

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

19 stycznia 2026

Spółka	Rekomendacja fundamentalna	Wycena w horyzoncie 12M (zł)	Rekomendacja relatywna	Analitik
Votum	Trzymaj	50,2	Neutralnie	Michał Sobolewski, CFA, FRM

Wydarzenie: Konferencja Business Outlook 2026 – kluczowe zagadnienia.

Podczas konferencji Business Outlook 2026 przedstawiciele Votum przedstawili aktualizację perspektyw biznesowych Grupy. Poniżej prezentujemy najważniejsze wnioski.

Postępowania dotyczące sankcji kredytu darmowego (SKD). Pomimo że wykładnia prawa w przypadku SKD jest bardziej określona niż w przypadku kredytów CHF, Votum wskazał, że orzecznictwo ponownie uległo wstrzymaniu na wyroki TSUE. Sąd Najwyższy formalnie zawiesił swoje stanowisko do czasu rozstrzygnięcia TSUE i ok. jedna trzecia sędziów sądów rejonowych zawiesiła postępowania, a pozostali nieformalnie oczekują na wytyczne. Spółka oczekuje przełomu w orzecznictwie podobnego do wyroku w sprawie Dziubak z października 2019 roku.

Votum skierował do sądów ok. 1 500 spraw SKD z łącznego portfela 8 000 spraw, aby aktywnie kształtować linię orzeczniczą przy jednoczesnym zachowaniu elastyczności. Umożliwia to szybkie skalowanie działalności po uzyskaniu jasności prawnej, przy czym automatyzacja masowego składania pozostałych pozwów została już wdrożona. Z danych Związku Banków Polskich wynika, że na koniec czerwca 2025 r. toczyło się 18 250 spraw SKD, z czego ok. 9 400 zostało wniesionych przez podmioty skupujące roszczenia. Po ich wyłączeniu udział Votum w aktywnych sprawach sądowych wynosi ok. 17%, a ok. 10% w szerokim rynku skarg SKD, co potwierdza wiodącą pozycję organiczną.

Bieżący rok powinien przynieść największą zmianę strukturalną w segmencie SKD. Korzystne orzeczenie TSUE mogłoby niemal natychmiast odblokować ok. 6 500 przygotowanych spraw SKD, choć ich ujęcie księgowe nastąpi dopiero po potwierdzeniu w drugiej instancji, co sugeruje istotny wpływ na rachunek wyników najwcześniej od 2027 roku. Ze względu na konserwatywne metody estymacji rozpoznanie istotnych przychodów z SKD jest oczekiwane dopiero po prawomocnych wyrokach apelacyjnych, a materialne przepływy pieniężne, analogicznie do historycznej ścieżki spraw CHF, mogą się pojawić w latach 2027-28.

Obecna praktyka banków polegająca na kapitalizacji i finansowaniu pozaodsetkowych kosztów kredytu nie jest, w ocenie banków, naruszeniem umowy, co pozwala im omijać ustawowe limity kosztów pozaodsetkowych przy jednoczesnym formalnym zachowaniu prawidłowego RRSO. Votum podkreślił jednak, że sądy coraz częściej kwestionują taką interpretację, porównując obecną sytuację do wczesnych spraw dotyczących kredytów CHF, w których jednostronna uznaniowość banków została ostatecznie uznana za niezgodną z prawem.

Zgodnie z ustawą o kredycie konsumenckim kredytobiorca może skorzystać z sankcji kredytu darmowego w terminie jednego roku od wykonania umowy, podczas gdy banki argumentują, że termin ten powinien biec od dnia wypłaty kredytu. Rzecznik Finansowy zdecydowanie sprzeciwia się tej interpretacji, a sześć pytań prejudycjalnych skierowanych do TSUE, w szczególności przez sądy w Łodzi, kwestionuje ją wprost. Projektowane zmiany ustawy o kredycie konsumenckim już precyzują, że bieg terminu przedawnienia powinien rozpoczynać się od momentu całkowitej spłaty kredytu.

Perspektywy sporów dotyczących kredytów CHF na 2026 rok. Grupa Votum planuje zwiększenie wydatków marketingowych w br. wykorzystując sprawdzone kampanie z udziałem osób publicznych w telewizji, kinach i kanałach cyfrowych. Grupą docelową w coraz większym stopniu są kredytobiorcy, którzy całkowicie spłacili swoje zobowiązania; obecnie stanowią oni do 45% nowych umów wobec 20% w 2023 roku, co potwierdza skuteczność szerszego miksu mediowego. Spółka szacuje, że na rynku pozostaje ok. 300 tys. kredytobiorców CHF, a w tej grupie 80% to klienci w pełni spłaceni i historycznie nieaktywni. Ostatnie kampanie pokazały skuteczną aktywizację tego segmentu, co wzmacnia przekonanie o możliwości pozyskania kolejnych 8 000 umów CHF w 2026 roku. Jednocześnie wynikające ze zmiany polityki cenowej niższe opłaty wstępne oznaczają ograniczony krótkoterminowy wkład do przychodów. Wyniki finansowe będą w coraz większym stopniu zależne od dynamiki rozstrzygania spraw, w tym ugód, apelacji i realizacji gotówki, niż od samego napływu nowych umów.

Perspektywy sporów dotyczących służebności przesyłu na 2026 rok. Spółka zidentyfikowała służebności przesyłu jako nowy, istotny filar wzrostu i rozwijała go w ciągu ostatnich 18 miesięcy z przyspieszeniem po wyroku Trybunału Konstytucyjnego z 2 grudnia. Projekt ten dotyczy wieloletniego, nieodpłatnego posadowienia infrastruktury na gruntach prywatnych. Votum obecnie obsługuje ok. 450 aktywnych spraw, w tym pierwsze propozycje ugód ze strony operatorów infrastruktury, co wskazuje na wczesne uznanie ryzyka prawnego przez te podmioty.

Roszczenia obejmują zazwyczaj dwa elementy: jednorazowe wynagrodzenie za ustanowienie służebności na przyszłość i rekompensatę wsteczną za bezumowne korzystanie z gruntu do sześciu lat. Model biznesowy przypomina sprawy CHF obejmując opłaty wstępne i tzw. success fee w przedziale od PLN 990 i 25% success fee w przypadku obsługi obejmującej wyłącznie negocjacje po warianty z wyższą opłatą wstępną obniżającą success fee nawet do 2%. Zarząd podkreśla potencjał wczesnej monetyzacji dzięki istotnym opłatom wstępnym.

Zarząd zauważył, że operatorzy nieposiadający kompletnej dokumentacji lub narażeni na konieczność modernizacji infrastruktury już składają propozycje ugód, a najnowsze orzeczenia sądów odwołujące się do wyroku Trybunału Konstytucyjnego potwierdzają przyspieszającą adaptację tej linii orzeczniczej. Pierwsze istotne wpływy gotówkowe są oczekiwane już w 2026 roku.

Komentarz: Przedstawiony plan biznesowy na 2026 rok oceniamy jako interesujący, gdyż łączy on dalszą monetyzację wciąż silnych, bazowych produktów związanych z postępowaniami CHF z wyraźnym potencjałem wzrostowym w segmencie SKD oraz rozwijającym się obszarze służebności przesyłu. O ile przychody z produktów CHF powinny w średnim terminie stopniowo maleć, sprawy SKD (po uzyskaniu jasności orzeczniczej) mogą wejść w bardziej dynamiczną fazę, stanowiąc istotny motor wzrostu w horyzoncie średnioterminowym. Co istotne, produkt związany ze służebnościami przesyłu, które jeszcze nie uwzględniamy w prognozach finansowych, zapewnia dodatkową dywersyfikację i potencjał wzrostowy, przy pierwszych oznakach zainteresowania rynkowego i relatywnie szybkiej monetyzacji. Skuteczne skalowanie tego nowego filaru mogłoby równoważyć sprzedaż produktów związanych z postępowaniami dotyczącymi kredytów CHF w kolejnych latach.

Niniejszy raport nie stanowi rekomendacji 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 dla celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.