

**16/2024/GPW (47)** 13 maja 2024

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

# Votum

Rekomendowane działanie .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2023 roku .....	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy .....	4
Prognozy finansowe .....	4
Wycena .....	5
Oczekiwania wyników za I kw. 2024 roku .....	7
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	8
Czynniki ryzyka .....	11
Katalizatory .....	11
Przewagi konkurencyjne .....	11
Zastrzeżenia prawne .....	12

**16/2024/GPW (47)** 13 maja 2024

**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 4.0

# Votum

## 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 dobrą passę kontynuuje segment dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest beneficjentem zarówno rosnącej liczby prokonsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak i utrzymującego się zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej prokonsumenckiej linii orzeczniczej. Potwierdzeniem prokonsumenckiego stanowiska jest wyrok TSUE z czerwca 2023 roku w sprawie C-520/21 dotyczącej bezumownego korzystania z kapitału, jak i orzeczenie TSUE z grudnia ub. roku w sprawie C-140/22 dotyczącej skutków oświadczeń konsumentów. Chociaż banki ze względu na porażki w sądach coraz powszechniej starają się przekonać do ugód swoich klientów z walutowymi kredytami hipotecznymi, to ze względu na korzystne orzecznictwo (w większości spraw unieważnienie dotychczasowej umowy kredytu) różnice w korzyściach finansowych dla kredytobiorcy przemawiają wyraźnie za ścieżką sądową, co w połączeniu z istotną wartością sporu sprawia, że nowi klienci napływają do Votum. Inną wadą ugód w obecnym otoczeniu makroekonomicznym jest też dużo wyższy poziom krajowej stopy procentowej, z czego wynika konieczność płacenia wyższej raty w przypadku kredytów złotych, co zmniejsza atrakcyjność konwersji kredytu walutowego na złote. Co więcej, Votum zajął się również dochodzeniem roszczeń w odniesieniu do wybranych umów złotych, gdzie na pierwszy plan wysuwa się dochodzenie roszczeń z tytułu nieprawidłowości w umowach kredytów konsumenckich. W ocenie Spółki duża liczba umów zawiera poważne wady i nieprawidłowości, które mogą skutkować sankcją

**Sektor:** Finanse specjalne  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (↑)  
**Kurs:** 43,65 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 66,9 zł (↓)

**Kapitalizacja:** 131,4 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,16 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 37,90-54,30 zł  
**Free float:** 37%

### Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	387,1	387,8	408,7	298,0
EBITDA	mln zł	162,2	166,4	172,3	103,2
EBIT	mln zł	158,7	162,8	168,7	98,3
Zysk netto	mln zł	131,9	133,7	139,1	82,6
EPS	zł	10,99	11,14	11,59	6,88
Zmiana EPS r/r	%	45	1	4	-41
Dług (gotówka) netto	mln zł	7,1	-40,6	-129,9	-209,9
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	12,3	-35,1	-124,1	-203,8
P/E	x	4,0	3,9	3,8	6,3
P/CE	x	3,9	3,8	3,7	6,0
EV/EBITDA	x	3,3	2,9	2,3	3,0
EV/EBIT	x	3,3	3,0	2,3	3,2
DPS	zł	2,51	2,75	5,57	5,79
Stopa dywidendy brutto	%	5,8	6,3	12,8	13,3
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

- Wyrok TSUE w sprawie C-140/22 dot. momentu przedawnienia: 7 grudnia 2023
- Wyrok TSUE w sprawie C-28/22 dot. przedawnienia roszczeń banków: 14 grudnia 2023
- Płatność II transzy dywidendy (1,25 zł na akcję): 20 grudnia 2023
- Skonsolidowany audytowany raport finansowy za 2023 rok: 22 kwietnia 2024
- Publikacja polityki dywidendowej na lata 2025-26: 23 kwietnia 2024

### Najbliższe wydarzenia

- Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2024: 27 maja
- Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 23 września
- Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada
- Wyrok TSUE w sprawie C-113/23 dot. roszczenia banków o waloryzację kapitału kredytu: 2024

kredytu darmowego. Ostatnie miesiące przyniosły w tym obszarze pozytywny odzew ze strony klientów i szybki wzrost liczby nowych umów.

W naszej ocenie akcje Spółki pozostają istotnie niedowartościowane, dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj. Wyniki za IV kwartał ub. roku były rekordowe, co było pochodną znakomitej sytuacji w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Wraz z mocnymi wynikami i rosnącą liczbą wyroków II instancji poprawi też się potencjał dywidendowy Votum w średnim okresie. Biorąc pod uwagę spore postępy w projekcie Sankcji Kredytu Darmowego i rosnące szanse na powodzenie tego projektu zdecydowaliśmy się podwyższyć rekomendację relatywną do Przeważaj.

### Wyniki finansowe za IV kw. 2023 roku

**Segment klauzul siłą napędową wyników.** Przychody Grupy Votum w IV kw. 2023 roku wyniosły rekordowe 137 mln zł (+24% r/r), co okazało się powyżej naszych oczekiwań. Jak można było się spodziewać, IV kwartał okazał się ponownie rekordowy dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, którego sprzedaż wyniosła 115 mln zł, a zaraportowana dynamika przychodów (+38% r/r) była wyraźnie mocniejsza od naszych oczekiwań. To jest główny czynnik stojący za wyższymi niż zakładane przychodami. Dużo mocniejszy przychód prawdopodobnie jest przynajmniej w części

skutkiem nowego podejścia Grupy do liczenia dyskonta (przyjęcie miesięcznych, a nie rocznych okresów rozliczenia), które zostało wprowadzone w raporcie rocznym i tym samym też pojawia się w wyniku IV kwartału. Lekko poprawiła się również sprzedaż w segmencie odszkodowawczym, która wyniosła 12 mln złotych (-34% r/r). Przychody segmentu rehabilitacyjnego okazały się bliskie oczekiwaniom.

**Wysoka rentowność.** Marża EBITDA w IV kw. ub.r. wyniosła 41,6% w porównaniu z 37,0% rok wcześniej. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 56,7 mln zł i 55,8 mln zł i okazały się wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań. Marże kształtują się na wysokim poziomie ze względu na rozpoznawanie wyższych przychodów „success-fee”. Wyższa marża jest też częściowo pochodną korekty w podejściu do dyskonta w rozliczaniu opłaty „success-fee”. Dlatego też zakładamy, że w kolejnych okresach marża powróci do typowego poziomu.

**Dalsza poprawa zysku netto.** W omawianym kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły 1,5 mln zł wobec 0,7 mln zł w IV kw. 2022 r. ze względu na rosnącą ilość wyroków II instancji. Wpływ odwróceń dyskonta w przychodach finansowych rośnie. Efektywna stopa podatkowa w IV kw. ub.r. wyniosła 18%, nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wys. 45,9 mln zł przekroczył nasze oczekiwania.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w IV kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln zł)					Wyniki wobec					Realizacja			Realizacja	
	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	oczekiwań	IV kw.	zmiana	I-IV kw.	I-IV kw.	zmiana	czteroczesnej	
	22	22	23	23	23	23	DM BOŚ	23P	r/r	22	23	r/r	IV kw. 22	IV kw. 23
Sprzedaż	58,8	110,3	80,3	88,1	82,3	136,5	↑↑	108,7	24%	302,2	387,1	28%	36%	36%
Zysk na sprzedaży	19,1	47,7	27,3	35,8	31,6	65,1	↑↑	44,5	37%	117,9	159,8	36%	40%	41%
Marża zysku na sprzedaży	32,5%	43,2%	34,0%	40,6%	38,3%	47,7%	-	40,9%	-	39,0%	41,3%	-	-	-
EBITDA	20,2	40,8	36,1	36,6	32,8	56,7	↑↑	44,4	39%	114,4	162,2	42%	36%	35%
Marża EBITDA	34,3%	37,0%	44,9%	41,5%	39,9%	41,6%	-	40,8%	-	37,8%	41,9%	-	-	-
EBIT	19,5	39,8	35,3	35,8	31,9	55,8	↑↑	43,5	40%	111,5	158,7	42%	36%	35%
Marża EBIT	33,2%	36,1%	43,9%	40,6%	38,8%	40,9%	-	40,0%	-	36,9%	41,0%	-	-	-
Zysk brutto	19,2	40,6	39,4	35,6	33,6	57,2	↑↑	46,0	41%	111,3	165,9	49%	36%	37%
Marża zysku brutto	32,7%	36,8%	49,1%	40,4%	40,8%	41,9%	-	42,3%	-	36,8%	42,8%	-	-	-
Zysk netto	14,8	33,6	32,6	27,2	26,2	45,9	↑↑	37,1	37%	91,1	131,9	45%	37%	37%
Marża zysku netto	25,1%	30,4%	40,6%	30,9%	31,9%	33,7%	-	34,1%	-	30,1%	34,1%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

**Umowy z wadami prawnymi skutkującymi sankcją kredytu darmowego.** W perspektywie najbliższych okresów Votum chce szerzej zaoferować produkty dla konsumentów usług finansowych, tym razem biorąc za cel wadliwe kredyty i pożyczki konsumenckie, gdzie sankcją jest otrzymanie przez klienta darmowego kredytu. Jednostkowy przychód w sporze o umowy konsumenckie będzie mniejszy w porównaniu do walutowych kredytów hipotecznych, ale w naszej ocenie prostszy proces, jak i automatyzacja powinny jednocześnie skutkować niższymi kosztami.

**Rozwój oferty.** Votum będzie aktywnie rozwijać politykę cenową w segmencie dochodzenie klauzul abuzywnych. Przykładem tutaj może być oferta Finish skierowana dla osób, które spłaciły już walutowy kredyt hipoteczny i chcą wystąpić z pozwem. Celem tutaj jest zwiększenie zainteresowania grupy osób, które często pozostają bierne w tej kwestii. Zarząd chce utrzymać wolumen zawieranych kontraktów dotyczących kredytów walutowych w związku z rosnącą liczbą rekomendacji od dotychczasowych klientów. Ważnym celem staje się też wzrost wolumenu zawieranych kontraktów dotyczących kredytów konsumenckich.

**Rozwój struktury terenowej.** Grupa rozbudowuje swoją strukturę terenową i otwiera nowe kancelarie zlokalizowane w różnych województwach, co ma na celu zwiększenie zdolności operacyjnej i rozpoznawalności w regionach. Dodatkowo bliskość biura stacjonarnego zwiększa zaufanie wśród niektórych klientów, ułatwia kontakt i też akwizycję. Mniejsze ośrodki pozwalają również na pozyskanie relatywnie tańszych pracowników. Obecność w mniejszych ośrodkach jest też istotna z punktu widzenia skuteczności i sprawności w pozwach w obszarze kredytów konsumpcyjnych, które będą lokowane w sądach rejonowych.

**Poszukiwanie nowych obszarów rozwoju.** Votum będzie też testować nowe pomysły na rozwój oferty związane z ochroną praw konsumenckich, w obszarach niezwiązanych z produktami finansowymi. Jednym z rozważanych obszarów jest immisja hałasu czy odpowiedzialności za utratę wartości gruntu.

## Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za 2023 rok aktualizujemy nasze prognozy. Zmiany obejmują małe korekty prognoz wyników finansowych w najbliższych latach.

**Segment dochodzenia roszczeń z tytułu umów bankowych.** Przez najbliższe lata dla wyników Grupy kluczowe znaczenie dla segmentu będzie miało dochodzenie roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach walutowych. Zakładamy zbliżone przychody i wyniki w segmencie. Wyniki w latach następnych będą pochodną dwóch czynników: (i) akwizycji nowych klientów, oraz (ii) ilości wyroków pierwszej instancji bezpośrednio przekładającej się na wolumen przychodów „success-fee”. Ponadto kolejne lata powinny również przynieść wyraźny wzrost przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i pobrania opłat „success fee”.

Widząc postępy, jakie Grupa poczyniła w ofercie skierowanej do klientów z umowami konsumenckimi i szybkim skalowaniu tej linii biznesowej w ciągu ostatnich miesięcy, co wyraźnie widać na przykładzie dynamicznie przyrastającej ilości nowych klientów, zdecydowaliśmy się uzupełnić nasz model finansowy o ten produkt, chociaż jesteśmy nadal konserwatywni w naszym podejściu. Tutaj zakładamy istotne wolumeny nowych kontraktów w tym roku, co przełoży się na płynące z tego opłaty wstępne dla Grupy. Podobnie jak w przypadku kredytów walutowych ostateczny sukces będzie determinowany korzyścią dla klienta, która będzie pochodną ukształtowania się finalnej linii orzeczniczej. Mimo iż argumenty Spółki są przekonujące, a umowy będące w obiegu gospodarczym prawdopodobnie mają istotne wady prawne, tę opinię muszą też podzielać sądy. Dlatego na razie nie zakładamy istotnych przychodów „success-fee” w tym obszarze, chociaż ich pojawienie wyraźnie amortyzowało spadek przychodów z klauzul abuzywnych (rok 2026 i następne) w kredytach walutowych w perspektywie kilku lat i tym samym sukces tego produktu jest strategicznie ważny dla Grupy.

**Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	387,8	409,0	-5%	408,7	409,0	0%	298,0	297,4	0%
EBITDA	166,4	176,2	-6%	172,3	176,2	-2%	103,2	105,3	-2%
EBIT	162,8	172,9	-6%	168,7	172,9	-2%	98,3	101,1	-3%
Zysk netto	133,7	137,4	-3%	139,1	137,4	1%	82,6	83,6	-1%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Segment Sprawy odszkodowawcze.** Zakładamy dalszą presję na przychody w I połowie i stabilizację w II połowie br. Cały czas ten segment znajduje się pod wpływem malejącego portfela roszczeń szkód samochodowych. W części związanej z dochodzeniem szkód osobowych widać tendencję spadkową, jednak dynamika spadków jest coraz mniejsza. W prognozach zakładamy stabilizację przychodów w kolejnych latach, a następnie ich odbudowę.

**Segment rehabilitacyjny.** Prognozujemy dalszą stabilną poprawę po stronie przychodowej i wynikowej w kolejnych okresach. Dodatkowo uwzględniamy efekt rozbudowy budynku Centrum Rehabilitacji Funkcjonalnej w Krakowie i zwiększenie zdolności obsługi pacjentów w 2025 roku.

**Dywidenda.** Votum zaktualizowało politykę dywidendy, która ma charakter ewolucyjny. W naszych prognozach zakładamy stopniowy wzrost wypłacanych dywidend na akcję w następnych latach ze względu na spodziewany stopniowy wzrost przepływów pieniężnych segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Dopiero dalszy przyrost wyroków II instancji w br. (po prawomocnym wyniku następuje rozliczenie uczestników sporu) powinien zapewnić dużo wyższy przyływ gotówki do Spółki, co wydatnie zwiększy zdolność wypłaty dywidend. Korygujemy tutaj w dół nasze wcześniejsze oczekiwania co do tempa wypłat dywidendy w roku kolejnym.

**Tabela 4. Votum; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Gateley	6,3x	5,7x	5,3x	8,0x	7,2x	6,7x	8,7x	8,2x	7,4x
IPH Limited	9,8x	8,7x	8,1x	10,8x	9,6x	8,9x	13,9x	12,5x	11,7x
Information services	7,6x	6,7x	6,0x	12,0x	10,1x	8,5x	17,5x	14,0x	11,3x
Knights Group Holdings	3,9x	3,4x	3,0x	6,0x	5,0x	4,1x	6,3x	5,9x	5,5x
<b>Mediana</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>9,4x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,6x</b>	<b>11,3x</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,4x</b>
Votum	166,4	172,3	103,2	162,8	168,7	98,3	133,7	139,1	82,6
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	100,3	100,0	66,4	130,8	128,5	79,8	125,9	120,1	64,3
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>101,8</b>								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

## Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu, zmiana premii za ryzyko rynku akcji oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały spadek naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 66,9 zł (poprzednio 79,5 zł) na akcję Spółki.

Pozytywny wpływ na naszą wycenę ma przesunięcie do przodu horyzontu wyceny, natomiast spadek stopy wolnej od ryzyka (zależnej od rentowności 10-letnich obligacji rządowych) i korekta prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki wywierają negatywny wpływ.

Wycena metodą DCF FCFF implikuje 58,1 zł (poprzednio 73,9 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 101,8 zł (poprzednio 102,2 zł) na akcję.

**Tabela 3. Votum; Podsumowanie wyceny**

DCF – waga 80%	58,1
Wycena porównawcza – waga 20%	101,8
<b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b>	<b>66,9</b>
<b>Cena rynkowa</b>	<b>43,7</b>
Potencjał zmiany	53%

Źródło: DM BOŚ SA



**Tabela 8. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek**

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2024P
Gateley	16%	17%	17%	13%	13%	14%	10%	10%	11%
IPH Limited	32%	32%	33%	30%	30%	30%	18%	18%	19%
Information services	35%	36%	34%	22%	24%	24%	11%	13%	15%
Keystone Law Group	13%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	25%	25%	25%	16%	17%	18%	12%	12%	13%
<b>Mediana</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
Votum	38%	42%	43%	37%	41%	42%	30%	34%	34%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Tabela 5. Votum; Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
<b>Koszt kapitału własnego</b>												
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
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>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>13,8%</b>
<b>Koszt długu</b>												
Koszt długu przed opodatkowaniem	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>												
Udział kapitału akcyjnego	97%	97%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
Udział długu	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Koszt kapitału własnego	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	13,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>	<b>13,7%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln PLN)</b>												
Sprzedaż	387,8	408,7	298,0	280,5	248,5	230,8	228,9	243,7	217,5	234,9	246,4	258,4
EBIT	162,8	168,7	98,3	85,9	64,7	60,4	64,9	54,5	22,1	28,5	32,5	36,7
EBIT*(1-t)	131,4	136,2	79,3	69,3	52,2	48,7	52,4	44,0	17,8	23,0	26,2	29,6
Amortyzacja	3,6	3,6	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2	4,1
Zmiana kapitału pracującego	-13,6	28,7	41,8	33,1	107,6	-3,0	-26,0	-0,3	1,6	-0,6	-0,3	-0,3
Wydatki inwestycyjne	-9,2	-10,9	-4,4	-4,3	-4,3	-4,2	-3,5	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1
<b>FCFF</b>	<b>112,2</b>	<b>157,6</b>	<b>121,7</b>	<b>103,0</b>	<b>160,4</b>	<b>46,2</b>	<b>27,5</b>	<b>44,9</b>	<b>20,6</b>	<b>23,4</b>	<b>27,0</b>	<b>30,3</b>

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	13,7%
Wartość rezydualna	241,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	116,9
Bieżąca wartość FCFF	512,4
Udziały mniejszości	5,4
<b>Wartość firmy</b>	<b>623,9</b>
Zadłużenie netto	-40,6
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	33,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>697,4</b>
Liczba akcji (m)	12,0
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)</b>	<b>58,1</b>

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,2%	13,5%	13,7%	14,0%	14,2%
0,0%	57,7	57,5	57,3	57,2	57,0
0,5%	58,1	57,9	57,7	57,5	57,4
1,0%	58,5	58,3	<b>58,1</b>	57,9	57,8
1,5%	59,0	58,8	58,6	58,4	58,2
2,0%	59,5	59,3	59,1	58,8	58,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Oczekiwania wyników za I kw. 2024 roku**

27 maja Votum opublikuje swój raport finansowy za I kw. 2024 roku. Spodziewamy się spadających dynamik sprzedaży ze względu na coraz wyższą bazę ubiegłego roku w segmencie dochodzenia klauzul abuzywnych od umów bankowych, gdzie wolumen biznesu jest już porównywalny do tego rok temu. W odniesieniu do pozostałych segmentów zakładamy utrzymanie dodatniej dynamiki r/r w segmencie rehabilitacji oraz dalszych spadków w segmencie odszkodowań. Reasumując, oczekujemy, że wyniki w I kwartale przyniosą wysokie tempo poprawy wyniku netto.

**Jednocyfrowa dynamika wzrostu przychodów.** Oczekujemy w I kwartale 5% poprawy przychodów r/r dzięki rosnącej sprzedaży w segmencie umów bankowych i umiarkowanego tempa sprzedaży w segmencie rehabilitacji. Dane

częstkowe obszaru klauzul abuzywnych pokazują spadające tempo akwizycji klientów walutowych r/r, natomiast przyrosty widoczne są w obszarze umów konsumenckich. Dzięki temu segment powinien wciąż poprawiać wyniki, chociaż tempo wzrostu będzie jednocyfrowe. W odniesieniu do pozostałych segmentów spodziewamy się nieco niższych przychodów.

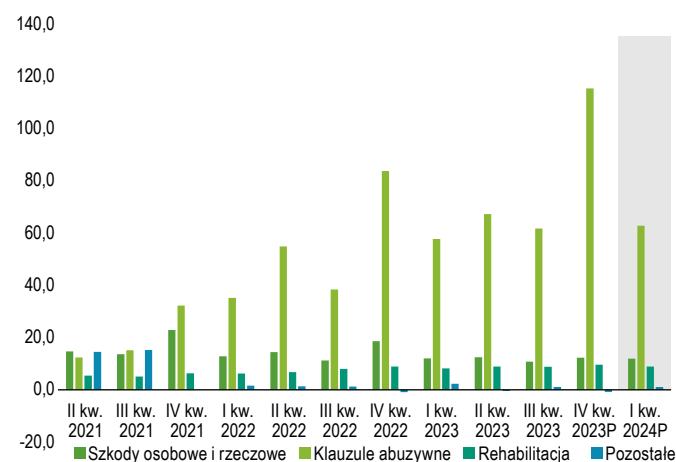
**Dalsza poprawa wyników r/r.** Zakładamy lekki spadek marż EBITDA i operacyjnej w ujęciu r/r, co będzie pochodną obniżenia „success-fee” w kwartale, ale też wzrostu kosztów stałych. Szacujemy, że Grupa Votum powinna zaraportować w I kw. 2024 roku marżę EBIT na poziomie 41,0% w porównaniu do 43,9% rok temu, co powinno przełożyć się na zysk operacyjny w wysokości 34,7 mln zł. Zgodnie z naszymi prognozami zysk netto Grupy w omawianym kwartale powinien sięgnąć 28,6 mln zł (-12% r/r).

Tabela 9. Votum; Prognozy finansowe na I kw. 2024

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 22	I kw. 23	II kw. 23	III kw. 23	IV kw. 23	I kw. 24P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:	
								I kw. 23	I kw. 24P
Sprzedaż	110,3	80,3	88,1	82,3	136,5	84,6	5%	21%	22%
Zysk na sprzedaży	47,7	27,3	35,8	31,6	65,1	34,7	27%	17%	22%
Marża zysku na sprzedaży	43,2%	34,0%	40,6%	38,3%	47,7%	41,0%	-	-	-
EBITDA	40,8	36,1	36,6	32,8	56,7	35,6	-1%	22%	22%
Marża EBITDA	37,0%	44,9%	41,5%	39,9%	41,6%	42,1%	-	-	-
EBIT	39,8	35,3	35,8	31,9	55,8	34,7	-2%	22%	22%
Marża EBIT	36,1%	43,9%	40,6%	38,8%	40,9%	41,0%	-	-	-
Zysk brutto	40,6	39,4	35,6	33,6	57,2	35,9	-9%	24%	23%
Marża zysku brutto	36,8%	49,1%	40,4%	40,8%	41,9%	42,4%	-	-	-
Zysk netto	33,6	32,6	27,2	26,2	45,9	28,6	-12%	25%	23%
Marża zysku netto	30,4%	40,6%	30,9%	31,9%	33,7%	33,9%	-	-	-

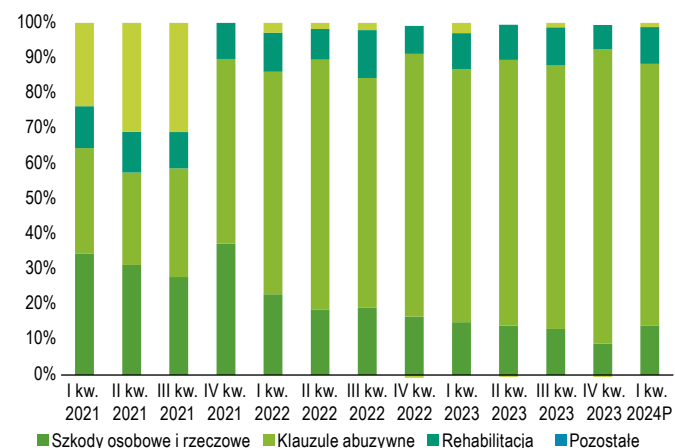
Źródło: Spółka, prognozy finansowe DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



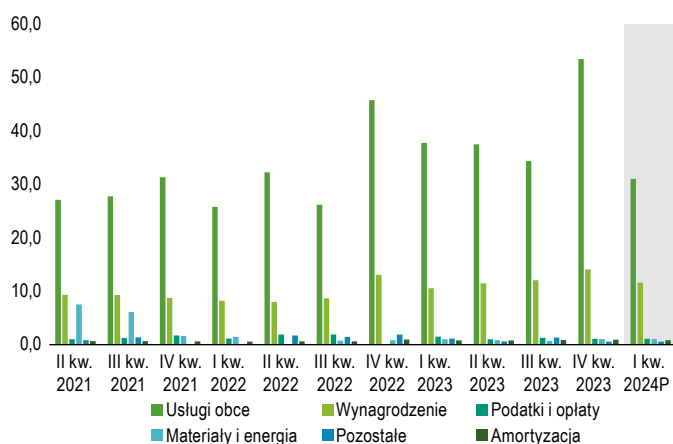
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



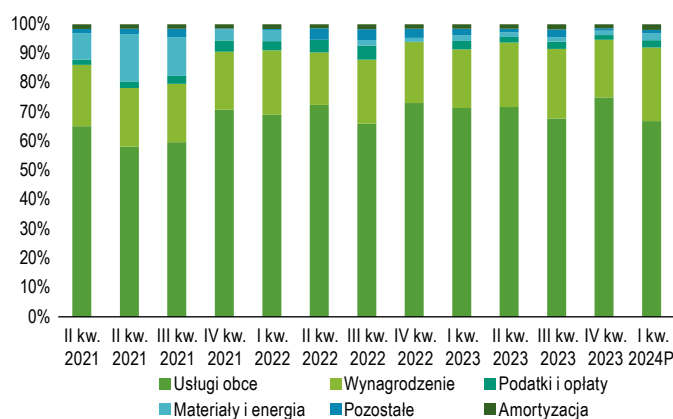
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

## Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

**Tabela 10. Votum; Rachunek wyników**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>195,6</b>	<b>302,2</b>	<b>387,1</b>	<b>387,8</b>	<b>408,7</b>	<b>298,0</b>
Koszt własny sprzedaży	177,3	184,3	227,4	224,9	239,8	198,8
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>18,3</b>	<b>117,9</b>	<b>159,8</b>	<b>163,0</b>	<b>168,9</b>	<b>99,2</b>
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	-6,4	-1,1	-0,2	-0,2	-0,9
<b>EBITDA</b>	<b>20,1</b>	<b>114,4</b>	<b>162,2</b>	<b>166,4</b>	<b>172,3</b>	<b>103,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>17,5</b>	<b>111,5</b>	<b>158,7</b>	<b>162,8</b>	<b>168,7</b>	<b>98,3</b>
Przychody finansowe	0,2	3,1	11,0	4,4	4,9	6,5
Koszty finansowe	-1,5	-3,4	-3,8	0,4	0,7	-1,5
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>16,4</b>	<b>111,3</b>	<b>165,9</b>	<b>167,6</b>	<b>174,3</b>	<b>103,3</b>
Podatek dochodowy	6,3	19,4	32,0	31,8	33,1	19,9
Zyski mniejszości	0,1	0,7	2,0	2,0	2,1	0,8
<b>Zysk netto</b>	<b>10,1</b>	<b>91,1</b>	<b>131,9</b>	<b>133,7</b>	<b>139,1</b>	<b>82,6</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 11. Votum; Bilans**

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>65,0</b>	<b>86,9</b>	<b>174,8</b>	<b>180,0</b>	<b>194,2</b>	<b>157,2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	27,5	28,8	30,0	35,5	42,7	42,1
Aktywa niematerialne	1,3	1,0	0,7	0,9	1,0	1,0
Wartość firmy	17,7	15,8	15,8	15,8	15,8	15,8
Majątek finansowy	18,5	40,6	127,6	127,9	134,8	98,3
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>67,0</b>	<b>188,8</b>	<b>269,4</b>	<b>330,9</b>	<b>392,3</b>	<b>403,9</b>
Należności handlowe	61,7	177,2	255,7	271,5	245,2	178,8
Pozostałe należności	1,2	1,2	1,5	1,5	1,6	1,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,1	10,4	12,2	57,9	145,5	223,9
<b>Aktywa</b>	<b>132,6</b>	<b>275,7</b>	<b>444,2</b>	<b>510,9</b>	<b>586,5</b>	<b>561,1</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>68,9</b>	<b>153,3</b>	<b>255,2</b>	<b>355,9</b>	<b>428,1</b>	<b>441,1</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>63,7</b>	<b>122,4</b>	<b>189,1</b>	<b>155,0</b>	<b>158,4</b>	<b>119,9</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>21,7</b>	<b>51,0</b>	<b>103,2</b>	<b>104,3</b>	<b>105,9</b>	<b>80,2</b>
Dług odsetkowy	10,8	8,1	12,5	11,3	10,1	9,1
Leasing	1,9	3,2	3,8	4,0	4,2	4,4
Rezerwy, inne	9,0	39,6	86,8	89,0	91,6	66,7
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>42,0</b>	<b>71,5</b>	<b>85,9</b>	<b>50,7</b>	<b>52,5</b>	<b>39,7</b>
Dług odsetkowy	14,9	13,1	6,8	6,1	5,5	4,9
Leasing	0,8	1,6	1,4	1,5	1,6	1,6
Rezerwy, inne	19,8	55,2	77,2	42,7	45,0	32,8
Zobowiązania handlowe	6,5	1,5	0,5	0,5	0,5	0,4
<b>Pasywa</b>	<b>132,6</b>	<b>275,7</b>	<b>444,2</b>	<b>510,9</b>	<b>586,5</b>	<b>561,1</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



**Tabela 12. Volum; Przepływy pieniężne**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>0,2</b>	<b>18,4</b>	<b>41,0</b>	<b>89,5</b>	<b>166,7</b>	<b>153,6</b>
Zysk brutto	16,4	111,3	165,9	167,6	174,3	103,3
Amortyzacja	2,6	2,8	3,5	3,6	3,6	4,9
Zmiana majątku obrotowego	8,8	33,3	31,9	-50,4	23,0	60,1
Pozostałe	-27,7	-128,9	-160,3	-31,3	-34,2	-14,8
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,9</b>	<b>-4,4</b>
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-1,4	-2,4	-9,2	-10,9	-4,4
Pozostałe	-1,3	0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-2,6</b>	<b>-11,7</b>	<b>-36,3</b>	<b>-34,7</b>	<b>-68,3</b>	<b>-70,8</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	3,4	-4,2	-2,2	-1,9	-1,7	-1,6
Wypłata dywidend	-4,2	-4,9	-30,1	-33,0	-66,9	-69,5
Pozostałe	-1,8	-2,6	-4,0	0,3	0,3	0,3
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>1,8</b>	<b>45,6</b>	<b>87,5</b>	<b>78,4</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 13. Volum; Marże i stopy wzrostu**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Marże:</b>						
Marża brutto	9%	39%	41%	42%	41%	33%
Marża EBITDA	10%	38%	42%	43%	42%	35%
Marża operacyjna	9%	37%	41%	42%	41%	33%
Marża zysku przed opodatkowaniem	8%	37%	43%	43%	43%	35%
Marża zysku netto	5%	30%	34%	34%	34%	28%
<b>Wzrosty nominalne:</b>						
Sprzedaż	30%	54%	28%	0%	5%	-27%
EBITDA	48%	469%	42%	3%	4%	-40%
EBIT	53%	539%	42%	3%	4%	-42%
Zysk przed opodatkowaniem	54%	578%	49%	1%	4%	-41%
Zysk netto	16%	804%	45%	1%	4%	-41%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 14. Votum; Wskaźniki**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż (mln zł)	195,6	302,2	387,1	387,8	408,7	298,0
Marża brutto	9%	39%	41%	42%	41%	33%
EBIT (mln zł)	20,1	114,4	162,2	166,4	172,3	103,2
EBITDA (mln zł)	17,5	111,5	158,7	162,8	168,7	98,3
Zysk brutto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	133,7	139,1	82,6
Zysk netto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	133,7	139,1	82,6
EPS (zł)	0,8	7,6	11,0	11,1	11,6	6,9
Dług netto (mln zł)	21,5	10,8	7,1	-40,6	-129,9	-209,9
BPS (zł)	5,7	12,8	21,3	29,7	35,7	36,8
DPS (zł)	0,35	0,41	2,51	2,75	5,57	5,79
Zwrot z kapitału własnego	15%	82%	65%	44%	35%	19%
Zwrot z aktywów	8%	45%	37%	28%	25%	14%
Amortyzacja (mln zł)	2,6	2,8	3,5	3,6	3,6	4,9
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	5,0	3,6	96,6	112,2	157,6	121,7
Capex (mln zł)	1,0	1,4	2,4	9,2	10,9	4,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 15. Votum; Dodatkowe Wskaźniki**

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Struktura bilansu</b>						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	57%	70%	73%	79%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	36%	50%	38%	36%	26%	20%
Wskaźnik bieżący	1,6	2,6	3,1	6,5	7,5	10,2
Wskaźnik szybki	1,6	2,6	3,1	6,5	7,5	10,2
Rotacja należności kr. w dniach	99	144	204	248	231	260
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-10	-8	-2	-1	-1	-1
<b>Rentowność</b>						
ROA	8,1%	44,6%	36,7%	28,0%	25,3%	14,4%
ROE	15,1%	82,0%	64,6%	43,8%	35,5%	19,0%
ROCE	2,7%	16,5%	14,4%	10,2%	8,4%	4,5%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,6	1,5	1,1	0,8	0,7	0,5
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	13,7%	11,0%	8,5%	7,7%	4,3%
Efektywna stopa podatkowa	38%	17%	19%	19%	19%	19%
<b>Dźwignia finansowa</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Koszty finansowe / EBIT	9%	3%	2%	0%	0%	2%
Dług netto / EBITDA	107%	9%	4%	-24%	-75%	-203%
EBITDA / koszty finansowe	13,4	33,4	42,7	-467,3	-241,9	69,5
<b>Dane na akcję</b>						
Zysk na akcję	0,84	7,59	10,99	11,14	11,59	6,88
Zysk na akcję, skor.	0,84	7,59	10,99	11,14	11,59	6,88
Wartość księgową na akcję	5,74	12,77	21,26	29,66	35,67	36,76
EBITDA na akcję	1,68	9,53	13,52	13,86	14,36	8,60
EBIT na akcję	1,45	9,29	13,23	13,57	14,06	8,19
Dług netto na akcję	1,79	0,90	0,59	-3,38	-10,82	-17,49
Dywidenda na akcję	0,35	0,41	2,51	2,75	5,57	5,79
Zysk gotówkowy na akcję	1,06	7,83	11,28	11,44	11,89	7,29
<b>Wskaźniki wyceny*</b>						
Cena / Zysk	18,4	4,0	4,4	3,9	3,8	6,3
Cena / Wartość księgową	2,7	2,4	2,3	1,5	1,2	1,2
EV na akcję	17,2	31,4	48,9	40,3	32,8	26,2
EV/EBITDA	10,3	3,3	3,6	2,9	2,3	3,0
EV/EBIT	11,8	3,4	3,7	3,0	2,3	3,2

\* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Czynniki ryzyka**

1. Rozwiązanie ustawowe zniechęcających kredytobiorców do wchodzenia na drogę sądową i korzystania z usług spółki
2. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową
3. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
4. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
5. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych
6. Małe zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotych
7. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
8. Presja na wynagrodzenia
9. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
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 (postulaty wyborcze niektórych partii)
14. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
15. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
16. Potencjalne przejęcia nowych spółek
17. Potencjalne problemy z ciągłością działania systemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)

**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 wygranych procesie
3. Rosnąca skala wypłat dywidend
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 złotych i na podstawie sankcji kredytu darmowego.
7. Korzystna dla klientów linia orzecznicza w przypadku kredytów złotych
8. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
9. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny
10. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
11. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć

**Przewagi konkurencyjne**

1. Pozycja lidera na najważniejszych rynkach produktowych
2. Ponadprzeciętna efektywność na tle konkurencji wynikająca z efektu skali
3. Automatyzacja i cyfryzacja procesów
4. Solidne dotychczasowe osiągnięcia
5. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
6. Pionier rosnącego rynku roszczeń dla kredytobiorców walutowych
7. Sprawność operacyjna
8. Specjalizacja w ściśle określonych rynkach produktowych
9. 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** – 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 odroczonej.

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	43	25	10	5	0	4
Procenty	49%	29%	11%	6%	0%	5%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	38	14	5	0	4
Procenty	30%	44%	16%	6%	0%	5%

## 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	8	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	6%	6%	0%	18%

### 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	4	7	2	1	0	3
Procenty	24%	41%	12%	6%	0%	18%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</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	14.07.2023	10%	-12%	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 ↓
Michał Sobolewski	-	→	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	52,30	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	56,60	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	48,80	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	12.04.2023	12.04.2023	-	-	-	51,40	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	52,30	72,10 →
Michał Sobolewski	-	→	10.05.2023	10.05.2023	-	-	-	45,00	79,60 ↑
Michał Sobolewski	-	→	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	50,70	79,60 →
Michał Sobolewski	-	→	06.06.2023	06.06.2023	-	-	-	52,00	79,60 →
Michał Sobolewski	Kupuj	14.07.2023	-	14.07.2023	Nie później niż 14.07.2024	-13%	-30%	50,00	79,60 →
Michał Sobolewski	-	→	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	49,60	79,60 →
Michał Sobolewski	-	→	06.09.2023	06.09.2023	-	-	-	48,50	79,60 →
Michał Sobolewski	-	→	03.10.2023	03.10.2023	-	-	-	43,10	79,50 ↓
Michał Sobolewski	-	→	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	46,30	79,50 →
Michał Sobolewski	-	→	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	45,00	79,50 →
Michał Sobolewski	-	→	10.12.2023	11.12.2023	-	-	-	43,70	81,30 ↑
Michał Sobolewski	-	→	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	45,60	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	46,70	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	45,15	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	47,05	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	11.04.2024	11.04.2024	-	-	-	47,10	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	44,30	81,30 →
Michał Sobolewski	-	→	13.05.2024	13.05.2024	-	-	-	43,65	66,90 ↓

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



**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Votum</b>								
Michał Sobolewski	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	03.10.2023	35,20	-5%
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2022	17.11.2022	-	38,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	56,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	48,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.04.2023	12.04.2023	-	51,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.05.2023	10.05.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	50,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.06.2023	06.06.2023	-	52,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	50,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	49,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.09.2023	06.09.2023	-	48,50	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	03.10.2023	-	03.10.2023	13.05.2024	43,10	-26%
Michał Sobolewski	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	46,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	43,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	45,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	46,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	45,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	47,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	11.04.2024	11.04.2024	-	47,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	44,30	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	13.05.2024	-	13.05.2024	Nie później niż 13.05.2025	43,65	-

\* 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 4.0” 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: 13 maja 2024 r., godz. 18:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 13 maja 2024 r., godz. 18:55.

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 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.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### 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 konsumpcyjne,  
ochrona zdrowia & biotechnologia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

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

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2024 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