.2024	-	13.05.2024	29.05.2024	43,65	-13%
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	29.05.2024	-	29.05.2024	Nie później niż 29.05.2025	37,30	-13%
Michał Sobolewski	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	32,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	31,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.08.2024	29.08.2024	-	30,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.09.2024	17.09.2024	-	31,50	-

\* 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 4.0” 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: 17 września 2024 r., godz. 21:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 17 września 2024 r., godz. 21:30.

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#votum>.

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#votum>.

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

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

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

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

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

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

Copyright © 2024 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