

51/2024/GPW (114) 1 grudnia 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 III kw. 2024 roku	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy	3
Prognozy finansowe	6
Wycena	7
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	10
Czynniki ryzyka	13
Katalizatory	13
Przewagi konkurencyjne	13
Zastrzeżenia prawne	14

51/2024/GPW (114) 1 grudnia 2024

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

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

Votum

Rekomendowane działania

Dla Grupy Votum bieżący rok mija pod znakiem rozwoju nowego obszaru dochodzenia roszczeń z wadliwych umów kredytu konsumpcyjnego, który ma szansę stać się nową siłą napędową wyników w następnych latach, po ukształtowaniu się pomyślnej dla klientów linii orzeczniczej. Pociągnęło to jednak za sobą wyraźny wzrost kosztów w br. wynikający z rozwoju sieci kancelarii terenowych mającego na celu zwiększenie zdolności operacyjnej i rozpoznawalności w regionach. By ograniczyć presję kosztową w przyszłym roku, Grupa zautomatyzowała część procesów, co w naszej ocenie powinno dać oszczędności pozwalające na utrzymanie kosztów w ryzach w 2025 roku. Jednocześnie obszar dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych w umowach walutowych pozostaje „dojną krową” i w br. nieprzerwanie generuje solidne przychody, które mają szansę poprawić się w przyszłym roku w przypadku realizacji zapowiadanej przez banki strategii przyspieszenia ugód. Co więcej, rosnąca ilość wyroków II instancji i rozliczonych umów z klientem będzie przekładać się na rosnącą zdolność do wypłat dywidendy, 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 rekomendację Trzymaj dla akcji Spółki.

Jednocześnie uważamy, że katalizatorem dla kursu Spółki mogą być przyszłe wyroki Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej dotyczące zagadnień związanych z Sankcją Kredytu Darmowego, które prawdopodobnie będą zapadać w pierwszej części przyszłego roku. Do tego momentu, biorąc pod uwagę brak istotnych wydarzeń w najbliższym okresie, podtrzymujemy krótkoterminową relatywną rekomendację Neutralnie dla Spółki.

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 30,70 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 48,5 zł (↓)

Kapitalizacja: 120 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,07 mln US\$
12M przedział kursowy: 26,50-48,25 zł
Free float: 37%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	387,1	391,8	432,3	362,0
EBITDA	mln zł	162,2	124,3	150,9	126,3
EBIT	mln zł	158,7	119,5	146,0	121,7
Zysk netto	mln zł	131,9	97,6	119,6	98,2
EPS	zł	10,99	8,13	9,97	8,19
Zmiana EPS r/r	%	45	-26	23	-18
Dług (gotówka) netto	mln zł	7,1	-2,1	-84,1	-164,1
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	12,3	3,4	-78,3	-158,0
P/E	x	2,8	3,8	3,1	3,7
P/CE	x	2,7	3,6	3,0	3,6
EV/EBITDA	x	2,3	2,9	1,9	1,6
EV/EBIT	x	2,4	3,1	1,9	1,7
DPS	zł	2,51	2,83	3,75	4,98
Stopa dywidendy brutto	%	8,2	9,2	12,2	16,2
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
5. Dzień dywidendy: 18 września
6. Płatność I transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 16 października
7. Dzień dywidendy zaliczkowej za 2024 rok: 8 listopada
8. Płatność dywidendy zaliczkowej za 2024 rok (0,41 zł na akcję): 15 listopada
9. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada

Najbliższe wydarzenia

1. Płatność II transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 17 grudnia
2. Wyrok TSUE w sprawie C-472/23 dot. błędnie naliczonych kosztów i prowizji: 2025
3. Wyrok TSUE w sprawie C-1126/23 dot. umów opartych o WIBOR: 2025

Wyniki finansowe za III kw. 2024 roku

Przychody Grupy Votum w III kw. 2024 roku wyniosły 88,6 mln zł (+6% r/r) i okazały się wyższe od naszych oczekiwań. Jak można było się spodziewać, III kwartał okazał się dobry dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, którego sprzedaż wyniosła 72,9 mln zł, a zaraportowana dynamika przychodów (+16% r/r) była trochę mocniejsza od naszych oczekiwań. Jest to główna przyczyna wyższych niż zakładane przychodów. Pozostałe segmenty znalazły się w III kwartale pod presją; przede wszystkim segment rehabilitacyjny wygenerował 7,9 mln zł przychodu przy ujemnej dynamice r/r (-10% r/r), a jeszcze słabiej wypadł segment odszkodowawczy, gdzie sprzedaż wyniosła 7,6 mln zł i utrzymała się ujemna dynamika (-29% r/r), co ma jednak związek z malejącą wartością przychodów ze szkód w pojazdach będącą pochodną zaniechania tej działalności.

Rozwój sieci kancelarii prawnych stoi za wzrostem kosztów. Marża EBIT w III kw. br. wyniosła 27,9% w porównaniu z 39,2% rok wcześniej. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 25,8 mln zł (-24% r/r) i 24,4 mln zł (-26% r/r) i okazały się wyższe od naszych oczekiwań. Marże są cały czas wysokie, chociaż już wyraźnie poniżej wartości z ub. roku. Tutaj znaczenie mają rosnące koszty operacyjne, które są pochodną rozszerzenia zakresu działalności (strategiczna decyzja o rozwoju sieci kancelarii w Grupie). Jednocześnie w IV kwartale zostanie zredukowane zatrudnienie,

co będzie możliwe dzięki automatyzacji i spadku liczby wytaczanych pozwów w obszarze kredytów walutowych ze względu na zmianę strategii niektórych banków. Planowane zmniejszenie kosztów operacyjnych będzie widoczne w 2025 roku i przyniesie oszczędności rzędu kilkunastu milionów złotych.

Spadek zysku netto r/r. W omawianym kwartale koszty finansowe netto Grupy wyniosły -0,6 mln zł wobec 1,7 mln zł w III kw. 2023 r. Efektywna stopa podatkowa w III kw. br. wyniosła 20%, blisko naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wysokości 18,7 mln zł okazał się wyższy od naszych oczekiwań.

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Umowy konsumenckie – rozwój w tym obszarze kontynuowany. Votum dalej rozwija aktywność związaną z kredytami konsumenckimi, do których umowy zostały zawarte z wadami prawnymi skutkującymi zastosowaniem tzw. sankcji kredytu darmowego. III kwartał był najlepszy w okresie pierwszego roku działalności segmentu pod względem akwizycji nowych klientów. Spółka spodziewa się dalszego wzrostu liczby spraw w segmencie frankowym oraz sankcji kredytu darmowego (SKD). Średnia wartość kredytu klienta w przypadku SKD oscyluje wokół 80 tys. zł, a średnie opłaty wynoszą około 13% tej kwoty.

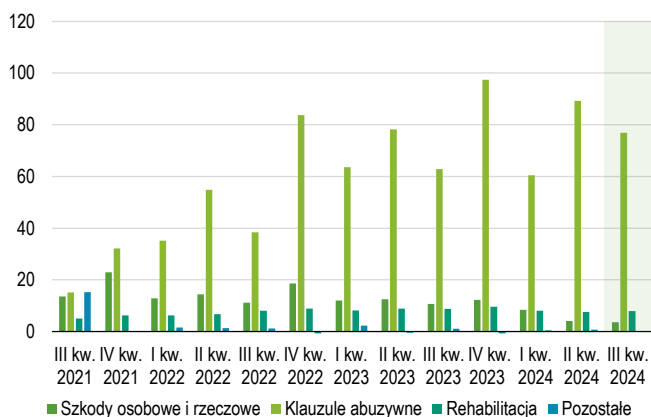
Grupa Votum zaznaczyła też, że początkowe trudności z uzyskiwaniem dokumentów od banków, które opóźniały procesy, zostały przezwyciężone

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw.		III kw.		IV kw.		I kw.		II kw.		Wyniki wobec		Realizacja czteroczesnej prognozy w:						
	23	23	23	23	24	24	24	24	24	24	DM BOŚ	III kw.	zmiana	I-III kw.	zmiana	III kw.	III kw.	I-III kw.	I-III kw.
	23	23	23	23	24	24	24	24	24P	r/r	r/r	23	24	r/r	23	24	23	24	
Sprzedaż	99,1	83,5	118,5	77,4	101,7	88,6	↑	77,2	6%	268,7	267,7	0%	22%	22%	69%	66%			
Zysk na sprzedaży	46,9	32,7	48,7	19,7	37,1	24,8	↑	15,3	-24%	111,1	81,5	-27%	20%	18%	70%	61%			
Marża zysku na sprzedaży	47,3%	39,2%	41,1%	25,4%	36,5%	27,9%	-	19,8%	-	41,4%	30,5%	-	-	-	-	-			
EBITDA	38,6	34,0	49,1	21,6	31,4	25,8	↑	16,3	-24%	113,1	78,8	-30%	21%	20%	70%	60%			
Marża EBITDA	38,9%	40,7%	41,4%	27,9%	30,9%	29,2%	-	21,1%	-	42,1%	29,4%	-	-	-	-	-			
EBIT	37,8	33,1	48,1	20,5	30,2	24,4	↑	15,3	-26%	110,6	75,2	-32%	21%	19%	70%	59%			
Marża EBIT	38,1%	39,6%	40,6%	26,4%	29,7%	27,6%	-	19,8%	-	41,2%	28,1%	-	-	-	-	-			
Zysk brutto	37,5	34,8	49,6	24,8	29,7	23,8	↑	14,8	-31%	116,3	78,4	-33%	21%	18%	70%	60%			
Marża zysku brutto	37,8%	41,6%	41,8%	32,1%	29,2%	26,9%	-	19,1%	-	43,3%	29,3%	-	-	-	-	-			
Zysk netto	28,2	26,9	39,9	20,2	22,7	18,7	→	11,7	-30%	92,0	61,6	-33%	20%	18%	70%	60%			
Marża zysku netto	28,5%	32,3%	33,7%	26,0%	22,3%	21,2%	-	15,2%	-	34,2%	23,0%	-	-	-	-	-			

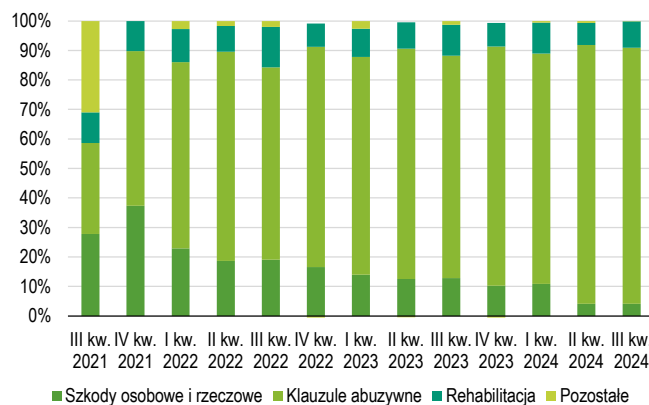
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



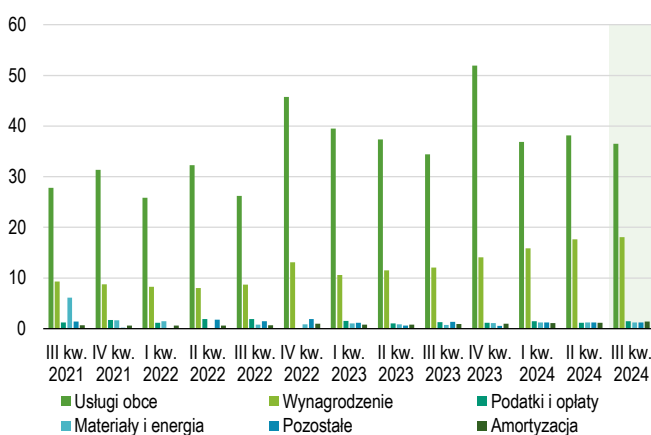
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



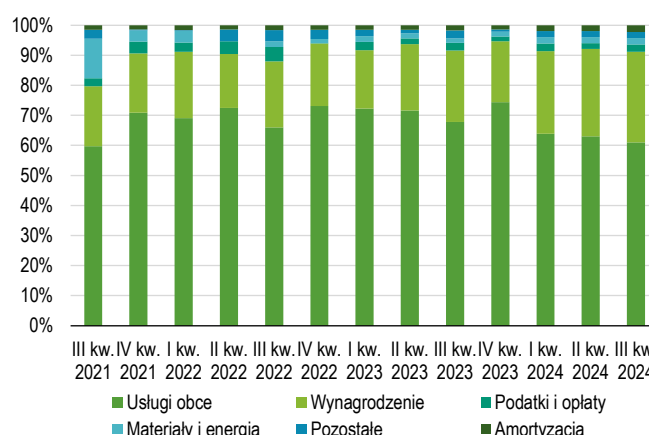
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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

dzięki presji wywieranej przez Votum. Obecnie banki znacznie sprawniej udostępniają potrzebne dokumenty, co przyspiesza przygotowanie i wnoszenie powództw.

We wrześniu br. liczba wytoczonych spraw przewyższyła wynik z I półrocza 2024 r., co wskazuje na dynamiczny rozwój działalności. Liczba nakazów zapłaty, które są dowodem oczywistej zasadności roszczeń, wynosi już około 200.

W opinii Votum sprawy SKD obejmują wiele potencjalnych naruszeń m.in. błędne podanie rzeczywistej rocznej stopy oprocentowania (RRSO) czy brak transparentności umów. Nie są to uchybienia techniczne, ale poważne błędy naruszające prawa konsumentów. W Polsce dopiero kształtuje się podejście sądów do spraw SKD, co jest naturalnym procesem w nowych obszarach prawnych. Orzeczenia sądowe są na tym etapie różnorodne – Spółka uzyskała zarówno wyroki

zasadzające, jak i oddalające, ale żaden z nich nie jest jeszcze prawomocny. Część wyroków zapadłych w 2023 roku dotyczy umów cesji, gdzie wiele spraw oddalono ze względu na błędy formalne lub niedociągnięcia proceduralne. Publikacja danych dotyczących wyroków w raportach planowana jest dopiero po uzyskaniu reprezentatywnej próby.

Wyroki TSUE mają kluczowe znaczenie w kształtowaniu linii orzeczniczej. Wiele pytań prejudycjalnych skierowanych do TSUE ma na celu uporządkowanie zagadnień związanych z SKD. Unijne regulacje jasno wskazują, że konsument musi mieć pełną wiedzę na temat kosztów kredytu, a każdy błąd w tej materii powinien skutkować sankcją nałożoną na bank. 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 I kwartale 2025 roku. Podobnie jak w sprawach frankowych,

rok 2025 może być kluczowy dla zakończenia wielu postępowań, zwłaszcza w kontekście wyroków TSUE oraz zwiększenia liczby prawomocnych wyroków krajowych.

Umowy kredytu walutowego – rosnąca rola klientów z spłaconymi kredytami. W III kwartale br. średniomiesięczne tempo akwizycji klientów wyniosło 566 kontraktów, co oznacza spadek wobec I i II kwartału, kiedy wynosiło odpowiednio 758 i 735 kontraktów. Tempo spadku liczby nowych kontraktów w ujęciu rocznym przyspieszyło w III kwartale, co wskazuje, że nie jest to fenomen stricte sezonowy. W naszej ocenie z jednej strony pokazuje to rosnącą penetrację tego segmentu i tym samym coraz mniejszą ilość zmotywowanych klientów. Tym samym coraz ważniejsze staje się 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. Przegląd ostatnich danych raportowanych przez banki giełdowe pokazuje, że możemy mówić o przynajmniej około 290 tysiącach umów spłaconych (w większej części), bądź aktywnych, które jeszcze nie zostały zakwestionowane przez klientów. W naszej ocenie daje to potencjał dalszego wzrostu, chociaż jest większym wyzwaniem szczególnie w przypadku klientów z już spłaconymi kredytami, którzy mogą nie chcieć angażować czasu i energii w proces sądowy z bankiem.

By przyciągnąć klientów, Votum chce aktywnie kształtować swoją politykę cenową, co w wymiarze zarządczym ma na celu utrzymanie sprzedaży usługi na obecnym poziomie w przyszłym roku. Przykładowo teraz dla Grupy większe znaczenie będą miały grupy kredytobiorców z kredytami o niższej wartości, ale też tacy, którzy dotychczas nie mogli sobie pozwolić na opłatę wstępną. W tej chwili Votum oferuje bardzo niski próg wejścia dla klienta mającego kredyt w CHF (400 zł opłaty wstępnej), przy wyższej opłacie *success-fee*, co pozwoli na utrzymanie marży. Votum widzi również spadek konkurencji w tym obszarze, gdyż część kancelarii zajmuje się kredytami opartymi na wibor i/lub kredytami konsumenckimi. Dowodzi to też rosnących udziałów w rynku Grupy Votum

mierzonych liczbą składanych pozwów. Innym czynnikiem sprzyjającym zdobywaniu nowych klientów mogą być decyzje banków o wysłaniu wezwań do zapłaty osobom, które podjęły wstępne działania nie podejmując kroków prawnych, a ma to na celu zatrzymanie biegu przedawnienia.

Zmiana strategii procesowej przez banki. Votum zauważa, że widać również znaczący wzrost udziału rozliczonych spraw pierwszoinstancyjnych, a także spraw, których klienci Spółki wyrazili zgodę na warunki zaproponowane przez bank w kontekście ewentualnie właśnie zawieranej umowy.

Votum zauważa też mniejszą skłonność banków do zaskarżania spraw do II instancji, w efekcie wyroki sądu uprawomocniają się w już w I instancji. Ten trend będzie prawdopodobnie kontynuowany, zwłaszcza w kontekście zapowiedzi kluczowych graczy na rynku bankowym co do chęci przyspieszenia rozwiązania kwestii kredytów frankowych. Jednocześnie nastąpi intensyfikacja akcji ugodowej, co Votum traktuje jako szansę mając silną pozycję negocjacyjną ze względu na rosnące koszty prowadzenia tych procesów dla banków, które muszą płacić ustawowe odsetki.

W przypadku realizacji takiego scenariusza może dojść do efektywnego, szybszego zakończenia części sporów prowadzonych przez spółki z Grupy Votum, co z jednej strony przyspieszyłoby przepływy pieniężne do klientów Votum skutkując wcześniejszą zapłatą wynagrodzenia Spółce, z drugiej krótsza ścieżka dochodzenia może oznaczać niższe wynagrodzenie dla Votum (brak kosztów zastępstwa procesowego), ale też niższe koszty operacyjne i możliwość zaangażowania kadry w innych obszarach. Ponadto ryzyko to ogranicza silna pozycja negocjacyjna Spółki, gdzie wpływ czasu *de facto* działa na rzecz klienta.

Oszczędności kosztowe. W tym roku, ze względu na rekordową liczbę nowych postępowań sądowych, zatrudnienie w Grupie przekroczyło 1 000 osób, co przyczyniło się do wzrostu dynamiki wynagrodzeń i pozycji usług obcych. W celu ograniczenia kosztów Grupa sięgnęła po automatyzację i opracowała aplikację mobilną dla klientów pod nazwą „MojePrawo”. To pozwoliło na redukcję zatrudnienia, która powinna przynieść w roku 2025 kilkanaście milionów złotych oszczędności.

Segment odszkodowawczy. Produkty segmentu odszkodowawczego (sprawy osobowe) są na późnym etapie rozwoju i stąd niski przyrost nowych spraw, który regularnie kształtuje się na poziomie 200 nowych kontraktów miesięcznie. Ujemna dynamika sprzedaży jest pochodną wyjścia z obszaru szkód w pojazdach.

Segment rehabilitacyjny. Zarząd zastanawia się nad biznesplanem dla segmentu rehabilitacyjnego. Jednym z pomysłów jest poszerzenie usług o nowe produkty dla seniorów takie jak opieka dla osób starszych i domy spokojnej starości. Na ten moment decyzja nie została jeszcze podjęta, chociaż zarząd zasygnalizował, że rozważane są komplementarne usługi.

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

Wyzwania regulacyjne. Zapowiedzi regulacji rynku usług prawnych nie dotyczą wprost doradztwa odszkodowawczego, które nie jest uznawane za stricte usługę prawną. Jednak regulacje mogą wpłynąć na model działania kancelarii takich jak Votum, szczególnie w obszarze cesji wierzytelności i reprezentacji klientów w postępowaniach. Na razie brak szczegółowych projektów ustaw, które kolidowałyby z obecnym modelem biznesowym spółki. Branża doradztwa odszkodowawczego jako reprezentant interesów gospodarczych będzie uczestniczyć w procesie legislacyjnym, gdy pojawią się konkretne założenia.

Uregulowania dotyczące spraw frankowych. Votum – bazując na zapowiedziach ministra sprawiedliwości dotyczących ułatwień i usprawnień w obszarze spraw frankowych – liczy przede wszystkim na zmiany o charakterze organizacyjnym.

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za III kw. 2024 roku wprowadzamy korekty do naszych prognoz wyników finansowych w najbliższych latach, które są związane z wyższym poziomem przychodów w przyszłym roku oraz korektą kosztów operacyjnych, na co

pozwała wdrożony przez Grupę plan oszczędności. Dodatkowo ze względu na: (i) większą skłonność banków do ugód i (ii) spodziewany wzrost wyroków I instancji w przyszłym roku rewidujemy prognozy przychodów w górę. W rezultacie tych zmian nasze prognozy na obecny i przyszły rok zmieniają się o -6% i 23%.

Segment dochodzenia roszczeń z tytułu umów bankowych. W najbliższych latach kluczowe znaczenie dla przychodów i wyników Grupy będzie miało dochodzenie roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach walutowych. Wyniki w latach następnych będą pochodną dwóch czynników: (i) możliwego spowolnienia 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 do ugodowego rozstrzygnięcia sprawy. W pierwszym przypadku jesteśmy zmuszeni do obniżenia naszych oczekiwań ze względu na dalsze spowolnienie pozyskiwania nowych spraw w III kwartale. Będzie to jednak w krótkim okresie kompensowane zawiązką przez zwiększenie liczby spraw zapadających w I instancji w przyszłym roku, na co wskazuje rekordowa liczba spraw skierowana w I-III kw. br. Dodatkowo widzimy: (i) większą skłonność banków do ugód, co powinno być dodatkowo wspierane przez ułatwienia organizacyjne w sądach w przyszłym roku oraz (ii) spodziewamy się wzrostu wyroków I instancji w przyszłym roku ze względu na wysokie tempo wysyłania pozwów w przyszłym roku, stąd rewidujemy prognozy przychodów związanych z umowami walutowymi w górę. Ponadto kolejne okresy powinny również przynieść wyraźny wzrost przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i rozliczenia opłat *success fee*.

Obszar dochodzenia roszczeń od umów kredytu konsumpcyjnego w oparciu o sankcję kredytu darmowego stanie się głównym motorem wzrostu w ciągu najbliższych lat, jeżeli linia orzecznicza pójdzie w kierunku zakładanym przez Votum. Podobnie jak w przypadku kredytów walutowych przełomem mogą okazać się wyroki TSUE; będzie to stymulowało napływ kontraktów w przyszłym roku, 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

Tabela 3. Volum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	391,8	402,6	-3%	432,3	387,3	12%	362,0	324,4	12%
EBITDA	124,3	130,8	-5%	150,9	122,3	23%	126,3	98,4	28%
EBIT	119,5	126,4	-5%	146,0	118,0	24%	121,7	93,7	30%
Zysk netto	97,6	103,3	-6%	119,6	97,4	23%	98,2	75,4	30%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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, dlatego sukces tego produktu jest strategicznie ważny dla Grupy.

Segment sprawy odszkodowawcze. Zakładamy dalszą presję na przychody w najbliższych kwartałach. 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 stopniową stabilizację przychodów, a następnie ich odbudowę.

Segment rehabilitacyjny. Nieznacznie korygujemy nasze prognozy przychodowe. W kolejnych latach uwzględniamy efekt rozbudowy budynku Centrum Rehabilitacji Funkcjonalnej w Krakowie i zwiększenie zdolności obsługi pacjentów, który powinien nastąpić od 2025 roku. Na tym etapie nie zakładamy nowych linii produktowych jak usługi skierowane do seniorów.

Dywidenda. W naszych prognozach zakładamy wyraźny wzrost wypłacanych dywidend na akcję w następnych latach ze względu na spodziewany skokowy wzrost zdolności do generowania przepływów pieniężnych segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. W przyszłym roku zakładamy wypłatę dywidend z kapitału

rezerwowego, gdzie ulokowane jest 17 mln zł, który w obecnej sytuacji prawdopodobnie zostanie przeznaczony na wypłatę dywidend.

Ryzyko dla prognoz finansowych. W naszej ocenie ryzyko jest umiarkowane, w krótkim okresie związane z tempem wydawania wyroków w pierwszej instancji (*success fee*), kształtem i rentownością ugód, a następnie pozyskiwaniem klientów i poziomem opłat wstępnych. W dłuższym okresie kluczowe będzie orzecznictwo w zakresie sankcji kredytu darmowego i nowe inicjatywy rozwojowe.

Wyniki za 4Q24. Naszym zdaniem wyniki za 4Q24 powinny pokazać wyraźną poprawę kw./kw., ponieważ sezonowo liczba orzeczeń w pierwszej instancji będzie najwyższa. Po stronie kosztowej nie spodziewamy się przełomu, ponieważ efekty cięcia kosztów powinny pojawić się w przyszłym roku.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka spowodowały marginalne zmiany naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 48,5 zł (poprzednio 49,7 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 36,5 zł (poprzednio 41,3 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 96,5 zł (poprzednio 83,1 zł) na akcję.

Tabela 4. Volum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga 80%	36,5
Wycena porównawcza – waga 20%	96,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	48,5
Cena rynkowa	30,7
Potencjał zmiany	58%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	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%
Nielewarowana beta	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
Wymagana stopa zwrotu	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	13,8%
Koszt długu											
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%
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%
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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział kapitału akcyjnego	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Udział długu	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Koszt kapitału własnego	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	13,6%
Prognozy finansowe (mln PLN)											
Sprzedaż	432,3	362,0	309,8	242,6	170,6	145,3	163,0	168,2	182,3	191,3	200,7
EBIT	146,0	121,7	88,1	45,4	9,9	8,5	8,4	-2,5	2,5	5,5	8,6
EBIT*(1-t)	117,8	98,3	71,1	36,6	8,0	6,9	6,8	-2,0	2,0	4,4	6,9
Amortyzacja	4,9	4,6	4,5	4,5	4,4	4,4	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8
Zmiana kapitału pracującego	21,6	25,3	49,9	116,3	-6,8	-18,3	-0,8	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4
Wydatki inwestycyjne	-10,5	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0	-2,9	-2,8
FCFF	133,8	124,1	121,5	153,4	1,6	-10,3	7,0	-1,2	2,3	5,0	7,5

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	59,8
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	14,4
Bieżąca wartość FCFF	300,3
Udziały mniejszości	5,6
Wartość firmy	309,2
Zadłużenie netto	-84,1
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	45,0
Wartość kapitału akcyjnego	438,2
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	36,5

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%	36,5	36,4	36,4	36,4	36,4
0,5%	36,5	36,5	36,5	36,4	36,4
1,0%	36,6	36,5	36,5	36,5	36,5
1,5%	36,6	36,6	36,6	36,5	36,5
2,0%	36,7	36,7	36,6	36,6	36,6

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	7.6x	7.2x	6.9x	10.0x	9.1x	8.9x	10.5x	11.5x	10.4x
IPH Limited	9.3x	7.9x	7.3x	10.2x	8.7x	8.0x	13.0x	11.1x	10.1x
Information services	7.8x	7.2x	6.2x	11.7x	11.3x	9.1x	16.9x	13.7x	13.2x
Knights Group Holdings	3.4x	2.6x	2.4x	4.9x	3.4x	3.2x	4.7x	4.5x	4.3x
Mediana	7.7x	7.2x	6.5x	10.1x	8.9x	8.4x	11.8x	11.3x	10.3x
Votum	124.3	150.9	126.3	119.5	146.0	121.7	97.6	119.6	98.2
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	80.4	97.4	82.6	101.1	115.5	99.4	95.5	112.2	84.0
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	96,5								

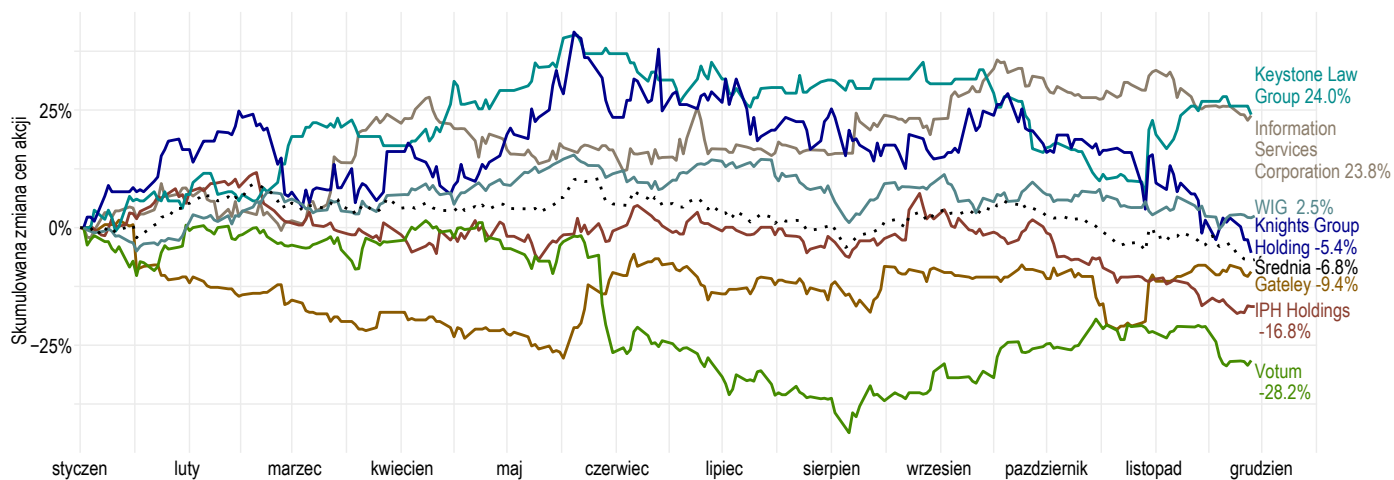
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

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%	14%	12%	12%	11%	10%	8%	9%
IPH Limited	32%	30%	30%	30%	27%	28%	18%	18%	18%
Information services	36%	35%	35%	24%	23%	24%	12%	14%	14%
Keystone Law Group	13%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	26%	26%	25%	18%	20%	19%	13%	12%	11%
Mediana	26%	26%	25%	18%	20%	19%	12%	12%	11%
Votum	38%	42%	32%	37%	41%	31%	30%	34%	25%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wykres 5. Votum; Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 1 stycznia 2024 r.



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	195,6	302,2	387,1	391,8	432,3	362,0
Koszt własny sprzedaży	177,3	184,3	227,4	265,6	285,1	239,9
Zysk na sprzedaży	18,3	117,9	159,8	126,2	147,2	122,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	-6,4	-1,1	-6,7	-1,3	-0,4
EBITDA	20,1	114,4	162,2	124,3	150,9	126,3
EBIT	17,5	111,5	158,7	119,5	146,0	121,7
Przychody finansowe	0,2	3,1	11,0	6,2	24,4	6,2
Koszty finansowe	-1,5	-3,4	-3,8	-1,9	-19,7	-5,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	16,4	111,3	165,9	123,8	150,7	122,9
Podatek dochodowy	6,3	19,4	32,0	24,0	28,6	23,7
Zyski mniejszości	0,1	0,7	2,0	2,2	2,4	1,0
Zysk netto	10,1	91,1	131,9	97,6	119,6	98,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Volum; Bilans

(młn zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	65,0	86,2	174,1	180,0	199,0	175,3
Rzeczowe aktywa trwałe	27,5	28,8	30,0	34,3	39,8	39,2
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	129,2	142,5	119,4
Majątek obrotowy	67,0	188,8	269,4	295,3	360,8	396,7
Należności handlowe	61,7	177,2	255,7	274,3	259,4	217,2
Pozostałe należności	1,2	1,2	1,5	1,5	1,7	1,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,1	10,4	12,2	19,5	99,7	178,1
Aktywa	132,6	275,7	444,2	475,3	559,8	572,1
Kapitały własne	68,9	153,3	255,2	318,8	393,4	431,8
Zobowiązania	63,7	122,4	189,1	156,5	166,4	140,2
Zobowiązania długoterminowe	21,7	51,0	103,2	105,4	111,3	93,4
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	90,1	96,9	79,8
Zobowiązania krótkoterminowe	42,0	71,5	85,9	51,2	55,1	46,8
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	43,1	47,6	39,8
Zobowiązania handlowe	6,5	1,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Pasywa	132,6	275,7	444,2	475,3	559,8	572,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Przepływy pieniężne

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	0,2	18,4	41,0	52,2	137,5	143,7
Zysk brutto	16,4	111,3	165,9	123,8	150,7	122,9
Amortyzacja	2,6	2,8	3,5	4,8	4,9	4,6
Zmiana majątku obrotowego	8,8	33,3	31,9	-53,0	12,2	36,4
Pozostałe	-27,7	-128,9	-160,3	-23,4	-30,3	-20,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-0,5	-2,9	-9,2	-10,5	-4,1
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-1,4	-2,4	-9,2	-10,5	-4,1
Pozostałe	-1,3	0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2,6	-11,7	-36,3	-35,6	-46,5	-61,1
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	-34,0	-45,0	-59,8
Pozostałe	-1,8	-2,6	-4,0	0,3	0,3	0,3
Zmiana środków pieniężnych	-4,7	6,2	1,8	7,4	80,5	78,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Marże:						
Marża brutto	9%	39%	41%	32%	34%	34%
Marża EBITDA	10%	38%	42%	32%	35%	35%
Marża operacyjna	9%	37%	41%	31%	34%	34%
Marża zysku przed opodatkowaniem	8%	37%	43%	32%	35%	34%
Marża zysku netto	5%	30%	34%	25%	28%	27%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	30%	54%	28%	1%	10%	-16%
EBITDA	48%	469%	42%	-23%	21%	-16%
EBIT	53%	539%	42%	-25%	22%	-17%
Zysk przed opodatkowaniem	54%	578%	49%	-25%	22%	-18%
Zysk netto	16%	804%	45%	-26%	23%	-18%

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	391,8	432,3	362,0
Marża brutto	9%	39%	41%	32%	34%	34%
EBIT (mln zł)	20,1	114,4	162,2	124,3	150,9	126,3
EBITDA (mln zł)	17,5	111,5	158,7	119,5	146,0	121,7
Zysk brutto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	97,6	119,6	98,2
Zysk netto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	97,6	119,6	98,2
EPS (zł)	0,8	7,6	11,0	8,1	10,0	8,2
Dług netto (mln zł)	21,5	10,8	7,1	-2,1	-84,1	-164,1
BPS (zł)	5,7	12,8	21,3	26,6	32,8	36,0
DPS (zł)	0,35	0,41	2,51	2,83	3,75	4,98
Zwrot z kapitału własnego	15%	82%	65%	34%	34%	24%
Zwrot z aktywów	8%	45%	37%	21%	23%	17%
Amortyzacja (mln zł)	2,6	2,8	3,5	4,8	4,9	4,6
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	5,0	3,6	96,6	76,8	133,8	124,1
Capex (mln zł)	1,0	1,4	2,4	9,2	10,5	4,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 15. Votum; Dodatkowe Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	57%	67%	70%	75%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	36%	50%	38%	39%	29%	24%
Wskaźnik bieżący	1,6	2,6	3,1	5,8	6,5	8,5
Wskaźnik szybki	1,6	2,6	3,1	5,8	6,5	8,5
Rotacja należności kr. w dniach	99	144	204	247	225	240
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-10	-8	-2	-1	-1	-1
Rentowność						
ROA	8,1%	44,6%	36,7%	21,2%	23,1%	17,4%
ROE	15,1%	82,0%	64,6%	34,0%	33,6%	23,8%
ROCE	2,7%	16,5%	14,4%	7,9%	7,9%	5,7%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,6	1,5	1,1	0,9	0,8	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	13,7%	11,0%	6,5%	7,1%	5,4%
Efektywna stopa podatkowa	38%	17%	19%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
Koszty finansowe / EBIT	9%	3%	2%	2%	13%	4%
Dług netto / EBITDA	107%	9%	4%	-2%	-56%	-130%
EBITDA / koszty finansowe	13,4	33,4	42,7	64,2	7,7	25,0
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,84	7,59	10,99	8,13	9,97	8,19
Zysk na akcję, skor.	0,84	7,59	10,99	8,13	9,97	8,19
Wartość księgową na akcję	5,74	12,77	21,26	26,56	32,78	35,98
EBITDA na akcję	1,68	9,53	13,52	10,36	12,57	10,53
EBIT na akcję	1,45	9,29	13,23	9,96	12,16	10,15
Dług netto na akcję	1,79	0,90	0,59	-0,18	-7,01	-13,67
Dywidenda na akcję	0,35	0,41	2,51	2,83	3,75	4,98
Zysk gotówkowy na akcję	1,06	7,83	11,28	8,53	10,37	8,57
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	18,4	4,0	4,4	3,8	3,1	3,7
Cena / Wartość księgową	2,7	2,4	2,3	1,2	0,9	0,9
EV na akcję	17,2	31,4	48,9	30,5	23,7	17,0
EV/EBITDA	10,3	3,3	3,6	2,9	1,9	1,6
EV/EBIT	11,8	3,4	3,7	3,1	1,9	1,7

* 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
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 odroczonej.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	44	28	5	5	0	5
Procenty	51%	32%	6%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	41	9	5	0	5
Procenty	31%	47%	10%	6%	0%	6%

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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	3	5	1	1	0	2
Procenty	25%	42%	8%	8%	0%	17%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Votum									
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	-18%	-11%	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 ↑
Michał Sobolewski	-	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	31,95	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	-	33,05	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	33,25	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2024	19.11.2024	-	-	-	31,15	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	30,70	48,50 ↓

* 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
Votum								
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	-11%
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	-
Michał Sobolewski	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	31,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	33,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	33,25	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2024	19.11.2024	-	31,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	30,70	-

* 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: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:35.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 grudnia 2024 r., godz. 7:45.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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
Informacja: (+48) 0 801 104 104