

29/2021/GPW (100) 5 października 2021

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Votum

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 14,40 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 18,30 zł (↓)

Kapitalizacja: 43,5 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,06 mln US\$
12M przedział kursowy: 10,25-20,10 zł
Free float: 37%

Wyniki finansowe za II kw. 2021

Poprawa przychodów przy mocno rosnących kosztach. Przychody Grupy w II kw. 2021 roku wyniosły 46,9 mln zł (+48% r/r), podczas gdy w naszych prognozach zakładaliśmy nieco niższy poziom sprzedaży. Mocna dynamika sprzedaży w ujęciu rocznym to przede wszystkim efekt udziału segmentu OZE, który jeszcze nie generował przychodów w okresie bazowym. Sam segment OZE wygenerował 12,7 mln zł przychodów w omawianym kwartale i przyniósł, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sezonowe odbicie. Jednocześnie cieniem na przychodach kładzie się sytuacja w segmencie dochodzenia roszczeń z tytułu szkód rzeczowych w II kwartale – tutaj przychody, jak i liczba pozyskanych kontraktów pokazują ujemną dynamikę r/r. **Votum** podjął decyzję o zmianie polityki sprzedażowej w tym segmencie i rozpoczęciu współpracy z warsztatami w oparciu o formułę „success-fee” jednocześnie odchodząc od modelu opartego na cesji. Przychody były pod presją również w segmencie dochodzenia roszczeń osobowych, jednak w ujęciu kwartalnym widać tendencje do poprawy. W segmencie rehabilitacji udało się natomiast zwiększyć przychody w tempie dwucyfrowym r/r.

Dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych II kwartał okazał się pod względem sprzedaży lekko słabszy kw./kw. Tutaj widać było pogarszającą się akwizycję nowych klientów, co jest związane z oczekiwaniem części klientów na orzeczenie Sądu Najwyższego. Biorąc pod uwagę, że rozstrzygnięcie ze strony Sądu Najwyższego nie nadeszło, ten czynnik hamujący powinien zniknąć w miesiącach powakacyjnych.

Istotny spadek rentowności. Koszty operacyjne pokazały istotny wzrost w II kwartale. Zauważyć można szybkie tempo wzrostu kosztów, co było zauważalne przede wszystkim w segmencie OZE (mocny wzrost kosztów materiałów i energii), jak

Skorygowane zyski

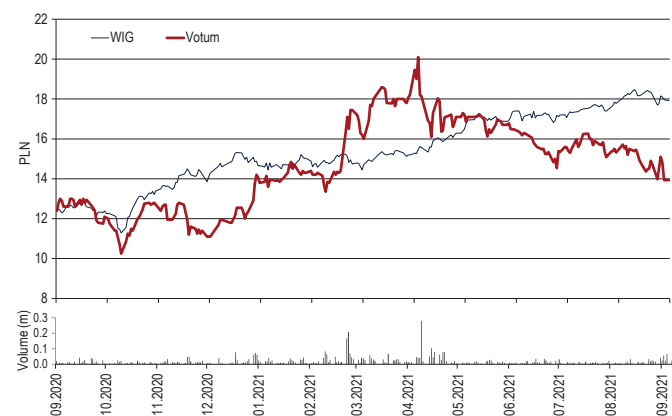
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	149,8	184,3	207,3	249,5
EBITDA	mln zł	13,6	10,1	22,1	26,8
EBIT	mln zł	11,4	7,5	19,4	24,5
Zysk netto	mln zł	8,7	4,9	14,5	18,3
EPS	zł	0,72	0,40	1,21	1,52
Zmiana EPS r/r	%	-49	-44	199	26
Dług (gotówka) netto	mln zł	12,9	11,4	10,5	8,3
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18,2	16,8	16,2	14,3
P/E	x	19,9	35,6	11,9	9,5
P/CE	x	15,9	23,1	10,1	8,4
EV/EBITDA	x	13,6	18,2	8,3	6,8
EV/EBIT	x	16,3	24,6	9,4	7,4
DPS	zł	0,00	0,35	0,20	0,60
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	2,4	1,4	4,2
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

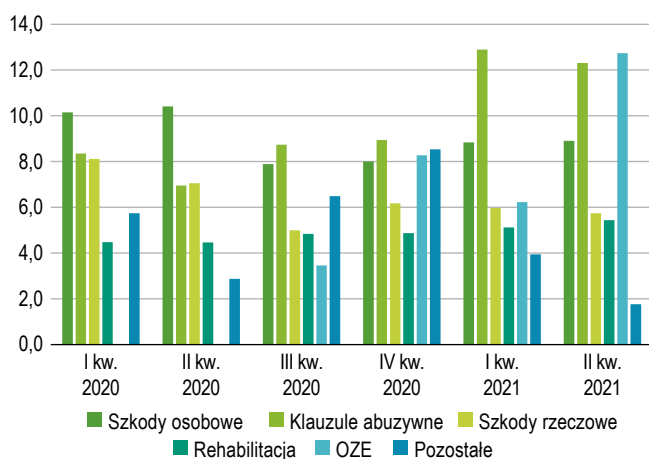
1. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2021 roku: 29 listopada
2. Dzień wypłaty dywidendy: 15 grudnia
3. Decyzje akcjonariuszy banków o partycypacji w dobrowolnych ofertach dla klientów: najwcześniej II połowa br.
4. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: najwcześniej II połowa 2022 roku

Tabela 1. *Votum; Wyniki finansowe w II kw. 2021*

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 20	II kw. 20	III kw. 20	IV kw. 20	I kw. 21	II kw. 21	Wyniki vs prognozy	II kw. 21P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:							
										I-II kw. 20		I-II kw. 21		I-II kw.20		I-II kw.21	
										zmiana r/r	zmiana r/r	20	21	20	21		
Sprzedaż	36,8	31,8	36,4	44,8	43,0	46,9	↑	42,9	48%	68,6	89,9	31%	21%	25%	46%	49%	
Zysk na sprzedaży	4,7	0,2		3,9	3,2	0,2	↓	0,4	30%	4,9	3,5	-29%	2%	3%	42%	47%	
Marża zysku na sprzedaży	12,8%	0,6%	7,9%	8,8%	7,6%	0,5%	-	0,9%	-	7,1%	3,9%	-	-	-	-	-	
EBITDA	5,8	0,6	3,4	3,7	4,0	1,0	→	0,9	56%	6,5	5,0	-23%	5%	10%	47%	49%	
Marża EBITDA	15,8%	2,0%	9,4%	8,3%	9,2%	2,1%	-	2,1%	-	9,4%	5,5%	-	-	-	-	-	
EBIT	5,4	0,1	2,9	3,0	3,3	0,3	→	0,3	305%	5,5	3,6	-34%	1%	4%	48%	48%	
Marża EBIT	14,7%	0,2%	8,0%	6,8%	7,7%	0,6%	-	0,7%	-	8,0%	4,0%	-	-	-	-	-	
Zysk brutto	5,2	0,0	2,6	2,8	3,3	-0,0	→	0,2	b.z.	5,2	3,3	-37%	0%	0%	49%	47%	
Marża zysku brutto	14,2%	0,0%	7,0%	6,3%	7,7%	0,0%	-	0,5%	-	7,6%	3,6%	-	-	-	-	-	
Zysk netto	4,0	0,1	2,1	2,5	2,5	-0,4	↓	0,1	b.z.	4,1	2,1	-49%	1%	-8%	47%	43%	
Marża zysku netto	11,0%	0,2%	5,7%	5,5%	5,8%	-0,9%	-	0,2%	-	6,0%	2,3%	-	-	-	-	-	

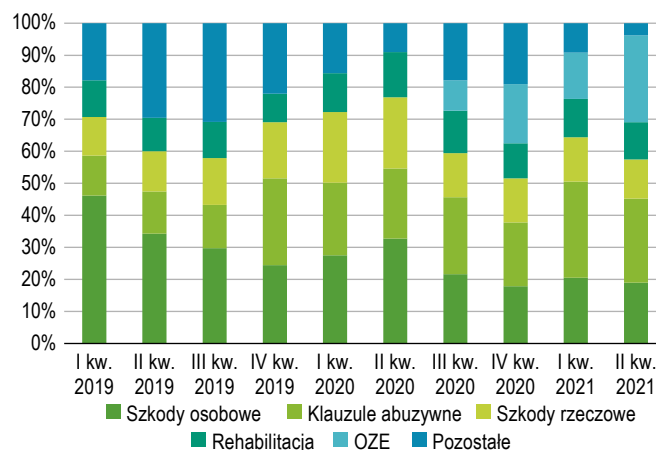
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. *Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym*



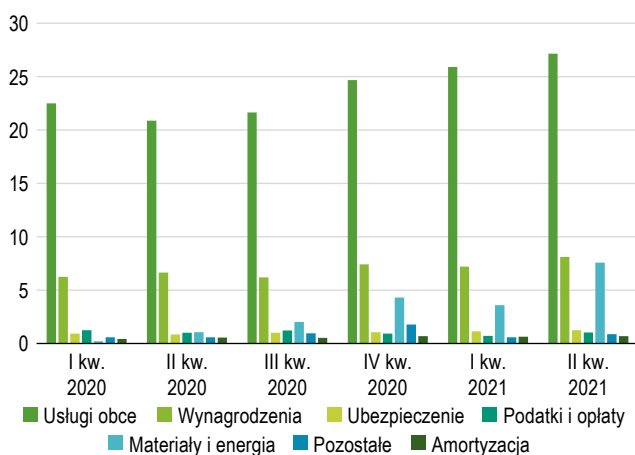
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



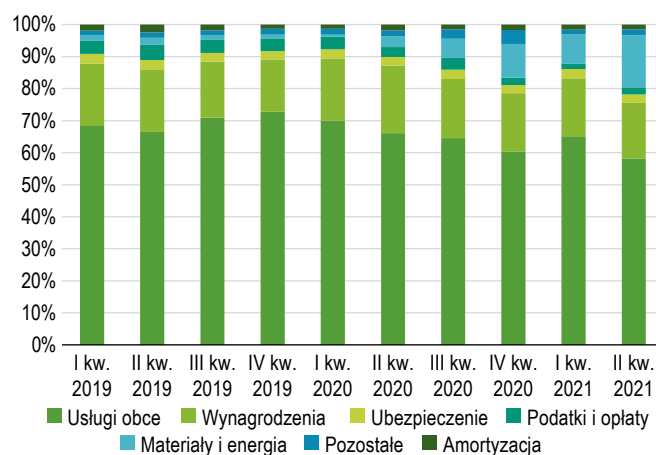
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. *Votum; Koszty według rodzaju w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. *Votum; Struktura kosztów wg rodzaju w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

i segmencie dochodzenia klauzul abuzywnych (stabilny trend wzrostowy w kosztach osobowych). Marża EBIT w II kw. 2021 roku wyniosła 0,6%, wyraźnie poniżej poprzedniego kwartału, chociaż nieco lepiej niż marża raportowana na początku restrykcji związanych z pojawieniem się pandemii rok temu (0,2%). EBITDA i EBIT Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 1,0 mln zł (56% r/r) i 0,3 mln zł (305% r/r).

Strata netto w II kwartale. Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,32 mln zł w omawianym kwartale br. wobec -0,06 mln zł rok wcześniej. W rezultacie strata netto Grupy Votum w II kwartale ukształtowała się na poziomie 0,4 mln zł, co było poniżej naszych oczekiwań; jest to też widocznie niższy wynik od zaraportowanego kwartał wcześniej.

Tendencje biznesowe w głównych segmentach

Segment szkód osobowych. W tym segmencie liczba nowych kontraktów wykazała poprawę kw./kw., natomiast na rynkach zagranicznych jest widoczny spadek. W naszej ocenie wpływ pandemii jest najbardziej widoczny właśnie w tym segmencie (duży udział sprzedaży bezpośredniej) i biorąc pod uwagę znoszenie restrykcji pandemicznych, zarówno poziom akwizycji, jak i wyników segmentu powinny się stopniowo poprawiać. Nie bez znaczenie jest również poszerzenie katalogu roszczeń o zadośćuczynienia dla członków rodziny osób najciężej poszkodowanych na podstawie art. 446 kc.

Segment szkód majątkowych. W danych za II kwartał widać istotny spadek kw./kw. liczby nowych kontraktów. Jest to efekt pod zmiany strategii, która obecnie będzie skoncentrowana na pozyskiwaniu klientów wśród przedsiębiorców z branży motoryzacyjnej (warsztaty samochodowe) i oferowaniu tam usług dochodzenia roszczeń z wynagrodzeniem „success fee”. Spodziewamy się pewnej poprawy wyników segmentu, szczególnie biorąc pod uwagę nowe podejście w akwizycji.

Segment klauzul abuzywnych umów kredytowych. W II kwartale Votum zanotowało spowolnienie akwizycji nowych klientów, co w ocenie Spółki związane było z oczekiwaniem klientów na orzeczenie Sądu Najwyższego,

które finalnie nie zostało podjęte. Wyczekiwanie potencjalnych klientów sprawiło, że liczba nowych kontraktów w segmencie była niższa kw./kw., utrzymywała się jednak na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego. Dane sprzedażowe II kwartału oceniamy jako przyzwoite (zbliżone do wartości z ubiegłego roku). Wstępne dane sugerują również, że wrzesień przyniósł odbicie pod względem pozyskanej liczby nowych kontraktów, co potwierdza motyw oczekiwania na rozstrzygnięcie przez Sąd Najwyższy, i tym samym daje nadzieję na poprawę sprzedaży w ostatnim kwartale roku.

Drugi kwartał przyniósł też zintensyfikowanie wysiłków w obszarze wytaczania nowych powództw, a już w sierpniu Votum zrealizował roczny cel. W kolejnych okresach Grupa spodziewa się ograniczenia liczby inicjowanych procesów i przekierowania zaplecza procesowego do obsługi toczących się postępowań sądowych. W naszej ocenie, Votum chce koncentrować się na poprawie rentowności tego relatywnie młodego segmentu wspieranej w przyszłości przez rosnące opłaty „success-fee”.

Ciekawy też będzie wpływ programu ugód, ruszającego z początkiem października w PKO BP, na zachowania klientów. Jest to pierwszy bank, który decyduje się na taki krok. Ponadto jego baza klientów obejmuje około jednej piątej rynku. W pierwszej kolejności oferty ugód będą kierowane do osób, które wytoczyły proces.

Segment OZE. Dane sprzedażowe II kwartału 2021 r. pokazują rosnącą sprawność procesów sprzedażowych i obsługi klienta. Ilość montażu mikro instalacji jest w trendzie wzrostowym. Grupa Votum zaczęła również rozwijać projekt Green House (od marca), który polega na oferowaniu klientom systemów grzewczych, rekuperacji, klimatyzacji i kompleksowych rozwiązań OZE. Spodziewamy się dalszego wzrostu przychodów z tytułu montażu mikroinstalacji fotowoltaicznych i usług dodanych w kolejnych okresach.

W obszarze dotyczącym projektowania i komercjalizacji farm fotowoltaicznych Votum pozyskuje kolejne grunty, na których w przyszłości będą mogły zostać posadowione farmy fotowoltaiczne. Ze względu na blisko dwuletni proces przygotowania farm (od momentu zawarcia

Tabela 3. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	184,3	184,2	0%	207,3	207,4	0%	249,5	262,3	-5%
EBITDA	10,1	24,5	-59%	22,1	33,0	-33%	26,8	42,8	-37%
EBIT	7,5	22,0	-66%	19,4	30,5	-36%	24,5	40,5	-39%
Zysk netto	4,9	16,3	-70%	14,5	23,0	-37%	18,3	30,6	-40%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

umowy dzierżawy poprzez pozyskanie decyzji administracyjnych do momentu komercjalizacji) oczekujemy, że istotniejsze przepływy pieniężne w tym obszarze pojawią się nie wcześniej niż w 2023 roku.

Prognozy finansowe

Wprowadzamy korekty do naszych prognoz dla Grupy Votum ze względu na dużo szybszy wzrost kosztów w I połowie br. niż pierwotnie przez nas zakładany w prognozach rocznych. Istotny przyrost kosztów widoczny w II kwartale ma dwie różne przyczyny. Pierwsza związana jest z ponoszeniem wydatków rozwoju segmentu OZE, gdzie widać mocny skok. Jest to działalność względnie nowa dla Spółki i stąd też krzywa uczenia się i dochodzenia do rentowności będzie prawdopodobnie dłuższa, niż pierwotnie zakładaliśmy. Drugim źródłem rosnących kosztów jest segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Tutaj główną przyczyną jest szybsze tempo zakładania spraw w sądach i dodatkowe koszty z tym związane, co będzie jeszcze miało miejsce w III kwartale (cel na cały rok w wysokości 8 tysięcy pozwów został osiągnięty w sierpniu). Konsekwentnie spodziewamy się obecnie istotnie wyższych kosztów operacyjnych.

Niewielkie wykonanie prognozy rocznej po I półroczu w połączeniu z dużym prawdopodobieństwem utrzymania się wysokich kosztów w II półroczu skłania nas do wyraźnej rewizji prognoz w tym roku i następnych. Głównym czynnikiem jest wyższy niż wcześniej zakładany poziom kosztów stałych i tym samym pogorszenie rentowności operacyjnej. Wprowadzone zmiany mają istotny wpływ na zysk netto w roku bieżącym i następnych latach.

Wycena

Obniżenie prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka spowodowały spadek naszej 12M wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 18,3 zł (poprzednio 27,05 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 17,4 zł (poprzednio 22,9 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 19,1 zł (poprzednio 31,8 zł) na akcję.

Tabela 4. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF	17,4
Wycena porównawcza	19,1
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	18,3
Cena rynkowa	14,4
Potencjał zmiany	27%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta	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
Wymagana stopa zwrotu	11,3%	11,2%	10,9%	11,2%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Efektywna stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	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	90%	91%	91%	91%	91%	90%	88%	85%	86%
Udział długu	10%	9%	9%	9%	9%	10%	12%	15%	14%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,2%	10,9%	11,2%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	10,5%	10,4%	10,2%	10,5%	10,1%	10,1%	9,9%	9,7%	9,8%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	207,3	249,5	297,0	310,4	316,2	322,3	328,6	333,5	191,7
EBIT	19,4	24,5	41,7	45,5	55,8	56,8	57,9	58,4	14,3
EBIT*(1-t)	15,3	19,4	32,9	35,9	44,1	44,9	45,8	46,1	11,3
Amortyzacja	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4
Zmiana kapitału pracującego	-4,9	-9,0	-9,8	-2,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5
FCFF	10,0	10,2	22,9	33,7	43,8	44,6	45,5	46,2	9,2

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,8%
Wartość rezydualna	105,5
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	48,1
Bieżąca wartość FCFF	169,4
Udziały mniejszości	-0,3
Wartość firmy	217,8
Zadłużenie netto	11,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	2,4
Wartość kapitału akcyjnego	208,8
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	17,4

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,3%	9,6%	9,8%	10,1%	10,3%
0,0%	17,2	17,1	17,0	16,9	16,8
0,5%	17,4	17,3	17,2	17,1	17,0
1,0%	17,6	17,5	17,4	17,3	17,2
1,5%	17,9	17,8	17,7	17,5	17,4
2,0%	18,2	18,1	17,9	17,8	17,7

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 8. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Gateley	18,6x	16,4x	14,8x	10,4x	11,0x	10,4x	13,1x	12,7x	11,7x
DWF Group	13,7x	11,1x	12,4x	7,4x	6,2x	5,7x	11,3x	9,0x	8,1x
IPH Limited	27,2x	24,2x	22,5x	17,1x	15,7x	14,8x	19,6x	17,5x	16,1x
Information services	16,5x	14,7x	-	8,2x	7,4x	-	-	-	-
Keystone Law Group	56,0x	41,9x	39,2x	40,6x	29,8x	27,6x	43,5x	31,6x	29,7x
Knights Group Holdings	25,0x	19,5x	17,3x	15,8x	11,7x	10,5x	19,6x	-	-
Mediana	21,8x	17,9x	17,3x	13,1x	11,3x	10,5x	19,6x	15,1x	13,9x
Votum	0,4	1,2	1,5	10,1	22,1	26,8	7,5	19,4	24,5
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	8,8	21,7	26,3	10,1	20,0	22,8	11,3	23,5	27,8
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	19,1								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 9. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2021P
Gateley	21%	19%	19%	17%	17%	17%	13%	13%	13%
DWF Group	17%	19%	19%	11%	13%	14%	8%	9%	7%
IPH Limited	33%	34%	35%	29%	31%	32%	20%	22%	23%
Information services	36%	36%	-	-	-	-	17%	19%	-
Keystone Law Group	11%	13%	12%	11%	12%	12%	8%	9%	9%
Knights Group Holdings	24%	25%	25%	19%	19%	20%	14%	14%	15%
Mediana	23%	22%	19%	17%	17%	17%	14%	14%	13%
Votum	6%	11%	11%	4%	9%	10%	3%	7%	7%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Rekomendowane działanie

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. Od zeszłego roku działa również w branży OZE (m.in. instalowanie paneli fotowoltaicznych). 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 kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po precedensowym wyroku TSUE i zmianie linii orzeczniczej sądów na pro-konsumencką.

Tutaj czynnikiem ryzyka dla przychodów w perspektywie kilku lat jest finalizacja rozwiązania dla kredytobiorców walutowych, nad którym pracuje grupa banków, a które ma polegać na zamianie kredytu walutowego na kredyt w PLN przyjmując założenie, że był on od początku udzielony w złotych. Naszym zdaniem, może to stać się realną alternatywą dla postępowań sądowych w przypadku wprowadzenia przez większość banków, stąd potencjalny rynek dla dochodzenia roszczeń tego segmentu może w przyszłości rozwijać się w wolniejszym tempie. W sytuacji, kiedy będzie istniała możliwość ugody, część potencjalnych klientów Votum, którzy wcześniej mogli rozważać wejście na drogę sądową, będzie skłonna do wzięcia „wróbla w garści” i akceptacji ugody zamiast alternatywy równoznacznej z kilkuletnim procesem i pewnym niezerowym ryzykiem porażki. W takim scenariuszu dalszy wzrost liczby klientów dla Votum w tym segmencie będzie trudniejszy i prawdopodobnie niższy, niż obecnie zakładamy. Z tego powodu szeroka partycypacja banków

w inicjatywie Komisji Nadzoru Finansowego, która pozwoliłaby na skuteczne ominięcie ścieżki sądowej, jest czynnikiem istotnym dla przyszłych przychodów i wyników segmentu dochodzenia roszczeń.

Jednocześnie widać dosyć wolny postęp w oferowaniu ugód przez sektor bankowy. W tym tygodniu PKO BP ruszył ze swoim programem, w pierwszej kolejności skierowanym do klientów, którzy wkroczyli na drogę sądową. Uruchomienie programu było poprzedzone kilkumiesięcznym opóźnieniem. Inne banki wychodzą do swoich klientów z własną ofertą. Wciąż nie jest to jednak duża grupa, a brak szerokiej reprezentacji sektora bankowego powodowany jest też brakiem rozstrzygnięć Sądu Najwyższego, które nie nadejdą szybko. W konsekwencji na obecnym etapie dla osoby spłacającej kredyt frankowy nie ma innej realnej alternatywy niż skorzystanie z pomocy kancelarii prawnej i wejścia na drogę sądową.

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Neutralnie. Ostatnie wyniki zaraportowane przez Votum pokazują, że okres odbudowy rentowności potrwa dłużej, niż pierwotnie zakładaliśmy, co jest związane z (i) przyspieszeniem prac nad składaniem pozwów w tym roku, (ii) rozbudową oferty w segmencie OZE oraz (iii) zmianami w modelu świadczenia usług w segmencie dochodzenia odszkodowań majątkowych. Stąd spodziewamy się poprawy rezultatów finansowych w przyszłym roku, na co powinny w coraz większym stopniu nakładać się większe przychody w segmencie dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych w umowach walutowych, kiedy Votum powinno rozpocząć rozpoznawanie opłaty za „success-fee”. Do tego czasu zakładamy, że rentowność będzie widocznie poniżej historycznej.

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

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	105,2	141,8	149,8	184,3	207,3	249,5
Koszt własny sprzedaży	93,1	117,3	138,1	176,8	188,1	225,2
Zysk na sprzedaży	12,1	24,5	11,7	7,4	19,1	24,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	-1,9	-0,3	0,1	0,3	0,3
EBITDA	14,9	24,7	13,6	10,1	22,1	26,8
EBIT	11,7	22,6	11,4	7,5	19,4	24,5
Przychody finansowe	0,5	1,0	0,3	0,2	0,1	0,4
Koszty finansowe	-1,5	-1,6	-1,1	-0,8	-0,5	-1,1
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	22,0	10,6	6,9	19,0	23,8
Podatek dochodowy	2,2	4,4	2,5	2,3	4,2	5,0
Zyski mniejszości	0,2	0,3	-0,5	-0,3	0,3	0,6
Zysk netto	8,3	17,3	8,7	4,9	14,5	18,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	53,0	57,5	60,7	66,2	69,0	73,6
Rzeczowe aktywa trwałe	24,9	25,6	25,6	26,7	26,4	27,3
Aktywa niematerialne	0,5	0,6	1,4	0,6	1,4	0,6
Wartość firmy	5,8	18,0	18,2	19,8	19,8	19,8
Majątek finansowy	21,8	13,3	15,5	19,1	21,5	25,8
Majątek obrotowy	41,4	49,2	54,0	64,4	72,4	87,3
Należności handlowe	28,8	34,8	34,6	40,5	45,6	54,9
Pozostałe należności	3,6	4,8	10,6	13,1	14,7	17,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,1	9,5	8,8	10,8	12,1	14,8
Aktywa	94,4	106,7	114,7	130,6	141,5	161,0
Kapitały własne	41,0	55,3	64,1	64,7	76,8	87,8
Zobowiązania	53,4	51,4	50,6	59,5	64,5	73,1
Zobowiązania długoterminowe	22,6	15,7	13,8	14,4	15,3	16,9
Dług odsetkowy	16,7	11,0	9,7	9,9	10,1	10,3
Leasing	2,7	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
Rezerwy, inne	3,2	3,0	2,4	2,7	3,4	4,6
Zobowiązania krótkoterminowe	30,8	35,7	36,8	45,1	49,2	56,3
Dług odsetkowy	3,8	10,1	12,0	12,2	12,5	12,7
Leasing	0,9	5,5	3,6	3,8	3,9	4,1
Rezerwy, inne	14,2	14,6	14,1	20,3	22,8	27,4
Zobowiązania handlowe	11,9	5,6	7,2	8,8	9,9	11,9
Pasywa	94,4	106,7	114,7	124,2	141,3	161,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Przepływy pieniężne

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	8,5	9,4	0,7	1,9	12,9	12,5
Zysk brutto	10,6	22,0	10,6	6,9	19,0	23,8
Amortyzacja	3,3	2,1	2,2	2,6	2,6	2,3
Zmiana majątku obrotowego	1,9	-2,1	-9,1	-5,6	-4,8	-8,9
Pozostałe	-7,5	-12,6	-3,0	-2,0	-3,9	-4,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-5,2	-1,4	-3,0	-3,1	-2,5
Nakłady inwestycyjne	-0,6	-1,2	-1,6	-3,0	-3,1	-2,5
Pozostałe	0,6	-4,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-5,2	-3,7	-0,1	-3,8	-2,0	-6,8
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-0,9	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5
Wypłata dywidend	-0,2	-2,4	0,0	-4,2	-2,4	-7,3
Pozostałe	-4,2	-1,9	-1,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	3,2	0,5	-0,8	-4,9	7,8	3,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marże:						
Marża EBITDA	14%	17%	9%	6%	11%	11%
Marża operacyjna	11%	16%	8%	4%	9%	10%
Marża zysku przed opodatkowaniem	10%	16%	7%	4%	9%	10%
Marża zysku netto	8%	12%	6%	3%	7%	7%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	12%	35%	6%	23%	12%	20%
EBITDA	102%	65%	-45%	-26%	118%	22%
EBIT	135%	93%	-49%	-34%	159%	26%
Zysk przed opodatkowaniem	135%	107%	-52%	-35%	175%	26%
Zysk netto	163%	109%	-50%	-44%	199%	26%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Votum; Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	43%	52%	56%	52%	54%	55%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	18%	29%	31%	34%	33%	35%
Wskaźnik bieżący	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,6
Wskaźnik szybki	1,3	1,4	1,5	1,4	1,5	1,6
Rotacja należności kr. w dniach	92	82	85	74	76	74
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-36	-27	-17	-17	-18	-18
Rentowność						
ROA	10,0%	17,2%	7,8%	4,1%	10,9%	12,1%
ROE	24,6%	36,0%	14,5%	7,5%	20,5%	22,2%
ROCE	3,6%	5,8%	2,5%	1,3%	3,7%	4,1%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	5,6%	2,6%	1,5%	3,6%	4,1%
Efektywna stopa podatkowa	21%	20%	23%	21%	21%	21%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
Koszty finansowe / EBIT	13%	7%	9%	10%	3%	5%
Dług netto / EBITDA	77%	47%	95%	112%	47%	31%
EBITDA / koszty finansowe	9,9	15,8	12,9	13,5	42,9	23,8
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,69	1,44	0,72	0,40	1,21	1,52
Wartość księgową na akcję	3,42	4,61	5,34	5,39	6,40	7,32
EBITDA na akcję	1,24	2,06	1,14	0,84	1,84	2,23
EBIT na akcję	0,97	1,88	0,95	0,62	1,62	2,04
Dług netto na akcję	0,96	0,96	1,08	0,95	0,87	0,69
Dywidenda na akcję	0,00	0,19	0,00	0,35	0,20	0,60
Zysk gotówkowy na akcję	0,96	1,62	0,91	0,62	1,43	1,71
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	36,6	10,4	16,6	35,6	11,9	9,5
Cena / Wartość księgową	7,4	3,3	2,3	2,7	2,3	2,0
EV na akcję	26,2	16,0	13,1	15,3	15,3	15,1
EV/EBITDA	21,1	7,8	11,5	18,2	8,3	6,8
EV/EBIT	26,9	8,5	13,8	24,6	9,4	7,4

* ceny średnie dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

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

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	53	20	5	9	0	2
Procenty	60%	22%	6%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	43	27	8	9	0	2
Procenty	48%	30%	9%	10%	0%	2%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

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

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

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	13	2	0	1	0	2
Procenty	72%	11%	0%	6%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	5	1	1	0	2
Procenty	50%	28%	6%	6%	0%	11%

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	Nie później niż 31.08.2022	-5%	-6%	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 ↓

* 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	Nie później niż 04.12.2021	12,80	-11%
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	-

* 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 3.0” 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: 6 października 2021 r., godz. 7:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 6 października 2021 r., godz. 8:00.

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.

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 podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz 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)

Mikołaj Stepień
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 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