

20/2024/GPW (53) 29 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

Wyniki finansowe za I kw. 2024 roku	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Prognozy finansowe	4
Wycena	4
Rekomendowane działanie	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	7
Czynniki ryzyka	10
Katalizatory	10
Przewagi konkurencyjne	10
Zastrzeżenia prawne	11

20/2024/GPW (53) 29 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

Wyniki finansowe za I kw. 2024 roku

Segment klauzul abuzywnych poniżej oczekiwań. Przychody Grupy Votum w I kw. 2024 roku wyniosły 77 mln zł (-10% r/r), czyli mniej, niż prognozowaliśmy, a czego powodem jest kilka czynników. Najważniejszym z nich są niższe od zakładanych przez nas przychody segmentu roszczeń bankowych, gdzie zakładaliśmy wyraźnie wyższy udział „*success-fee*” w I kw. 2024 roku. Całość przychodów segmentu bankowego wyniosła 60 mln zł (-5% r/r). Mniejszy niż prognozowaliśmy wkład miał również segment spraw odszkodowawczych, gdzie wprowadziliśmy spadek sprzedaży, ale okazał się on głębszy od naszych prognoz. Przychody segmentu rehabilitacyjnego okazały się bliskie oczekiwaniom.

Spadająca rentowność. Marża EBITDA w I kw. 2024 roku wyniosła 27,9% w porównaniu z 47,1% rok wcześniej. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 21,6 mln zł i 20,5 mln zł i były wyraźnie niższe od naszych oczekiwań. Spadek marż to pochodna zarówno spadającego udziału przychodów „*success-fee*” w strukturze przychodów, ale też wyższego poziomu kosztów. Dla przykładu koszty osobowe wzrosły aż o 49% r/r, co wynika ze zwiększenia obecności Grupy w regionach, prowadząc do zwiększenia zatrudnienia. Dochodzi do tego wzrost płac, jak i dodatkowe obciążenie związane z większą ilością rozpoczętych spraw sądowych. Wyższy poziom kosztów osobowych prawdopodobnie utrzyma się w przyszłości biorąc pod uwagę strategicznie istotne dla Grupy poszerzenie jej oferty o dochodzenie roszczeń z umów kredytu konsumpcyjnego, z czym wiąże się większość wzrostu.

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)
Kurs: 37,30 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 49,4 zł (↓)

Kapitalizacja: 114,1 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,19 mln US\$
12M przedział kursowy: 37,90-54,30 zł
Free float: 37%

Skorygowane zyski

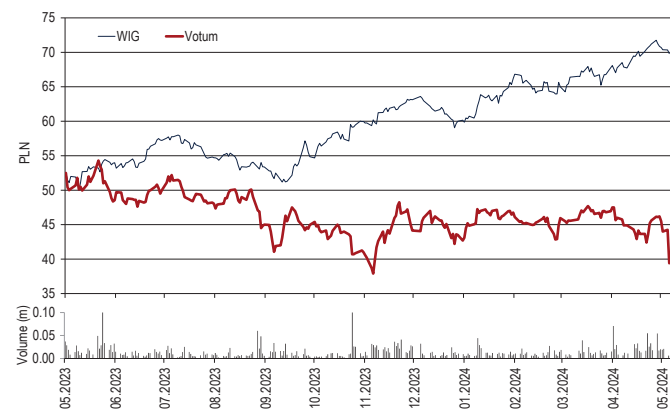
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	387,1	365,6	375,4	302,8
EBITDA	mln zł	162,2	121,1	116,8	87,3
EBIT	mln zł	158,7	117,1	112,8	82,5
Zysk netto	mln zł	131,9	107,9	105,0	66,5
EPS	zł	10,99	8,99	8,75	5,54
Zmiana EPS r/r	%	45	-18	-3	-37
Dług (gotówka) netto	mln zł	7,1	-34,5	-107,4	-164,7
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	12,3	-29,0	-101,7	-158,6
P/E	x	3,4	4,1	4,3	6,7
P/CE	x	3,3	4,0	4,1	6,3
EV/EBITDA	x	2,8	3,4	2,9	3,2
EV/EBIT	x	2,9	3,5	3,0	3,4
DPS	zł	2,51	2,42	4,49	4,38
Stopa dywidendy brutto	%	6,7	6,5	12,1	11,7
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. Publikacja polityki dywidendowej na lata 2025-26: 23 kwietnia 2024
2. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2024: 27 maja

Najbliższe wydarzenia

1. Zwyczajne Walne Zgromadzenie: 20 czerwca
2. Nowy format ugód zaproponowany przez banki: prawdopodobnie lipiec-sierpień
3. Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 23 września
4. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada
5. Dzień dywidendy: 18 września
6. Płatność I transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 16 października
7. Płatność II transzy dywidendy (1,21 zł na akcję): 17 grudnia
8. Wyrok TSUE w sprawie C-113/23 dot. roszczenia banków o waloryzację kapitału kredytu: 2024

Spadek zysku netto. W omawianym kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły 4,3 mln zł stymulowane przez odwrócenie dyskonta. Efektywna stopa podatkowa w I kw.

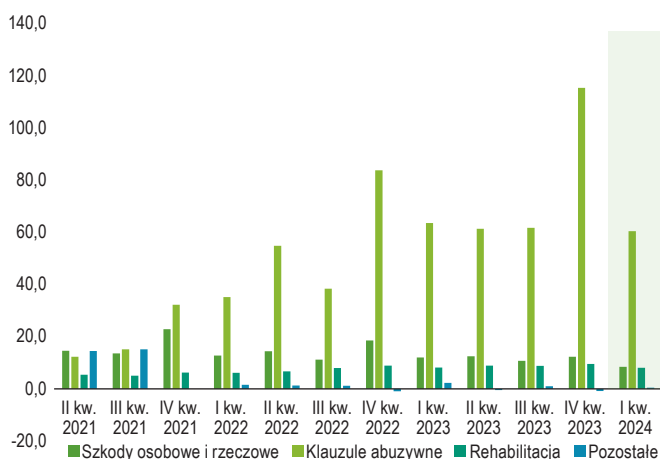
br. wyniosła 18%, nieznacznie poniżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy w wys. 20,1 mln zł okazał się niższy od naszych prognoz.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w I kw. 2024

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 22	I kw. 23	II kw. 23	III kw. 23	IV kw. 23	Wyniki wobec oczekiwań			zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:	
						I kw. 24	DM BOŚ	I kw. 24P		I kw. 23	I kw. 24
Sprzedaż	110,3	86,1	82,3	82,3	136,5	77,4	↓	84,6	-10%	22%	21%
Zysk na sprzedaży	47,7	31,5	31,6	31,6	65,1	19,7	↓↓	34,7	-38%	20%	17%
Marża zysku na sprzedaży	43,2%	36,6%	38,4%	38,3%	47,7%	25,4%	-	41,0%	-	-	-
EBITDA	40,8	40,6	32,1	32,8	56,7	21,6	↓↓	35,6	-47%	25%	18%
Marża EBITDA	37,0%	47,1%	39,0%	39,9%	41,6%	27,9%	-	42,1%	-	-	-
EBIT	39,8	39,8	31,3	31,9	55,8	20,5	↓↓	34,7	-49%	25%	17%
Marża EBIT	36,1%	46,2%	38,0%	38,8%	40,9%	26,4%	-	41,0%	-	-	-
Zysk brutto	40,6	44,1	31,0	33,6	57,2	24,8	↓↓	35,9	-44%	27%	18%
Marża zysku brutto	36,8%	51,2%	37,6%	40,8%	41,9%	32,1%	-	42,4%	-	-	-
Zysk netto	33,6	36,8	23,0	26,2	45,9	20,2	↓↓	28,6	-45%	28%	19%
Marża zysku netto	30,4%	42,8%	27,9%	31,9%	33,7%	26,0%	-	33,8%	-	-	-

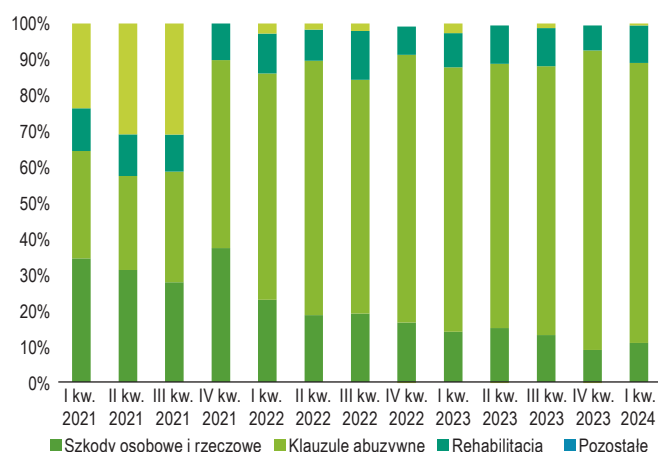
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



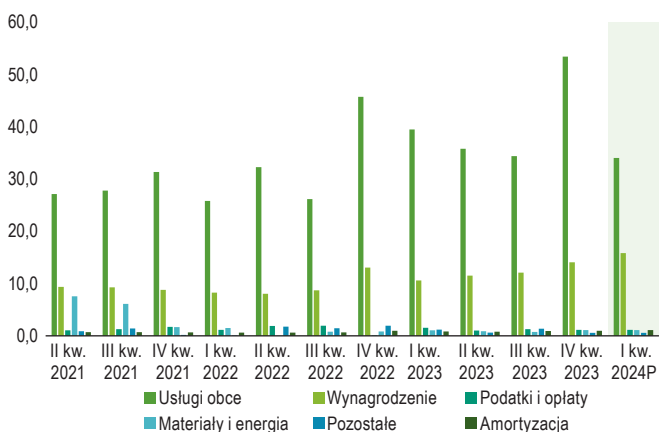
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



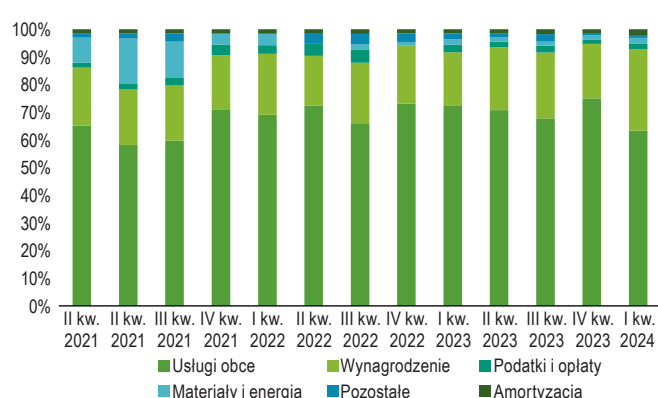
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według segmentu w ujęciu kwartalnym



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 2. Volum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	365,6	387,8	-6%	375,4	409,0	-8%	302,8	298,0	2%
EBITDA	121,1	166,4	-27%	116,8	176,2	-34%	87,3	103,2	-15%
EBIT	117,1	162,8	-28%	112,8	172,9	-35%	82,5	98,3	-16%
Zysk netto	107,9	133,7	-19%	105,0	137,4	-24%	66,5	82,6	-20%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Prognozy finansowe

Po wynikach I kwartału wprowadzamy korekty do naszych prognoz dla Grupy Volum ze względu na: (i) wyraźnie niższe średnie przychody „*success-fee*” na klienta w segmencie roszczeń bankowych w raportowanym okresie oraz (ii) dużo szybsze tempo wzrostu kosztów w I kwartale br. niż pierwotnie przez nas zakładane.

Przychody. Chociaż w średnim okresie spodziewaliśmy się spadku poziomu sprzedaży, to pierwsze sygnały powolnej erozji przychodów w segmencie roszczeń bankowych są już widoczne w wynikach I kwartału. Składają się na to dwa elementy. Z jednej strony obserwujemy niższe tempo akwizycji nowych klientów wśród osób z kredytem walutowym, co wpływa na poziom opłaty wstępnej, co wprawdzie nie jest czynnikiem decydującym, jednak jego wpływ będzie prawdopodobnie coraz silniejszy w przyszłych kwartałach ze względu na korekty polityki cenowej zapowiadane przez Volum. Zmiany cennikowe są powodowane chęcią przyciągnięcia nowych klientów, którzy dotąd nie byli skłonni skorzystać z usług Volum. Oznacza to obniżenie opłaty wstępnej. Drugim ważniejszym czynnikiem są spadające przychody „*success-fee*”, które w I kwartale były wyraźnie niższe r/r. Tutaj co prawda spodziewamy się poprawy w przyszłych kwartałach, ale łącznie zakładamy niższy niż wcześniej poziom tego komponentu przychodowego. Korygujemy też lekko w dół prognozy przychodów dla segmentu odszkodowawczego, gdzie przychody cały czas są pod presją zmian w dochodzeniu roszczeń od szkód samochodowych.

Koszty. Wysoki przyrost kosztów widoczny w I kwartale to częściowo pochodna rozbudowy obecności w nowych regionach i powodowanego tym dodatkowego zatrudnienia, co jest przede

wszystkim związane z rozwojem produktów dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytu konsumenckiego (sankcja kredytu darmowego). Skalowanie tego projektu następuje w imponującym tempie, co pociąga za sobą też mocno rosnące koszty operacyjne, a na to nakłada się jeszcze ogólny wzrost średniego i minimalnego wynagrodzenia w gospodarce. W rezultacie spodziewamy się obecnie zauważalnie wyższych kosztów osobowych w następnych okresach.

Kombinacja niższego poziomu przychodów (niższy udział opłat „*success-fee*”) oraz wyższy niż wcześniej zakładany poziom kosztów stałych prowadzi do rewizji oczekiwań rentowności. Obecnie zakładamy, że poziom rentowności operacyjnej będzie się stopniowo pogarszać już od tego roku i w szybszym tempie, niż wcześniej zakładaliśmy. Wprowadzone zmiany mają też istotny wpływ na zysk netto w br. i następnych latach. Podobnie aktualizujemy założenia dotyczące dywidend w tym roku – zgodnie z propozycją zarządu zakładamy, że dywidenda na akcję wypłacona w tym roku wyniesie 2,42 zł (wobec 2,75 zł, które zakładaliśmy wcześniej).

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka spowodowały wyraźny spadek naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 49,4 zł (poprzednio 66,9 zł) na akcję Spółki.

Wycena metodą DCF FCFF implikuje 41,2 zł (poprzednio 58,1 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 82,5 zł (poprzednio 101,8 zł) na akcję.

Tabela 3. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga 80%	41,2
Wycena porównawcza – waga 20%	82,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	49,4
Cena rynkowa	37,3
Potencjał zmiany	33%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Votum; Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	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
Wymagana stopa zwrotu	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	13,8%
Koszt długu												
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%
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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
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	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	13,6%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	365,6	375,4	302,8	280,4	243,4	201,1	182,2	205,1	215,0	232,0	243,1	254,7
EBIT	117,1	112,8	82,5	66,6	41,9	24,8	20,9	20,9	8,3	14,3	18,1	22,0
EBIT*(1-t)	94,5	91,1	66,6	53,8	33,8	20,0	16,9	16,9	6,7	11,6	14,6	17,7
Amortyzacja	4,0	4,0	4,8	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,0
Zmiana kapitału pracującego	-3,1	30,6	26,5	34,9	107,0	-4,9	-22,1	-1,0	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4
Wydatki inwestycyjne	-9,2	-10,8	-4,3	-4,2	-4,2	-4,1	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-3,1	-3,0
FCFF	86,2	114,9	93,6	89,2	141,4	15,7	-4,0	17,0	7,4	11,9	15,2	18,3

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	13,6%
Wartość rezydualna	146,6
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	61,7
Bieżąca wartość FCFF	373,8
Udziały mniejszości	5,0
Wartość firmy	430,5
Zadłużenie netto	-34,5
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	29,0
Wartość kapitału akcyjnego	494,0
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	41,2

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				
	13,1%	13,4%	13,6%	13,9%	14,1%
0,0%	40,9	40,8	40,7	40,7	40,6
0,5%	41,1	41,0	40,9	40,9	40,8
1,0%	41,4	41,3	41,2	41,1	41,0
1,5%	41,6	41,5	41,4	41,3	41,2
2,0%	41,9	41,8	41,7	41,5	41,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Gateley	7,3x	6,6x	6,1x	9,3x	8,3x	7,7x	10,1x	9,6x	8,7x
IPH Limited	10,0x	8,9x	8,3x	11,0x	9,8x	9,2x	14,3x	12,9x	12,0x
Information services	7,8x	6,8x	6,2x	12,2x	10,3x	8,7x	17,9x	14,4x	11,6x
Knights Group Holdings	4,2x	3,6x	3,2x	6,5x	5,4x	4,4x	6,9x	6,4x	5,9x
Mediana	7,5x	6,7x	6,2x	10,2x	9,1x	8,2x	12,2x	11,2x	10,1x
Votum	121,1	116,8	87,3	117,1	112,8	82,5	107,9	105,0	66,5
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	78,7	74,2	58,5	102,1	94,1	70,2	110,0	98,4	56,0
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	82,5								

Źródło: Bloomberg, 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%	16%	17%	13%	13%	13%	10%	10%	10%
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%
Mediana	22%	22%	25%	16%	17%	18%	11%	12%	13%
Votum	38%	42%	33%	37%	41%	32%	30%	34%	30%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Rekomendowane działanie

Po rewizji naszych prognoz wyników Grupy Votum nasza 12-miesięczna wycena akcji nadal sugeruje potencjał do wzrostu, jednak ze względu na brak istotnych katalizatorów, które pomogłyby zamknąć lukę wycenową, obniżamy naszą długoterminową rekomendację fundamentalną dla akcji Votum do Trzymaj. Bieżący rok prawdopodobnie przyniesie zauważalnie niższą rentowność Grupy niż ubiegły ze względu na wyższy wzrost kosztów związany z koniecznym rozwojem projektu dochodzenia roszczeń dla klientów od umów kredytów konsumpcyjnych. Projekt ma szansę odnieść sukces, ale ostatecznie jego powodzenie zależy od ukształtowania się pomyślnej dla klientów linii orzeczniczej, co musi potrwać przynajmniej kilka kwartałów. Jednocześnie wyniki I kwartału pokazały lekką erozję przychodów z segmentu bankowego w ujęciu rok-do-roku, za czym stoi słabsza akwizycja klientów i niższe przychody „success-fee”, co wskazuje na niższy potencjał

przychodowy w br. w przypadku utrzymania się tych tendencji. Wyciąg o pozyskanie nowego klienta jest coraz bardziej wymagający, co wymusza na Votum uatrakcyjnienie oferty i obniżenie cen tym bardziej, że banki z portfelem kredytów walutowych rozumiejąc, że na tym etapie nie jest możliwe ustawowe uregulowanie sprawy kredytobiorców frankowych skutkujące niskim kosztem dla sektora, starają się poprawić ofertę ugód i trwają intensywne prace nad nowym formatem ugody pod egidą Ministerstwa Sprawiedliwości. Jednocześnie, chociaż widzimy duży potencjał dywidendowy Votum w średnim okresie, obecnie jest za wcześnie na skokowe zwiększenie wypłacanych przez Grupę dywidend ze względu na wciąż relatywnie małą liczbę kontraktów ostatecznie rozliczonych.

Jednocześnie po słabszych, niż zakładaliśmy wynikach I kwartału i ze względu na brak istotnych wydarzeń w najbliższym okresie, obniżamy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację dla Spółki do Neutralnie (poprzednio Przeważaj).

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

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	195,6	302,2	387,1	365,6	375,4	302,8
Koszt własny sprzedaży	177,3	184,3	227,4	247,5	261,3	220,0
Zysk na sprzedaży	18,3	117,9	159,8	118,1	114,1	82,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,9	-6,4	-1,1	-1,0	-1,3	-0,3
EBITDA	20,1	114,4	162,2	121,1	116,8	87,3
EBIT	17,5	111,5	158,7	117,1	112,8	82,5
Przychody finansowe	0,2	3,1	11,0	23,2	24,4	5,7
Koszty finansowe	-1,5	-3,4	-3,8	-5,6	-5,6	-5,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	16,4	111,3	165,9	134,8	131,6	83,2
Podatek dochodowy	6,3	19,4	32,0	25,3	25,0	16,0
Zyski mniejszości	0,1	0,7	2,0	1,6	1,6	0,7
Zysk netto	10,1	91,1	131,9	107,9	105,0	66,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Volum; Bilans

(młn zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	65,0	86,2	174,1	172,2	182,2	157,7
Rzeczowe aktywa trwałe	27,5	28,8	30,0	35,1	41,7	41,2
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	120,5	123,8	99,8
Majątek obrotowy	67,0	188,8	269,4	309,1	349,8	361,6
Należności handlowe	61,7	177,2	255,7	255,9	225,2	181,7
Pozostałe należności	1,2	1,2	1,5	1,4	1,5	1,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,1	10,4	12,2	51,8	123,1	178,7
Aktywa	132,6	275,7	444,2	481,3	532,0	519,3
Kapitały własne	68,9	153,3	255,2	334,0	385,1	399,0
Zobowiązania	63,7	122,4	189,1	147,3	146,9	120,3
Zobowiązania długoterminowe	21,7	51,0	103,2	99,1	98,1	80,0
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	83,8	83,8	66,5
Zobowiązania krótkoterminowe	42,0	71,5	85,9	48,2	48,8	40,3
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	40,2	41,3	33,3
Zobowiązania handlowe	6,5	1,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Pasywa	132,6	275,7	444,2	481,3	532,0	519,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Volum; Przepływy pieniężne

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	0,2	18,4	41,0	79,0	136,8	113,5
Zysk brutto	16,4	111,3	165,9	134,8	131,6	83,2
Amortyzacja	2,6	2,8	3,5	4,0	4,0	4,8
Zmiana majątku obrotowego	8,8	33,3	31,9	-35,7	27,3	38,3
Pozostałe	-27,7	-128,9	-160,3	-24,1	-26,0	-12,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-0,5	-2,9	-9,2	-10,8	-4,3
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-1,4	-2,4	-9,2	-10,8	-4,3
Pozostałe	-1,3	0,9	-0,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-2,6	-11,7	-36,3	-30,7	-55,4	-53,8
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	-29,0	-53,9	-52,5
Pozostałe	-1,8	-2,6	-4,0	0,3	0,3	0,3
Zmiana środków pieniężnych	-4,7	6,2	1,8	39,1	70,7	55,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Volum; Marże i stopy wzrostu

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Marże:						
Marża brutto	9%	39%	41%	32%	30%	27%
Marża EBITDA	10%	38%	42%	33%	31%	29%
Marża operacyjna	9%	37%	41%	32%	30%	27%
Marża zysku przed opodatkowaniem	8%	37%	43%	37%	35%	27%
Marża zysku netto	5%	30%	34%	30%	28%	22%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	30%	54%	28%	-6%	3%	-19%
EBITDA	48%	469%	42%	-25%	-4%	-25%
EBIT	53%	539%	42%	-26%	-4%	-27%
Zysk przed opodatkowaniem	54%	578%	49%	-19%	-2%	-37%
Zysk netto	16%	804%	45%	-18%	-3%	-37%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż (mln zł)	195,6	302,2	387,1	365,6	375,4	302,8
Marża brutto	9%	39%	41%	32%	30%	27%
EBIT (mln zł)	20,1	114,4	162,2	121,1	116,8	87,3
EBITDA (mln zł)	17,5	111,5	158,7	117,1	112,8	82,5
Zysk brutto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	107,9	105,0	66,5
Zysk netto (mln zł)	10,1	91,1	131,9	107,9	105,0	66,5
EPS (zł)	0,8	7,6	11,0	9,0	8,8	5,5
Dług netto (mln zł)	21,5	10,8	7,1	-34,5	-107,4	-164,7
BPS (zł)	5,7	12,8	21,3	27,8	32,1	33,3
DPS (zł)	0,35	0,41	2,51	2,42	4,49	4,38
Zwrot z kapitału własnego	15%	82%	65%	37%	29%	17%
Zwrot z aktywów	8%	45%	37%	23%	21%	13%
Amortyzacja (mln zł)	2,6	2,8	3,5	4,0	4,0	4,8
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	5,0	3,6	96,6	86,2	114,9	93,6
Capex (mln zł)	1,0	1,4	2,4	9,2	10,8	4,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Votum; Dodatkowe Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	52%	56%	57%	69%	72%	77%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	36%	50%	38%	36%	27%	22%
Wskaźnik bieżący	1,6	2,6	3,1	6,4	7,2	9,0
Wskaźnik szybki	1,6	2,6	3,1	6,4	7,2	9,0
Rotacja należności kr. w dniach	99	144	204	255	234	245
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-10	-8	-2	-1	-1	-1
Rentowność						
ROA	8,1%	44,6%	36,7%	23,3%	20,7%	12,6%
ROE	15,1%	82,0%	64,6%	36,6%	29,2%	17,0%
ROCE	2,7%	16,5%	14,4%	8,5%	6,9%	4,0%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,6	1,5	1,1	0,8	0,7	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	13,7%	11,0%	6,3%	5,6%	3,9%
Efektywna stopa podatkowa	38%	17%	19%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	9%	3%	2%	5%	5%	6%
Dług netto / EBITDA	107%	9%	4%	-28%	-92%	-189%
EBITDA / koszty finansowe	13,4	33,4	42,7	21,7	20,9	17,3
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,84	7,59	10,99	8,99	8,75	5,54
Zysk na akcję, skor.	0,84	7,59	10,99	8,99	8,75	5,54
Wartość księgową na akcję	5,74	12,77	21,26	27,83	32,09	33,25
EBITDA na akcję	1,68	9,53	13,52	10,09	9,73	7,28
EBIT na akcję	1,45	9,29	13,23	9,76	9,40	6,87
Dług netto na akcję	1,79	0,90	0,59	-2,87	-8,95	-13,72
Dywidenda na akcję	0,35	0,41	2,51	2,42	4,49	4,38
Zysk gotówkowy na akcję	1,06	7,83	11,28	9,32	9,08	5,94
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	18,4	4,0	4,4	4,1	4,3	6,7
Cena / Wartość księgową	2,7	2,4	2,3	1,3	1,2	1,1
EV na akcję	17,2	31,4	48,9	34,4	28,3	23,6
EV/EBITDA	10,3	3,3	3,6	3,4	2,9	3,2
EV/EBIT	11,8	3,4	3,7	3,5	3,0	3,4

* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Rosnąca skłonność klientów do korzystania z oferty ugodowej banków
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. Zmiana taktyki procesowej banków i rezygnacja z apelacji do wyższej instancji skutkująca mniejszymi przychodami z KZP
9. Presja na wynagrodzenia
10. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
11. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
12. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
13. Presja na marże
14. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (postulaty wyborcze niektórych partii)
15. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
16. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
17. Potencjalne przejęcia nowych spółek
18. Potencjalne problemy z ciągłością działania sytemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)

Katalizatory

1. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
2. Ukształtowanie się korzystnego orzecznictwa w dochodzeniu roszczeń od klauzul abuzywnych kredytów konsumenckich
3. Utrzymujące się zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranym procesie
4. Rosnąca skala wypłat dywidend
5. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
6. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
7. Poprawa tempa akwizycji klientów segmentu bankowego
8. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotych i na podstawie sankcji kredytu darmowego.
9. Małe zainteresowanie klientów ugodami
10. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
11. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny
12. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
13. 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 netto – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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	42	26	10	5	0	4
Procenty	48%	30%	11%	6%	0%	5%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	25	39	14	5	0	4
Procenty	29%	45%	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 relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	Przeważaj	-	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	04.12.2020	-	04.12.2020	04.11.2021	12,80	-16%
Michał Sobolewski	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	17,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.06.2021	14.06.2021	-	16,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	15,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	15,52	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.09.2021	15.09.2021	-	14,48	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.09.2021	20.09.2021	-	14,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.10.2021	06.10.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	14,60	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	→	04.11.2021	-	04.11.2021	02.12.2021	14,20	16%
Michał Sobolewski	-	→	-	18.11.2021	19.11.2021	-	14,22	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	02.12.2021	-	03.12.2021	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	29.05.2024	43,65	-13%
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	29.05.2024	-	29.05.2024	Nie później niż 29.05.2025	37,30	-

* 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: 29 maja 2024 r., godz. 20:20.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 29 maja 2024 r., godz. 20:30.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi 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

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
Informacja: (+48) 0 801 104 104