

14/2025/GPW (28) 28 kwietnia 2025

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 IV kw. 2024 roku	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy	4
Prognozy finansowe	6
Wycena	7
Oczekiwania wyników finansowych za I kw. 2025 roku	9
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	11
Czynniki ryzyka	13
Katalizatory	13
Przewagi konkurencyjne	13
Zastrzeżenia prawne	14

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

Postrzegamy obecnie Votum jako spółkę, która ze względu na dojrzewanie obszaru dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytu walutowego i coraz powszechniejsze zamykanie spraw bądź to poprzez wyrok sądowy bądź to poprzez wynegocjowaną dla klienta ugodę co prowadzi do finalnego rozliczania sprawy, wyraźnie zmienia swój profil na dywidendowy. Istotnie poprawia się również zdolność Votum do generowania gotówki, a IV kwartał 2024 był pod tym względem przełomem. Potwierdza to również nowa polityka dywidendy, która daje inwestorom wyraźny sygnał o stabilnych dochodach i zdolności do wypłaty regularnych i atrakcyjnych dywidend przynajmniej w horyzoncie kilku najbliższych lat. Wydaje nam się, że ta cecha może być szczególnie doceniona przez inwestorów w przypadku zawirowań rynkowych, podwyższonej zmienności i niestabilnego rynku akcji, czego ostatnio byliśmy świadkami.

Spodziewamy się, że dla Grupy Votum bieżący rok powinien być udany. Z jednej strony przychody powinny być cały czas wspierane przez wysoką i prawdopodobnie rosnącą ilość wyroków I instancji, co będzie związane z rekordową ilością pozwów złożonych w ubiegłym roku, których rozstrzygnięć należy się spodziewać w następnych okresach. Drugim istotnym katalizatorem dla przychodu i wyników stają się ugody, gdyż już obecnie istnieje grupa banków dążących do wynegocjowania jak najszybciej ugody z klientami, by wreszcie zamknąć niewygodny dla nich rozdział. Co więcej, prawdopodobnie ta strategia, która zmniejsza ryzyko reputacyjne i koszty procesowe dla instytucji finansowych, będzie się upowszechniać w sektorze. Votum wdraża również ambitny plan cyfryzacji, poprzez rozbudowę aplikacji „Moja Sprawa”, co z jednej strony (i) buduje nowy kanał obsługi klienta oraz (iii) pozwoli na dotarcie do nowej grupy klientów, z drugiej (iii) ograniczy presję kosztową dzięki większej automatyzacji i (iv) już od

14/2025/GPW (28) 28 kwietnia 2025

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)

Kurs: 38,40 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 56,6 zł (↑)

Kapitalizacja: 122 mln US\$

Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,1 mln US\$

12M przedział kursowy: 26,50-47,50 zł

Free float: 37%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025E	2026E	2027E
Sprzedaż	mln zł	407,4	435,0	432,6	403,7
EBITDA	mln zł	146,4	161,4	165,3	145,5
EBIT	mln zł	141,0	155,7	159,0	139,5
Zysk netto	mln zł	112,9	119,9	131,7	116,7
EPS	zł	9,41	9,99	10,97	9,72
Zmiana EPS r/r	%	-14	6	10	-11
Dług (gotówka) netto	mln zł	-45,8	-122,3	-237,8	-274,1
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	-34,4	-110,3	-225,2	-260,9
P/E	x	4,1	3,8	3,5	3,9
P/CE	x	3,9	3,7	3,3	3,8
EV/EBITDA	x	2,8	2,1	1,3	1,3
EV/EBIT	x	2,9	2,2	1,4	1,3
DPS	zł	2,90	5,17	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	%	7,5	13,5	13,0	13,0
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. Wyrok TSUE w sprawie C-472/23 dot. błędnie naliczonych kosztów i prowizji: 13 lutego
2. Umowa o rozbudowę Polskiego Centrum Rehabilitacji: 18 marca
3. Audytowany skonsolidowany raport finansowy za 2024 rok: 8 kwietnia
4. Aktualizacja polityki dywidendy: 10 kwietnia

Najbliższe wydarzenia

1. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 7 maja
2. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2025: 27 maja
3. Dzień dywidendy: 30 maja
4. Dzień wypłaty dywidendy: 6 czerwca
5. Skonsolidowany raport za I poł. 2025: 23 września
6. Skonsolidowany raport za III kw. 2025: 25 listopada
7. Wyrok TSUE w sprawie C-753/24 dot. odstąpienia od zarzutu przedawnienia z uwagi na względy słuszności: 2026

I kwartału br. przyniesie oszczędności umożliwiające utrzymanie kosztów w ryzach w 2025 roku. Grupa Votum konsekwentnie dywersyfikuje też działalność – na przykład segment rehabilitacji będzie rozwijany i poszerzony o opiekę senioralną. W obszarze dochodzenia roszczeń z wadliwych umów kredytu konsumpcyjnego – strategicznie istotnym projekcie, który w zamyśle Votum ma szansę stać się nowym obszarem wzrostu w przyszłości – następuje zmiana strategii, która obecnie opiera się na postępowaniach interwencyjnych u Rzecznika Finansowego ze względu na brak na tym etapie jednoznacznej dla klientów linii orzeczniczej w sądach. Duże znaczenie dla rozwoju tego obszaru będą też miały wyroki TSUE dotyczące Sankcji Kredytu Darmowego (SKD). Przesuwa to w czasie horyzont dojrzewania projektu, ale nie powinno obciążać wyników operacyjnych przy mocnych przychodach segmentu dochodzenia roszczeń z abuzywnych umów kredytowych w najbliższych latach i zwiększonej dyscyplinie kosztowej.

Biorąc pod uwagę: (i) naszą wycenę wskazującą na obecne wyraźne niedowartościowanie akcji, (ii) spodziewane solidne wyniki finansowe w najbliższych latach wynikające z rosnącej liczby wyroków I instancji oraz ugód z bankami przy optymalizacji kosztowej i wciąż istotnej akwizycji nowych klientów w tym obszarze, oraz (iii) poprawę zdolności do wypłaty dywidend, co oddaje nowa uaktualniona polityka dywidendy, która przekłada się na atrakcyjną stopę dywidendy, podnosimy naszą rekomendację fundamentalną dla akcji Votum do Kupuj.

Dodatkowo spodziewamy się, że trzy kluczowe czynniki: poprawa rentowności w wyniku optymalizacji kosztowej, decyzja WZA o wypłacie wysokiej dywidendy oraz rosnąca liczba ugód w najbliższym okresie, przełożą się na pozytywne zachowanie kursu Votum w najbliższym czasie. Dlatego też zmieniamy naszą krótkoterminową rekomendację relatywną na Przeważaj (poprzednio Neutralnie).

Wyniki finansowe za IV kw. 2024 roku

Przychody Grupy Votum w IV kw. 2024 roku wyniosły 140 mln zł (+18% r/r) i okazały się bliskie naszym oczekiwaniom. Jak można się było spodziewać, IV kwartał okazał się znakomity dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, którego sprzedaż wyniosła 121 mln zł, a jej wzrost (+24% r/r) był lekko powyżej od naszych oczekiwań. Pozostałe segmenty znalazły się w omawianym kwartale pod presją; przede wszystkim segment rehabilitacyjny wygenerował 8,4 mln zł przychodu przy ujemnej dynamice r/r (-13% r/r), a jeszcze słabiej wypadł segment odszkodowawczy, gdzie utrzymała się ujemna dynamika sprzedaży, która spadła o 22% r/r do 9,5 mln zł; ma to cały czas związek z malejącą wartością przychodów ze szkód w pojazdach będącą pochodną zaniechania tej działalności. Jednakże, rola segmentów innych niż bankowy na ten moment jest drugoplanowa, gdyż ze względu na wysoki wolumen spraw wynik jest determinowany przede wszystkim przez obszar związany z kredytami frankowymi.

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)					Wyniki wobec					Realizacja				
	III kw. 23	IV kw. 23	I kw. 24	II kw. 24	III kw. 24	IV kw. 24	oczekiwań DM BOŚ	IV kw. 24P	zmiana r/r	I-IV kw. 23	I-IV kw. 24	zmiana r/r	całorocznej prognozy w:	
Sprzedaż	83,5	118,5	77,4	101,7	88,6	139,7	→	139,2	18%	387,1	407,4	5%	31%	34%
Zysk na sprzedaży	32,7	48,7	19,7	37,1	24,8	66,8	↑↑	58,2	37%	159,8	148,4	-7%	30%	45%
Marża zysku na sprzedaży	39,2%	41,1%	25,4%	36,5%	27,9%	47,9%	-	41,8%	-	41,3%	36,4%	-	-	-
EBITDA	34,0	49,1	21,6	31,4	25,8	67,6	↑↑	59,3	38%	162,2	146,4	-10%	30%	46%
Marża EBITDA	40,7%	41,4%	27,9%	30,9%	29,2%	48,4%	-	42,6%	-	41,9%	35,9%	-	-	-
EBIT	33,1	48,1	20,5	30,2	24,4	65,8	↑↑	58,2	37%	158,7	141,0	-11%	30%	47%
Marża EBIT	39,6%	40,6%	26,4%	29,7%	27,6%	47,1%	-	41,8%	-	41,0%	34,6%	-	-	-
Zysk brutto	34,8	49,6	24,8	29,7	23,8	64,9	↑	60,1	31%	165,9	143,3	-14%	30%	45%
Marża zysku brutto	41,6%	41,8%	32,1%	29,2%	26,9%	46,5%	-	43,2%	-	42,8%	35,2%	-	-	-
Zysk netto	26,9	39,9	20,2	22,7	18,7	51,3	↑	48,2	29%	131,9	112,9	-14%	30%	45%
Marża zysku netto	32,3%	33,7%	26,0%	22,3%	21,2%	36,7%	-	34,7%	-	34,1%	27,7%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Rozwój sieci kancelarii prawnych generuje rosnące koszty. Marża EBIT w IV kw. br. wyniosła 47,1% wobec 40,6% rok wcześniej. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 67,6 mln zł (+38% r/r) i 65,8 mln zł (+37% r/r) i okazały się wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Marże w IV kwartale były na najwyższym poziomie w historii – jest to efekt większej ilości ugód, co przyspiesza przychód, oraz większej dyscypliny kosztowej.

Spadek zysku netto r/r. W IV kwartale koszty finansowe netto Grupy wyniosły -0,9 mln zł wobec 1,5 mln zł w IV kw. 2023 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 19%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W rezultacie zysk netto Grupy w wysokości 51,3 mln zł okazał się lekko powyżej naszych prognoz.

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Kontynuacja dominacji segmentu bankowego. W najbliższych latach najważniejszym obszarem będzie dochodzenie roszczeń od instytucji finansowych, w szczególności w obszarze kredytów indeksowanych i denominowanych do walut obcych. Chociaż w 2024 roku ilość pozyskanych przez Votum spraw spadła o 35% r/r do 8 624, co sugeruje mniejsze zainteresowanie klientów, to z punktu widzenia wyników dopiero wyrok I instancji albo ugoda z bankiem skutkuje przychodami i zyskami. Jednocześnie w ub. roku o 33% wzrosła ilość wytoczonych powództw, do 13 136, co przełoży się na wyniki w tym i następnych latach. Zarząd zakłada, że w 2025 r. perspektywy dalszej akwizycji nie powinny być gorsze niż w 2024, a liczba nowych pozwów sięgnie przynajmniej 8 tys. przy rosnącym udziale spraw dotyczących spłaconych już kredytów. W 2024 r. blisko 3 300 umów zostało zawartych z klientami, którzy już spłacili kredyt. Jest to 38% nowych klientów w obszarze kredytów walutowych. Około 400 tys. już zamkniętych kredytów w CHF pozostaje w dużej mierze niezagospodarowane i chociaż skłonność do wyboru drogi sądowej będzie tutaj prawdopodobnie mniejsza niż w przypadku osób z czynnymi zobowiązaniami, to przy nowej polityce cenowej Votum, która mocno obniża sam próg wejścia, ilość takich spraw będzie w najbliższych latach istotna.

Co ciekawe, rośnie zainteresowanie dochodzeniem roszczeń przez wcześniej mało aktywnych kredytobiorców posiadających kredyty powiązane z kursem EUR. Jest to grupa, gdzie jak dotąd ze względu na kombinacje niższych stóp procentowych dla EUR i dużo stabilniejszej waluty niż w przypadku CHF motywacja do kwestionowania umów była mniejsza szczególnie, że modelowy kredyt w EUR cechowały lepsze parametry niż dla umowy złotowej i czynnik ekonomiczny nie był tak decydujący jak w przypadku umów kredytowych opartych na CHF. Podejście kredytobiorców w EUR może się jednak zmieniać z kilku powodów. Po pierwsze, ugruntowana linia orzecznicza daje praktycznie pewność wygranej w sądzie i unieważnienia umowy, co z kolei prowadzi do uzyskania kredytu bez odsetek, a to w zestawieniu z naturalnym starzeniem się portfela i sumą rat skutkującymi spłatą zaciągniętego kapitału daje moment, gdzie decyzja o kwestionowaniu umowy staje się korzystna ekonomicznie dla pożyczkobiorcy. Coraz wyraźniej pokazują to również statystyki – w I kw. 2025 Grupa Votum pozyskała 1 309 takich spraw, co stanowi 15% całości nowych spraw dotyczących kredytów w walutach obcych. Można szacować, że obecnie czynnych jest około 65 tys. kredytów powiązanych z kursem EUR. Będzie to prawdopodobnie dodatkowa grupa klientów, którzy stanowiąc będą „długi ogon” rynku dochodzenia roszczeń od abuzywnych umów kredytów walutowych.

W tej chwili Votum oferuje bardzo niski próg wejścia dla klienta z kredytem w CHF, bo już od 400 zł opłaty wstępnej przy jednocześnie wyższej opłacie *success-fee* (co pozwala na utrzymanie marży dla Votum) daje możliwość skorzystania z pomocy prawnej. Dzięki dużej niezagospodarowanej grupie klientów i niskim opłatom spodziewane jest utrzymanie sprzedaży usługi w przyszłym roku na obecnym poziomie. Coraz więcej umów (w IV kwartale było to ok. 45% nowych klientów) jest zawieranych przy opłacie 400 zł.

Ugody – rosnące znaczenie. Dodatkowo na wyniki 2025 roku silnie wpłynie rosnąca liczba ugód zawieranych z bankami; widać rosnącą skłonność niektórych banków do polubownego rozwiązania sporów. Dane za 2024 pokazują, że liczba ugód wzrosła do 3 605 z 503 rok wcześniej, co wyraźnie świadczy o zmianie strategii sektora bankowego

i większej skłonności do podpisywania ugód. Rosnąca ilość ugód skutkuje przyspieszeniem przepływów pieniężnych, a także przychodów w niektórych przypadkach – jeżeli ugody dotyczą spraw, gdzie nie wydany był wyrok w I instancji.

Sankcja Kredytu Darmowego. W średnim horyzoncie czasowym (2026–27) Grupa Votum liczy na dalszy rozwój działalności związanej z dochodzeniem roszczeń z tytułu SKD, który ma potencjał stać się drugim filarem biznesu po abuzywnych kredytach walutowych. Jednocześnie od IV kwartału nastąpiła zmiana strategii – Votum zrezygnowało z pozycji stricte sądowej na rzecz bardziej efektywnego modelu interwencji Rzecznika Finansowego ze względu na brak na tym etapie wyraźnie jednoznacznej i pomyślnej dla klientów linii orzeczniczej w sądach. Wśród głównych wad umów kredytu konsumpcyjnego Votum zauważa (i) nieprawidłowe informowanie konsumentów o kosztach okołokredytowych oraz (ii) brak transparentności w tabelach opłat i prowizji. Katalizatorem rozwoju będą przyszłe orzeczenia TSUE, których publikacja spodziewana jest w 2025 roku. Votum liczy na precedensy i planuje wzrost skali działań SKD w perspektywie 2026–27, gdy ukształtuje się linia orzecznicza.

Cyfryzacja usług prawnych. Grupa Votum konsekwentnie rozwija proces cyfryzacji usług, którego kluczowym elementem jest własna aplikacja mobilna, z której aktywnie korzysta już 24 tys. użytkowników. Aplikacja oferuje funkcjonalności takie jak kalkulator roszczeń, analizator umowy oraz dostęp do informacji o kosztach, co zwiększa wygodę klientów i automatyzuje procesy wstępnej analizy spraw. Inicjatywa ta wpisuje się w strategię obniżenia kosztów operacyjnych przy jednoczesnym zwiększaniu dostępności usług. W kolejnych etapach jest planowane rozszerzenie zakresu funkcji aplikacji także dla nowych grup klientów, w tym w szczególności korzystających z oferty w ramach Sankcji Kredytu Darmowego (SKD).

Wzrost efektywności operacyjnej i automatyzacja. Po okresie intensywnych inwestycji operacyjnych w 2024 Votum planuje w 2025 roku stabilizację kosztów. Automatyzacja części procesów, rozwój platformy mobilnej i cyfryzacja procesów back-office mają przynieść wymierne oszczędności – szacowane na kilkanaście milionów złotych w skali roku.

Segment rehabilitacyjny i senioralny – nowy kierunek rozwoju. Zarząd przedstawił szczegółowy biznesplan dla segmentu rehabilitacyjnego. W 2025 r. Spółka zamierza oddać do użytku 90 łóżek rehabilitacyjnych, a w 2026 liczba ta wzrośnie do 111. Równolegle rozwijany jest segment opieki senioralnej — planowana jest budowa dwóch domów opieki (po ok. 70 miejsc każdy), których pełne uruchomienie przewidziano w 2026 r. Te inwestycje, wsparte finansowaniem NFZ, mają zapewnić stabilne i powtarzalne przepływy operacyjne w średnioterminowej perspektywie.

Nowa polityka dywidendowa. 10 kwietnia zarząd Votum przyjął nową politykę dywidendową na lata 2025-27 zakładającą przeznaczenie na dywidendę 60 mln zł co roku, czyli 5 zł na akcję niezależnie od wyniku netto danego roku, co możliwe jest dzięki kumulowanemu kapitałowi rezerwowemu. Gdy zysk netto przekroczy 60 mln zł, nadwyżka trafi na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na przyszłe dywidendy. W przypadku niższego zysku wypłata zostanie uzupełniona z kapitału rezerwowego, o ile jego wysokość na to pozwoli. Nowe podejście ma zapewnić akcjonariuszom przewidywalne i stabilne wypłaty w ujęciu wieloletnim, co wpisuje się w strategię spółki jako dojrzałego i zyskowego podmiotu, która ma podtrzymać atrakcyjność Votum dla inwestorów przy jednoczesnym finansowaniu nowych inwestycji ze środków własnych

Naszym zdaniem, przyjęcie wieloletniej, konkretnej polityki dywidendowej jest pozytywnym sygnałem dla rynku – świadczy o dojrzywaniu głównego obszaru produktowego, co przekłada się na mocne przepływy pieniężne, stabilności finansowej Spółki, przewidywalności jej działalności operacyjnej w średnim terminie i pewności co do generowania przyszłych przepływów pieniężnych. Do tego model zakładający elastyczne wykorzystanie kapitału rezerwowego pozwala utrzymać wypłatę dywidendy nawet w okresach przejściowo niższych wyników finansowych, co dodatkowo zapewnia stabilność wypłat i korzystnie wpływa na sentyment inwestorów długoterminowych. Co więcej, przy obecnej cenie rynkowej deklarowana dywidenda odpowiada wysokiej stopie dywidendy brutto około 13%, co czyni walory Spółki atrakcyjnym instrumentem dochodowym na tle rynku.

Prognozy finansowe

W świetle opublikowanych wyników Grupy Votum za 2024 oraz przedstawionych przez Zarząd planów na br. dokonujemy modyfikacji naszych prognoz na 2025 rok lata następne. Główne zmiany naszych prognoz wyników finansowych na najbliższe lata są związane z wyższym poziomem przychodów w przyszłym roku oraz korektą kosztów operacyjnych (rok bieżący i następne), co umożliwia wdrożony przez Grupę plan oszczędności. Dodatkowo ze względu na (i) większą skłonność banków do ugód, (ii) oraz spodziewany wzrost wyroków I instancji w bieżącym i przyszłym roku, przy (iii) rezygnacji niektórych banków z apelacji, wyraźnie rewidujemy w górę prognozy przychodów w latach następnych. Wskutek tych zmian nasze prognozy wyniku netto na rok bieżący pozostają bez zmian, podczas gdy w przyszłym roku zakładamy wyraźnie mocniejszy zysk netto.

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. W roku bieżącym i kolejnych Grupa Votum będzie beneficjentem rekordowej ilości spraw skierowanych do sądów I instancji w zeszłym roku, co będzie przekładać się na wyroki i związane z tym przychody *success fee*. Dodatkowo w coraz większym stopniu na wyniki wpływać będą ugody – tutaj jest grupa banków zdeterminowana, by jak najszybciej zamknąć trudny rozdział i zawrzeć porozumienie z klientami. Na tym etapie koncyliacyjne podejście ma tylko kilka podmiotów, ale biorąc pod uwagę nieuchronność porażki z sądzie banki będą prawdopodobnie coraz powszechniej dążyły do rozmów i wcześniejszego zamykania spraw. To skłania nas do lekkiej rewizji w górę prognoz przychodów związanych z umowami walutowymi. Ponadto kolejne okresy powinny również przynieść wyraźny wzrost

przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i rozliczenia opłat *success fee*. Taką tendencję było już widać wyraźnie w IV kw. ub. roku. W tym roku Grupa chce utrzymać akwizycję nowych klientów, co naszym zdaniem powinno się udać ze względu na rosnące znaczenie poleceń od klientów, którzy zakończą z sukcesem spór z bankiem, i kredytobiorców w innych walutach, głównie w EUR, a także ciągle duże grono osób ze spłaconym kredytem w CHF. W następnych latach zakładamy stopniowy spadek ilości nowych klientów pozyskiwanych z tego obszaru ze względu na naturalne wyczerpywanie się tej grupy.

Dochodzenie roszczeń od umów kredytu konsumpcyjnego w oparciu o sankcję kredytu darmowego ma szansę stać się głównym motorem wzrostu w ciągu najbliższych lat, jeżeli linia orzecznicza pójdzie w kierunku zakładanym przez Votum. Na razie pierwszy „głośny” wyrok TSUE w tym obszarze nie spowodował przełomu, a obecne wyroki nie są jednoznacznie rozstrzygające. Taktyka procesowa banków jest obecnie bardziej wyrafinowana – banki godzą się na ugody z klientem, jeżeli pozwoli to uniknięcie rozstrzygania przez TSUE. Podobnie jak w przypadku kredytów walutowych ostateczny sukces będzie determinowany korzyścią dla klienta, która będzie pochodną kształtowania 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. Zajmie to prawdopodobnie dłużej, niż wcześniej można było oczekiwać. Stąd biorąc pod uwagę obecne ostrożniejsze podejście Grupy Votum do akwizycji nowych klientów w tym obszarze rewidujemy w dół tempo pozyskiwania nowych klientów w tym obszarze w tym roku. Dlatego też, tak jak wcześniej nie zakładamy na tym etapie przychodów *success-fee*, chociaż ich pojawienie się wyraźnie zamortyzowałoby spadek przychodów z klauzul

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	435,0	432,3	1%	432,6	362,0	19%	403,7	309,8	30%
EBITDA	161,4	150,9	7%	165,3	126,3	31%	145,5	92,6	57%
EBIT	155,7	146,0	7%	159,0	121,7	31%	139,5	88,1	58%
Zysk netto	119,9	119,6	0%	131,7	98,2	34%	116,7	72,3	61%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

abuzywnych (rok 2028 i następne) w kredytach walutowych w perspektywie kilku lat, dlatego sukces tego produktu jest strategicznie ważny dla Grupy. Z drugiej strony rozumiemy też rozsądne i wyważone podejście do rozwoju tego produktu, które jest modyfikowane w oparciu o nowe informacje procesowe.

Segment sprawy odszkodowawcze. Zakładamy malejącą presję na przychody w najbliższych kwartałach. Cały czas segment znajduje się pod wpływem malejącego portfela roszczeń szkód samochodowych spowodowanego zaniechaniem 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 (powinien być widoczny od 2026 roku). W przyszłych latach uwzględniamy też rozpoczęcie świadczenia usług skierowanych do seniorów.

Dywidenda. W naszych prognozach zakładamy wyraźny wzrost wypłacanych dywidend na akcję w następnych latach zgodnie z zaprezentowaną polityką dywidendy. W naszej ocenie zdolność do generowania przepływów pieniężnych segmentu

dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych będzie wysoka w najbliższych latach. W br. oprócz już zapowiadanych dywidend zakładamy wypłatę dywidend z kapitału rezerwowego, gdzie obecnie jest ulokowane 17 mln zł.

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

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały wyraźną zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 56,6 zł (poprzednio 48,5 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 47,8 zł (poprzednio 36,5 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 91,9 zł (poprzednio 96,5 zł) na akcję.

Tabela 4. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga 80%	47,8
Wycena porównawcza – waga 20%	91,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	56,6
Cena rynkowa	38,4
Potencjał zmiany	47%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Burford Capital	-	-	-	7,9x	7,3x	6,6x	8,5x	7,4x	6,0x
Gateley	7,3x	7,0x	6,3x	9,3x	9,0x	8,0x	9,4x	10,9x	9,9x
IPH Limited	7,2x	6,6x	6,2x	8,0x	7,5x	7,0x	9,6x	9,0x	8,5x
Keystone Law Group	13,0x	12,2x	11,3x	14,9x	13,5x	12,8x	17,6x	17,3x	16,7x
Knights Group Holdings	4,1x	3,5x	2,9x	6,4x	4,8x	3,9x	5,3x	5,3x	4,6x
Litigation Capital	-	3,2x	2,4x	-	3,2x	2,4x	-	16,7x	7,9x
Mediana	5,7x	5,0x	4,5x	7,9x	7,4x	6,8x	9,0x	9,9x	8,2x
Votum	161,4	165,3	145,5	155,7	159,0	139,5	119,9	131,7	116,7
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	80,3	79,7	74,8	106,4	108,4	99,1	89,7	108,9	79,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	91,9								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Burford Capital	-	-	-	78%	76%	70%	50%	52%	55%
Gateley	15%	14%	15%	12%	11%	12%	10%	8%	9%
IPH Limited	30%	30%	30%	27%	26%	27%	18%	18%	19%
Keystone Law Group	12%	12%	12%	11%	11%	11%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	26%	26%	26%	17%	18%	20%	13%	12%	12%
Litigation Capital	29%	53%	56%	29%	53%	56%	11%	16%	30%
Mediana	15%	26%	26%	14%	22%	23%	12%	14%	16%
Votum	38%	42%	36%	37%	41%	35%	30%	34%	28%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,0%
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	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	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	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
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%	97%	96%	96%	96%	96%	96%
Udział długu	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Koszt kapitału własnego	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	13,6%
Prognozy finansowe (mln PLN)											
Sprzedaż	435,0	432,6	403,7	305,9	143,0	125,8	134,9	127,4	131,0	134,8	138,6
EBIT	155,7	159,0	139,5	72,4	19,8	18,3	28,1	26,7	21,5	22,7	23,9
EBIT*(1-t)	125,4	128,1	112,3	58,3	16,0	14,7	22,6	21,5	17,3	18,3	19,3
Amortyzacja	5,8	6,3	6,0	5,8	5,6	5,4	5,1	4,8	4,6	4,4	4,1
Zmiana kapitału pracującego	100,2	40,5	-35,0	25,1	5,9	-0,1	-0,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Wydatki inwestycyjne	-11,9	-4,6	-4,4	-4,2	-4,1	-3,3	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,6
FCFF	219,5	170,3	78,9	85,0	23,4	16,6	24,3	24,1	19,1	19,9	20,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	13,6%
Wartość rezydualna	167,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	47,4
Bieżąca wartość FCFF	347,1
Udziały mniejszości	5,1
Wartość firmy	389,4
Zadłużenie netto	-122,3
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	62,0
Wartość kapitału akcyjnego	573,7
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	47,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 8. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,1%	13,3%	13,6%	13,8%	14,1%
0,0%	47,6	47,5	47,5	47,4	47,4
0,5%	47,8	47,7	47,6	47,6	47,5
1,0%	48,0	47,9	47,8	47,7	47,7
1,5%	48,2	48,1	48,0	47,9	47,8
2,0%	48,4	48,3	48,2	48,1	48,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Oczekiwania wyników finansowych za I kw. 2025 roku

27 maja Votum opublikuje swój raport finansowy za I kw. br. Spodziewamy się dobrych dynamik sprzedaży r/r w segmencie dochodzenia klauzul abuzywnych od umów bankowych, gdzie zakładamy pozytywny wpływ rosnącego znaczenia ugód na przychody. W segmencie rehabilitacji oczekujemy lekko dodatniej dynamiki r/r, a w segmencie odszkodowań dalszych spadków przy malejącej dynamice. Zakładamy też większą dyscyplinę kosztową biorąc pod uwagę nie tylko redukcję zatrudnienia w IV kwartale, ale również cyfryzację, co powinno skutkować niższym kosztem obsługi klienta. Resumując oczekujemy, że wyniki za I kwartał pokażą dobre tempo poprawy wyniku netto.

Jednocyfrowa dynamika wzrostu przychodów.

Oczekujemy w I kwartale 5% poprawy przychodów r/r dzięki rosnącej sprzedaży w segmencie umów bankowych i umiarkowanego tempa sprzedaży w segmencie rehabilitacji. Grupa cały czas pozyskuje nowych klientów w obszarze klauzul abuzywnych z celem 8 tysięcy nowych

klientów w tym roku i naszym zdaniem I kwartał powinien być tutaj udany pod tym względem, a jednocześnie zakładamy dużo mniejszą ilość nowych kontraktów w obszarze umów konsumenckich, co jest pochodną ostrożniejszego podejścia. Jednocześnie wyniki segmentu determinują obecnie zamykane sprawy bądź to poprzez wyroki I instancji bądź ugody i dzięki temu wzrostu będzie ciągle dodatnie. W odniesieniu do pozostałych segmentów spodziewamy się niewielkiej poprawy w usługach rehabilitacyjnych i dalszego hamowania w segmencie odszkodowań.

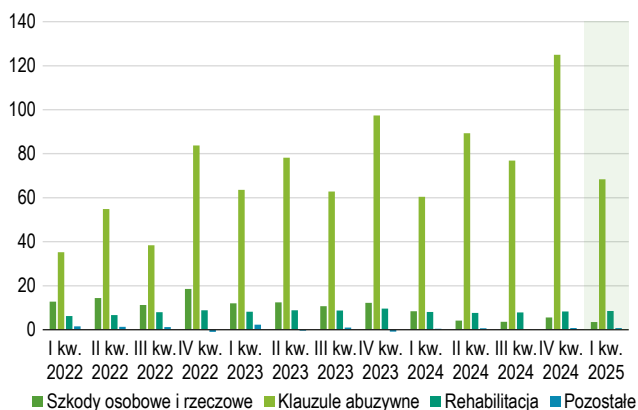
Dalsza poprawa wyników r/r. Zakładamy poprawę marż EBITDA i operacyjnej w ujęciu r/r, co będzie pochodną wyższej efektywności w segmencie bankowym, ale też dyscypliny kosztowej i efektem reorganizacji zatrudnienia. Szacujemy, że Grupa Votum powinna zaraportować w I kw. 2025 r. marżę operacyjną na poziomie 33,0% w porównaniu do 26,4% rok temu, co powinno przełożyć się na zysk operacyjny w wysokości 26,8 mln zł. Zgodnie z naszymi prognozami zysk netto Grupy w omawianym kwartale powinien sięgnąć 20,7 mln zł (+3% r/r).

Tabela 9. Votum; Prognozy finansowe na I kw. 2025

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 23	I kw. 24	II kw. 24	III kw. 24	IV kw. 24	I kw. 25P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:	
								I kw. 24	I kw. 25P
Sprzedaż	118,5	77,4	101,7	88,6	139,7	81,3	5%	19%	19%
Zysk na sprzedaży	48,7	19,7	37,1	24,8	66,8	26,8	36%	13%	17%
Marża zysku na sprzedaży	41,1%	25,4%	36,5%	27,9%	47,9%	33,0%	-	-	-
EBITDA	49,1	21,6	31,4	25,8	67,6	28,2	31%	15%	17%
Marża EBITDA	41,4%	27,9%	30,9%	29,2%	48,4%	34,7%	-	-	-
EBIT	48,1	20,5	30,2	24,4	65,8	26,8	31%	15%	17%
Marża EBIT	40,6%	26,4%	29,7%	27,6%	47,1%	33,0%	-	-	-
Zysk brutto	49,6	24,8	29,7	23,8	64,9	25,9	4%	17%	17%
Marża zysku brutto	41,8%	32,1%	29,2%	26,9%	46,5%	31,9%	-	-	-
Zysk netto	39,9	20,2	22,7	18,7	51,3	20,7	3%	18%	17%
Marża zysku netto	33,7%	26,0%	22,3%	21,2%	36,7%	25,4%	-	-	-

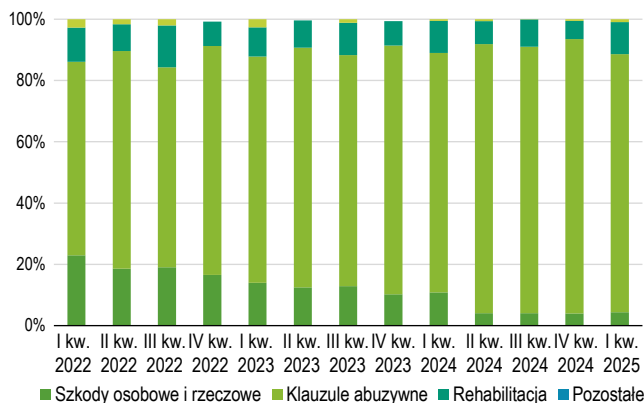
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



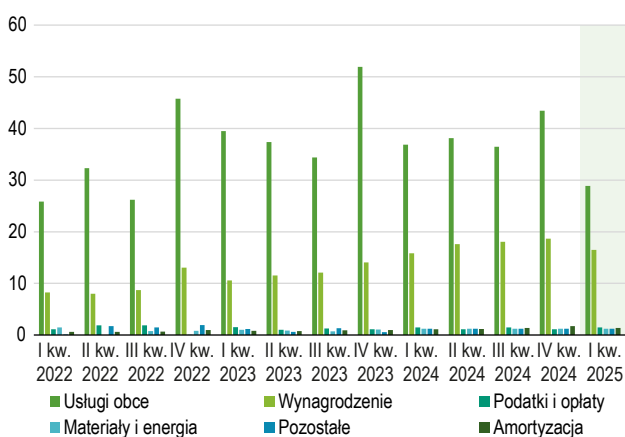
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



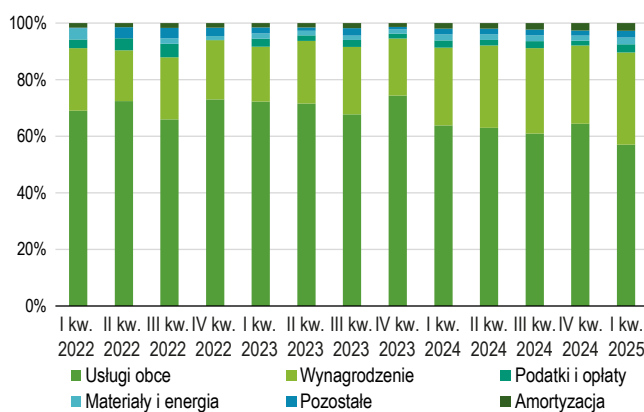
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według rodzaju w ujęciu kwartalnym



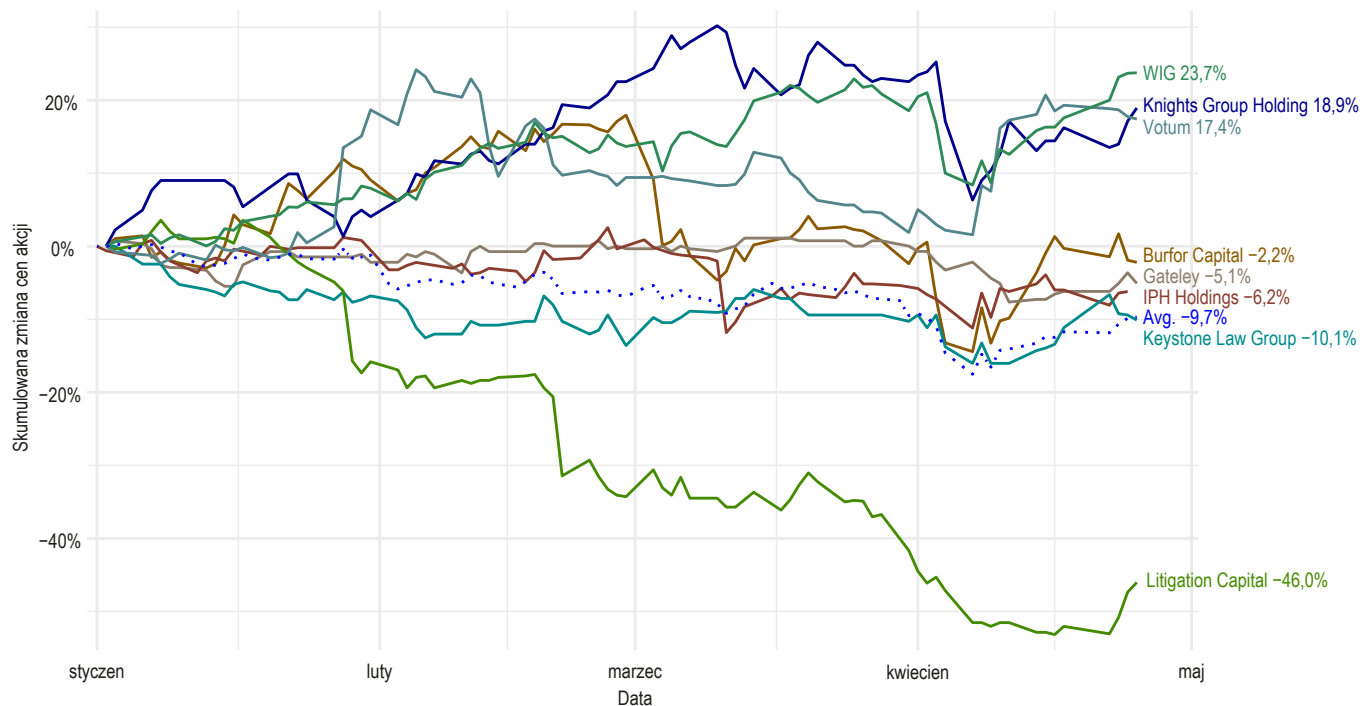
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 5. Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 1 stycznia 2025 r.



Źródło: DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 10. Votum; Rachunek wyników

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	302,2	387,1	407,4	435,0	432,6	403,7
Koszt własny sprzedaży	184,3	227,4	259,0	278,1	273,2	263,9
Zysk na sprzedaży	117,9	159,8	148,4	156,9	159,4	139,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-6,4	-1,1	-7,4	-1,3	-0,4	-0,4
EBITDA	114,4	162,2	146,4	161,4	165,3	145,5
EBIT	111,5	158,7	141,0	155,7	159,0	139,5
Przychody finansowe	3,1	11,0	9,2	4,0	10,3	10,6
Koszty finansowe	-3,4	-3,8	-6,9	-8,8	-4,2	-3,8
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	111,3	165,9	143,3	150,9	165,2	146,3
Podatek dochodowy	19,4	32,0	27,9	28,7	32,1	28,5
Zyski mniejszości	0,7	2,0	2,6	2,3	1,3	1,2
Zysk netto	91,1	131,9	112,9	119,9	131,7	116,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Bilans

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	86,2	161,9	262,9	283,9	280,9	263,7
Rzeczowe aktywa trwałe	28,8	30,0	38,9	44,9	43,2	41,6
Aktywa niematerialne	1,0	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Wartość firmy	15,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Majątek finansowy	40,6	127,6	219,8	234,7	233,4	217,8
Majątek obrotowy	188,8	269,4	318,2	288,9	359,0	366,6
Należności handlowe	177,2	255,7	256,7	152,3	108,1	80,7
Pozostałe należności	1,2	1,5	1,2	1,3	1,3	1,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	10,4	12,2	60,4	135,4	249,6	284,7
Aktywa	275,7	432,0	581,1	572,8	639,9	630,4
Kapitały własne	153,3	242,9	321,8	379,8	451,4	508,1
Zobowiązania	122,4	189,1	259,3	193,1	188,5	122,2
Zobowiązania długoterminowe	51,0	103,2	134,4	130,0	126,3	64,1
Dług odsetkowy	8,1	12,5	5,4	4,8	4,4	3,9
Leasing	3,2	3,8	8,5	8,9	9,4	9,9
Rezerwy, inne	39,6	86,8	120,6	116,2	112,6	50,3
Zobowiązania krótkoterminowe	71,5	85,9	124,8	63,1	62,2	58,1
Dług odsetkowy	13,1	6,8	9,1	8,2	7,4	6,7
Leasing	1,6	1,4	3,0	3,1	3,3	3,4
Rezerwy, inne	55,2	77,2	109,0	47,9	47,6	44,4
Zobowiązania handlowe	1,5	0,5	3,7	3,9	3,9	3,7
Pasywa	275,7	432,0	581,1	572,8	639,9	630,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Przepływy pieniężne

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	18,4	41,0	108,1	149,9	179,9	101,2
Zysk brutto	111,3	165,9	143,3	150,9	165,2	146,3
Amortyzacja	2,8	3,5	5,4	5,8	6,3	6,0
Zmiana majątku obrotowego	33,3	31,9	46,8	23,1	40,1	-25,2
Pozostałe	-128,9	-160,3	-87,4	-29,8	-31,6	-25,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,5	-2,9	-15,6	-11,9	-4,6	-4,4
Nakłady inwestycyjne	-1,4	-2,4	-6,2	-11,9	-4,6	-4,4
Pozostałe	0,9	-0,5	-9,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-11,7	-36,3	-44,3	-62,9	-60,7	-60,5
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-4,2	-2,2	-4,9	-1,5	-1,3	-1,2
Wypłata dywidend	-4,9	-30,1	-34,8	-62,0	-60,0	-60,0
Pozostałe	-2,6	-4,0	-4,6	0,6	0,6	0,6
Zmiana środków pieniężnych	6,2	1,8	48,1	75,2	114,7	36,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż (mln zł)	302,2	387,1	407,4	435,0	432,6	403,7
Marża brutto	39%	41%	36%	36%	37%	35%
EBIT (mln zł)	114,4	162,2	146,4	161,4	165,3	145,5
EBITDA (mln zł)	111,5	158,7	141,0	155,7	159,0	139,5
Zysk brutto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	119,9	131,7	116,7
Zysk netto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	119,9	131,7	116,7
EPS (zł)	7,6	11,0	9,4	10,0	11,0	9,7
Dług netto (mln zł)	10,8	7,1	-45,8	-122,3	-237,8	-274,1
BPS (zł)	12,8	20,2	26,8	31,6	37,6	42,3
DPS (zł)	0,41	2,51	2,90	5,17	5,00	5,00
Zwrot z kapitału własnego	82%	67%	40%	34%	32%	24%
Zwrot z aktywów	45%	37%	22%	21%	22%	18%
Amortyzacja (mln zł)	2,8	3,5	5,4	5,8	6,3	6,0
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	3,6	96,6	149,1	219,5	170,3	78,9
Capex (mln zł)	1,4	2,4	6,2	11,9	4,6	4,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Dodatkowe Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	56%	56%	55%	66%	71%	81%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	50%	39%	23%	6%	-1%	4%
Wskaźnik bieżący	2,6	3,1	2,5	4,6	5,8	6,3
Wskaźnik szybki	2,6	3,1	2,5	4,6	5,8	6,3
Rotacja należności kr. w dniach	144	204	230	172	110	85
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-8	-2	-3	-5	-5	-5
Rentowność						
ROA	44,6%	37,3%	22,3%	20,8%	21,7%	18,4%
ROE	82,0%	66,6%	40,0%	34,2%	31,7%	24,3%
ROCE	16,5%	14,8%	9,2%	8,0%	7,5%	5,8%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,5	1,1	0,8	0,8	0,7	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	13,7%	11,2%	7,0%	6,7%	6,6%	5,5%
Efektywna stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Koszty finansowe / EBIT	3%	2%	5%	6%	3%	3%
Dług netto / EBITDA	9%	4%	-31%	-76%	-144%	-188%
EBITDA / koszty finansowe	33,4	42,7	21,3	18,4	39,2	38,3
Dane na akcję						
Zysk na akcję	7,59	10,99	9,41	9,99	10,97	9,72
Zysk na akcję, skor.	7,59	10,99	9,41	9,99	10,97	9,72
Wartość księgowa na akcję	12,77	20,24	26,82	31,65	37,62	42,34
EBITDA na akcję	9,53	13,52	12,20	13,45	13,78	12,13
EBIT na akcję	9,29	13,23	11,75	12,97	13,25	11,62
Dług netto na akcję	0,90	0,59	-3,82	-10,19	-19,82	-22,84
Dywidenda na akcję	0,41	2,51	2,90	5,17	5,00	5,00
Zysk gotówkowy na akcję	7,83	11,28	9,86	10,47	11,50	10,23
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	3,5	3,9	3,7	3,8	3,5	3,9
Cena / Wartość księgowa	2,1	2,1	1,3	1,2	1,0	0,9
EV na akcję	27,1	43,0	31,3	28,2	18,6	15,6
EV/EBITDA	2,8	3,2	2,6	2,1	1,3	1,3
EV/EBIT	2,9	3,2	2,7	2,2	1,4	1,3

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

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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 wymaga tego dany przypadek.

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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	31	6	5	0	5
Procenty	45%	36%	7%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	38	11	5	0	5
Procenty	31%	44%	13%	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.

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

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen 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.

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	28.04.2025	3%	-12%	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 ↓
Michał Sobolewski	-	→	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	31,60	48,50 →
Michał Sobolewski	-	→	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	36,65	48,50 →
Michał Sobolewski	-	→	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	37,00	48,50 →
Michał Sobolewski	-	→	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	35,95	48,50 →
Michał Sobolewski	-	→	03.04.2025	03.04.2025	-	-	-	32,80	48,50 →

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analitik	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Michał Sobolewski	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	37,00	48,50	→
Michał Sobolewski	Kupuj	↑	28.04.2025	-	28.04.2025	Nie później niż 28.04.2026	-	-	38,40	56,60	↑

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	Przeważają	—	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	Przeważają	↑	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	Przeważają	→	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	Przeważają	↑	13.05.2024	-	13.05.2024	29.05.2024	43,65	-13%
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	29.05.2024	-	29.05.2024	28.04.2025	37,30	-12%
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	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	31,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	36,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	37,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	35,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	03.04.2025	03.04.2025	-	32,80	-

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analitik	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Michał Sobolewski	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	37,00	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	28.04.2025	-	28.04.2025	Nie później niż 28.04.2026	38,40	-

* 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: 28 kwietnia 2025 r., godz. 17:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 28 kwietnia 2025 r., godz. 17:55.

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 to 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 Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

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