

19/2022/GPW (57) 7 czerwca 2022

Analityk: 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

## Wyniki finansowe za I kw. 2022 roku

**Segment klauzul abuzywnych napędza przychody.** Sprzedaż Grupy Votum w I kw. 2022 roku wyniosła 56 mln zł (+30% r/r); w naszych prognozach spodziewaliśmy się lekko wyższego poziomu przychodów. I kwartał okazał się znakomity dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie widać wystrzał „success-fee” w przychodach i wynikach, które w tym segmencie, dzięki rosnącej ilości orzekanych wyroków sądowych, stały się dominujące z punktu widzenia całej grupy. Nieco słabiej, niż zakładaliśmy, radził sobie segment szkód osobowych i majątkowych, a w segmencie rehabilitacyjnym widać było stabilizację przychodów.

**Rentowność pokazuje dalszą poprawę.** Marża EBITDA w I kw. 2022 wzrosła do 34,7% w porównaniu do 9,2% rok wcześniej. Jest to historycznie wysoki poziom, a elementem decydującym jest pojawienie się wcześniej niewykazywanego przychodu „success-fee”. Pewne znaczenie ma również sprzedaż, bądź dekonsolidacja mniej perspektywicznych biznesów. Biorąc pod uwagę ostatnie statystyki wskazujące na stale rosnącą ilość wyroków, wysoki poziom powinien być powtarzalny w średnim terminie. EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 19,4 mln zł (+388% r/r) i 18,8 mln zł (+465% r/r), oba wyraźnie powyżej naszych oczekiwań.

**Rekordowy kwartalny zysk netto.** Koszty finansowe netto Grupy w I kwartale 2022 roku osiągnęły 0,3 mln zł wobec -0,02 mln zł w I kw. 2021 r. Efektywna stopa podatkowa w omawianym kwartale wyniosła 12% (poniżej naszych oczekiwań), co było wynikiem utworzenia aktywa podatkowego. W rezultacie zysk netto Grupy Votum w I kw. 2022 roku ukształtował się na rekordowym poziomie 16,2 mln zł.

**Sektor:** Finanse specjalne  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 28,95 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 53,6 zł (→)

**Kapitalizacja:** 80,9 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,09 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 13,34-31,00 zł  
**Free float:** 37%

### Skorygowane zyski

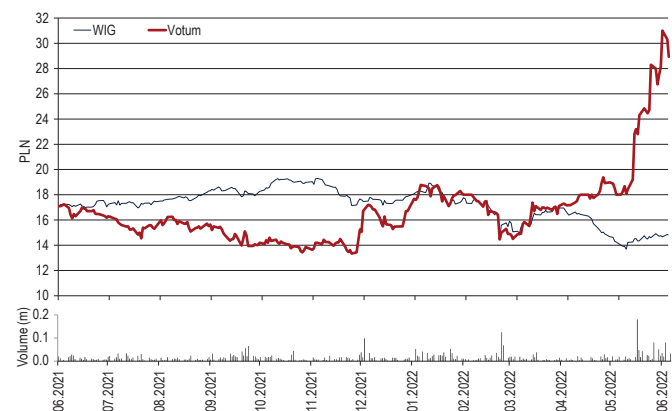
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż	mln zł	195,6	267,6	326,0	353,2
EBITDA	mln zł	20,1	80,7	105,1	116,8
EBIT	mln zł	17,5	78,0	102,4	113,9
Zysk netto	mln zł	10,1	60,4	79,7	89,1
EPS	zł	0,84	5,03	6,64	7,42
Zmiana EPS r/r	%	16	500	32	12
Dług (gotówka) netto	mln zł	16,0	3,6	-29,1	-72,8
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	21,4	6,5	-26,1	-69,6
P/E	x	34,4	5,8	4,4	3,9
P/CE	x	27,3	5,5	4,2	3,8
EV/EBITDA	x	18,1	4,4	3,0	2,3
EV/EBIT	x	20,8	4,5	3,1	2,4
DPS	zł	0,35	0,41	2,52	3,32
Stopa dywidendy brutto	%	1,2	1,4	8,7	11,5
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

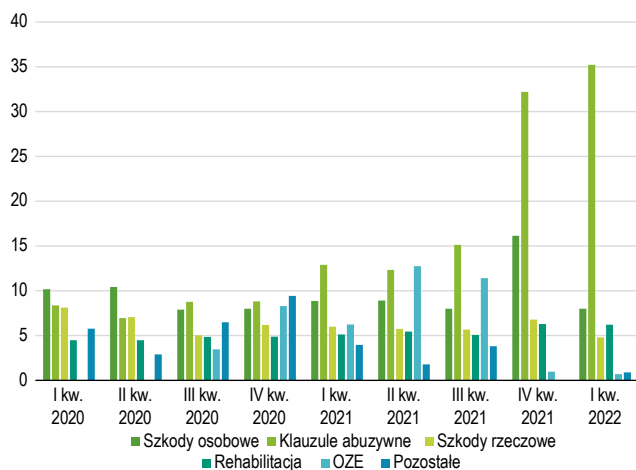
1. Skonsolidowany raport finansowy za I półrocze 2022 roku: 30 września
2. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2022 roku: 29 listopada
3. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: najwcześniej II połowa 2022 roku
4. Płatność dywidendy (0,41 zł na akcję): końcówka roku 2022

Tabela 1. *Votum; Wyniki finansowe w I kw. 2022*

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 20	I kw. 21	II kw. 21	III kw. 21	IV kw. 21	I kw. 22	Wyniki wobec oczekiwań DM BOŚ	I kw. zmiana		Realizacja całorocznej prognozy w:	
								22P	r/r	I kw. 21	I kw. 22P
Sprzedaż	45,5	43,0	46,9	49,0	56,7	55,7	↓	59,6	30%	22%	21%
Zysk na sprzedaży	3,9	3,2	0,2	2,5	12,4	18,4	↑	15,7	465%	18%	23%
Marża zysku na sprzedaży	8,7%	7,6%	0,5%	5,0%	21,8%	32,9%	—	26,4%	-	-	-
EBITDA	3,7	4,0	1,0	2,9	12,2	19,4	↑	16,2	388%	20%	23%
Marża EBITDA	8,2%	9,2%	2,1%	6,0%	21,5%	34,7%	—	27,1%	-	-	-
EBIT	3,0	3,3	0,3	2,3	11,6	18,8	↑	15,5	465%	19%	23%
Marża EBIT	6,7%	7,7%	0,6%	4,6%	20,4%	33,6%	—	26,0%	-	-	-
Zysk brutto	2,8	3,3	0,0	1,7	11,4	18,6	↑	15,2	464%	20%	24%
Marża zysku brutto	6,2%	7,7%	0,0%	3,5%	20,1%	33,4%	—	25,5%	-	-	-
Zysk netto	2,5	2,5	-0,4	0,7	7,3	16,2	↑↑	11,2	550%	25%	27%
Marża zysku netto	5,5%	5,8%	-0,9%	1,3%	12,9%	29,1%	—	18,7%	-	-	-

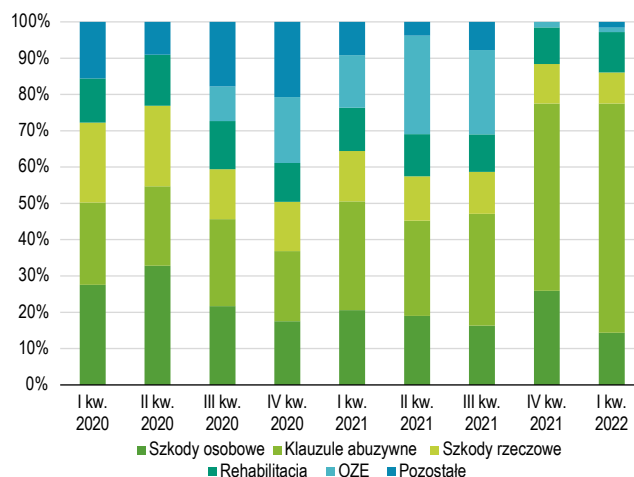
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



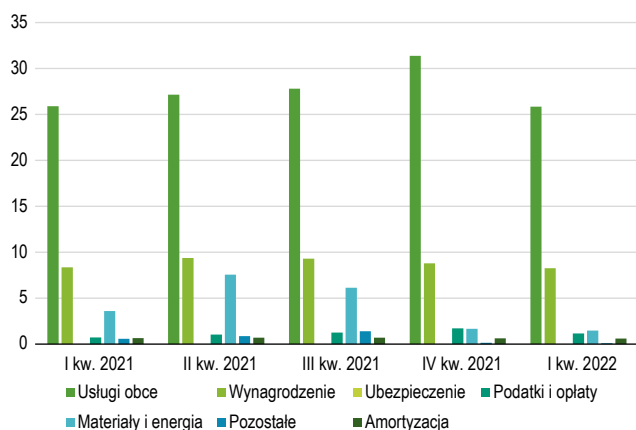
Źródło: Spółka

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



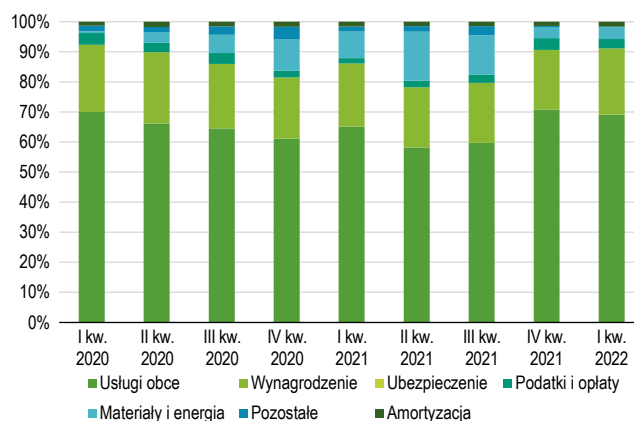
Źródło: Spółka

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



Źródło: Spółka

Wykres 4. *Votum; Struktura kosztów według segmentu w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka

## Tendencje biznesowe w głównych segmentach

**Poszerzenie oferty o dochodzenie roszczeń od klauzul abuzywnych w kredytach złotych.** Grupa Votum rozpoczęła oferowanie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w złotych

umowach kredytowych poprzez spółkę Votum Finance Help. Grupę docelową stanowią klienci, którzy zawarli jedną z dwóch rodzajów wadliwych umów kredytowych. Pierwszą grupę stanowią kredyty hipoteczne na cele mieszkaniowe z odroczoną spłatą części należności (były one udzielane w latach

1995-98, a przed 5 laty liczba kredytobiorców nadal spłacających tego rodzaju kredyty wynosiła około 15 tysięcy). Drugą grupę stanowią kredyty tzw. „starego portfela”, gdzie decyzje o wysokości raty były podejmowane uznaniowo (te umowy były one podpisywane przez klientów banków w okresie 2004–08). Umowy te już wcześniej były zaskarżane z sukcesem przez klientów Votum ze względu na istotną nierównowagę stron.

W naszej ocenie poszerzenie oferty jest konsekwencją prokonsumenckiego podejścia sądów, jak i potencjalnej wadliwości umów kredytowych w złotych. Sądzymy, że na tym etapie projekt prawdopodobnie pozostanie bez większego znaczenia dla przychodów i wyników. Jest to przedsięwzięcie, które ma szansę powodzenia w średnim terminie. Równocześnie wydaje się, że ryzyko projektu jest niższe niż w przypadku segmentu klauzul abuzywnych w kredytach walutowych na podobnym etapie rozwoju, ze względu na już ugruntowane orzecznictwo, dużą analogię do spraw kredytów walutowych oraz wyższą rozpoznawalność firmy wśród klientów.

**Segment dochodzenia roszczeń od abuzywnych klauzul umów kredytowych.** W I kw. 2022 roku sprzedaż w segmencie dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych umów kredytowych wzrosła o 13% w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Votum widzi coraz większą rolę w bezpośrednim pozyskiwaniu klientów ze względu na rosnącą rozpoznawalność firmy.

**Segment szkód osobowych.** W tym segmencie Votum koncentruje się na sprawach o największym potencjale roszczeń (IV koszyk). Pokazuje to szacowana ilość roszczeń, która jest najwyższa od kilku kwartałów. Grupa chce tutaj utrzymać tendencję wzrostową w pozyskiwaniu nowych spraw. W I kw. 2022 r. nastąpiła również kumulacja powództw, która była o 71% wyższa niż rok temu. Zauważalna jest też większa skłonność poszkodowanych do wyboru drogi sądowej.

**Segment szkód w pojazdach.** W tym segmencie Votum przeszło na model B2B. Liczba zawartych umów w kwartale wzrosła o 12% r/r. Grupa chce dalej zwiększać liczbę podpisywanych umów w najbliższych kwartałach do ponad 2 tysięcy, ze względu na mniejszą jednostkową wartość przedmiotu sporu w kanale B2B.

## Rekomendowane działanie

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. W partnerstwie z Columbus Energy działa również w branży OZE. W naszej ocenie najbardziej perspektywicznym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej ilości pro-konsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak też rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej prokonsumenckiej linii orzeczniczej. Jednocześnie, wydaje się, że główne ryzyko dla tego segmentu, którym było wprowadzenie alternatywy w postaci ugód, istotnie zmalało, gdyż obecnie coraz większy problem dla popularyzacji takiego rozwiązania przedstawiają rosnące stopy procentowe i wyższe raty kredytów złotych, co zmniejsza atrakcyjność przejścia na złotówki dla klientów mających kredyt walutowy. Co więcej, Votum rozpoczyna również dochodzenie roszczeń dla kredytobiorców złotych na wybranych umowach złotych (kredyty tzw. „starego portfela” oraz kredyty z odroczoną spłatą części należności), które obarczone są klauzulami abuzywnymi.

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Przeważaj dla Spółki. Nadal postrzegamy akcje Spółki jako niedowartościowane. Ostatnie wyniki zaraportowane przez Votum pokazują, że lawinowy wzrost wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych stał się na tyle istotny dla przychodów, że już bardzo wyraźnie przekłada się na bieżącą rentowność Grupy. Spodziewamy się, że dzięki dalszemu rozliczaniu przychodów z „success-fee” Grupa Votum będzie w stanie dalej poprawiać wyniki w kolejnych kwartałach tego roku i wchodzi dzięki temu na nowy, dużo wyższy poziom generowanego wyniku operacyjnego, który ze względu na już zbudowany portfel klientów jest do utrzymania w średnim okresie.

**Czynniki ryzyka**

1. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową
2. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
3. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
4. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych
5. Małe zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów zlotowych
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
17. Niższe niż zakładane tempo wzrostu segmentu OZE

**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 i polecenia klientów po wygranym procesie
3. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
4. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
5. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów zlotowych
6. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
7. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
8. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
9. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
10. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć (OZE)

**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 jest 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 odroczonek.

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	45	27	4	9	0	2
Procenty	52%	31%	5%	10%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	37	33	6	9	0	2
Procenty	43%	38%	7%	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	9	5	0	1	0	2
Procenty	53%	29%	0%	6%	0%	12%

### 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	4	1	1	0	2
Procenty	53%	24%	6%	6%	0%	12%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Votum</b>									
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	88%	134%	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 →

\* 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
<b>Votum</b>							
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	Nie później niż 02.12.2022	15,06	129%
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	-

\* 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: 8 czerwca 2022 r., godz. 7:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 8 czerwca 2022 r., godz. 7:30.

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](mailto:p.kalbarczyk@bossa.pl)

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

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

**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 Stepien**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

---

Copyright © 2022 by DM BOŚ S.A.

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