

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

Votum

Prognozy finansowe na II kw. 2022 roku

23 września Votum opublikuje swój raport finansowy za I półrocze 2022 roku. Spodziewamy się mocnego II kw. 2022, czemu powinny sprzyjać rosnące przychody w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytowych wskutek napływu nowych wyroków. Ten czynnik będzie decydujący dla przychodów i rentowności. Pewną poprawę zakładamy również w pozostałych segmentach, chociaż poprawa rezultatów będzie dużo bardziej stopniowa. Reasumując, oczekujemy bardzo dobrego kwartału, przy dalszej poprawie bazy przychodowej i rosnącej rentowności. Naszym zdaniem, Spółka zaksięguje zysk netto na poziomie 29,1 mln zł w II kw. 2022, co będzie oznaczać historycznie najwyższy rezultat kwartalny Grupy Votum.

Poprawa przychodów r/r. Oczekujemy, że przychody w II kwartale pokażą dalszą istotną poprawę r/r pod wpływem lawinowo rosnącej liczby orzeczeń sądowych, które pozwalają Spółce na rozpoznanie przychodów success-fee w segmencie dochodzenia klauzul abuzywnych (Spółka już poinformowała o prognozowanych na II kwartał br. przychodach i wyniku segmentu z tego tytułu na poziomie odpowiednio 43,7 mln zł i 27,5 mln zł). Dodatkowo zakładamy nieco lepszą r/r sprzedaż w segmencie dochodzenia roszczeń od szkód majątkowych i osobowych. Prognozujemy również poprawę przychodów w segmencie rehabilitacyjnym. W ujęciu r/r dynamika skonsolidowanych przychodów Grupy Votum powinna być dwucyfrowa.

Dalsza poprawa rentowności. Zakładamy utrzymanie trendu poprawy marż EBITDA i EBIT w ujęciu kw./kw., co będzie pochodną rozliczania tzw. success-fee. Prognozujemy w II kw. br. marżę EBIT na poziomie 45,8% w porównaniu do 0,6% rok temu, co powinno przełożyć się na zysk operacyjny

23/2022/GPW (76) 27 lipca 2022

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 35,65 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 75,9 zł (↑)

Kapitalizacja: 90,7 mln US\$

Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,17 mln US\$

12M przedział kursowy: 13,34-39,95 zł

Free float: 37%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż	mln zł	195,6	298,4	367,2	398,9
EBITDA	mln zł	20,1	118,7	163,9	182,6
EBIT	mln zł	17,5	116,1	161,3	179,7
Zysk netto	mln zł	10,1	93,1	127,6	143,6
EPS	zł	0,84	7,76	10,63	11,97
Zmiana EPS r/r	%	16	825	37	13
Dług (gotówka) netto	mln zł	20,9	10,5	-80,6	-155,2
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	23,6	13,3	-77,6	-152,0
P/E	x	42,5	4,6	3,4	3,0
P/CE	x	33,6	4,5	3,3	2,9
EV/EBITDA	x	22,3	3,7	2,1	1,5
EV/EBIT	x	25,7	3,8	2,2	1,5
DPS	zł	0,35	0,41	3,88	5,32
Stopa dywidendy brutto	%	1,0	1,2	10,9	14,9
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: 23 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

w wysokości 36,8 mln zł. Nasze prognozy zysku netto dla Grupy Votum w omawianym kwartale wskazują 29,1 mln zł.

Tabela 1. Votum; Prognozy finansowe na IV kw. 2021

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 21	II kw. 21	III kw. 21	IV kw. 21	I kw. 22	II kw. 22P	zmiana r/r	I-II kw. 21	I-II kw. 22P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:			
											II kw. 21	II kw. 22P	I-II kw. 21	I-II kw. 22P
Sprzedaż	43,0	46,9	49,0	56,7	55,7	80,5	72%	89,9	136,2	51%	24%	27%	46%	46%
Zysk na sprzedaży	3,2	0,2	2,5	12,4	18,4	36,8	15412%	3,5	55,1	1482%	1%	32%	19%	48%
Marża zysku na sprzedaży	7,6%	0,5%	5,0%	21,8%	32,9%	45,7%	-	3,9%	40,5%	-	-	-	-	-
EBITDA	4,0	1,0	2,9	12,2	19,4	37,5	3688%	5,0	56,8	1047%	5%	32%	25%	48%
Marża EBITDA	9,2%	2,1%	6,0%	21,5%	34,7%	46,6%	-	5,5%	41,7%	-	-	-	-	-
EBIT	3,3	0,3	2,3	11,6	18,8	36,8	12171%	3,6	55,6	1435%	2%	32%	21%	48%
Marża EBIT	7,7%	0,6%	4,6%	20,4%	33,6%	45,8%	-	4,0%	40,8%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	3,3	-0,0	1,7	11,4	18,6	36,5	b.z.	3,3	55,1	1580%	0%	32%	20%	48%
Marża zysku brutto	7,7%	0,0%	3,5%	20,1%	33,4%	45,3%	-	3,6%	40,4%	-	-	-	-	-
Zysk netto	2,5	-0,4	0,7	7,3	16,2	29,1	b.z.	2,1	45,4	2072%	-4%	31%	21%	49%
Marża zysku netto	5,8%	-0,9%	1,3%	12,9%	29,1%	36,2%	-	2,3%	33,3%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozy finansowe

Aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Votum biorąc pod uwagę nasze szczegółowe szacunki wyników za II kw. br. Na nasze prognozy sprzedaży i wyniku operacyjnego największy wpływ ma segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych, gdzie obserwujemy szybki przyrost wyroków I instancji. Segment wychodzi tym samym z okresu dojrzewania i jest obecnie najważniejszym z punktu widzenia przyszłości Grupy Votum. Dzięki temu przychody, jak i wynik operacyjny będą wspierane przez rosnący wkład „success-fee”. Zakładamy, że ten komponent będzie wyraźnie widoczny w wynikach najbliższych kwartałów.

Zachowujemy ostrożność w szacowaniu niedawno uruchomionego potencjału przychodowego dochodzenia roszczeń z kredytów złotych. Ten koncept musi zmierzyć się z próbą rynku, czeka go też przetarcie drogi sądowej. Jedno i drugie wymaga czasu, tym bardziej, że w przypadku kredytów walutowych zajęło to kilka lat.

Spodziewamy się też poprawy sytuacji w segmencie roszczeń majątkowych po zmianie modelu sprzedaży. Votum rozmawia także z potencjalnym nabywcą aktywów z segmentu rehabilitacyjnego, jednak tak długo, jak nie będzie decyzji o sprzedaży, zakładamy obecny kształt Grupy Kapitałowej. Dodatkowo dezinvestycje zagranicznych spółek zależnych powinny przyczynić się do poprawy skonsolidowanej rentowności. Wprowadzone w naszych prognozach finansowych zmiany mają wyraźnie pozytywny wpływ na zyski w tym roku i latach następnych, co jest związane przede wszystkim z istotną poprawą wyniku w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych.

W naszych prognozach uwzględniamy dywidendę na akcję w tym roku na poziomie 0,41 zł, która będzie wypłacana pod koniec roku. Spodziewamy się, że ze względu na rosnącą zdolność Votum do generowania zysków, dywidendy będą istotnie wzrastać w kolejnych okresach.

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2022P			2023P			2024P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	298,4	267,6	12%	367,2	326,0	13%	398,9	353,2	13%
EBITDA	118,7	80,7	47%	163,9	105,1	56%	182,6	116,8	56%
EBIT	116,1	78,0	49%	161,3	102,4	57%	179,7	113,9	58%
Zysk netto	93,1	60,4	54%	127,6	79,7	60%	143,6	89,1	61%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały istotny wzrost naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 75,9 zł (poprzednio 53,6 zł) na akcję Spółki.

Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywierają: (i) istotne podwyższenie prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki, (ii) przesunięcie do przodu momentu wyceny, (iii) spadku stopy

wolnej od ryzyka (w ślad za spadkiem rentowności 10-letnich obligacji rządowych).

Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 48,2 zł (poprzednio 42,0 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 103,5 zł (poprzednio 65,1 zł) na akcję.

Tabela 3. *Votum; Podsumowanie wyceny*

DCF	48,2
Wycena porównawcza	103,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji <i>Votum</i> (zł)	75,9
Cena rynkowa	35,7
Potencjał zmiany	113%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. *Votum; Wycena metodą porównawczą*

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Gateley	14,1x	12,0x	11,3x	9,2x	7,7x	7,0x	10,9x	8,9x	8,0x
DWF Group	9,6x	8,5x	7,9x	5,7x	5,2x	4,8x	8,2x	7,6x	6,8x
IPH Limited	21,2x	19,6x	19,2x	13,6x	12,7x	12,1x	15,6x	14,2x	14,0x
Information services	12,2x	11,4x	-	6,5x	5,7x	-	-	-	-
Knights Group Holdings	9,5x	7,5x	6,6x	4,7x	4,5x	3,9x	6,4x	-	-
Mediana	12,2x	11,4x	9,6x	6,5x	5,7x	5,9x	9,6x	8,9x	8,0x
Votum	7,8	10,6	12,0	118,7	163,9	182,6	116,1	161,3	179,7
Implikowana wartość 1 akcji <i>Votum</i> (zł)	94,8	121,1	114,6	63,6	83,9	102,6	91,8	126,1	132,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji <i>Votum</i> (zł)	103,5								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. *Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek*

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Gateley	19%	19%	19%	16%	16%	16%	12%	12%	12%
DWF Group	18%	19%	20%	13%	13%	14%	9%	10%	10%
IPH Limited	35%	36%	36%	31%	32%	32%	22%	23%	23%
Information services	31%	31%	-	23%	24%	-	16%	16%	-
Keystone Law Group	14%	13%	13%	13%	11%	12%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	21%	22%	22%	16%	15%	17%	10%	11%	11%
Mediana	20%	20%	20%	16%	16%	16%	11%	12%	11%
Votum	40%	45%	46%	39%	44%	45%	31%	35%	36%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Model DCF

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Nielewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Wymagana stopa zwrotu	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Koszt długu												
Koszt długu przed opodatkowaniem	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Efektywna stopa podatkowa	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział kapitału akcyjnego	96%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Udział długu	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Koszt kapitału własnego	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Koszt długu po opodatkowaniu	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	14,3%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	298,4	367,2	398,9	432,1	323,5	275,1	255,3	245,6	153,9	160,0	166,5	173,3
EBIT	116,1	161,3	179,7	198,2	99,2	51,5	41,6	36,0	15,3	9,5	11,6	13,7
EBIT*(1-t)	95,4	132,6	147,7	162,8	81,5	42,3	34,2	29,6	12,6	7,8	9,5	11,3
Amortyzacja	2,5	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Zmiana kapitału pracującego	-79,0	9,1	-6,0	37,2	53,3	8,6	4,0	2,4	14,2	-0,6	-0,6	-0,6
Wydatki inwestycyjne	-4,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
FCFF	14,3	141,4	141,7	200,1	134,9	51,0	38,3	32,0	27,0	7,4	9,1	10,9

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	14,2%
Wartość rezydualna	83,1
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	30,6
Bieżąca wartość FCFF	555,4
Udziały mniejszości	1,9
Wartość firmy	584,0
Zadłużenie netto	10,5
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	4,9
Wartość kapitału akcyjnego	578,5
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	48,2

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,7%	14,0%	14,2%	14,5%	14,7%
0,0%	48,1	48,0	48,0	48,0	47,9
0,5%	48,2	48,2	48,1	48,1	48,0
1,0%	48,3	48,3	48,2	48,2	48,1
1,5%	48,4	48,4	48,3	48,3	48,2
2,0%	48,6	48,5	48,4	48,4	48,3

Źródło: 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. W partnerstwie z Columbus Energy działa również w branży OZE. W naszej ocenie najbardziej perspektywnym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej ilości prokonsumenckich 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, czyli wprowadzenie alternatywy w postaci ugód, istotnie zmalało, gdyż obecnie rosnące stopy procentowe i wyższe raty kredytów złotych zmniejszają atrakcyjność przejścia na złotówki dla klientów mających kredyt walutowy. Co więcej, Votum rozpoczyna również dochodzenie roszczeń dla kredytobiorców na wybranych umowach złotych (kredyty tzw. „starego portfela” oraz kredyty z odroczoną spłatą części należności), które obarczone są klauzulami abuzywnymi.

W naszej ocenie akcje Spółki pozostają niedowartościowane, co sprawia, że podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną **Kupuj**. Ostatnie wyniki Votum pokazują, że wpływ lawinowego wzrostu wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych na przychody jest głównym motorem poprawy rentowności Grupy. Spodziewamy się, że dzięki dalszym przychodom z „success-fee” utrzyma się poprawa marż i wyników Grupy Votum, która dzięki temu wejdzie na nowy, dużo wyższy poziom generowanego wyniku operacyjnego, który ze względu na już zbudowany portfel klientów jest do utrzymania w średnim okresie. Widzimy też duży potencjał dywidendowy dla akcji w średnim okresie.

W horyzoncie krótkoterminowym podtrzymujemy rekomendację **Przeważaj** ze względu na: (i) triadę poprawiających się przychodów, marż i zysków Grupy w tym roku, (ii) spodziewane bardzo mocne dynamiki wyników II kwartału oraz II półrocza (szczególnie IV kwartał), (iii) dodatnią dynamikę akwizycji nowych klientów w segmencie dochodzenia roszczeń abuzywnych w I półroczu, (iv) rosnącą skłonność kredytobiorców walutowych do podjęcia działań na drodze sądowej po rozpoczęciu cyklu wzrostu stóp procentowych w Szwajcarii oraz (v) oczekiwane wejście Votum do indeksu sWIG80, co może sprawić, że akcje Spółki pojawią się na radarze inwestorów instytucjonalnych.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 9. Volum; Rachunek wyników

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	141,8	150,6	195,6	298,4	367,2	398,9
Koszt własny sprzedaży	117,3	138,9	177,3	182,5	205,0	219,4
Zysk na sprzedaży	24,5	11,7	18,3	116,0	162,2	179,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,9	-0,3	-0,9	0,2	-0,9	0,2
EBITDA	24,7	13,6	20,1	118,7	163,9	182,6
EBIT	22,6	11,4	17,5	116,1	161,3	179,7
Przychody finansowe	1,0	0,3	0,2	0,1	0,0	1,3
Koszty finansowe	-1,6	-1,1	-1,5	-1,8	-2,1	-1,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,6
Zysk przed opodatkowaniem	22,0	10,6	16,4	115,0	159,9	180,2
Podatek dochodowy	4,4	2,5	6,3	20,5	30,4	32,1
Zyski mniejszości	0,3	-0,5	0,1	1,3	1,9	4,4
Zysk netto	17,3	8,7	10,1	93,1	127,6	143,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Volum; Bilans

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	57,5	60,7	65,0	76,9	83,6	86,5
Rzeczowe aktywa trwałe	25,6	25,6	27,5	29,5	29,8	29,7
Aktywa niematerialne	0,6	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
Wartość firmy	18,0	18,2	17,7	17,7	17,7	17,7
Majątek finansowy	13,3	15,5	18,5	28,2	34,7	37,7
Majątek obrotowy	49,2	54,7	67,6	166,7	253,2	338,3
Należności handlowe	34,8	44,5	61,7	149,2	146,9	159,6
Pozostałe należności	4,8	1,4	1,2	1,8	2,2	2,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,5	8,8	4,8	15,7	104,2	176,4
Aktywa	106,7	115,4	132,6	243,6	336,8	424,8
Kapitały własne	55,3	64,1	68,9	157,1	238,1	318,0
Zobowiązania	51,4	51,4	63,7	86,4	98,7	106,8
Zobowiązania długoterminowe	15,7	13,8	21,7	27,7	31,6	36,5
Dług odsetkowy	11,0	9,7	10,8	11,0	9,9	8,9
Leasing	1,7	1,6	1,9	2,0	2,1	2,2
Rezerwy, inne	3,0	2,4	9,0	14,7	19,6	25,4
Zobowiązania krótkoterminowe	35,7	37,6	42,0	58,7	67,1	70,3
Dług odsetkowy	10,1	12,0	14,9	15,2	13,6	12,3
Leasing	5,5	3,6	0,8	0,9	0,9	0,9
Rezerwy, inne	14,6	18,4	19,8	32,8	40,4	43,9
Zobowiązania handlowe	5,6	3,6	6,5	9,9	12,2	13,2
Pasywa	106,7	115,4	132,6	243,6	336,8	424,8

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Volum; Przepływy pieniężne

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	9,4	0,8	0,2	21,1	142,2	141,9
Zysk brutto	22,0	10,6	16,4	115,0	159,9	180,2
Amortyzacja	2,1	2,2	2,6	2,5	2,6	2,9
Zmiana majątku obrotowego	-2,1	-7,5	8,8	-75,9	10,1	-9,1
Pozostałe	-12,6	-4,6	-27,7	-20,5	-30,4	-32,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5,2	-1,4	-2,3	-4,7	-2,8	-2,8
Nakłady inwestycyjne	-1,2	-1,6	-1,0	-4,7	-2,8	-2,8
Pozostałe	-4,0	0,2	-1,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-3,7	-0,1	-2,6	-4,4	-49,2	-66,1
Przychody z emisji akcji	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	0,6	0,7	3,4	0,5	-2,6	-2,4
Wypłata dywidend	-2,4	0,0	-4,2	-4,9	-46,6	-63,8
Pozostałe	-1,9	-1,1	-1,8	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	0,5	-0,8	-4,7	12,0	90,2	72,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Marże:						
Marża EBITDA	17%	9%	10%	40%	45%	46%
Marża operacyjna	16%	8%	9%	39%	44%	45%
Marża zysku przed opodatkowaniem	16%	7%	8%	39%	44%	45%
Marża zysku netto	12%	6%	5%	31%	35%	36%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	35%	6%	30%	53%	23%	9%
EBITDA	65%	-45%	48%	490%	38%	11%
EBIT	93%	-49%	53%	565%	39%	11%
Zysk przed opodatkowaniem	107%	-52%	54%	600%	39%	13%
Zysk netto	109%	-50%	16%	825%	37%	13%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Wskaźniki

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	52%	65%	71%	75%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	29%	35%	36%	52%	35%	29%
Wskaźnik bieżący	1,4	1,5	1,6	2,8	3,8	4,8
Wskaźnik szybki	1,4	1,5	1,6	2,8	3,8	4,8
Rotacja należności kr. w dniach	82	96	99	129	147	140
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-27	-12	-10	-16	-20	-21
Rentowność						
ROA	17,2%	7,8%	8,1%	49,5%	44,0%	37,7%
ROE	36,0%	14,5%	15,1%	82,4%	64,6%	51,7%
ROCE	5,8%	2,5%	2,7%	16,4%	14,1%	11,8%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,4	1,6	1,6	1,3	1,0
Zysk operacyjny / aktywa	5,6%	2,6%	3,5%	15,4%	13,9%	11,8%
Efektywna stopa podatkowa	20%	23%	38%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,5	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	7%	9%	9%	2%	1%	1%
Dług netto / EBITDA	47%	95%	104%	9%	-49%	-85%
EBITDA / koszty finansowe	15,8	12,9	13,4	64,9	78,6	129,2
Dane na akcję						
Zysk na akcję	1,44	0,72	0,84	7,76	10,63	11,97
Wartość księgowa na akcję	4,61	5,34	5,74	13,09	19,84	26,50
EBITDA na akcję	2,06	1,14	1,68	9,89	13,66	15,21
EBIT na akcję	1,88	0,95	1,45	9,68	13,44	14,97
Dług netto na akcję	0,96	1,08	1,74	0,87	-6,72	-12,93
Dywidenda na akcję	0,19	0,00	0,35	0,41	3,88	5,32
Zysk gotówkowy na akcję	1,62	0,91	1,06	7,97	10,84	12,21
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	6,0	16,6	18,4	4,6	3,4	3,0
Cena / Wartość księgowa	1,9	2,3	2,7	2,7	1,8	1,3
EV na akcję	9,6	13,1	17,2	36,5	28,9	22,7
EV/EBITDA	4,7	11,5	10,2	3,7	2,1	1,5
EV/EBIT	5,1	13,8	11,8	3,8	2,2	1,5

* ceny średnioroczne 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
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. Malejące zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotowych
6. Spadek marż na grupie klientów mających kredyt w Getin Noble w przypadku uruchomienia uporządkowanej restrukturyzacji banku i niemożliwości uzyskania zwrotu KZP
7. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
8. Presja na wynagrodzenia
9. Niekorzystne/ zmienne kursy walut
10. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
11. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
12. Presja na marże
13. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (na razie nie ma aktywnych projektów legislacyjnych, ale były już podejmowane próby)
14. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
15. Przejęcia nowych spółek
16. 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. Zacieśnienie polityki monetarnej w Szwajcarii, skutkujące wyższą ratą kredytów frankowych, będące dodatkowym bodźcem do podjęcia działania przez kredytobiorców walutowych
4. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF zwiększające skłonność kredytobiorców do wyboru drogi sądowej
5. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
6. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotowych
7. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
8. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
9. Nowe przejęcia kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
10. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
11. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć (OZE)
12. Zwiększone zapotrzebowanie na instalacje zielonej energii (fotowoltaika, pompy ciepła) w środowisku rosnących cen energii pozwalających na większą niezależność od cen sieciowych

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 rynku roszczeń dla kredytobiorców walutowych
6. Sprawność operacyjna
7. Specjalizacja w ściśle określonych rynkach produktowych
8. Wielokanałowa sieć dystrybucji
9. Aktywne szukanie dodatkowych nisz produktowych (kredyty złotowe)

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 zysku – 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	29	4	9	0	2
Procenty	51%	33%	4%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	30	10	9	0	2
Procenty	43%	34%	11%	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 dostarcza 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 dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	10	2	2	1	0	2
Procenty	59%	12%	12%	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
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	132%	211%	15,52	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	14.09.2021	15.09.2021	-	-	-	14,48	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.09.2021	20.09.2021	-	-	-	14,70	27,05 ↓
Michał Sobolewski	-	-	05.10.2021	06.10.2021	-	-	-	14,40	18,30 ↓
Michał Sobolewski	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	14,60	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	14,20	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	18.11.2021	19.11.2021	-	-	-	14,22	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	02.12.2021	03.12.2021	-	-	-	15,06	23,80 ↑
Michał Sobolewski	-	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	16,72	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	18,50	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	15,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	26.04.2022	27.04.2022	-	-	-	18,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	-	16.05.2022	16.05.2022	-	-	-	19,20	53,60 ↑
Michał Sobolewski	-	-	20.05.2022	20.05.2022	-	-	-	24,30	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	24,70	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	28,95	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	39,20	53,60 →
Michał Sobolewski	-	-	27.07.2022	27.07.2022	-	-	-	35,65	75,90 ↑

* 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	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	Przeważaj	↑	02.12.2021	-	03.12.2021	Nie później niż 02.12.2022	15,06	205%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	16,72	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	18,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	15,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.04.2022	27.04.2022	-	18,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.05.2022	16.05.2022	-	19,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	20.05.2022	20.05.2022	-	24,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	24,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	28,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.07.2022	27.07.2022	-	35,65	-

* 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: 27 lipca 2022 r., godz. 21:25.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 27 lipca 2022 r., godz. 21:35.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#votum>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw#votum>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

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 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
Informacja: (+48) 0 801 104 104