

42/2020/GPW (140) 4 grudnia, 2020

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

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

Votum

Rekomendowane działanie

Chociaż wyniki III kwartału poprawiły się w ujęciu kwartalnym pokazując malejący wpływ pandemii na wyniki, to jednak ten rok wygląda na istotnie słabszy, niż zakładaliśmy, co sprawia, że rewidujemy nasze prognozy. Uwzględniamy równocześnie segment OZE w naszych prognozach oraz dodatkowe koszty, które będą konieczne do jego rozruchu, zanim zbudowana zostanie adekwatna skala działania. Nasze szacunki rentowności tego segmentu są konserwatywne. Nadal uważamy, że właściwe jest rozszerzanie skali działania w segmencie dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych, co jednak również obciąża wyniki w krótkim okresie.

Naszym zdaniem, kluczowe dla Votum są średnioterminowe perspektywy dla rynku dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych, które pozostają dobre, co jest widoczne w wyraźnie pro-konsumenckiej linii orzeczniczej w sądach i rosnącej liczbie pozyskanych klientów w tej grupie. Rozumiemy też podejście Spółki, która koncentruje się na maksymalizacji potencjału przychodowego z prowadzonych spraw, co jest związane z ponoszeniem krótkoterminowych kosztów, w celu zbudowania bazy przychodowej. Dlatego, podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj. Jednocześnie obniżamy do Neutralnie krótkoterminową rekomendację relatywną ze względu na brak katalizatorów w najbliższym okresie. Jesteśmy zdania, że rynek czeka na pierwsze większe przychody z segmentu dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych w umowach walutowych, a to nastąpi w większej skali najwcześniej w II połowie przyszłego roku, kiedy Votum powinno rozpocząć rozpoznawanie opłaty za „success-fee”. Do tego czasu rentowność będzie niższa niż historyczna, również ze względu na ambitne wejście w segment OZE, który ma sezonowo gorsze wyniki w miesiącach zimowych. Takie jest uzasadnienie dla wprowadzonych zmian w prognozach.

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)
Kurs: 12,80 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 25,70 (↓)

Kapitalizacja: 42 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,09 mln US\$
12M przedział kursowy: 8,20-14,95 zł
Free float: 37%

Skorygowane zyski

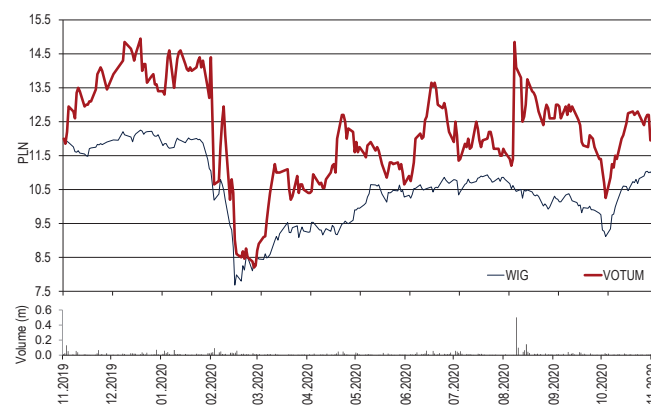
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	141.8	150.8	200.0	239.8
EBITDA	mln zł	24.7	15.3	27.3	38.6
EBIT	mln zł	22.6	13.3	25.3	36.3
Zysk netto	mln zł	17.3	9.7	18.4	27.5
EPS	zł	1.44	0.81	1.53	2.29
Zmiana EPS r/r	%	109	-44	90	49
Dług (gotówka) netto	mln zł	11.5	-1.0	-11.5	-22.8
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18.7	6.5	-3.6	-14.5
P/E	x	8.9	15.9	8.3	5.6
P/CE	x	7.9	13.1	7.5	5.2
EV/EBITDA	x	6.7	10.0	5.2	3.4
EV/EBIT	x	7.3	11.5	5.6	3.6
DPS	zł	0.19	0.00	0.00	0.77
Stopa dywidendy brutto	%	1.5	0.0	0.0	6.0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12.0	12.0	12.0	12.0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2020 rok: luty-marzec 2021

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych walutowych umów kredytowych. Od niedawna działa również w branży OZE (m.in. instalowanie paneli fotowoltaicznych). W naszej ocenie, najbardziej perspektywicznym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych,

będący na wczesnym etapie rozwoju. Spółka powinna być coraz większym beneficjentem rosnącego zainteresowania ze strony kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po precedensowym wyroku TSUE i zmianie linii orzeczniczej sądów na pro-konsumencką.

Wyniki finansowe w III kw. 2020

Przychody wracają do formy. Przychody Grupy w III kw. 2020 roku wyniosły ponad 36 mln zł (+6% r/r). W naszych prognozach spodziewaliśmy się podobnego poziomu sprzedaży. III kwartał okazał się kwartałem istotnie lepszym dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie zanotowano istotną poprawę sprzedaży. Ponadto sądy procedowały sprawy dotyczące klauzul abuzywnych bez większych zakłóceń, co jest istotną zmianą w porównaniu do słabego pod tym względem II kwartału. Votum zaprezentowała również nowo utworzony segment OZE, który wygenerował 3,5 mln zł przychodów w omawianym kwartale. Odbicie widoczne było również w segmencie szkód osobowych. W dobrej formie okazał się również segment rehabilitacji, gdzie przychody za III kwartał wzrosły o 24% r/r. Spadki sprzedaży w ujęciu kwartał do kwartału były widoczne w segmencie dochodzenia roszczeń majątkowych, gdzie zmalała liczba umów zawartych w III kwartale, ale też zmiany

podejścia i koncentracji na dochodzeniu roszczeń na drodze sądowej, która jest bardziej czasochłonna, ale też wyżej marżowa niż droga polubowna.

Rentowność wciąż pod presją. Marża EBITDA w III kw. 2020 zanotowała spadek do 9,4% w porównaniu do 18,2% rok wcześniej, jest to jednak poprawa w stosunku do II kwartału 2020 r., kiedy marża wyniosła 2,0%. Odbudowa rentowności w III kwartale br. wynikała z poprawy przychodów i pozytywnego działania dźwigni operacyjnej w związku z wyższą dynamiką wzrostu przychodów niż kosztów. Z drugiej strony marża jest niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, na co wpłynął istotny wzrost kosztów w nowoutworzonym segmencie OZE oraz rozwój segmentu dochodzenia klauzul abuzywnych (m.in. rozbudowa zasobów biur terenowych skutkująca 18% wzrostem zatrudnienia w tym segmencie). EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniósł odpowiednio 3,4 mln zł (-45% r/r) i 2,9 mln zł (-49% r/r).

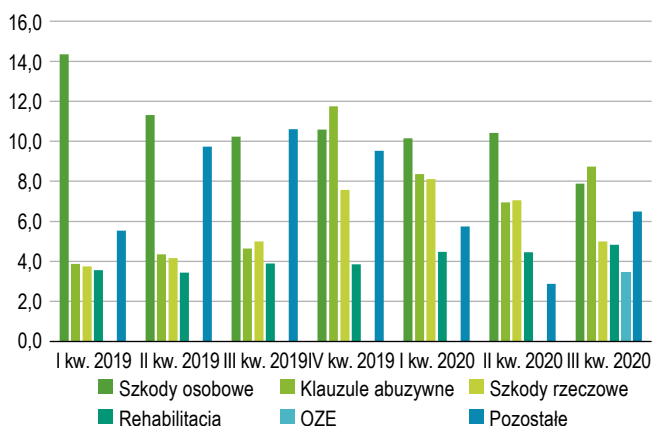
Poprawa zysku netto. Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,35 mln zł w III kwartale 2020 roku wobec -0,09 mln zł w III kw. 2019 r. Efektywna stopa podatkowa w kwartale wyniosła 30%. W rezultacie zysk netto Grupy Votum w III kw. 2020 roku ukształtował się na poziomie 2,1 mln zł.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w III kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)							Realizacja całorocznej prognozy w:									
	II kw. 19	III kw. 19	IV kw. 19	I kw. 20	II kw. 20	III kw. 20	Wyniki vs prognozy	III kw. 20P	zmiana r/r	I-III kw. 19	I-III kw. 20	zmiana r/r	III kw. 19	III kw. 20P	I-III kw.19	I-III kw. 20P
Sprzedaż	33,0	34,4	43,3	36,8	31,8	36,4	→	36,6	6%	98,5	105,0	7%	24%	24%	69%	70%
Zysk na sprzedaży	5,9	5,4	8,3	4,7	0,2	2,9	→	2,8	-47%	16,2	7,8	-52%	22%	22%	66%	60%
Marża zysku na sprzedaży	17,8%	15,6%	19,1%	12,8%	0,6%	7,9%	-	7,7%	-	16,5%	7,4%	-	-	-	-	-
EBITDA	6,1	6,3	6,9	5,8	0,6	3,4	→	2,9	-45%	17,7	9,9	-44%	25%	22%	72%	65%
Marża EBITDA	18,6%	18,2%	16,0%	15,8%	2,0%	9,4%	-	7,9%	-	18,0%	9,4%	-	-	-	-	-
EBIT	5,5	5,7	6,5	5,4	0,1	2,9	→	2,4	-49%	16,1	8,4	-48%	25%	22%	71%	63%
Marża EBIT	16,6%	16,7%	15,0%	14,7%	0,2%	8,0%	-	6,6%	-	16,3%	8,0%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	5,2	5,7	6,5	5,2	0,0	2,6	→	2,3	-55%	15,5	7,8	-50%	26%	21%	70%	63%
Marża zysku brutto	15,7%	16,4%	15,1%	14,2%	0,0%	7,0%	-	6,3%	-	15,7%	7,4%	-	-	-	-	-
Zysk netto	4,6	4,1	4,4	4,0	0,1	2,1	→	1,8	-50%	13,0	6,2	-52%	24%	22%	75%	64%
Marża zysku netto	14,0%	12,0%	10,1%	11,0%	0,2%	5,7%	-	4,8%	-	13,2%	5,9%	-	-	-	-	-

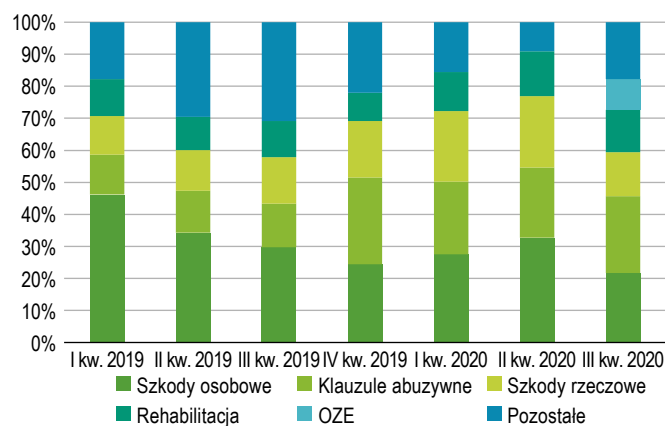
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



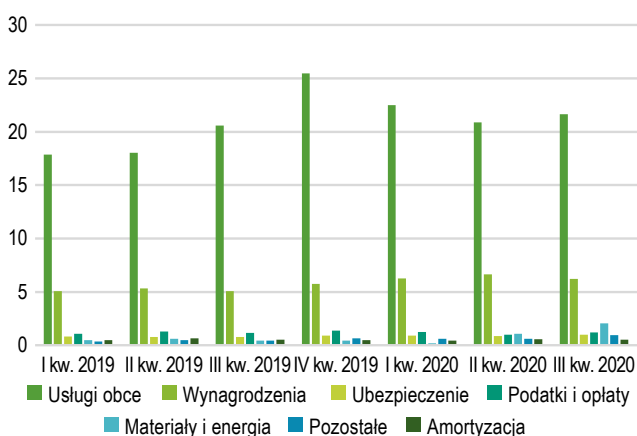
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



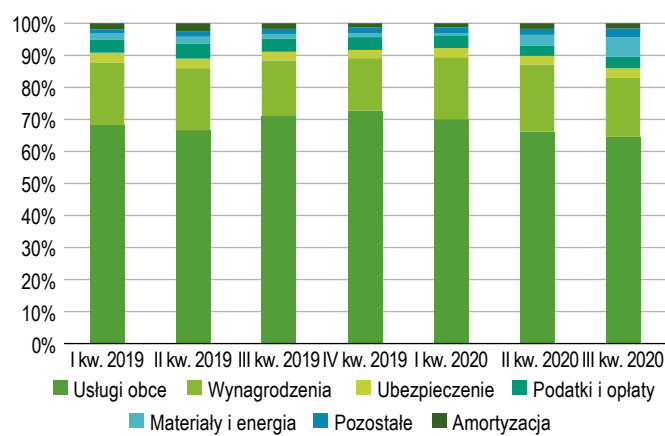
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według rodzaju w ujęciu kwartalnym



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Prognozy finansowe

Z uwagi na niską realizację naszej prognozy rocznej obniżamy nasze oczekiwania odnośnie sprzedaży/ EBIT/ ZN Grupy o 6%/ 39%/ 40% w 2020 roku w stosunku do poprzednich prognoz, co jest pochodną kilku czynników. Najważniejsze z nich to: (i) uruchomienie segmentu OZE i koszty rozruchu tej działalności (Votum szacuje, że osiągnięcie progu rentowności będzie możliwe wiosną 2021 roku, a do tego czasu segment będzie obniżał rentowność), (ii) negatywny wpływ pandemii na przychody (było to szczególnie widoczne w II kw. br., a obostrzenia z IV kw. 2020 roku też mogą mieć wpływ, aczkolwiek prawdopodobnie dużo słabszy) oraz (iii) niższa niż zakładana liczba pozwów skierowanych do sądów w br., co przesuwając część przychodów. Zakładamy, że IV kwartał

będzie sezonowo lepszy od poprzednich kwartałów obejmujących okres pandemiczny, jednak słabszy niż ubiegłoroczny. Zmieniamy też założenia co do dywidendy i biorąc pod uwagę niższy niż zakładany zysk netto tego roku oraz nakłady na skalowanie działalności zakładamy wypłaty dopiero z zysku za 2021 rok. W przyszłym roku wpływ zdarzeń epidemicznych powinien być już istotnie mniejszy. Naszym zdaniem, ryzyko dla naszych prognoz jest teraz umiarkowane i zależy w dużym stopniu od segmentu, a najbardziej perspektywiczny wydaje się w średnim okresie segment dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych, gdzie możliwe są pozytywne zaskoczenia pod warunkiem kontynuacji dotychczasowych linii orzeczniczych w sądach. Votum dostrzega również spory potencjał w segmencie OZE, gdzie jesteśmy na chwilę obecną ostrożni w formułowaniu prognoz.

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2020P			2021P			2022P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	150,8	161,0	-6%	200,0	194,0	3%	239,8	231,1	4%
EBITDA	15,3	23,6	-35%	27,3	29,2	-7%	38,6	46,7	-17%
EBIT	13,3	21,7	-39%	25,3	27,3	-7%	36,3	44,4	-18%
Zysk netto	9,7	16,2	-40%	18,4	19,0	-3%	27,5	34,8	-21%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych i przesunięcie horyzontu wyceny do przodu spowodowało spadek naszej 12M wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 25,7 zł (poprzednio 30,4 zł) na akcję Spółki, co oznacza 16% spadek. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 23,5 zł (poprzednio 27,0 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 27,9 zł (poprzednio 33,9 zł) na akcję.

Podsumowanie oczekiwań Spółki na kolejne okresy

Segment szkód osobowych. Votum oczekuje stabilnego poziomu przychodów i kosztów. Poprawa wyników może być osiągnięta dzięki wzmocnieniu bazy przychodowej na skutek rozpoczętej rekrutacji przedstawicieli regionalnych, której efektywność wzrasta w związku z sytuacją na rynku pracy. Dodatkowo rozwiązania automatyzujące procesy obsługi klienta dają szansę na utrzymanie na podobnym poziomie kosztów stałych również przy obsłudze zwiększonej liczby spraw.

Segment szkód majątkowych. Spółka oczekuje systematycznego i zrównoważonego wzrostu przychodów, przy utrzymaniu podobnego poziomu kosztów. Wnioski te oparte są na ocenie wartości portfela roszczeń, wysokiej przewidywalności korzystnego kierunku orzeczeń sądowych, a także przesunięcia przychodów zakładanych we wcześniejszych okresach i obserwacji pojawiania się ich w ostatnim czasie w zwiększonym wymiarze.

Segment klauzul abuzywnych umów kredytowych. W kolejnych okresach Spółka spodziewa się stopniowego wzrostu kosztów i ustabilizowania przychodów z tytułu opłat wstępnych oraz pojawienia się w II połowie 2021 roku przychodów z tytułu „success fee” na poziomie mającym wyraźny wpływ na wynik. Wzrost kosztów będzie wynikać z konieczności poszerzenia bazy prawników zapewniających obsługę toczących się postępowań sądowych, przy jednoczesnym zrównoważeniu tych kosztów przychodami z tytułu opłat za ich udział w posiedzeniach sądowych, oraz zwiększenia liczby prawników zapewniających inicjację nowych procesów. Jednocześnie dzięki wprowadzonym usprawnieniom organizacyjnym i technicznym tempo przyrostu kosztów będzie niższe. Spółka oczekuje, że napływ nowych klientów może w kolejnych okresach utrzymać się na względnie stałym poziomie. W tym segmencie liczba pozwów skierowanych do sądów w tym roku ukształtuje się prawdopodobnie na poziomie około 6 tysięcy, poniżej wcześniej zakładanej liczby 8 tysięcy. W przyszłym roku Votum chce wysłać do sądów 8 tysięcy pozwów.

Segment OZE. Spółka planuje dynamiczny wzrost przychodów z tytułu montażu mikroinstalacji fotowoltaicznych. Votum liczy, że w kolejnych okresach segment mikroinstalacji fotowoltaicznych będzie nie tylko zapewniał przychody równoważne pozostałym segmentom. Spółka spodziewa się, że próg rentowności w tym segmencie zostanie osiągnięty wiosną 2021 roku.

Tabela 3. Votum; Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Nielewarowana beta	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
Wymagana stopa zwrotu	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Efektywna stopa podatkowa	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział kapitału akcyjnego	93%	94%	94%	93%	93%	92%	91%	87%	70%	60%
Udział długu	7%	6%	6%	7%	7%	8%	9%	13%	30%	40%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%	11,0%	10,8%	10,5%	9,1%	8,3%
Prognozy finansowe (mln PLN)										
Sprzedaż	200,0	239,8	271,8	290,5	309,3	328,7	349,7	372,5	396,5	190,0
EBIT	25,3	36,3	47,5	53,6	59,6	75,7	83,1	91,3	99,9	12,4
EBIT*(1-t)	20,2	29,0	38,0	42,8	47,6	60,4	66,4	72,9	79,8	9,9
Amortyzacja	2,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Zmiana kapitału pracującego	-8,1	-7,0	-5,4	-2,9	-2,8	-2,8	-3,0	-3,2	-3,3	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2
FCFF	11,1	21,0	31,6	38,9	43,7	56,6	62,3	68,5	75,3	6,7

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,5%
Wartość rezydualna	79,5
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	32,5
Bieżąca wartość FCFF	248,7
Udziały mniejszości	0,0
Wartość firmy	281,3
Zadłużenie netto	-1,0
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	0,0
Wartość kapitału akcyjnego	282,3
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	23,5

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Gateley	14,8x	17,9x	14,7x	7,0x	8,1x	7,6x	8,9x	13,4x	10,5x
DWF Group	26,7x	14,0x	10,9x	10,3x	7,8x	6,5x	18,1x	10,3x	8,3x
IPH Limited	19,7x	19,1x	17,4x	13,4x	12,3x	11,2x	14,5x	13,9x	12,6x
Information services	18,0x	16,3x	-	9,9x	8,1x	-	-	-	-
Keystone Law Group	33,3x	36,3x	30,9x	26,4x	26,6x	23,2x	26,8x	30,5x	25,6x
Knights Group Holdings	32,0x	27,4x	22,3x	20,3x	15,3x	13,0x	24,1x	-	-
Mediana	23,2x	18,5x	17,4x	11,9x	10,2x	11,2x	18,1x	13,6x	11,6x
Votum	0,8	1,5	2,3	15,3	27,3	38,6	13,3	25,3	36,3
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	18,8	28,4	39,7	15,2	24,2	38,1	20,1	29,7	36,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	27,9								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 6. Votum; Rachunek wyników

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	94,0	105,2	141,8	150,8	200,0	239,8
Koszt własny sprzedaży	88,0	93,1	117,3	137,9	173,5	202,3
Zysk na sprzedaży	6,0	12,1	24,5	12,9	26,5	37,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-0,5	-1,9	0,3	-1,2	-1,2
EBITDA	7,4	14,9	24,7	15,3	27,3	38,6
EBIT	5,0	11,7	22,6	13,3	25,3	36,3
Przychody finansowe	0,6	0,5	1,0	0,1	0,0	0,0
Koszty finansowe	-1,0	-1,5	-1,6	-1,0	-1,2	-1,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	4,5	10,6	22,0	12,4	24,1	34,9
Podatek dochodowy	1,3	2,2	4,4	2,9	5,3	7,0
Zyski mniejszości	0,1	0,2	0,3	-0,2	0,4	0,4
Zysk netto	3,2	8,3	17,3	9,7	18,4	27,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Bilans

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	38,1	53,0	57,5	59,4	65,1	69,7
Rzeczowe aktywa trwałe	28,5	24,9	25,6	26,7	27,7	28,7
Aktywa niematerialne	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6
Wartość firmy	3,7	5,8	18,0	18,0	18,0	18,0
Majątek finansowy	5,1	21,8	13,3	14,1	18,7	22,5
Majątek obrotowy	33,5	41,4	49,2	60,8	84,2	106,1
Należności handlowe	24,2	28,8	34,8	33,2	44,0	52,8
Pozostałe należności	3,5	3,6	4,8	5,2	6,8	8,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5,8	9,1	9,5	22,5	33,4	45,2
Aktywa	71,6	94,4	106,7	120,2	149,3	175,8
Kapitały własne	26,4	41,0	55,3	65,0	83,4	101,7
Zobowiązania	45,2	53,4	51,4	55,2	65,8	74,2
Zobowiązania długoterminowe	19,2	22,6	15,7	16,0	17,7	19,2
Dług odsetkowy	15,2	16,7	11,0	11,2	11,4	11,6
Leasing	2,3	2,7	1,7	1,8	1,9	2,0
Rezerwy, inne	1,6	3,2	3,0	3,0	4,4	5,6
Zobowiązania krótkoterminowe	26,1	30,8	35,7	39,1	48,1	55,0
Dług odsetkowy	5,4	3,8	10,1	10,3	10,5	10,7
Leasing	1,6	0,9	5,5	5,8	6,0	6,3
Rezerwy, inne	12,5	14,2	14,6	16,6	22,0	26,4
Zobowiązania handlowe	6,7	11,9	5,6	6,6	9,6	11,6
Pasywa	71,6	94,4	106,7	120,2	149,3	175,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Votum; Przepływy pieniężne

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	-2,6	8,5	9,4	14,8	13,8	23,9
Zysk brutto	4,5	10,6	22,0	12,4	24,1	34,9
Amortyzacja	2,4	3,3	2,1	2,0	2,0	2,3
Zmiana majątku obrotowego	-2,1	1,9	-2,1	2,9	-7,4	-6,6
Pozostałe	-7,5	-7,5	-12,6	-2,6	-4,9	-6,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,0	0,0	-5,2	-3,0	-3,1	-3,2
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-0,6	-1,2	-3,0	-3,1	-3,2
Pozostałe	-1,1	0,6	-4,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,8	-5,2	-3,7	0,4	0,4	-8,8
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	9,4	-0,9	0,6	0,4	0,4	0,4
Wypłata dywidend	-8,2	-0,2	-2,4	0,0	0,0	-9,2
Pozostałe	-1,9	-4,2	-1,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-5,4	3,2	0,5	12,2	11,1	11,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Marże:						
Marża EBITDA	8%	14%	17%	10%	14%	16%
Marża operacyjna	5%	11%	16%	9%	13%	15%
Marża zysku przed opodatkowaniem	5%	10%	16%	8%	12%	15%
Marża zysku netto	3%	8%	12%	6%	9%	11%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	-5%	12%	35%	6%	33%	20%
EBITDA	-59%	102%	65%	-38%	79%	41%
EBIT	-69%	135%	93%	-41%	91%	44%
Zysk przed opodatkowaniem	-71%	135%	107%	-44%	95%	45%
Zysk netto	-75%	163%	109%	-44%	90%	49%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Votum; Wskaźniki

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	37%	43%	52%	54%	56%	58%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik bieżący	1,3	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9
Wskaźnik szybki	1,3	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9
Rotacja należności kr. w dniach	71	92	82	82	70	74
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-28	-36	-27	-16	-17	-19
Rentowność						
ROA	4,6%	10,0%	17,2%	8,5%	13,7%	16,9%
ROE	10,9%	24,6%	36,0%	16,1%	24,8%	29,7%
ROCE	1,6%	3,6%	5,8%	2,7%	4,4%	5,6%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,3	1,4	1,3	1,5	1,5
Zysk operacyjny / aktywa	1,8%	3,5%	5,6%	2,9%	4,7%	5,6%
Efektywna stopa podatkowa	28%	21%	20%	20%	20%	20%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Koszty finansowe / EBIT	20%	13%	7%	7%	5%	4%
Dług netto / EBITDA	201%	77%	47%	-7%	-42%	-59%
EBITDA / koszty finansowe	7,3	9,9	15,8	15,5	22,5	26,9
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,26	0,69	1,44	0,81	1,53	2,29
Wartość księgowa na akcję	2,20	3,42	4,61	5,42	6,95	8,47
EBITDA na akcję	0,61	1,24	2,06	1,27	2,28	3,22
EBIT na akcję	0,41	0,97	1,88	1,10	2,11	3,03
Dług netto na akcję	1,23	0,96	0,96	-0,09	-0,96	-1,90
Dywidenda na akcję	0,67	0,00	0,19	0,00	0,00	0,77
Zysk gotówkowy na akcję	0,46	0,96	1,62	0,97	1,70	2,48
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	39,8	10,9	6,0	15,9	8,3	5,6
Cena / Wartość księgowa	4,8	2,2	1,9	2,4	1,8	1,5
EV na akcję	11,7	8,4	9,6	12,7	11,8	10,9
EV/EBITDA	19,0	6,8	4,7	10,0	5,2	3,4
EV/EBIT	28,2	8,7	5,1	11,5	5,6	3,6

* ceny średnie dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Rosnące zagrożenie epidemiczne - przedłużające się zatrzymanie życia gospodarczego i pracy sądów powszechnych
2. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową (rynek jest na wczesnym etapie rozwoju)
3. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
4. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
5. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych (wejście EuCo na rynek odszkodowań bankowych)
6. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
7. Presja na wynagrodzenia
8. Niekorzystne/zmienne kursy walut
9. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
10. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
11. Presja na marże
12. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (na chwilę obecną nie ma aktywnych projektów legislacyjnych, ale w przeszłości były podejmowane próby)
13. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
14. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
15. Włączenie do oferty przez ubezpieczycieli usług firmy
16. Potencjalne przejęcia nowych spółek

Katalizatory

1. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
2. Utrzymujące się zwiększone zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo
3. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
4. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
5. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
6. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
7. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
8. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
9. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć (OZE, dalsza ekspansja zagraniczna)

Przewagi konkurencyjne

1. Pozycja lidera na najważniejszych rynkach produktowych
2. Ponadprzeciętna efektywność na tle konkurencji wynikająca z efektu skali
3. Solidne dotychczasowe osiągnięcia
4. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
5. Pionier szybko rosnącego rynku roszczeń dla kredytobiorców walutowych
6. Sprawność operacyjna
7. Specjalizacja w ściśle określonych rynkach produktowych
8. 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 oprecontowane 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

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

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Siłą 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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	35	32	5	9	0
Procenty	43%	40%	6%	11%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	30	27	15	9	0
Procenty	38%	32%	19%	11%	0%

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). Siłą 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 rekomendacje, 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	Nie później niż 02.09.2021	12%	4%	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	↓

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	Przeważaj	–	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	04.12.2020	-	04.12.2020	Nie później niż 04.12.2021	12,80	-

* 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 SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 4 grudnia 2020 r., godz. 22:35.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 4 grudnia 2020 r., godz. 22:45.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA 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-i-informacje/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-i-informacje/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.

Sprzedaz Instytucjonalna

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski
tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk
tel.: +48 (22) 504 33 34
g.kolodziejczyk@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Maciej Bąk
tel.: +48 (22) 504 33 78
m.bak@bossa.pl

Bartosz Zieliński
tel.: +48 (22) 504 33 35
b.zielinski@bossa.pl

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

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

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Copyright © 2020 by DM BOŚ S.A.

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