

**50/2022/GPW (139) 2 grudnia 2022**

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 III kw. 2022 roku .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Prognozy finansowe .....	3
Wycena .....	4
Rekomendowane działanie .....	5
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	6
Czynniki ryzyka .....	8
Katalizatory .....	8
Przewagi konkurencyjne .....	8
Zastrzeżenia prawne .....	9

**50/2022/GPW (139) 2 grudnia 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 III kw. 2022 roku

**Segment klauzul abuzywnych siłą napędową wyników.** Przychody Grupy Votum w III kw. 2022 roku wyniosły 59 mln zł (+20% r/r), co odpowiada naszym prognozom. Był to dobry kwartał pod względem przychodów, czemu sprzyjała niezła sytuacja w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytowych. To jest główna siła napędowa wyników. Jednocześnie na przychody miała wpływ przymusowa restrukturyzacja w Getin Noble Banku, która spowodowała, że Votum dokonał odpisu księgowego na umowach z klientami przeciw temu podmiotowi (zmiana metodologii ich naliczania). Poprawę przychodów widać było również w segmencie dochodzenia rehabilitacji. Nieco gorzej niż rok temu radziły sobie segmenty szkód osobowych i szkód w pojazdach. Tempo poprawy całości przychodów pozostaje dobre.

**Tymczasowy spadek rentowności.** Marża EBITDA w III kw. 2022 wzrosła do 34,3% w porównaniu do 6,0% rok wcześniej. Jest to widoczna poprawa, a elementem decydującym jest pojawienie się wcześniej niewykazywanego przychodu „success-fee”. W ujęciu kwartalnym jej poziom jest nieco niższy, niemniej jednak jest to efekt wcześniej wspomnianego odpisu związanego z wszczęciem uporządkowanej restrukturyzacji w Getin Noble. EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 20,2 mln zł i 19,5 mln zł, oba zgodne z naszymi oczekiwaniami

**Zysk netto.** Koszty finansowe netto Grupy w III kwartale 2022 roku osiągnęły 0,33 mln zł wobec 0,5 mln zł w III kw. 2021 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22% (lekko powyżej naszych oczekiwań). W rezultacie zysk netto Grupy Votum w III kw. 2022 roku sięgnął 14,8 mln zł i był zgodny z naszymi oczekiwaniami.

**Sektor:** Finanse specjalne  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 45,85 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 72,1 zł (↓)

**Kapitalizacja:** 123,7 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,2 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 13,34-46,50 zł  
**Free float:** 37%

### Skorygowane zyski

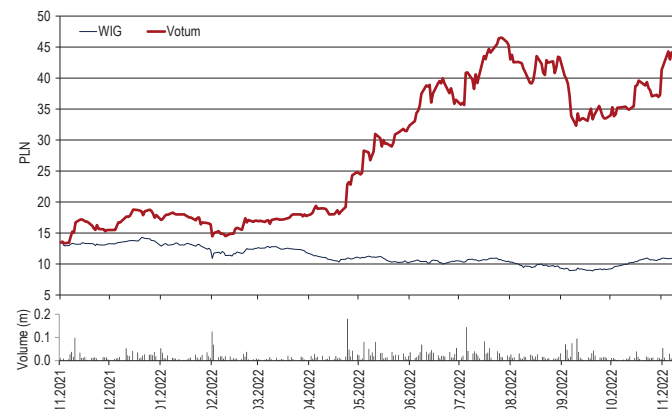
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż	mln zł	195,6	287,2	353,1	383,5
EBITDA	mln zł	20,1	114,3	156,7	175,7
EBIT	mln zł	17,5	111,8	154,2	172,8
Zysk netto	mln zł	10,1	88,8	120,9	136,6
EPS	zł	0,84	7,40	10,07	11,38
Zmiana EPS r/r	%	16	781	36	13
Dług (gotówka) netto	mln zł	20,9	10,5	-75,7	-146,7
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	23,6	13,3	-72,7	-143,6
P/E	x	54,6	6,2	4,6	4,0
P/CE	x	43,3	6,0	4,5	3,9
EV/EBITDA	x	28,4	4,9	3,0	2,3
EV/EBIT	x	32,7	5,0	3,1	2,3
DPS	zł	0,35	0,41	3,70	5,04
Stopa dywidendy brutto	%	0,8	0,9	8,1	11,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I poł. 2022: 23 września
2. Rozpoczęcie przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Banku: 30 września
3. Rozprawa TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: 12 października
4. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2022 roku: 21 listopada

### Najbliższe wydarzenia

1. Płatność dywidendy (0,41 zł na akcję): 12 grudnia
2. Opinia rzecznika TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: 16 lutego 2023 roku
3. Wyrok TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: prawdopodobnie II połowa 2023 roku
4. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: prawdopodobnie 2023 rok

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw.			III kw.			Wyniki wobec oczekiwań DM BOŚ	III kw. zmiana		I-III kw. zmiana			Realizacja czterolecnej prognozy w:			
	21	21	21	22	22	22		22P	r/r	21	22	r/r	III kw. 21	III kw. 22P	I-III kw. 21	I-III kw. 22
Sprzedaż	46,9	49,0	56,7	55,7	77,3	58,8	→	59,4	20%	138,9	191,9	38%	25%	20%	71%	67%
Zysk na sprzedaży	0,2	2,5	12,4	18,4	32,7	20,3	→	20,6	727%	5,9	71,4	1102%	13%	18%	32%	65%
Marża zysku na sprzedaży	0,5%	5,0%	21,8%	32,9%	42,3%	34,5%	-	34,7%	-	4,3%	37,2%	-	-	-	-	-
EBITDA	1,0	2,9	12,2	19,4	34,0	20,2	→	21,3	585%	7,9	73,6	832%	15%	18%	39%	65%
Marża EBITDA	2,1%	6,0%	21,5%	34,7%	44,0%	34,3%	-	35,8%	-	5,7%	38,3%	-	-	-	-	-
EBIT	0,3	2,3	11,6	18,8	33,4	19,5	→	20,6	766%	5,9	71,7	1121%	13%	18%	34%	65%
Marża EBIT	0,6%	4,6%	20,4%	33,6%	43,2%	33,2%	-	34,7%	-	4,2%	37,4%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	-0,0	1,7	11,4	18,6	32,9	19,2	→	20,0	1022%	5,0	70,7	1316%	10%	18%	30%	65%
Marża zysku brutto	0,0%	3,5%	20,1%	33,4%	42,5%	32,7%	-	33,6%	-	3,6%	36,8%	-	-	-	-	-
Zysk netto	-0,4	0,7	7,3	16,2	26,5	14,8	→	15,6	2136%	2,7	57,5	1991%	7%	17%	27%	65%
Marża zysku netto	-0,9%	1,3%	12,9%	29,1%	34,2%	25,1%	-	39,1%	-	2,0%	30,0%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Prognozy finansowe

Aktualizujemy prognozy dla Grupy Votum biorąc pod uwagę zaraportowane wyniki finansowe za III kw. br.

Lekko obniżamy prognozę przychodów, przede wszystkim z powodu zmiany metodologii księgowania przychodów wobec klientów objętego procedurą sanacyjną Getin Noble banku. Niemniej segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych pozostaje motorem napędowym przychodów i wyników Grupy Votum. Nadal zachowujemy ostrożność w szacowaniu niedawno uruchomionego potencjału przychodowego dochodzenia roszczeń z kredytów złotych. Rynek ten jest na bardzo wczesnym etapie i jego wartość w średnim okresie zależy od ukształtowania się linii orzeczniczej. Dodatkowo ten koncept musi zmierzyć się z próbą rynku. Jedno i drugie wymaga czasu, tym bardziej, że w przypadku kredytów walutowych zajęło to

kilka lat. Zmniejszamy też nasze oczekiwania dotyczące przychodów w segmencie dochodzenia roszczeń od szkód majątkowych, gdzie sanacja trwa wolniej niż zakładaliśmy. Spodziewamy się też stopniowej poprawy sytuacji w segmencie roszczeń majątkowych po zmianie modelu sprzedaży, chociaż wyniki segmentu w tym roku prawdopodobnie będą dalej pod presją.

Votum cały czas prowadzi negocjacje z potencjalnym nabywcą aktywów z segmentu rehabilitacyjnego, jednak ze względu na brak finalnej decyzji, zakładamy obecny kształt Grupy Kapitałowej. 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. 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	287,2	298,4	-4%	353,1	367,2	-4%	383,5	398,9	-4%
EBITDA	114,3	118,7	-4%	156,7	163,9	-4%	175,7	182,6	-4%
EBIT	111,8	116,1	-4%	154,2	161,3	-4%	172,8	179,7	-4%
Zysk netto	88,8	93,1	-5%	120,9	127,6	-5%	136,6	143,6	-5%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały spadek naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 72,1 zł (poprzednio 75,9 zł) na akcję Spółki. Wpływ na naszą wycenę wywiera: (i) obniżka prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki (negatywny wpływ), (ii) przesunięcie do przodu momentu wyceny (lekko pozytywny efekt), (iii) spadek stopy wolnej od ryzyka (w ślad za spadkiem rentowności 10-letnich obligacji rządowych); przyjmujemy też stopę wolną

od ryzyka na poziomie 5,0% w okresie rezydualnym ze względu na spodziewany spadek inflacji w długim terminie (lekko pozytywny wpływ). Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 47,4 zł (poprzednio 48,2 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 96,7 zł (poprzednio 103,5 zł) na akcję.

Tabela 3. *Votum; Podsumowanie wyceny*

DCF	47,4
Wycena porównawcza	96,7
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>72,1</b>
<b>Cena rynkowa</b>	<b>45,85</b>
Potencjał zmiany	57%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. *Votum; Model DCF*

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
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
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>16,6%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>16,4%</b>	<b>14,8%</b>
<b>Koszt długu</b>												
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	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Udział kapitału akcyjnego	96%	96%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Udział długu	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Koszt kapitału własnego	16,6%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	14,8%
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%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>16,3%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>14,6%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln PLN)</b>												
Sprzedaż	287,2	353,1	383,5	415,3	311,9	265,8	247,0	237,9	150,5	156,4	162,7	169,3
EBIT	111,8	154,2	172,8	190,5	95,9	50,1	40,8	35,4	15,9	10,2	12,2	14,3
EBIT*(1-t)	91,5	126,3	141,5	156,0	78,5	41,1	33,4	29,0	13,0	8,3	10,0	11,7
Amortyzacja	2,5	2,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Zmiana kapitału pracującego	-74,4	8,8	-5,8	35,7	51,1	8,2	3,8	2,3	13,5	-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
<b>FCFF</b>	<b>14,9</b>	<b>134,8</b>	<b>135,8</b>	<b>191,8</b>	<b>129,7</b>	<b>49,3</b>	<b>37,3</b>	<b>31,3</b>	<b>26,7</b>	<b>7,9</b>	<b>9,6</b>	<b>11,3</b>

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. *Votum; Wycena DCF (mln zł)*

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	14,6%
Wartość rezydualna	83,8
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	29,7
Bieżąca wartość FCFF	551,8
Udziały mniejszości	1,6
<b>Wartość firmy</b>	<b>579,9</b>
Zadłużenie netto	10,5
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	0,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>569,4</b>
Liczba akcji (m)	12,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)</b>	<b>47,4</b>

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	14,1%	14,4%	14,6%	14,9%	15,1%
0,0%	47,3	47,3	47,3	47,2	47,2
0,5%	47,4	47,4	47,4	47,3	47,3
1,0%	47,5	47,5	<b>47,4</b>	47,4	47,4
1,5%	47,7	47,6	47,6	47,5	47,5
2,0%	47,8	47,7	47,7	47,6	47,6

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 7. Votum; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Gateley	12,6x	12,1x	11,3x	8,5x	7,0x	6,4x	10,3x	8,3x	7,3x
DWF Group	7,8x	6,8x	6,1x	4,8x	4,5x	3,9x	7,0x	6,1x	5,5x
IPH Limited	22,4x	19,2x	17,7x	14,3x	13,1x	11,9x	16,4x	14,9x	13,6x
Information services	12,2x	13,0x	-	7,2x	6,8x	-	-	-	-
Knights Group Holdings	5,8x	5,2x	4,8x	3,2x	3,4x	3,0x	4,3x	-	-
<b>Mediana</b>	<b>12,2x</b>	<b>12,1x</b>	<b>8,7x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,1x</b>	<b>8,7x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,3x</b>
Votum	7,4	10,1	11,4	114,3	156,7	175,7	111,8	154,2	172,8
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	90,4	121,5	98,9	67,4	95,0	87,2	79,7	112,4	117,4
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>96,7</b>								

Źródło: Bloomberg, DM BOS 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 naszej ocenie w najbliższych latach swój najlepszy czas będzie miał segment dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej ilości prokonsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak też wciąż rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej prokonsumenckiej linii orzeczniczej. Chociaż banki ze względu na porażki w sądach coraz powszechniej starają się przekonać swoich klientów mających hipoteczne kredyty walutowe do ugód, to ze względu na korzystne orzecznictwo (w większości spraw wyrok sądu oznacza unieważnienie dotychczasowej umowy kredytu) różnice w korzyściach finansowych dla kredytobiorcy są wyraźnie na korzyść ścieżki sądowej, co w połączeniu z istotną wartością sporu sprawia, że Votum rejestruje dalszy napływ nowych klientów. Inną wadą ugód w obecnym otoczeniu makroekonomicznym jest też dużo wyższy poziom krajowej stopy procentowej, z czego wynika konieczność płacenia wyższej raty dla kredytów złotych, co zmniejsza 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 odroczonej 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 głównym motorem poprawy rentowności Grupy jest wpływ lawinowego wzrostu wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych na przychody. Spodziewamy się, że dzięki dalszym przychodom z „success-fee” utrzyma się poprawa marż i wyników Grupy Votum, która dzięki temu poprawi poziom generowanego wyniku operacyjnego, który ze względu na już zbudowany portfel klientów jest do utrzymania w średnim okresie. Widzimy też duży potencjał dywidendowy w średnim okresie wraz z pojawieniem się wyroków sądów apelacyjnych. W horyzoncie krótkoterminowym podtrzymujemy rekomendację Przeważaj ze względu na: (i) dalszą poprawę przychodów, marż i zysków Grupy w najbliższych kwartałach, (ii) spodziewane bardzo mocne dynamiki wyników IV kwartału, (iii) oczekiwaną dwucyfrową dynamikę akwizycji nowych klientów w segmencie dochodzenia roszczeń abuzywnych w tym roku, (iv) rosnącą skłonność kredytobiorców walutowych do podjęcia działań na drodze sądowej po rozpoczęciu cyklu wzrostu stóp procentowych w Szwajcarii.

**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 8. Volum; Rachunek wyników**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>141,8</b>	<b>150,6</b>	<b>195,6</b>	<b>287,2</b>	<b>353,1</b>	<b>383,5</b>
Koszt własny sprzedaży	117,3	138,9	177,3	176,6	198,0	211,9
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>24,5</b>	<b>11,7</b>	<b>18,3</b>	<b>110,6</b>	<b>155,1</b>	<b>171,6</b>
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,9	-0,3	-0,9	1,2	-0,9	1,2
<b>EBITDA</b>	<b>24,7</b>	<b>13,6</b>	<b>20,1</b>	<b>114,3</b>	<b>156,7</b>	<b>175,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>11,4</b>	<b>17,5</b>	<b>111,8</b>	<b>154,2</b>	<b>172,8</b>
Przychody finansowe	1,0	0,3	0,2	0,2	0,2	1,2
Koszty finansowe	-1,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,2	-1,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,7	-0,7
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>22,0</b>	<b>10,6</b>	<b>16,4</b>	<b>109,7</b>	<b>151,5</b>	<b>172,0</b>
Podatek dochodowy	4,4	2,5	6,3	19,9	28,8	31,2
Zyski mniejszości	0,3	-0,5	0,1	1,1	1,8	4,2
<b>Zysk netto</b>	<b>17,3</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>88,8</b>	<b>120,9</b>	<b>136,6</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Volum; Bilans**

(mln zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>57,5</b>	<b>60,7</b>	<b>65,0</b>	<b>75,9</b>	<b>82,4</b>	<b>85,2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	25,6	25,6	27,5	29,6	29,9	29,8
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	27,2	33,4	36,3
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>49,2</b>	<b>54,7</b>	<b>67,6</b>	<b>161,3</b>	<b>242,7</b>	<b>324,2</b>
Należności handlowe	34,8	44,5	61,7	143,6	141,2	153,4
Pozostałe należności	4,8	1,4	1,2	1,7	2,1	2,3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,5	8,8	4,8	16,0	99,4	168,5
<b>Aktywa</b>	<b>106,7</b>	<b>115,4</b>	<b>132,6</b>	<b>237,1</b>	<b>325,1</b>	<b>409,4</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>55,3</b>	<b>64,1</b>	<b>68,9</b>	<b>153,1</b>	<b>229,4</b>	<b>306,0</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>51,4</b>	<b>51,4</b>	<b>63,7</b>	<b>84,1</b>	<b>95,7</b>	<b>103,4</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>15,7</b>	<b>13,8</b>	<b>21,7</b>	<b>26,9</b>	<b>30,6</b>	<b>35,3</b>
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	13,9	18,6	24,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>35,7</b>	<b>37,6</b>	<b>42,0</b>	<b>57,1</b>	<b>65,1</b>	<b>68,1</b>
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	31,6	38,8	42,2
Zobowiązania handlowe	5,6	3,6	6,5	9,5	11,7	12,7
<b>Pasywa</b>	<b>106,7</b>	<b>115,4</b>	<b>132,6</b>	<b>237,1</b>	<b>325,1</b>	<b>409,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 10. Volum; Przepływy pieniężne**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>9,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>21,1</b>	<b>135,0</b>	<b>135,4</b>
Zysk brutto	22,0	10,6	16,4	109,7	151,5	172,0
Amortyzacja	2,1	2,2	2,6	2,5	2,5	2,9
Zmiana majątku obrotowego	-2,1	-7,5	8,8	-71,5	9,8	-8,7
Pozostałe	-12,6	-4,6	-27,7	-19,6	-28,8	-30,7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-5,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>
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
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-47,1</b>	<b>-62,8</b>
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	-44,5	-60,4
Pozostałe	-1,9	-1,1	-1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>11,9</b>	<b>85,1</b>	<b>69,8</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 11. Votum; Marże i stopy wzrostu**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Marże:</b>						
Marża EBITDA	17%	9%	10%	40%	44%	46%
Marża operacyjna	16%	8%	9%	39%	44%	45%
Marża zysku przed opodatkowaniem	16%	7%	8%	38%	43%	45%
Marża zysku netto	12%	6%	5%	31%	34%	36%
<b>Wzrosty nominalne:</b>						
Sprzedaż	35%	6%	30%	47%	23%	9%
EBITDA	65%	-45%	48%	468%	37%	12%
EBIT	93%	-49%	53%	540%	38%	12%
Zysk przed opodatkowaniem	107%	-52%	54%	568%	38%	14%
Zysk netto	109%	-50%	16%	781%	36%	13%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 12. Votum; Wskaźniki**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Struktura bilansu</b>						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	52%	65%	71%	75%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	29%	35%	36%	51%	35%	29%
Wskaźnik bieżący	1,4	1,5	1,6	2,8	3,7	4,7
Wskaźnik szybki	1,4	1,5	1,6	2,8	3,7	4,7
Rotacja należności kr. w dniach	82	96	99	130	147	140
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-27	-12	-10	-17	-20	-21
<b>Rentowność</b>						
ROA	17,2%	7,8%	8,1%	48,1%	43,0%	37,2%
ROE	36,0%	14,5%	15,1%	80,1%	63,3%	51,1%
ROCE	5,8%	2,5%	2,7%	15,9%	13,8%	11,7%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,4	1,6	1,6	1,3	1,0
Zysk operacyjny / aktywa	5,6%	2,6%	3,5%	15,1%	13,7%	11,8%
Efektywna stopa podatkowa	20%	23%	38%	18%	18%	18%
<b>Dźwignia finansowa</b>						
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%	-48%	-83%
EBITDA / koszty finansowe	15,8	12,9	13,4	59,9	70,5	124,4
<b>Dane na akcję</b>						
Zysk na akcję	1,44	0,72	0,84	7,40	10,07	11,38
Wartość księgowa na akcję	4,61	5,34	5,74	12,73	19,11	25,45
EBITDA na akcję	2,06	1,14	1,68	9,52	13,06	14,64
EBIT na akcję	1,88	0,95	1,45	9,31	12,85	14,40
Dług netto na akcję	0,96	1,08	1,74	0,87	-6,31	-12,22
Dywidenda na akcję	0,19	0,00	0,35	0,41	3,70	5,04
Zysk gotówkowy na akcję	1,62	0,91	1,06	7,60	10,28	11,62
<b>Wskaźniki wyceny*</b>						
Cena / zysk	6,0	16,6	18,4	6,2	4,6	4,0
Cena / Wartość księgowa	1,9	2,3	2,7	3,6	2,4	1,8
EV na akcję	9,6	13,1	17,2	46,7	39,5	33,6
EV/EBITDA	4,7	11,5	10,2	4,9	3,0	2,3
EV/EBIT	5,1	13,8	11,8	5,0	3,1	2,3

\* 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. 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. Prokonsumenckie orzeczenie TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału
3. Utrzymujące się zwiększone zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranym procesie
4. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
5. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
6. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów zlotowych
7. Korzystna dla klientów linia orzecznicza w przypadku kredytów zlotowych
8. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
9. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
10. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
11. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
12. 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 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.

**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	39	32	7	8	0	2
Procenty	44%	36%	8%	9%	0%	2%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	30	10	8	0	2
Procenty	43%	34%	11%	9%	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	7	6	0	1	0	2
Procenty	44%	38%	0%	6%	0%	13%

### 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	7	4	2	1	0	2
Procenty	44%	25%	13%	6%	0%	13%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>a</sup>	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	16.08.2022	195%	273%	15,52	27,40 →
Michał Sobolewski	-	→	14.09.2021	15.09.2021	-	-	-	14,48	27,40 →
Michał Sobolewski	-	→	19.09.2021	20.09.2021	-	-	-	14,70	27,05 ↓
Michał Sobolewski	-	→	05.10.2021	06.10.2021	-	-	-	14,40	18,30 ↓
Michał Sobolewski	-	→	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	14,60	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	14,20	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	18.11.2021	19.11.2021	-	-	-	14,22	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	02.12.2021	03.12.2021	-	-	-	15,06	23,80 ↑
Michał Sobolewski	-	→	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	16,72	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	18,50	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	15,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	26.04.2022	27.04.2022	-	-	-	18,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	16.05.2022	16.05.2022	-	-	-	19,20	53,60 ↑
Michał Sobolewski	-	→	20.05.2022	20.05.2022	-	-	-	24,30	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	24,70	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	28,95	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	39,20	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	35,65	75,90 ↑
Michał Sobolewski	Kupuj	16.08.2022	-	16.08.2022	Nie później niż 16.08.2023	1%	1%	45,50	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	41,00	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	27.09.2022	27.09.2022	-	-	-	39,90	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	33,55	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	35,20	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	17.11.2022	17.11.2022	-	-	-	38,00	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	02.12.2022	02.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 ↓

<sup>a</sup> ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

Analitik	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Votum</b>								
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	28.10.2022	15,06	222%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	16,72	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	18,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	15,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.04.2022	27.04.2022	-	18,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.05.2022	16.05.2022	-	19,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	20.05.2022	20.05.2022	-	24,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	24,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	28,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	35,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	45,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	41,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.09.2022	27.09.2022	-	39,90	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	33,55	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	→	28.10.2022	-	28.10.2022	Nie później niż 28.10.2023	35,20	15%
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2022	17.11.2022	-	38,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	45,85	-

\* 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: 2 grudnia 2022 r., godz. 20:35.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 grudnia 2022 r., godz. 20:45.

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

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

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

**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