

45/2025/GPW (109) 30 listopada 2025

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

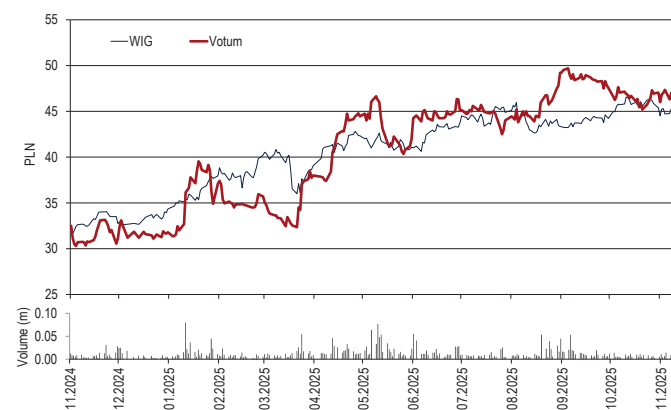
Votum

Rekomendowane działanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za III kwartał 2025 r.	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy	4
Prognozy finansowe	4
Wycena	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Czynniki ryzyka	10
Katalizatory	10
Przewagi konkurencyjne	10
Zastrzeżenia prawne	11

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 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 dywidendy wydają się znakomite, co potwierdza obecna polityka dywidendy sygnalizując stabilne dochody i zdolność do wypłaty regularnych i atrakcyjnych dywidend przynajmniej w horyzoncie kilku najbliższych lat.

W perspektywie najbliższych dwóch lat, wraz z wyczerpywaniem się potencjału wadliwych umów kredytów walutowych, dla Votum coraz ważniejsze będą nowe obszary działalności, a jednym z nich jest sankcja kredytu darmowego, gdzie Spółka widzi przestrzeń do wzrostu, jednak warunkiem koniecznym jest ustalenie się jednolitej linii orzecniczej, co najprawdopodobniej znowu rozstrzygnie się przed TSUE. Inne pomysły to ekspansja w segmentach

45/2025/GPW (109) 30 listopada 2025

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Kurs: 47,10 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 50,2 zł (↓)

Kapitalizacja: 155 mln US\$

Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,16 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	495,9	355,6	213,7
EBITDA	mln zł	146,4	200,3	106,6	29,4
EBIT	mln zł	141,0	193,5	100,4	23,5
Zysk netto	mln zł	112,9	155,8	84,5	22,0
EPS	zł	9,41	12,98	7,04	1,83
Zmiana EPS r/r	%	-14	38	-46	-74
Dług (gotówka) netto	mln zł	-45,8	-120,4	-218,3	-253,9
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	-34,4	-108,4	-205,7	-240,6
P/E	x	5,0	3,6	6,7	25,6
P/C	x	4,8	3,5	6,2	20,2
EV/EBITDA	x	3,5	2,2	3,2	10,5
EV/EBIT	x	3,7	2,3	3,4	13,1
DPS	zł	2,90	6,67	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	%	6,2	14,2	10,7	10,7
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Mnożniki obliczone na dzień 26.11.2025

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Decyzja o wypłacie dywidendy zaliczkowej w wys. 1,67 zł na akcję: 23 września
2. Dzień dywidendy zaliczkowej: 21 października
3. Dzień wypłaty dywidendy zaliczkowej: 28 października
4. Skonsolidowany raport za III kw. 2025: 21 listopada
5. Decyzja o wypłacie dywidendy zaliczkowej w wys. 1,67 zł na akcję: 21 listopada

Najbliższe wydarzenia

1. Orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego dotyczące służebności przesyłu: 2 grudnia
2. Dzień dywidendy zaliczkowej: 16 grudnia
3. Dzień wypłaty dywidendy zaliczkowej: 23 grudnia
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

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

Biorąc pod uwagę naszą zaktualizowaną, niższą cenę docelową, która odzwierciedla ostrożniejsze podejście do wyników oczekiwanych w 2026 roku uwzględniających szybsze wygaszanie portfela spraw frankowych, efekt kumulacji ugód oraz ograniczony napływ nowych klientów, obniżamy rekomendację

fundamentalną do Trzymaj. Dodatkowo nieustalona linia orzecznicza w obszarze sankcji kredytu darmowego podwyższa poziom ryzyka dla ścieżki wyników w 2027 roku i kolejnych latach, utrudniając precyzyjną ocenę potencjału segmentu. Jednocześnie wskazujemy, że istotnym katalizatorem mogą stać się najbliższe wyroki TSUE dotyczące SKD, które – w zależności od kierunku rozstrzygnięć – mogą istotnie zmienić skalę rynku oraz przyspieszyć proces komercjalizacji projektu. W perspektywie krótkoterminowej nadal uważamy, że akcje powinny zachowywać się Neutralnie wobec rynku.

Wyniki finansowe za III kwartał 2025 r.

W III kw. 2025 roku Grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 98,4 mln zł, co oznacza wzrost o 11% r/r, a nieco niższy poziom sprzedaży w ujęciu kwartalnym jest przede wszystkim konsekwencją niższej liczby wyroków w I instancji, co wynikało zarówno z sezonowości jak i rosnącej liczby spraw kończonych ugodą już na etapie sądowym, a to z kolei ogranicza wolumen rozliczeń w formule „success-fee”. Pozostałe segmenty działalności miały ograniczony wpływ na wyniki, ale widać przyspieszenie dynamiki przychodów w segmencie rehabilitacji (+10% r/r) i odwrotną sytuację w odszkodowawczym (-18% r/r). Podsumowując, mimo nieco niższych niż zakładaliśmy przychodów, III kwartał przyniósł przyzwoite przychody, dalszą poprawę rentowności i utrzymanie wysokich marż, a struktura portfela i wysoka aktywność w obszarze ugód zapowiadają kontynuację korzystnych trendów w kolejnych okresach.

Dobra rentowność, wysokie marże. EBITDA i wynik operacyjny w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 37,7 mln zł (+46% r/r) i 36,0 mln zł (+47% r/r), zasadniczo zgodnie z naszymi prognozami. Marża EBITDA sięgnęła 38,4% wobec 29,2% w III kw. 2024 roku, a marża EBIT 36,6% wobec 27,6% rok wcześniej. Utrzymanie wysokich marż było efektem (i) rosnącego udziału ugód, które generują szybsze przepływy pieniężne i obniżają koszty procesowe, (ii) kontynuacji wzrostu efektywności operacyjnej wynikającej z digitalizacji oraz (iii) wyraźnie zmniejszonego wolumenu apelacji banków, co skraca czas obsługi i ogranicza koszty prawne. Jednocześnie utrzymano dyscyplinę kosztową przy wolniejszej dynamice rozliczeń spraw, co przełożyło się na poprawę rentowności względem analogicznego okresu ub. roku.

Wynik netto. W III kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły 2,2 mln zł wobec -0,6 mln zł w III kw. 2024 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 21%, powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wys. 29,5 mln zł okazał się zgodny z naszymi prognozami. Podsumowując, III kwartał przyniósł silny wzrost zysków r/r i utrzymanie wysokich marż pomimo lekko niższych niż zakładane przychodów.

Przepływy pieniężne. Wyniki pokazują, że rosnąca liczba ugód i zmniejszenie liczby apelacji skutkują silną dynamiką przepływów pieniężnych. Wygenerowana gotówka pozwala zarazem finansować rozwój nowych projektów, jak i utrzymywać atrakcyjną politykę dywidendową. Idzie za tym rekomendacja zarządu o wypłatę kolejnej zaliczki 20 mln zł.

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)					Wyniki wobec									Realizacja całorocznej prognozy w:			
	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	oczekiwań	III kw.	zmiana	I-III kw.	I-III kw.	zmiana	III kw.	III kw.	I-III kw.	I-III kw.	
	24	24	24	25	25	25	DM BOŚ	25P	r/r	24	25	r/r	24	25	kw. 24	kw. 25	
Sprzedaż	101,7	88,6	139,7	123,1	115,7	98,4	↓	114,7	11%	267,7	294,6	10%	22%	22%	66%	65%	
Zysk na sprzedaży	37,1	24,8	66,8	54,5	46,8	34,0	↓	37,4	37%	81,5	117,5	44%	17%	18%	55%	63%	
Marża zysku na sprzedaży	36,5%	27,9%	47,9%	44,3%	40,4%	34,5%	-	32,6%	-	30,5%	39,9%	-	-	-	-	-	
EBITDA	31,4	25,8	67,6	51,6	48,2	37,7	→	38,7	46%	78,8	123,4	57%	18%	20%	54%	64%	
Marża EBITDA	30,9%	29,2%	48,4%	41,9%	41,7%	38,4%	-	33,7%	-	29,4%	41,9%	-	-	-	-	-	
EBIT	30,2	24,4	65,8	49,9	46,5	36,0	→	37,1	47%	75,2	119,4	59%	17%	19%	53%	64%	
Marża EBIT	29,7%	27,6%	47,1%	40,6%	40,2%	36,6%	-	32,3%	-	28,1%	40,5%	-	-	-	-	-	
Zysk brutto	29,7	23,8	64,9	54,1	47,9	38,2	→	36,6	60%	78,4	122,6	56%	17%	20%	55%	65%	
Marża zysku brutto	29,2%	26,9%	46,5%	43,9%	41,4%	38,9%	-	31,9%	-	29,3%	41,6%	-	-	-	-	-	
Zysk netto	22,7	18,7	51,3	43,6	35,9	29,5	→	29,0	58%	61,6	94,6	54%	17%	20%	55%	64%	
Marża zysku netto	22,3%	21,2%	36,7%	35,4%	31,0%	30,0%	-	25,3%	-	23,0%	32,1%	-	-	-	-	-	

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Silna dynamika ugód i ograniczenie liczby apelacji. Grupa podkreśliła dalszy wzrost liczby spraw rozliczonych bez składania apelacji przez banki – w III kw. 2025 było ich ponad 806 wobec 263 rok wcześniej. W ocenie zarządu trend ten się utrzyma, co powinno prowadzić do dalszej poprawy dynamiki rozliczeń i skrócenia czasu postępowań. Wzrost liczby ugód przyczynił się do spadku liczby wyroków I instancji, szczególnie, że część ugód zawierana jest już na etapie sądowym, co wzmacnia przepływ gotówki. Liczba zawartych ugód była zbliżona do rekordowego poziomu z IV kw. 2024, co świadczy o dużej skuteczności i sile negocjacyjnej Grupy.

Efektywność operacyjna i wzrost sprzedaży direct. Votum osiągnęło wysoką sprzedaż kontraktów w III kw. 2025 wspieraną skuteczną kampanią marketingową (m.in. pierwsza kampania telewizyjna z udziałem A. Dereszowskiej). W okresie od początku roku liczba zawartych umów sięgnęła 5 663. Sprzedaż bezpośrednia (przez własny call center) osiągnęła 31% w wrześniu–październiku, wobec 15% rok wcześniej. Grupa podtrzymała cel około 8 tys. nowych umów w obszarze kredytów walutowych. Widoczny jest rosnący udział spraw dotyczących kredytów spłaconych (48% w okresie styczeń–październik) i kredytów w EUR (22% od początku roku do października), co wskazuje na sukces w pozyskiwaniu nowych grup klientów.

Sankcja kredytu darmowego – oczekiwanie na wyroki TSUE. Spółka kontynuuje działania przygotowawcze w segmencie SKD, w tym aktywne wykorzystanie postępowań przed Rzecznikiem Finansowym oraz mediacji. Zarząd wskazuje na rosnące znaczenie tego segmentu w perspektywie 2026-2027, szczególnie w świetle oczekiwanego wyroku TSUE w sprawie C-566/24, który może przesądzić o zgodności praktyki kredytowania kosztów okołokredytowych z dyrektywą UE. Obecnie obsługiwanych jest blisko 8 tys. spraw SKD.

Nowe inicjatywy produktowe. Votum uruchomiło nowy projekt dotyczący służebności przesyłu – według Spółki problem może dotyczyć nawet 20 mln działek w Polsce. Kwestia dotyczy nieuregulowanych instalacji przesyłowych i braku

odszkodowań dla właścicieli gruntów. Spółka już prowadzi pierwsze postępowania i zapowiada istotne zwiększenie zaangażowania operacyjnego w 2026 r. W zakresie służebności przesyłu Votum oczekuje, że nadchodzące rozstrzygnięcia Trybunału Konstytucyjnego i Sądu Najwyższego mogą trwale zmienić linię orzeczniczą oraz zwiększyć zainteresowanie dochodzeniem roszczeń właścicieli nieruchomości. W segmencie szkód górniczych liczba nowych kontraktów sięga już 100 miesięcznie, a pojedyncze roszczenia mogą sięgać milionów złotych.

Perspektywy finansowe i dywidenda. Spółka utrzymuje bardzo silną generację gotówki i zapowiedziała wypłatę kolejnej zaliczki dywidendy w wys. 20 mln zł. Całkowita kwota dywidend za 2025 r. wyniesie 80 mln zł przekraczając wcześniejsze założenia. Zarząd zadeklarował kontynuację polityki wypłat na poziomie 60 mln zł rocznie w latach 2026–2027, mimo realizacji inwestycji w nowe segmenty działalności oraz rozwój sieci rehabilitacyjnej.

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za III kw. 2025 roku wprowadzamy zmiany do naszych prognoz wyników finansowych na najbliższe lata, które są związane z ostrożniejszymi oczekiwaniami przychodów w przyszłym roku i następnych latach. Składa się na to kilka czynników. W br. widzimy znakomite wyniki, na co wpływa w dużej mierze rosnąca skłonność do ugód, co jednak w naturalny sposób pociąga za sobą zamykanie dużej ilości prowadzonych spraw, a to z kolei skutkuje zmniejszaniem się grupy aktywnych klientów w przyszłych latach. Tym samym klauzule abuzywne od walutowych umów kredytowych staną się prawdopodobnie produktem o dużo mniejszym znaczeniu w ciągu 2 lat, nawet jeżeli część spraw będzie stanowiła tzw. długi ogon. Drugim czynnikiem jest malejąca chęć banków do apelacji, co nieco obniża rentowność spraw. Jednocześnie Grupa przygotowuje teren pod nowe usługi w segmencie bankowym jak na przykład Sankcja Kredytu Darmowego, ale proces wykształcania linii orzeczniczej wciąż trwa, co sprawia, że akwizycja nowych klientów jest poniżej potencjału i nie pozwala na rozpoznanie opłaty „*success-fee*”. Dlatego w prognozowanym

horyzoncie oczekujemy, że rok 2026 przyniesie spadek przychodów rok-do-roku wynikający z kumulacji ugód i rozliczeń zrealizowanych w br. oraz malejącego salda aktywnie obsługiwanych klientów, co jest naturalną konsekwencją istnienia zamkniętej populacji kredytobiorców. Jednocześnie segment roszczeń bankowych pozostanie kluczowym źródłem wyników mimo stopniowego wygaszania portfela. W roku 2027 decydujące znaczenie będzie mieć rozwój projektu sankcji kredytu darmowego, którego perspektywy zależą od kształtującej się linii orzeczniczej i oczekiwanych rozstrzygnięć TSUE mogących istotnie wpłynąć na skalę rynku. Obecny poziom akwizycji utrzymuje się poniżej potencjału operacyjnego Grupy i na ten moment nie zakładamy jego istotnych zmian. W perspektywie kilkuletniej pewien wkład mogą zacząć generować nowe inicjatywy takie jak dochodzenie roszczeń z tytułu służebności przesyłu czy szkód górniczych, jednak w krótkim i średnim okresie zakładamy ich ograniczony udział w skonsolidowanych wynikach. Wskutek tych zmian nasze prognozy zysku netto na obecny i przyszły rok zmieniają się odpowiednio o 1% i -44%.

Ryzyko dla prognoz finansowych. W naszej ocenie ryzyko jest niskie w krótkim okresie, gdyż obecnie mamy do czynienia z kumulacją tendencji korzystnych dla przychodów i przepływów pieniężnych (szybkie tempo zakańczania spraw w sądach i poza nimi, brak apelacji), co sprawia, że najbliższe kwartały powinny być znakomite dla Grupy, a IV kwartał ma szansę pobić dotychczasowy rekord wynikowy. W średnim terminie (tj. 2027 rok i następne) główny ciężar uwagi przesuwa się na zdolność zastąpienia przychodów z klauzul abuzywnych w umowach walutowych nowymi usługami. W tym obszarze kluczowe będzie orzecznictwo w zakresie sankcji kredytu darmowego i nowe inicjatywy rozwojowe; tutaj będzie liczyć się tempo transformacji nowego segmentu przesyłu w skalowalny model biznesowy.

Oczekiwane wyniki za IV kw. 2025. Naszym zdaniem wyniki powinny być znakomite i wskazać wyraźną poprawę kw./kw., ponieważ sezonowo liczba orzeczeń w pierwszej instancji jak i ugód będzie prawdopodobnie najwyższa. Po stronie kosztowej widzimy podobną efektywność.

Dywidenda. Zakładamy kontynuację dotychczasowej polityki dywidendowej Spółki, zgodnie z którą w latach 2025–2027 przewidziano wypłaty dywidend w wys. 5 zł na akcję. W prognozach na 2025 rok uwzględniamy również ostatnio ogłoszoną wypłatę zaliczki na poczet dywidendy w wysokości 1,67 zł na akcję. W analizowanym horyzoncie przyjmujemy, że dywidendy (zarówno zaliczkowe, jak i roczne) pozostaną integralnym elementem polityki transferu kapitału do akcjonariuszy, a ich wypłata będzie możliwa dzięki utrzymaniu wysokiej płynności finansowej oraz adekwatnej rentowności podstawowych segmentów działalności.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych (negatywny wpływ), przesunięcie horyzontu wyceny i aktualizacja premii za ryzyko akcji (w obu przypadkach lekko pozytywny wpływ) spowodowały zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej (80%-20%), która obecnie wynosi 50,2 zł (poprzednio 59,4 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 45,5 zł (poprzednio 49,3 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 68,7 zł (poprzednio 99,6 zł) na akcję.

Tabela 3. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga: 80%	45,5
Wycena porównawcza – waga 20%	68,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	50,2
Cena rynkowa	46,9
Potencjał zmiany	7%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P			2027P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	495,9	495,2	0%	355,6	488,2	-27%	213,7	363,0	-41%
EBITDA	200,3	199,1	1%	106,6	190,7	-44%	29,4	113,1	-74%
EBIT	193,5	192,4	1%	100,4	184,5	-46%	23,5	107,2	-78%
Zysk netto	155,8	154,5	1%	84,5	151,9	-44%	22,0	90,1	-76%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Votum; Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Nielewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Wymagana stopa zwrotu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,7%
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%	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%	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%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział kapitału akcyjnego	95%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	95%
Udział długu	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%
Koszt kapitału własnego	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,7%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,7%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	355,6	213,7	194,3	139,5	152,1	162,7	172,7	183,6	191,0	198,7	206,8	215,3
EBIT	100,4	23,5	27,3	10,4	17,0	22,3	27,2	32,5	35,5	38,6	42,0	45,5
EBIT*(1-t)	80,9	18,9	22,0	8,4	13,7	18,0	21,9	26,2	28,6	31,1	33,8	36,6
Amortyzacja	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,0	4,7	4,5	4,3	4,0	3,8	3,6
Zmiana kapitału pracującego	14,0	13,5	11,8	1,1	-2,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Wydatki inwestycyjne	-4,5	-4,3	-4,2	-4,0	-3,3	-3,1	-2,9	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3
FCFF	96,6	34,1	35,3	10,9	13,6	19,4	23,3	27,5	30,0	32,5	35,1	37,9

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	12,5%
Wartość rezydualna	333,1
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	113,3
Bieżąca wartość FCFF	240,3
Udziały mniejszości	7,6
Wartość firmy	346,0
Zadłużenie netto	-120,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	80,0
Wartość kapitału akcyjnego	546,5
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	45,5

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	12,0%	12,2%	12,5%	12,7%	13,0%
0,0%	45,1	44,9	44,7	44,5	44,4
0,5%	45,5	45,3	45,1	44,9	44,7
1,0%	46,0	45,7	45,5	45,3	45,1
1,5%	46,5	46,2	46,0	45,8	45,6
2,0%	47,0	46,8	46,5	46,3	46,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Burford Capital	-	-	-	8,0x	7,1x	7,2x	8,4x	7,1x	6,3x
Gateley	7,8x	7,3x	6,8x	10,0x	9,3x	8,8x	9,9x	11,1x	10,3x
IPH Limited	6,0x	5,9x	5,5x	6,6x	6,5x	6,1x	7,5x	7,5x	7,2x
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	8,4x	7,0x	5,8x	8,2x	8,3x	7,1x
Mediana	6,0x	5,9x	5,5x	8,4x	7,1x	7,2x	8,4x	8,3x	7,2x
Votum	200,3	106,6	29,4	193,5	100,4	23,5	155,8	84,5	22,0
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	103,7	62,1	31,7	138,8	69,3	32,3	109,2	58,2	13,1
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)				68,7					

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 7. 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	40%	30%	14%	39%	28%	11%	31%	24%	10%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 9. Votum; Rachunek wyników

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	302,2	387,1	407,4	495,9	355,6	213,7
Koszt własny sprzedaży	184,3	227,4	259,0	298,3	254,5	189,4
Zysk na sprzedaży	117,9	159,8	148,4	197,6	101,2	24,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-6,4	-1,1	-7,4	-4,1	-0,7	-0,7
EBITDA	114,4	162,2	146,4	200,3	106,6	29,4
EBIT	111,5	158,7	141,0	193,5	100,4	23,5
Przychody finansowe	3,1	11,0	9,2	11,1	9,8	8,2
Koszty finansowe	-3,4	-3,8	-6,9	-4,4	-4,2	-4,2
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	200,2	106,0	27,5
Podatek dochodowy	19,4	32,0	27,9	41,9	20,6	5,4
Zyski mniejszości	0,7	2,0	2,6	2,5	0,9	0,2
Zysk netto	91,1	131,9	112,9	155,8	84,5	22,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Votum; Bilans

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	86,2	161,9	262,9	304,8	230,6	155,6
Rzeczowe aktywa trwałe	28,8	30,0	38,9	43,9	42,3	40,7
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	256,6	184,0	110,5
Majątek obrotowy	188,8	269,4	318,2	311,4	325,8	313,1
Należności handlowe	177,2	255,7	256,7	173,6	88,9	42,7
Pozostałe należności	1,2	1,5	1,2	1,4	1,0	0,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	10,4	12,2	60,4	136,4	235,9	269,7
Aktywa	275,7	432,0	581,1	616,2	556,5	468,6
Kapitały własne	153,3	242,9	321,8	397,6	422,1	384,1
Zobowiązania	122,4	189,1	259,3	218,6	134,4	84,6
Zobowiązania długoterminowe	51,0	103,2	134,4	146,5	77,7	45,8
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	131,6	61,8	30,1
Zobowiązania krótkoterminowe	71,5	85,9	124,8	72,2	56,6	38,8
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	39,1	23,5
Zobowiązania handlowe	1,5	0,5	3,7	4,5	3,2	1,9
Pasywa	275,7	432,0	581,1	616,2	556,5	468,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. *Votum; Przepływy pieniężne*

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	18,4	41,0	108,1	166,2	161,8	99,5
Zysk brutto	111,3	165,9	143,3	200,2	106,0	27,5
Amortyzacja	2,8	3,5	5,4	6,8	6,1	5,9
Zmiana majątku obrotowego	33,3	31,9	46,8	5,1	63,7	64,4
Pozostałe	-128,9	-160,3	-87,4	-45,8	-14,0	1,6
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	-78,0	-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	-80,0	-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	76,3	99,5	34,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. *Votum; Marże i stopy wzrostu*

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Marże:						
Marża brutto	39%	41%	36%	40%	28%	11%
Marża EBITDA	38%	42%	36%	40%	30%	14%
Marża operacyjna	37%	41%	35%	39%	28%	11%
Marża zysku przed opodatkowaniem	37%	43%	35%	40%	30%	13%
Marża zysku netto	30%	34%	28%	31%	24%	10%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54%	28%	5%	22%	-28%	-40%
EBITDA	469%	42%	-10%	37%	-47%	-72%
EBIT	539%	42%	-11%	37%	-48%	-77%
Zysk przed opodatkowaniem	578%	49%	-14%	40%	-47%	-74%
Zysk netto	804%	45%	-14%	38%	-46%	-74%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. *Votum; Wskaźniki*

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż (mln zł)	302,2	387,1	407,4	495,9	355,6	213,7
Marża brutto	39%	41%	36%	40%	28%	11%
EBIT (mln zł)	114,4	162,2	146,4	200,3	106,6	29,4
EBITDA (mln zł)	111,5	158,7	141,0	193,5	100,4	23,5
Zysk brutto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	155,8	84,5	22,0
Zysk netto (mln zł)	91,1	131,9	112,9	155,8	84,5	22,0
EPS (zł)	7,6	11,0	9,4	13,0	7,0	1,8
Dług netto (mln zł)	10,8	7,1	-45,8	-120,4	-218,3	-253,9
BPS (zł)	12,8	20,2	26,8	33,1	35,2	32,0
DPS (zł)	0,41	2,51	2,90	6,67	5,00	5,00
Zwrot z kapitału własnego	82%	67%	40%	43%	21%	5%
Zwrot z aktywów	45%	37%	22%	26%	14%	4%
Amortyzacja (mln zł)	2,8	3,5	5,4	6,8	6,1	5,9
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	3,6	96,6	149,1	245,4	96,6	34,1
Capex (mln zł)	1,4	2,4	6,2	11,9	4,5	4,3

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 projektów dochodzenia roszczeń od szkód górniczych, służebności przesyłu 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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	36	34	6	4	0	3
Procenty	43%	41%	7%	5%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	23	39	14	4	0	3
Procenty	28%	47%	17%	5%	0%	4%

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	30.11.2025	23%	10%	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	↓
Michał Sobolewski	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	-	48,40	59,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2025	17.11.2025	-	-	-	47,05	59,40	→
Michał Sobolewski	Trzymaj	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	Nie później niż 30.11.2026	-	-	47,10	50,20	↓

* 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	2%
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	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	48,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2025	17.11.2025	-	47,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	47,10	-

* 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: 1 grudnia 2025 r., godz. 7:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 1 grudnia 2025 r., godz. 7:35.

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