

33/2025/GPW (82) 8 października 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

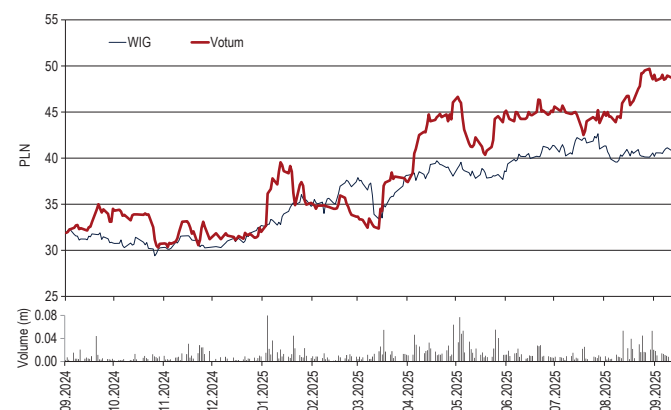
Votum

Rekomendowane działanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za II kw. 2025 roku	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy	4
Prognozy finansowe	6
Wycena	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	9
Czynniki ryzyka	12
Katalizatory	12
Przewagi konkurencyjne	12
Zastrzeżenia prawne	13

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

Votum

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działania

Ze względu na zaawansowany etap rozwoju segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytów walutowych postrzegamy Votum dziś jako dojrzałą spółkę o charakterze dywidendowym. Niedawna decyzja o wypłacie dywidendy zaliczkowej tylko potwierdza tę tezę. Co więcej, naszym zdaniem zdolność dywidendowa poprawia się ze względu na wzrost znaczenia postępowań ugodowych i zmianę strategii części banków, co przekłada się na szybsze zamykanie spraw, przyspieszenie przychodów i tym samym rekordowe zyski i przepływy pieniężne. Dlatego też perspektywy dla płatności dywidend wydają się pierwszorzędne, co potwierdza obecna polityka dywidendy sygnalizując stabilne dochody i zdolność do wypłaty regularnych i atrakcyjnych dywidend przynajmniej w horyzoncie kilku najbliższych lat.

Segment dochodzenia roszczeń z tytułu kredytowych umów walutowych – mimo iż dynamika jest spadkowa – cały czas pozyskuje nowych klientów, a ostatnie działania reklamowe (spoty telewizyjne) dają szansę na utrzymanie sprzedaży w tym roku. Niemniej jednak, w perspektywie najbliższych lat, wraz ze stopniowym wyczerpywaniem się potencjału wadliwych umów kredytów walutowych

33/2025/GPW (82) 8 października 2025

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Kurs: 48,45 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 59,4 zł (↓)

Kapitalizacja: 159 mln US\$

Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,17 mln US\$

12M przedział kursowy: 30,30-49,70 zł

Free float: 37%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	mln zł	407,4	495,2	488,2	363,2
EBITDA	mln zł	146,4	199,1	190,7	113,1
EBIT	mln zł	141,0	192,4	184,5	107,2
Zysk netto	mln zł	112,9	154,5	151,9	90,1
EPS	zł	9,41	12,87	12,66	7,51
Zmiana EPS r/r	%	-14	37	-2	-41
Dług (gotówka) netto	mln zł	-45,8	-139,8	-282,8	-334,8
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	-34,4	-127,7	-270,2	-321,5
P/E	x	5,2	3,8	3,8	6,5
P/C	x	4,9	3,6	3,7	6,1
EV/EBITDA	x	3,7	2,2	1,6	2,2
EV/EBIT	x	3,8	2,3	1,6	2,3
DPS	zł	2,90	5,00	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	%	6,0	10,3	10,3	10,3
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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
5. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 7 maja
6. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2025: 27 maja
7. Dzień dywidendy: 30 maja
8. Dzień wypłaty dywidendy: 6 czerwca
9. Skonsolidowany raport za I poł. 2025: 23 września
10. Decyzja o wypłacie dywidendy zaliczkowej w wys. 1,67 zł na akcję: 23 września

Najbliższe wydarzenia

1. Dzień dywidendy zaliczkowej: 21 października
2. Dzień wypłaty dywidendy zaliczkowej: 28 października
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2025: 25 listopada
4. Wyrok TSUE w sprawie C-566/24 dot. wymogów informacyjnych przy kredytowaniu prowizji (SKD): najwcześniej przełom 2025/26
5. Wyrok TSUE w sprawie C-831/24 dot. badanie umowy kredytowej przez sąd (SKD): najwcześniej 2025/26
6. Wyrok TSUE w sprawie C-744/24 dot. praktyki naliczania odsetek (SKD): 2026

coraz ważniejsze będą nowe obszary działalności, a jednym z nich jest sankcja kredytu darmowego, gdzie Votum konsekwentnie widzi przestrzeń do wzrostu, jednak warunkiem koniecznym jest ustalenie się jednolitej linii orzeczniczej, co najprawdopodobniej znowu rozstrzygnie się przed TSUE. Inne pomysły to ekspansja w segmentach

szkód górniczych i rehabilitacji. Wśród ryzyk widzimy możliwe opóźnienia w orzecznictwie TSUE, zmiany legislacyjne oraz tempo absorpcji nowych segmentów.

Biorąc pod uwagę: (i) spodziewane rekordowe wyniki tego roku, (ii) regularne płatności znaczących dywidend w kolejnych latach, oraz (iii) dalszy potencjał wobec naszej wyceny, podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Kupuj dla akcji Votum. Jednocześnie w perspektywie krótkoterminowej nie dostrzegamy na ten moment krótkookresowych katalizatorów, stąd nasza rekomendacja Neutralnie pozostaje bez zmian.

Wyniki finansowe za II kw. 2025 roku

W II kwartale 2025 roku Grupa Votum odnotowała przychody ze sprzedaży na poziomie 115,7 mln zł, co oznacza wzrost o 14% r/r, ale jednocześnie nieco poniżej naszych prognoz. Chociaż spodziewaliśmy się lepszego poziomu sprzedaży, okazał się on trochę słabszy kw./kw. dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, którego sprzedaż wyniosła 99 mln zł (cały czas z dodatnim wzrostem (+16%) w ujęciu rocznym). Widać tutaj nieco mniejszą ilość zawartych ugód niż w poprzednim kwartale. Inne segmenty też zanotowały wzrosty, co szczególnie cieszy w kontekście segmentu spraw odszkodowawczych, gdzie od dłuższego czasu dynamiki były ujemne (miało to cały czas związek z malejącą wartością przychodów ze szkód w pojazdach wskutek zaniechania tej działalności). Podobnie, segment rehabilitacyjny wygenerował

blisko 8 mln zł przychodu przy dobrej dynamice rocznej (+8% r/r). Jednakże rola segmentów innych niż bankowy jest obecnie drugoplanowa, gdyż ze względu na wciąż wysoki wolumen spraw wynik jest determinowany przede wszystkim przez obszar związany z kredytami frankowymi. Mimo to odwrócenie ujemnych dynamik sprzedażowych jest niewątpliwie dobrym sygnałem. Na poziomie operacyjnym II kwartał charakteryzował się wolniejszym tempem wzrostu sprzedaży niż w rekordowym I kwartale, co wynikało z niższej dynamiki rozliczeń spraw. Jednocześnie utrzymano wysoką dyscyplinę kosztową, co pozwoliło na poprawę rentowności i utrzymanie marż znacząco powyżej średnich historycznych.

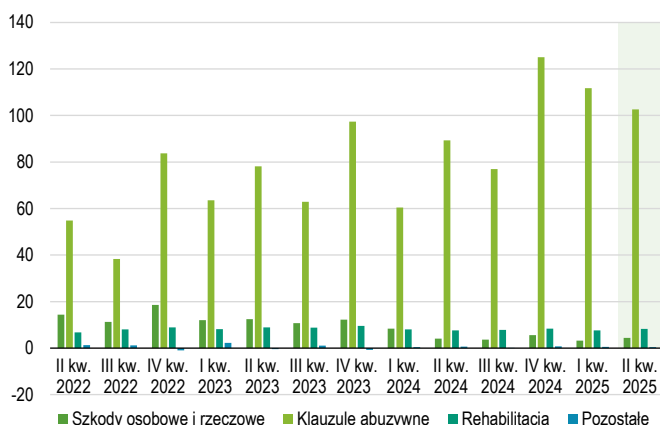
Dobra rentowność, wysokie marże. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 48,2 mln zł (+53% r/r) i 46,5 mln zł (+54% r/r) i okazały się lekko poniżej naszych oczekiwań. Rentowność pozostawała bardzo wysoka przekraczając nasze oczekiwania. Marża EBITDA sięgnęła 41,7% (vs. 30,9% w II kw. 2024), a marża EBIT 40,2% (wobec 29,7% rok wcześniej). W obu przypadkach spodziewaliśmy się marż niższych o kilka punktów procentowych. Na poziomie operacyjnym II kwartał charakteryzowało wolniejsze tempo wzrostu sprzedaży niż w rekordowym I kwartale, co wynikało z niższej dynamiki rozliczeń spraw. Jednocześnie utrzymano wysoką dyscyplinę kosztową (pomaga tutaj digitalizacja i m.in. aplikacja *Moja Sprawa*), co pozwoliło na poprawę rentowności i utrzymanie marż znacząco powyżej średnich historycznych.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w II kw. 2025

MSSF skonsolidowane (mln zł)					Wyniki wobec								Realizacja całorocznej prognozy w:			
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	oczekiwań	II kw.	zmiana	I-II kw.	I-II kw.	zmiana	II kw.	II kw.	I-II	I-II
	24	24	24	24	25	25	DM BOŚ	25P	r/r	24	25	r/r	24	25	kw. 24	kw. 25
Sprzedaż	77,4	101,7	88,6	139,7	123,1	115,7	↓	138,1	14%	179,1	238,9	33%	25%	23%	44%	48%
Zysk na sprzedaży	19,7	37,1	24,8	66,8	54,5	46,8	↓	50,5	26%	56,8	101,3	78%	25%	24%	38%	51%
Marża zysku na sprzedaży	25,4%	36,5%	27,9%	47,9%	44,3%	40,4%	-	36,6%	-	31,7%	42,4%	-	-	-	-	-
EBITDA	21,6	31,4	25,8	67,6	51,6	48,2	↓	52,0	53%	53,0	99,8	88%	21%	24%	36%	50%
Marża EBITDA	27,9%	30,9%	29,2%	48,4%	41,9%	41,7%	-	37,6%	-	29,6%	41,8%	-	-	-	-	-
EBIT	20,5	30,2	24,4	65,8	49,9	46,5	↓	50,5	54%	50,7	96,5	90%	21%	24%	36%	50%
Marża EBIT	26,4%	29,7%	27,6%	47,1%	40,6%	40,2%	-	36,6%	-	28,3%	40,4%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	24,8	29,7	23,8	64,9	54,1	47,9	→	50,0	61%	54,6	101,9	87%	21%	24%	38%	52%
Marża zysku brutto	32,1%	29,2%	26,9%	46,5%	43,9%	41,4%	-	36,2%	-	30,5%	42,7%	-	-	-	-	-
Zysk netto	20,2	22,7	18,7	51,3	43,6	35,9	↓	39,7	58%	42,8	79,5	86%	20%	23%	38%	51%
Marża zysku netto	26,0%	22,3%	21,2%	36,7%	35,4%	31,0%	-	28,7%	-	23,9%	33,3%	-	-	-	-	-

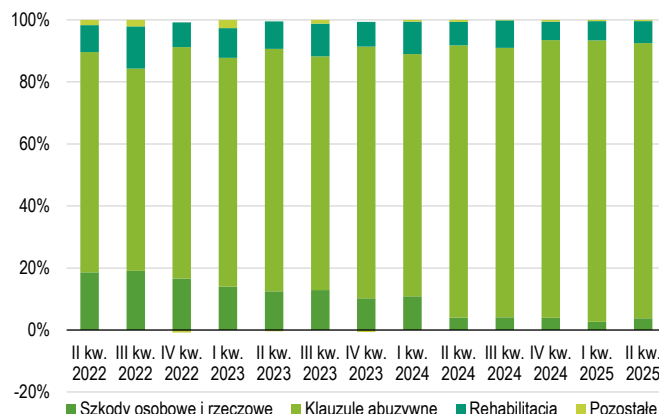
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



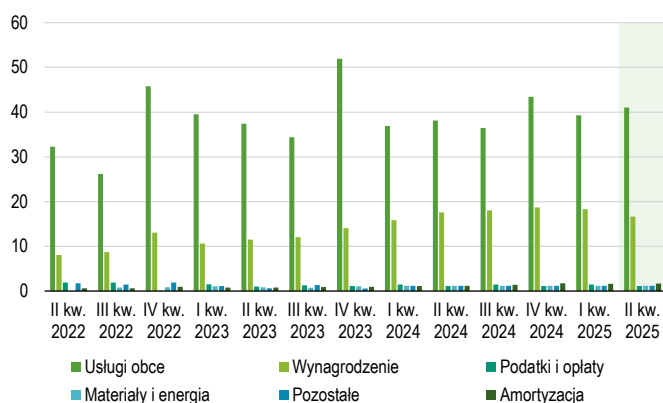
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



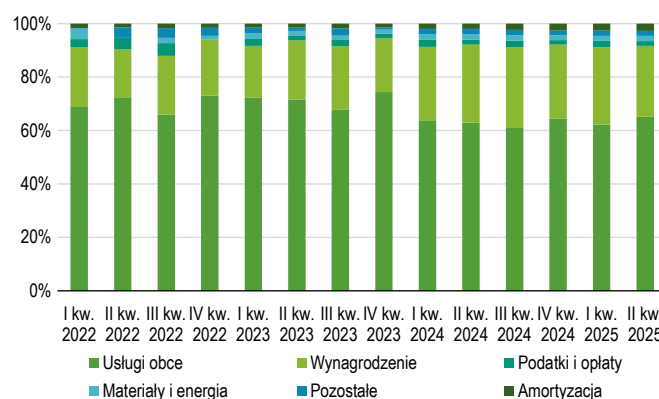
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według rodzaju w ujęciu kwartalnym



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



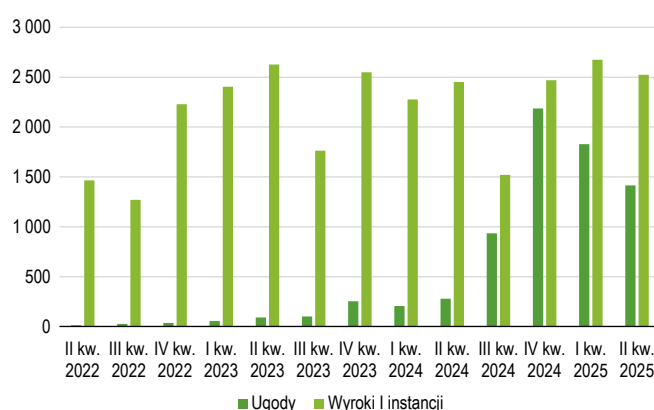
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Podatek wyższy niż zakładany. W II kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły 1,3 mln zł wobec -0,5 mln zł w II kw. 2024 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%, powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wys. 35,9 mln zł okazał się lekko niższy od naszych prognoz. Podsumowując, II kwartał br. przyniósł wzrost zysków i utrzymanie wysokich marż pomimo niższych niż zakładaliśmy przychodów.

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Wzrost dynamiki spraw frankowych. Zarząd wskazał, że w I pol. br. liczba rozliczonych spraw frankowych (1 285) przewyższyła wynik całego 2024 roku (934), a wolumen ugód w samym I półroczu (ponad 3 242) niemal zrównał się z wynikiem za cały 2024 (3 605). Wzrost liczby rozpraw wspiera

Wykres 5. Votum; Liczba wyroków I instancji i liczba ugód.



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

zarówno wolumen wyroków, jak i pozyskiwanie nowych kontraktów poprzez program poleceń. Jest to kluczowy czynnik realizacji celu sprzedażowego na 2025 rok.

Perspektywa sprzedaży i struktura portfela.

Spółka dąży do powtórzenia wyniku sprzedażowego z 2024 roku (8 tys. kontraktów). I półrocze br. było słabsze o 7% wobec II poł. 2024, niemniej dane dla sierpnia pokazują odwrócenie tendencji. Co więcej, struktura portfela rozszerza się poza dominujące wcześniej umowy dotyczące CHF – obecnie już 21% spraw dotyczy kredytów w EUR, z rosnącym udziałem kredytów już spłaconych (47% na koniec sierpnia vs. 32% w 2024). Zarząd podkreślił znaczenie nowej kampanii marketingowej (pierwszy raz Votum korzysta z TV jako nośnika reklamy, do tego kampania wspierana jest przez takie kanały jak Internet czy social media) z udziałem Anny Dereszowskiej, mającej zwiększyć świadomość i akwizycję klientów.

Strategia rozwoju i dywersyfikacja oferty produktowej.

Votum nie prowadzi obecnie intensywnej akwizycji w segmencie sankcji kredytu darmowego oczekując na dalsze kluczowe rozstrzygnięcia TSUE. Działania sprzedażowe są skoncentrowane na kredytach frankowych. Dodatkowo zapowiedziana została ekspansja w obszarze szkód górniczych oraz kontynuacja inwestycji w segment rehabilitacji i opieki senioralnej.

Votum widzi w obszarze szkód górniczych duży potencjał, zbliżony do obszaru spraw szkód osobowych. W perspektywie lat 2025–2026 Votum zakłada dynamiczny rozwój kontraktów, mimo konieczności przełamania barier świadomości społecznej w regionach górniczych.

Orzecznictwo – Sankcja Kredytu Darmowego.

W zakresie sankcji kredytu darmowego SN w lipcu skierował pytania do TSUE, co w ocenie zarządu zwiększa szanse na ujednolicenie korzystnej linii orzeczniczej. Spółka aktywnie uczestniczy w postępowaniach przed TSUE traktując ten obszar jako kluczowy kierunek wzrostu. Obecnie strategia procesowa obejmuje etap interwencji i mediacji przed Rzecznikiem Finansowym, co ma zwiększyć szanse na polubowne rozwiązania.

Według zarządu kluczowe rozstrzygnięcie TSUE w sprawie sankcji kredytu darmowego (C-566) powinno zapaść na przełomie 2025/2026 roku. Decyzja ta będzie fundamentalna dla przyszłego kształtu orzecznictwa i może otworzyć drogę do masowych roszczeń konsumentów.

Tabela 2. Votum; Istotne rozstrzygnięcia TSUE w sprawie SKD

Nr sprawy TSUE	Kraj	Data wyroku	Zagadnienie
C-377/14	Czechy	21 kwietnia 2016	całkowita kwota kredytu i kwota wypłat określają całość kwot udostępnianych konsumentowi, czyli bez kredytowanych kosztów (kwoty związane z kosztami jak np. prowizja nie są w rzeczywistości wypłacane konsumentowi)
C-714/22	Bułgaria	21 marca 2024	obliczenie RRSO bez uwzględnienia wszystkich ponoszonych przez konsumenta kosztów w rażący sposób narusza jego interes
C-677/23	Słowacja	21 marca 2024	założenia przyjęte do obliczenia rzeczywistej rocznej stopy oprocentowania (RRSO) muszą być wyraźnie wskazane w umowie o kredyt i nie wystarczy w tym względzie, aby konsument mógł je sam zidentyfikować analizując warunki tej umowy

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 3. Votum; Nachodzące wyroki TSUE istotne dla spraw SKD

Nr sprawy TSUE	Data złożenia wniosku	Sąd odsyłający	Strony postępowania głównego	Przewidywany termin wyroku	Główne zagadnienie
C-566/24	21 sierpnia 2024 r.	Sąd Rejonowy dla Łodzi-Sródmieścia w Łodzi	Helpfind Recovery sp. z o.o. przeciwko Santander Bank Polska S.A.	2025/26	Skutki kredytowania kosztów pozaodsetkowych i brak informacji o tym – automatyzm SKD czy badanie wpływu na konsumenta
C-831/24	5 grudnia 2024 r.	Sąd Rejonowy w Białymstoku	K.J. przeciwko P.	2026	Obowiązek sądu krajowego do badania umowy kredytowej z urzędu w kontekście naruszeń uprawniających do SKD
C-744/24	24 października 2024 r.	Sąd Okręgowy we Wrocławiu	P.W. przeciwko Pekao S.A.	2026	Praktyka naliczania odsetek od kosztów pozaodsetkowych w kredytach konsumenckich i jej zgodność z prawem UE

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Polityka dywidendy. Zarząd potwierdził wypłatę dywidendy w stałej wysokości 60 mln zł rocznie (5 zł na akcję) w latach 2025–2027. Do końca października br. suma wypłaconych dywidend i zaliczek wyniesie 5 zł na akcję. Zarząd podkreślił, że Spółka staje się stabilnym podmiotem dywidendowym przy jednoczesnym zachowaniu zdolności inwestycyjnych.

Sezonowość w nadchodzących wynikach III kwartału. Zarząd podkreślił, że liczba posiedzeń sądowych w sierpniu była sezonowo niższa, ale jednocześnie wyższa niż w latach poprzednich. Sezonowość będzie mniej widoczna niż dawniej, ponieważ coraz większe znaczenie w wynikach mają ugody, które generują przepływy pieniężne niezależne od kalendarza sądowego.

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za I pół. br. wprowadzamy kilka zmian do naszej prognozy.

- Dostrzegamy nieco wolniejszą akwizycję nowych klientów w obszarze abuzywnych kredytów walutowych w I połowie tego roku i w efekcie lekko korygujemy w dół nasze prognozy dla segmentu bankowego.
- Zakładamy niską akwizycję w obszarze kredytów konsumpcyjnych ze względu na brak definitywnych rozstrzygnięć prawnych na ten moment i biorąc pod uwagę obecną politykę sprzedażową. Nadal uważamy, że jest za wcześnie na uwzględnianie przychodów „*success-fee*” w tym obszarze ze względu na duże rozbieżności linii orzecniczej, a Trybunał Stanu UE nie wydał jeszcze najważniejszych wyroków.

- Zakładamy utrzymanie sprzedaży w segmencie odszkodowawczym w tym roku w II połowie, po zanotowaniu dodatniej dynamiki w II kwartale. W latach kolejnych prognozujemy nieco wyższą dynamikę przychodów segmentu w związku z uwzględnieniem pierwszych przychodów z usług dochodzenia roszczeń ze szkód górniczych.

- Uwzględniamy wyższe koszty marketingu w II połowie br., co jest związane z nową kampanią marketingową.

Wyżej wymienione zmiany skutkują obniżeniem naszych prognoz netto dla Grupy Votum na 2025 i 2026 rok odpowiednio o 4% i 9%.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych (negatywny wpływ), przesunięcie horyzontu wyceny oraz lekki spadek stopy wolnej od ryzyka (oba czynniki z lekko pozytywnych wpływem) spowodowały zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej (80%-20%), która obecnie wynosi 59,4 zł (poprzednio 62,4 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 49,3 zł (poprzednio 50,4 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 99,6 zł (poprzednio 110,4 zł) na akcję.

Tabela 5. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga: 80%	49,3
Wycena porównawcza – waga 20%	99,6
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	59,4
Cena rynkowa	48,5
Potencjał zmiany	23%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	495,2	515,7	-4%	488,2	510,3	-4%	363,2	404,2	-10%
EBITDA	199,1	206,1	-3%	190,7	208,5	-9%	113,1	142,3	-21%
EBIT	192,4	199,8	-4%	184,5	202,3	-9%	107,2	136,4	-21%
Zysk netto	154,5	160,9	-4%	151,9	166,4	-9%	90,1	114,0	-21%

Źródło: prognozy 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	95%	95%	95%	95%	95%	96%	96%	95%	95%	95%	95%
Udział długu	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
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)	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	13,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)											
Sprzedaż	495,2	488,2	363,2	298,8	168,8	150,7	122,4	132,5	136,4	140,4	144,5
EBIT	192,4	184,5	107,2	60,2	28,5	26,3	11,7	21,7	16,2	17,3	18,4
EBIT*(1-t)	155,0	148,6	86,3	48,5	23,0	21,2	9,4	17,5	13,0	13,9	14,8
Amortyzacja	6,6	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,0	4,8	4,5	4,3	4,0
Zmiana kapitału pracującego	95,2	46,1	-31,3	21,5	4,3	-0,3	1,9	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Wydatki inwestycyjne	-11,9	-4,5	-4,3	-4,2	-4,0	-3,3	-3,1	-2,9	-2,8	-2,7	-2,5
FCFF	244,9	196,4	56,6	71,5	28,7	22,9	13,3	18,9	14,7	15,5	16,3

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezidualnym	1,0%
WACC w okresie rezidualnym	13,5%
Wartość rezidualna	131,5
Bieżąca wartość wartości rezidualnej	39,6
Bieżąca wartość FCFF	357,9
Udziały mniejszości	5,1
Wartość firmy	392,4
Zadłużenie netto	-139,8
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	60,0
Wartość kapitału akcyjnego	592,2
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	49,3

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezidualnym	WACC w okresie rezidualnym				
	13,1%	13,3%	13,6%	13,8%	14,1%
0,0%	49,2	49,1	49,1	49,0	49,0
0,5%	49,3	49,3	49,2	49,1	49,1
1,0%	49,5	49,4	49,3	49,3	49,2
1,5%	49,6	49,6	49,5	49,4	49,3
2,0%	49,8	49,7	49,6	49,6	49,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Burford Capital	-	-	-	8,1x	7,1x	7,3x	8,5x	7,2x	6,4x
Gateley	7,8x	7,4x	6,9x	10,1x	9,3x	8,8x	9,9x	11,2x	10,3x
IPH Limited	5,9x	5,8x	5,5x	6,5x	6,4x	6,1x	7,5x	7,4x	7,1x
Keystone Law Group	17,4x	16,3x	15,2x	20,0x	17,9x	16,6x	23,2x	20,9x	20,5x
Knights Group Holdings	5,6x	4,9x	4,3x	8,3x	7,0x	5,8x	8,2x	8,2x	7,0x
Mediana	5,9x	5,8x	5,5x	8,3x	7,1x	7,3x	8,5x	8,2x	7,1x
Votum	199,1	190,7	113,1	192,4	184,5	107,2	154,5	151,9	90,1
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	102,4	104,2	75,4	137,6	121,3	88,4	109,5	104,0	53,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)				99,6					

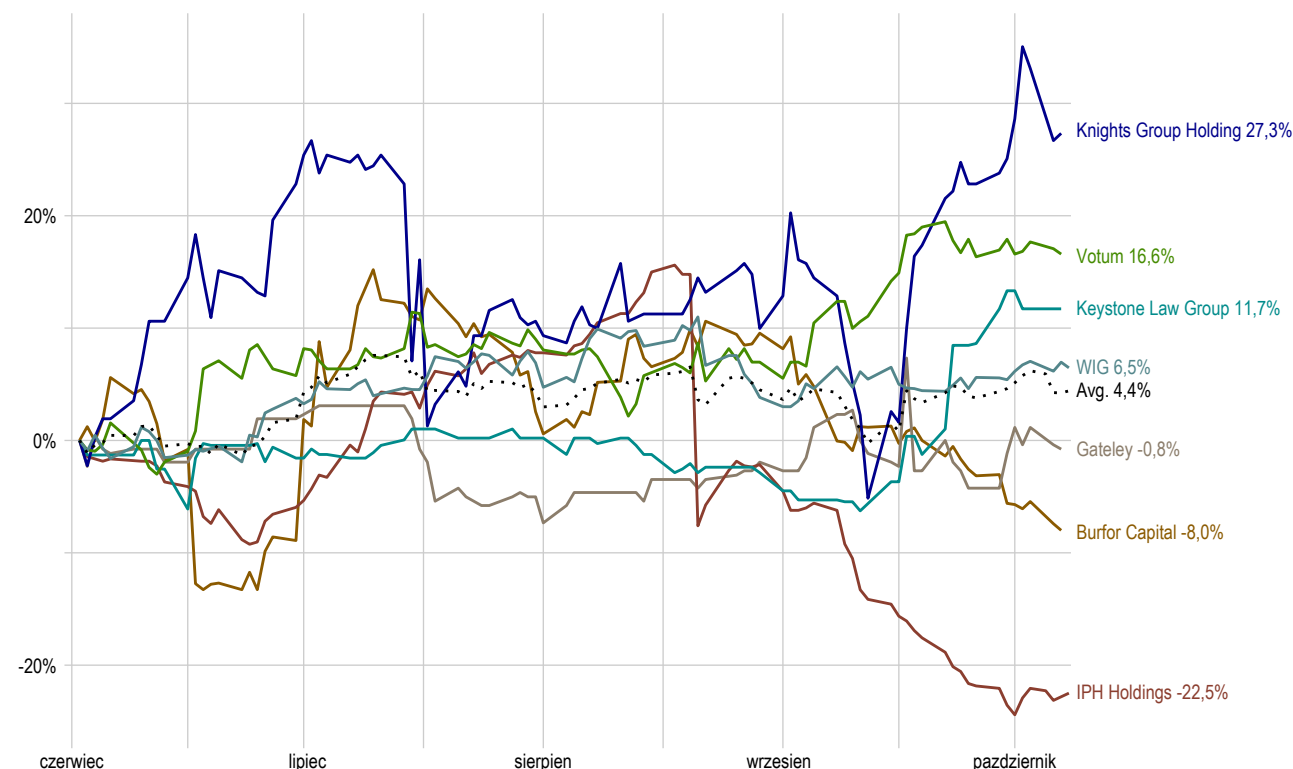
Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 10. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Burford Capital	-	-	-	76%	80%	74%	47%	51%	54%
Gateley	15%	15%	15%	11%	12%	12%	10%	8%	9%
IPH Limited	30%	30%	30%	27%	27%	27%	18%	17%	18%
Keystone Law Group	12%	12%	12%	11%	11%	11%	10%	10%	9%
Knights Group Holdings	26%	25%	26%	17%	18%	19%	13%	11%	12%
Mediana	20%	20%	21%	17%	18%	19%	13%	11%	12%
Votum	38%	42%	36%	37%	41%	35%	30%	34%	28%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wykres 6. Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 1 czerwca 2025 r.



Źródło: DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 11. Votum; Rachunek wyników

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	302,2	387,1	407,4	495,2	488,2	363,2
Koszt własny sprzedaży	184,3	227,4	259,0	296,6	303,3	255,6
Zysk na sprzedaży	117,9	159,8	148,4	198,6	185,0	107,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-6,4	-1,1	-7,4	-6,1	-0,5	-0,5
EBITDA	114,4	162,2	146,4	199,1	190,7	113,1
EBIT	111,5	158,7	141,0	192,4	184,5	107,2
Przychody finansowe	3,1	11,0	9,2	9,1	11,7	11,5
Koszty finansowe	-3,4	-3,8	-6,9	-5,1	-5,7	-5,7
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	196,4	190,5	113,0
Podatek dochodowy	19,4	32,0	27,9	39,0	37,1	22,0
Zyski mniejszości	0,7	2,0	2,6	2,9	1,5	0,9
Zysk netto	91,1	131,9	112,9	154,5	151,9	90,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Bilans

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	86,2	161,9	262,9	304,6	299,3	233,1
Rzeczowe aktywa trwałe	28,8	30,0	38,9	44,0	42,4	40,8
Aktywa niematerialne	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8
Wartość firmy	15,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Majątek finansowy	40,6	127,6	219,8	256,2	252,6	187,9
Majątek obrotowy	188,8	269,4	318,2	330,5	423,9	424,3
Należności handlowe	177,2	255,7	256,7	173,3	122,1	72,6
Pozostałe należności	1,2	1,5	1,2	1,4	1,4	1,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	10,4	12,2	60,4	155,7	300,4	350,6
Aktywa	275,7	432,0	581,1	635,1	723,2	657,4
Kapitały własne	153,3	242,9	321,8	416,3	508,2	538,3
Zobowiązania	122,4	189,1	259,3	218,8	215,1	119,1
Zobowiązania długoterminowe	51,0	103,2	134,4	146,7	142,6	62,5
Dług odsetkowy	8,1	12,5	5,4	5,9	6,5	5,9
Leasing	3,2	3,8	8,5	8,9	9,4	9,9
Rezerwy, inne	39,6	86,8	120,6	131,8	126,7	46,8
Zobowiązania krótkoterminowe	71,5	85,9	124,8	72,1	72,4	56,6
Dług odsetkowy	13,1	6,8	9,1	10,0	11,0	9,9
Leasing	1,6	1,4	3,0	3,1	3,3	3,4
Rezerwy, inne	55,2	77,2	109,0	54,5	53,7	40,0
Zobowiązania handlowe	1,5	0,5	3,7	4,5	4,4	3,3
Pasywa	275,7	432,0	581,1	635,1	723,2	657,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Przepływy pieniężne

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	18,4	41,0	108,1	166,0	207,6	116,6
Zysk brutto	111,3	165,9	143,3	196,4	190,5	113,0
Amortyzacja	2,8	3,5	5,4	6,6	6,1	5,9
Zmiana majątku obrotowego	33,3	31,9	46,8	5,4	47,1	12,8
Pozostałe	-128,9	-160,3	-87,4	-42,5	-36,1	-15,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,5	-2,9	-15,6	-11,9	-4,5	-4,3
Nakłady inwestycyjne	-1,4	-2,4	-6,2	-11,9	-4,5	-4,3
Pozostałe	0,9	-0,5	-9,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-11,7	-36,3	-44,3	-58,0	-57,8	-61,1
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	1,6	-1,8
Wypłata dywidend	-4,9	-30,1	-34,8	-60,0	-60,0	-60,0
Pozostałe	-2,6	-4,0	-4,6	0,6	0,6	0,6
Zmiana środków pieniężnych	6,2	1,8	48,3	96,1	145,3	51,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Marże:						
Marża brutto	39%	41%	36%	40%	38%	30%
Marża EBITDA	38%	42%	36%	40%	39%	31%
Marża operacyjna	37%	41%	35%	39%	38%	30%
Marża zysku przed opodatkowaniem	37%	43%	35%	40%	39%	31%
Marża zysku netto	30%	34%	28%	31%	31%	25%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54%	28%	5%	22%	-1%	-26%
EBITDA	469%	42%	-10%	36%	-4%	-41%
EBIT	539%	42%	-11%	36%	-4%	-42%
Zysk przed opodatkowaniem	578%	49%	-14%	37%	-3%	-41%
Zysk netto	804%	45%	-14%	37%	-2%	-41%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 15. Votum; Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż (mln zł)	302,2	387,1	407,4	495,2	488,2	363,2
Marża brutto	39%	41%	36%	40%	38%	30%
EBIT (mln zł)	114,4	162,2	146,4	199,1	190,7	113,1
EBITDA (mln zł)	111,5	158,7	141,0	192,4	184,5	107,2
Zysk brutto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	154,5	151,9	90,1
Zysk netto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	154,5	151,9	90,1
EPS (zł)	7,6	11,0	9,4	12,9	12,7	7,5
Dług netto (mln zł)	10,8	7,1	-45,8	-139,8	-282,8	-334,8
BPS (zł)	12,8	20,2	26,8	34,7	42,3	44,9
DPS (zł)	0,41	2,51	2,90	5,00	5,00	5,00
Zwrot z kapitału własnego	82%	67%	40%	42%	33%	17%
Zwrot z aktywów	45%	37%	22%	25%	22%	13%
Amortyzacja (mln zł)	2,8	3,5	5,4	6,6	6,1	5,9
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	3,6	96,6	149,1	244,9	196,4	56,6
Capex (mln zł)	1,4	2,4	6,2	11,9	4,5	4,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 16. Volum; Dodatkowe Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	56%	56%	55%	66%	70%	82%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	50%	39%	23%	6%	-1%	4%
Wskaźnik bieżący	2,6	3,1	2,5	4,6	5,9	7,5
Wskaźnik szybki	2,6	3,1	2,5	4,6	5,9	7,5
Rotacja należności kr. w dniach	144	204	230	158	110	98
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-8	-2	-3	-5	-5	-6
Rentowność						
ROA	44,6%	37,3%	22,3%	25,4%	22,4%	13,1%
ROE	82,0%	66,6%	40,0%	41,9%	32,9%	17,2%
ROCE	16,5%	14,8%	9,2%	9,8%	7,7%	4,1%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,5	1,1	0,8	0,8	0,7	0,5
Zysk operacyjny / aktywa	13,7%	11,2%	7,0%	7,9%	6,8%	3,9%
Efektywna stopa podatkowa	17%	19%	19%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	3%	2%	5%	3%	3%	5%
Dług netto / EBITDA	9%	4%	-31%	-70%	-148%	-296%
EBITDA / koszty finansowe	33,4	42,7	21,3	39,0	33,5	20,0
Dane na akcję						
Zysk na akcję	7,59	10,99	9,41	12,87	12,66	7,51
Zysk na akcję, skor.	7,59	10,99	9,41	12,87	12,66	7,51
Wartość księgowa na akcję	12,77	20,24	26,82	34,69	42,35	44,86
EBITDA na akcję	9,53	13,52	12,20	16,59	15,89	9,43
EBIT na akcję	9,29	13,23	11,75	16,04	15,38	8,93
Dług netto na akcję	0,90	0,59	-3,82	-11,65	-23,57	-27,90
Dywidenda na akcję	0,41	2,51	2,90	5,00	5,00	5,00
Zysk gotówkowy na akcję	7,83	11,28	9,86	13,42	13,17	8,00
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	3,5	3,9	3,7	3,8	3,8	6,5
Cena / Wartość księgowa	2,1	2,1	1,3	1,4	1,1	1,1
EV na akcję	27,1	43,0	31,3	36,8	24,9	20,5
EV/EBITDA	2,8	3,2	2,6	2,2	1,6	2,2
EV/EBIT	2,9	3,2	2,7	2,3	1,6	2,3

* 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 zlotowych
7. Wykształcenie mało korzystnej dla klientów linii orzeczniczej w obszarze Sankcji Kredytu Darmowego
8. Małe zainteresowanie ze strony kredytobiorców walutowych z już spłaconymi kredytami i w innych niż CHF walutach (EUR).
9. Niedobór siły roboczej
10. Zmiana taktyki procesowej banków i rezygnacja z apelacji do wyższej instancji skutkująca mniejszymi przychodami z KZP
11. Presja na wynagrodzenia
12. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
13. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
14. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
15. Presja na marże
16. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych
17. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
18. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
19. Potencjalne przejęcia nowych spółek
20. Potencjalne problemy z ciągłością działania sytemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)
21. Klęski żywiołowe wpływające negatywnie na działalność biznesową
22. 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. Rozwój cyfrowych kanałów sprzedaży.
12. Wprowadzenie nowych usług prawnych do oferty.
13. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
14. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny
15. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
16. 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	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	32	5	4	0	5
Procenty	47%	37%	6%	5%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	38	12	4	0	5
Procenty	31%	44%	14%	5%	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	26%	17%	38,40	56,60	↑
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	-	42,85	56,60	→
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	-	44,35	56,60	→
Michał Sobolewski	-	→	-	16.06.2025	16.06.2025	-	-	-	41,20	62,40	↑
Michał Sobolewski	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	-	45,15	62,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	-	44,70	62,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	-	43,80	62,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	04.09.2025	04.09.2025	-	-	-	44,35	62,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2025	08.10.2025	-	-	-	48,45	59,40	↓

* 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)

Analityk	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	16.06.2025	38,40	8%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	42,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	44,35	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	16.06.2025	-	16.06.2025	Nie później niż 16.06.2026	41,20	8%
Michał Sobolewski	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	45,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	44,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	43,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.09.2025	04.09.2025	-	44,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2025	08.10.2025	-	48,45	-

* 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 5.0” 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: 8 października 2025 r., godz. 17:40.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 8 października 2025 r., godz. 17:50.

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