

14/2023/GPW (39) 10 maja 2023

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

Votum

Rekomendowane działanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za IV kw. 2022 roku	3
Prognozy finansowe	4
Wycena	5
Prognozy wyników Spółki za I kw. 2023 roku	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Czynniki ryzyka	10
Katalizatory	10
Przewagi konkurencyjne	10
Zastrzeżenia prawne	11

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

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 swój najlepszy czas ma obecnie segment dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej liczby prokonsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak też wciąż rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej prokonsumenckiej linii orzeczniczej. Ostatnim potwierdzeniem prokonsumenckiego stanowiska jest lutowa opinia rzeczniczka TSUE w sprawie C-520/21 dotycząca bezumownego korzystania z kapitału. Wyrok w tej sprawie jest planowany w połowie czerwca.

Chociaż banki ze względu na porażki w sądach coraz powszechniej starają się przekonać swoich klientów mających hipoteczne kredyty walutowe do ugód, to ze względu na korzystne orzecznictwo (w większości spraw wyrok sądu oznacza unieważnienie dotychczasowej umowy kredytu) różnice w korzyściach finansowych dla kredytobiorcy przemawiają wyraźnie za ścieżką sądową, co w połączeniu z istotną wartością sporu sprawia, że Votum rejestruje dalszy napływ nowych klientów. Inną wadą ugód w obecnym otoczeniu makroekonomicznym jest też dużo wyższy poziom krajowej stopy procentowej, z czego wynika konieczność płacenia wyższej raty w przypadku kredytów złotych, co zmniejsza atrakcyjność przejścia na złotówki dla klientów mających kredyt walutowy. Co więcej, Votum rozpoczyna również dochodzenie roszczeń dla kredytobiorców na wybranych umowach złotych (kredyty tzw. „starego portfela” oraz kredyty z odroczoną spłatą części należności), które obarczone są klauzulami abuzywnymi.

14/2023/GPW (39) 10 maja 2023

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 45,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 79,6 zł (↑)

Kapitalizacja: 130 mln US\$

Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,3 mln US\$

12M przedział kursowy: 17,16-57,00 zł

Free float: 37%

Skorygowane zyski

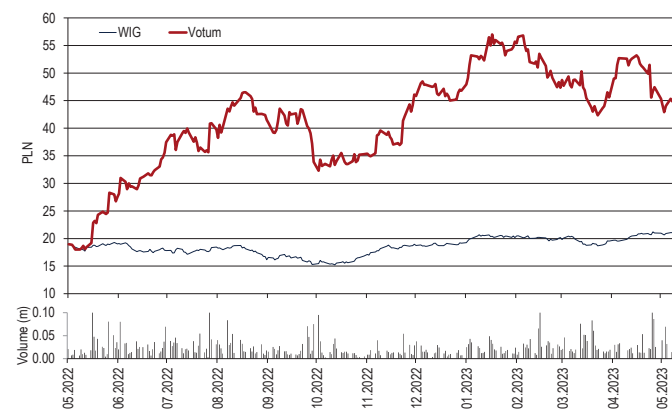
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	300,6	379,3	421,0	433,4
EBITDA	mln zł	111,4	161,6	179,9	172,4
EBIT	mln zł	108,5	158,6	176,8	169,3
Zysk netto	mln zł	87,3	124,1	139,0	137,1
EPS	zł	7,28	10,34	11,58	11,43
Zmiana EPS r/r	%	767	42	12	-1
Dług (gotówka) netto	mln zł	10,8	-50,7	-127,7	-220,8
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	15,7	-45,7	-122,4	-215,2
P/E	x	6,2	4,4	3,9	3,9
P/CE	x	6,0	4,2	3,8	3,9
EV/EBITDA	x	4,9	3,0	2,3	1,9
EV/EBIT	x	5,1	3,1	2,3	1,9
DPS	zł	0,41	2,18	5,17	5,79
Stopa dywidendy brutto	%	0,9	4,9	11,5	12,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Płatność dywidendy (0,41 zł na akcję): 12 grudnia 2022
2. Opinia rzeczniczka TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: 16 lutego 2023
3. Skonsolidowany audytowany raport finansowy za 2022 rok: 21 kwietnia 2023

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2023: 26 maja
2. Wyrok TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: 15 czerwca
3. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 22 września
4. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 17 listopada
5. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: prawdopodobnie 2023 rok

Wśród czynników ryzyka, które zarysowały się niedawno, jest rosnąca obawa regulatorów o kondycję banków w obliczu ich masowych przegranych w sądach i konieczności dalszego tworzenia rezerw rzędu dziesiątek miliardów złotych, co, według doniesień prasowych, było bodźcem dla KNF do rozpoczęcia prac nad projektem ustawy, który miałby zobligować banki do przedstawienia propozycji ugodowej. Celem ustawy miałyby być zniechęcenie kredytobiorców do ścieżki sądowej. W tym momencie nie jest przesądzone, czy ustawa będzie procedowana, bowiem na razie jednak ani cykl polityczny (tegoroczne wybory parlamentarne) ani brak ostatecznego wyroku w sprawie C-520/21 dotyczącej kosztu kapitału (wyrok oczekiwany jesienią br.) nie sprzyjają wprowadzaniu nowych rozwiązań legislacyjnych, niemniej jednak w perspektywie najbliższych lat taka ustawa może stanowić potencjalny czynnik ryzyka dla przychodów Votum

W naszej ocenie akcje Spółki pozostają niedowartościowane, dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj. Ostatnie wyniki Votum pokazują, że zainteresowanie klientów usługami Grupy utrzymuje się na rosnącym poziomie, a liczba wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych także rośnie. Dostrzegamy też duży potencjał dywidendowy wraz z pojawieniem się wyroków sądów apelacyjnych i rozliczeniem wygranych spraw.

W horyzoncie krótkoterminowym podtrzymujemy rekomendację Przeważaj ze względu na: (i) oczekiwaną dalszą poprawę przychodów i zysków Grupy w br., (ii) sprawną akwizycję nowych klientów w tym roku oraz (iii) szybsze niż zakładaliśmy ogłoszenie wyroku TSUE dotyczącego bezumownego korzystania z kapitału, który prawdopodobnie będzie bliski pro-konsumenckiej opinii rzecznika.

Wyniki finansowe za IV kw. 2022 roku

Przyspieszenie w przychodach. Sprzedaż Grupy Votum w IV kw. 2022 roku wyniosła 109 mln zł (+92% r/r), natomiast my w prognozach zakładaliśmy niższy poziom przychodów. IV kwartał ponownie okazał się znakomity dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych ze znakomitą końcówką roku pod względem wyroków I instancji, ale też dla segmentu roszczeń osobowych, gdzie ostatni kwartał był wyraźnie lepszy od poprzedniego. Stabilną poprawę przychodów widać było również w segmencie rehabilitacyjnym. Tymczasem segment szkód w pojazdach odnotował spadek przychodów w ujęciu rok/rok.

Rentowność wznosi się na nowy poziom. Marża EBITDA w IV kw. 2022 wzrosła do 34,8% w porównaniu do 21,5% rok wcześniej. Jest to podobny poziom kwartalnie, jednak nieco poniżej naszych oczekiwań ze względu na wyższe niż zakładaliśmy przychody w segmencie dochodzenia roszczeń osobowych. EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 37,8 mln zł (+209% r/r) i 36,8 mln zł (+218% r/r), oba blisko naszych oczekiwań, co było możliwe dzięki wyższym niż zakładaliśmy raportowanym przychodom.

Poprawa zysku netto. Grupa pokazała koszty finansowe netto na poziomie -0,91 mln zł w IV kwartale 2022 roku wobec -0,39 mln zł rok wcześniej. Rosnące koszty odsetkowe to efekt droższego finansowania po podwyżkach stóp procentowych. Efektywna stopa podatkowa w kwartale wyniosła 17%. W rezultacie zysk netto Grupy Votum ukształtował się na poziomie 29,8 mln zł, co było bliskie naszym oczekiwaniom.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w IV kw. 2022

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw. IV kw.		I kw. II kw. III kw. IV kw.				Wyniki wobec			Realizacja całorocznej				
	21	21	22	22	22	22	oczekiwań	IV kw.	zmiana	I-IV kw.	I-IV kw.	zmiana	prognozy w:	
							DM BOŚ	22P	r/r	21	22P	r/r	IV kw. 21	IV kw. 22
Sprzedaż	49,0	56,7	55,7	77,3	58,8	108,7	↑	91,6	92%	195,6	300,6	54%	29%	36%
Zysk na sprzedaży	2,5	12,4	18,4	32,7	19,1	51,8	↑	39,7	318%	18,3	122,0	566%	68%	42%
Marża zysku na sprzedaży	5,0%	21,8%	32,9%	42,3%	32,5%	47,6%	-	43,3%	-	9,4%	40,6%	-	-	-
EBITDA	2,9	12,2	19,4	34,0	20,2	37,8	→	39,5	209%	20,1	111,4	454%	61%	34%
Marża EBITDA	6,0%	21,5%	34,7%	44,0%	34,3%	34,8%	-	43,1%	-	10,3%	37,0%	-	-	-
EBIT	2,3	11,6	18,8	33,4	19,5	36,8	→	38,9	218%	17,5	108,5	522%	66%	34%
Marża EBIT	4,6%	20,4%	33,6%	43,2%	33,2%	33,9%	-	42,5%	-	8,9%	36,1%	-	-	-
Zysk brutto	1,7	11,4	18,6	32,9	19,2	36,0	↓	38,2	215%	16,4	106,6	550%	70%	34%
Marża zysku brutto	3,5%	20,1%	33,4%	42,5%	32,7%	33,1%	-	41,7%	-	8,4%	35,5%	-	-	-
Zysk netto	0,7	7,3	16,2	26,5	14,8	29,8	→	30,5	308%	10,1	87,3	767%	73%	34%
Marża zysku netto	1,3%	12,9%	29,1%	34,2%	25,1%	27,5%	-	33,3%	-	5,1%	29,1%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za 2022 rok aktualizujemy nasze prognozy dla Spółki. Obecnie dla wyników Grupy największe i kluczowe znaczenie ma segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych, który w ub. roku zanotował szybki przyrost przychodów. Zakładamy dalsze wzrosty, chociaż o słabszej dynamice. Pozostałe segmenty, też powinny wspierać wyniki Grupy.

Segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Segment ten w ub. roku stał się najważniejszy z punktu widzenia bieżących wyników, jak i przyszłości Grupy Votum. Zakładamy dalszy wzrost przychodów i wyniku operacyjnego w br., chociaż dynamika będzie istotnie mniejsza ze względu na rosnącą bazę wyników. Wzrost w latach następnych będzie pochodną dwóch czynników: (i) rosnącej liczby nowych klientów, na co wskazują to dwucyfrowe przyrosty nowych klientów raportowane przez Votum w br. (coraz ważniejsze stają się polecenia od doczasowych klientów i kolejne, pro-konsumenckie wyroki TSUE (czerwcowy wyrok dotyczący kosztu kapitału), co skłania nas do podwyższenia założeń co do akwizycji klientów) oraz (ii) rosnącej ilości wyroków pierwszej instancji, co zwiększy wolumen przychodów success-fee. Ponadto ten rok powinien

również przynieść wyraźny wzrost przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i pobrania opłat success fee.

Segment szkody osobowe. Zakładamy stabilizację wyników w tym roku i stopniowy wzrost w latach następnych.

Segment szkody w pojazdach. Tutaj cały czas trwa restrukturyzacja modelu biznesowego i przejście na bezpośrednią współpracę z warsztatami. W naszych prognozach zakładamy, że 2023 przyniesie pierwsze efekty zmian w podejściu, skutkiem tego będzie powrót do zysków.

Segment rehabilitacyjny. Prognozujemy dalszą stabilną poprawę po stronie przychodowej i wynikowej w kolejnych okresach.

Dywidenda. W naszych prognozach zakładamy niższą dywidendę na akcję w br. niż poprzednio (PLN 2,18 w porównaniu do PLN 3,70 wcześniej) ze względu na jeszcze relatywnie niskie przepływy pieniężne segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Dopiero spodziewany skokowy przyrost wyroków II instancji w tym roku (po wyniku prawomocnym następuje rozliczenie uczestników sporu) powinien przynieść dużo wyższy przyływ gotówki do Spółki, co wydatnie zwiększy możliwość wypłaty dywidend.

Tabela 2. Volum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	379,3	353,1	7%	421,0	383,5	10%	433,4	415,3	4%
EBITDA	161,6	156,7	3%	179,9	175,7	2%	172,4	193,4	-11%
EBIT	158,6	154,2	3%	176,8	172,8	2%	169,3	190,5	-11%
Zysk netto	124,1	120,9	3%	139,0	136,6	2%	137,1	151,2	-9%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały lekki wzrost naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 79,6 zł (poprzednio 72,1 zł) na akcję Spółki. Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywiera (i) podwyższenie prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki (szczególnie w średnim okresie), (ii) przesunięcie do przodu momentu wyceny, (iii) spadek stopy wolnej od ryzyka (rentowności 10-letnich obligacji rządowych). Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 74,0 zł (poprzednio 47,4 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 102,2 zł (poprzednio 96,7 zł) na akcję.

Jednocześnie zdecydowaliśmy się obniżyć wagę wyceny porównawczej w docelowej wycenie akcji Volum do 20% (poprzednio 50%) ze względu na jej mniejszą przydatność w przypadku przedsiębiorstw, gdzie spodziewana jest istotna

zmiana wyników w długiej perspektywie. Wycena porównawcza obejmuje tylko najbliższe lata (rok bieżący i dwa następne, dla których dostępny jest konsensus prognoz dla porównywalnych spółek) i tym samym bierze pod uwagę prawdopodobnie okres najlepszych wyników finansowych w historii Volum wskazując na wysoką wartość akcji Spółki, ale jednocześnie nie uwzględnia wyraźnych zmian w wynikach, jakie muszą nastąpić w perspektywie długoterminowej, gdy grupa docelowa osób z kredytem walutowym, które obecnie już nie są udzielane przez sektor bankowy, w naturalny sposób się wyczerpie. W tym przypadku wycena metodą DCF FCFF jest pozbawiona tej wady i daje możliwość lepszego odzwierciedlenia charakterystyki spółki i tym samym bardziej adekwatną wycenę.

Tabela 3. Volum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga 80%	74,0
Wycena porównawcza – waga 20%	102,2
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	79,6
Cena rynkowa	45,0
Potencjał zmiany	77%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Volum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Gateley	12,8x	11,9x	10,9x	7,0x	6,3x	5,8x	8,4x	7,4x	6,8x
DWF Group	5,8x	5,2x	4,8x	4,1x	3,5x	3,1x	5,5x	4,5x	4,1x
IPH Limited	19,7x	18,1x	16,8x	13,4x	12,1x	11,4x	15,2x	13,6x	12,7x
Information services	11,6x	10,5x	-	6,1x	5,2x	-	-	-	-
Knights Group Holdings	4,8x	4,4x	4,1x	3,6x	3,3x	2,8x	5,7x	-	-
Mediana	11,6x	10,5x	7,8x	6,1x	5,2x	4,5x	7,0x	7,4x	6,8x
Votum	10,3	11,6	11,4	161,6	179,9	172,4	158,6	176,8	169,3
Implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	120,3	122,1	89,2	86,7	88,7	82,6	97,3	119,2	113,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	102,2								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
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	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Nielewarowana beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Lewarowana beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Wymagana stopa zwrotu	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	14.8%
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	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
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	98%	98%	98%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	98%	98%	98%
Udział długu	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
Koszt kapitału własnego	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	14.8%
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)	15.6%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	14.7%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	379.3	421.0	433.4	315.1	321.3	298.9	302.6	313.4	325.3	280.4	293.7	307.6
EBIT	158.6	176.8	169.3	96.1	97.8	82.1	90.3	102.1	81.5	32.5	37.0	41.7
EBIT*(1-t)	128.4	143.2	137.1	77.9	79.2	66.5	73.2	82.7	66.1	26.4	30.0	33.8
Amortyzacja	3.0	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2
Zmiana kapitału pracującego	-41.3	2.5	27.3	141.7	7.6	2.0	-1.9	-6.1	1.3	-1.9	1.0	1.1
Wydatki inwestycyjne	-4.5	-4.7	-4.9	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.0	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9
FCFF	85.7	144.0	162.6	219.4	86.6	68.4	71.1	77.0	67.7	24.8	31.4	35.2

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	14,7%
Wartość rezydualna	260,4
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	103,2
Bieżąca wartość FCFF	711,3
Udziały mniejszości	3,4
Wartość firmy	811,0
Zadłużenie netto	-50,7
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	26,2
Wartość kapitału akcyjnego	888,0
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	74,0

Źródło: DM BOŚ SA

Prognozy wyników Spółki za I kw. 2023 roku

26 maja Votum opublikuje swój raport finansowy za I kw. 2023 roku. Dane cząstkowe dotyczące obszaru klauzul abuzywnych, który obecnie jest decydujący dla przychodów i rentowności, zapewniają w miarę dobry obraz wyników I kwartału. W tym segmencie początek roku był znakomity pod względem akwizycji nowych klientów szukających pomocy w przypadku abuzywnych klauzul w umowach kredytowych. Grupa Votum ujednoliciła też ofertę dla doczasowych i przyszłych klientów segmentu.

W odniesieniu do pozostałych segmentów spodziewamy się lekkiej poprawy w ujęciu rocznym. Reasumując, oczekujemy udanego kwartału przy dalszej poprawie bazy przychodowej i wysokiej rentowności.

Przychody kontynuują wzrosty. Oczekujemy w I kwartale dwucyfrowej poprawy przychodów r/r pod wpływem mocnego segmentu klauzul abuzywnych i zakładamy, że w tym kwartale Grupa Votum rozpozna 40,9 mln zł opłat success-fee. W związku z ujednoliceniem oferty dla

dotychczasowych i przyszłych klientów segmentu zakładamy, że bieżące przychody success-fee będą w tym kwartale niższe (utrata przychodu w wysokości PLN 9,9 mln zł). W naszej ocenie mimo przejściowych niższych przychodów jest to dobrze przemyślana strategia postępowania wobec klientów, szczególnie, że wspiera ona polecenia od dotychczasowych klientów, na których model sprzedażowy segmentu będzie coraz mocniej polegał; dodatkowo taka zmiana pozytywnie wpływa na postrzeganie oferty Votum przez potencjalnych nowych klientów. Jednocześnie w I kwartale zostaną rozpoznane przychody w wysokości PLN 10,5 mln zł z tytułu umów z klientami Getin Noble Banku, które zaraz po ogłoszeniu procedury uporządkowanej restrukturyzacji zostały ostrożnościowo wyłączone z szacunkowych przychodów. Jednak okazało się, że wynagrodzenia success-fee należne z tytułu umów zawartych z klientami Getin Noble Banku są realizowane w sposób terminowy, bez istotnych opóźnień, co daje podstawy do

ich przywrócenia. W przypadku przychodów pozostałych segmentów spodziewamy się (i) dobrej passy i dwucyfrowej dynamiki w segmencie rehabilitacji, (ii) utrzymania sprzedaży w segmencie dochodzenia roszczeń od szkód majątkowych oraz (iii) lekkich wzrostów w segmencie szkód osobowych. W ujęciu r/r dynamika skonsolidowanych przychodów Grupy Votum powinna być dwucyfrowa.

Dalsza poprawa wyników r/r. Zakładamy dalszą poprawę marż EBITDA i EBIT w ujęciu r/r, co będzie pochodną większego udziału success-fee w całości przychodów, ale też po części efektem niskiej bazy ub. roku. Szacujemy, że Grupa Votum powinna zaraportować w I kw. 2023 roku marżę EBIT na poziomie 40,8% w porównaniu do 33,6% rok temu, co powinno przełożyć się na zysk operacyjny w wysokości 33,3 mln zł. Zgodnie z naszymi prognozami zysk netto Grupy w omawianym kwartale powinien sięgnąć 25,9 mln zł (+60% r/r).

Tabela 7. Votum; Prognozy finansowe na I kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw. 21	I kw. 22	II kw. 22	III kw. 22	IV kw. 22	Realizacja całorocznej prognozy w:		Realizacja całorocznej prognozy w:	
						I kw. 23P	zmiana r/r	I kw. 22	I kw. 23P
Sprzedaż	56,7	55,7	77,3	58,8	108,7	81,6	46%	19%	22%
Zysk na sprzedaży	12,4	18,4	32,7	19,1	51,8	33,3	82%	15%	21%
Marża zysku na sprzedaży	21,8%	32,9%	42,3%	32,5%	47,6%	40,8%	-	-	-
EBITDA	12,2	19,4	34,0	20,2	37,8	34,0	76%	17%	21%
Marża EBITDA	21,5%	34,7%	44,0%	34,3%	34,8%	41,7%	-	-	-
EBIT	11,6	18,8	33,4	19,5	36,8	33,3	78%	17%	21%
Marża EBIT	20,4%	33,6%	43,2%	33,2%	33,9%	40,8%	-	-	-
Zysk brutto	11,4	18,6	32,9	19,2	36,0	32,5	75%	17%	21%
Marża zysku brutto	20,1%	33,4%	42,5%	32,7%	33,1%	39,8%	-	-	-
Zysk netto	7,3	16,2	26,5	14,8	29,8	25,9	60%	19%	21%
Marża zysku netto	12,9%	29,1%	34,2%	25,1%	27,5%	31,8%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	150,6	195,6	300,6	379,3	421,0	433,4
Koszt własny sprzedaży	138,9	177,3	178,6	220,1	243,3	250,2
Zysk na sprzedaży	11,7	18,3	122,0	159,2	177,7	183,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	-0,9	-13,5	-0,6	-0,9	-13,9
EBITDA	13,6	20,1	111,4	161,6	179,9	172,4
EBIT	11,4	17,5	108,5	158,6	176,8	169,3
Przychody finansowe	0,3	0,2	0,6	0,4	0,5	3,2
Koszty finansowe	-1,1	-1,5	-2,5	-3,7	-3,3	-1,8
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	16,4	106,6	155,5	174,2	170,9
Podatek dochodowy	2,5	6,3	18,6	29,5	33,1	32,5
Zyski mniejszości	-0,5	0,1	0,7	1,9	2,1	1,4
Zysk netto	8,7	10,1	87,3	124,1	139,0	137,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Volum; Bilans

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	60,7	65,6	86,9	98,3	105,6	109,1
Rzeczowe aktywa trwałe	25,6	27,5	28,8	30,2	31,8	33,5
Aktywa niematerialne	1,4	1,3	1,0	1,0	1,1	1,2
Wartość firmy	18,2	17,7	15,8	15,8	15,8	15,8
Majątek finansowy	15,5	18,5	40,6	51,3	56,9	58,6
Majątek obrotowy	54,7	66,9	185,8	306,5	390,7	454,6
Należności handlowe	44,5	61,7	174,3	235,2	244,2	216,7
Pozostałe należności	1,4	1,2	1,2	1,5	1,6	1,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8,8	4,8	11,1	69,8	144,9	236,3
Aktywa	115,4	132,6	272,8	404,8	496,3	563,7
Kapitały własne	64,1	68,9	150,9	248,8	325,7	393,3
Zobowiązania	51,4	63,1	120,3	156,0	170,6	170,4
Zobowiązania długoterminowe	13,8	20,1	48,9	61,5	68,3	66,4
Dług odsetkowy	9,7	10,8	8,1	7,3	6,6	5,9
Leasing	1,6	1,9	3,2	3,4	3,6	3,7
Rezerwy, inne	2,4	9,0	39,1	50,8	58,1	56,7
Zobowiązania krótkoterminowe	37,6	42,0	71,5	94,5	102,3	104,0
Dług odsetkowy	12,0	14,9	13,1	11,8	10,6	9,6
Leasing	3,6	0,8	1,6	1,7	1,8	1,9
Rezerwy, inne	18,4	19,8	25,6	41,7	46,3	47,7
Zobowiązania handlowe	3,6	6,5	31,2	39,3	43,6	44,9
Pasywa	115,4	132,6	272,8	404,8	496,3	563,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Volum; Przepływy pieniężne

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	0,8	0,2	18,4	91,5	143,7	167,5
Zysk brutto	10,6	16,4	106,6	155,5	174,2	170,9
Amortyzacja	2,2	2,6	2,8	3,0	3,1	3,1
Zmiana majątku obrotowego	-7,5	8,8	32,9	-33,4	5,6	23,2
Pozostałe	-4,6	-27,7	-124,0	-33,6	-39,1	-29,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,4	-2,3	-0,5	-4,5	-4,7	-4,9
Nakłady inwestycyjne	-1,6	-1,0	-1,4	-4,5	-4,7	-4,9
Pozostałe	0,2	-1,3	0,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,1	-2,6	-11,7	-28,3	-64,0	-71,2
Przychody z emisji akcji	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	0,7	3,4	-4,2	-2,1	-1,9	-1,7
Wypłata dywidend	0,0	-4,2	-4,9	-26,2	-62,0	-69,5
Pozostałe	-1,1	-1,8	-2,6	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-0,8	-4,7	6,3	58,7	75,1	91,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marże:						
Marża EBITDA	9%	10%	37%	43%	43%	40%
Marża operacyjna	8%	9%	36%	42%	42%	39%
Marża zysku przed opodatkowaniem	7%	8%	35%	41%	41%	39%
Marża zysku netto	6%	5%	29%	33%	33%	32%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	6%	30%	54%	26%	11%	3%
EBITDA	-45%	48%	454%	45%	11%	-4%
EBIT	-49%	53%	522%	46%	12%	-4%
Zysk przed opodatkowaniem	-52%	54%	550%	46%	12%	-2%
Zysk netto	-50%	16%	767%	42%	12%	-1%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Wskaźniki

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	56%	52%	55%	61%	66%	70%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	35%	36%	39%	36%	29%	21%
Wskaźnik bieżący	1,5	1,6	2,6	3,2	3,8	4,4
Wskaźnik szybki	1,5	1,6	2,6	3,2	3,8	4,4
Rotacja należności kr. w dniach	96	99	143	197	208	194
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-12	-10	-38	-58	-62	-65
Rentowność						
ROA	7,8%	8,1%	43,1%	36,6%	30,9%	25,9%
ROE	14,5%	15,1%	79,5%	62,1%	48,4%	38,1%
ROCE	2,5%	2,7%	15,9%	13,8%	11,2%	9,0%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,6	1,5	1,1	0,9	0,8
Zysk operacyjny / aktywa	2,6%	3,5%	13,4%	11,7%	9,8%	8,0%
Efektywna stopa podatkowa	23%	38%	17%	19%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	9%	9%	2%	2%	2%	1%
Dług netto / EBITDA	95%	104%	9%	-31%	-71%	-128%
EBITDA / koszty finansowe	12,9	13,4	44,3	43,8	55,1	98,5
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,72	0,84	7,28	10,34	11,58	11,42
Wartość księgową na akcję	5,34	5,74	12,57	20,73	27,15	32,78
EBITDA na akcję	1,14	1,68	9,28	13,46	14,99	14,37
EBIT na akcję	0,95	1,45	9,04	13,21	14,73	14,11
Dług netto na akcję	1,08	1,74	0,84	-4,23	-10,64	-18,40
Dywidenda na akcję	0,00	0,35	0,41	2,18	5,17	5,79
Zysk gotówkowy na akcję	0,91	1,06	7,52	10,59	11,84	11,68
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	16,6	18,4	4,2	4,4	3,9	3,9
Cena / Wartość księgową	2,3	2,7	2,4	2,2	1,7	1,4
EV na akcję	13,1	17,2	31,3	40,8	34,4	26,6
EV/EBITDA	11,5	10,2	3,4	3,0	2,3	1,9
EV/EBIT	13,8	11,8	3,5	3,1	2,3	1,9

* 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 złotowych
7. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
8. Presja na wynagrodzenia
9. Niekorzystne/zmienne kursy walut
10. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
11. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
12. Presja na marże
13. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (na chwilę obecną nie ma aktywnych projektów legislacyjnych, ale w przeszłości były podejmowane próby)
14. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
15. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
16. Włączenie do oferty przez ubezpieczycieli usług firmy
17. Potencjalne przejęcia nowych spółek
18. Niższe niż zakładane tempo wzrostu segmentu OZE

Katalizatory

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

Przewagi konkurencyjne

1. Pozycja lidera na najważniejszych rynkach produktowych
2. Ponadprzeciętna efektywność na tle konkurencji wynikająca z efektu skali
3. Automatyzacja i cyfryzacja procesów
4. Solidne dotychczasowe osiągnięcia
5. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
6. Pionier szybko 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 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	40	32	7	9	0	2
Procenty	44%	36%	8%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	34	32	13	9	0	2
Procenty	38%	36%	14%	10%	0%	2%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	6	6	1	1	0	2
Procenty	38%	38%	6%	6%	0%	13%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	6	3	4	1	0	2
Procenty	38%	19%	25%	6%	0%	13%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^a	Wycena w horyzoncie 12M
Votum									
Michał Sobolewski	Kupuj	02.09.2020	-	03.09.2020	31.08.2021	36%	-1%	11,40	30,40 →
Michał Sobolewski	-	→	15.09.2020	16.09.2020	-	-	-	13,35	30,40 →
Michał Sobolewski	-	→	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	→	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	11,40	30,40 →
Michał Sobolewski	-	→	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	→	04.12.2020	04.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 ↓
Michał Sobolewski	-	→	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	08.12.2020	09.12.2020	-	-	-	12,30	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	11,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,95	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	23.02.2021	24.02.2021	-	-	-	14,20	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	13,65	25,70 →
Michał Sobolewski	-	→	14.03.2021	15.03.2021	-	-	-	14,40	27,90 ↑
Michał Sobolewski	-	→	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	18,00	27,90 →
Michał Sobolewski	-	→	27.05.2021	27.05.2021	-	-	-	16,86	27,90 →
Michał Sobolewski	-	→	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	17,10	27,90 →
Michał Sobolewski	-	→	13.06.2021	14.06.2021	-	-	-	16,30	27,40 ↓
Michał Sobolewski	-	→	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	15,60	27,40 →
Michał Sobolewski	Kupuj	31.08.2021	-	31.08.2021	16.08.2022	195%	273%	15,52	27,40 →
Michał Sobolewski	-	→	14.09.2021	15.09.2021	-	-	-	14,48	27,40 →
Michał Sobolewski	-	→	19.09.2021	20.09.2021	-	-	-	14,70	27,05 ↓
Michał Sobolewski	-	→	05.10.2021	06.10.2021	-	-	-	14,40	18,30 ↓
Michał Sobolewski	-	→	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	14,60	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	14,20	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	18.11.2021	19.11.2021	-	-	-	14,22	18,30 →
Michał Sobolewski	-	→	02.12.2021	03.12.2021	-	-	-	15,06	23,80 ↑
Michał Sobolewski	-	→	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	16,72	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	18,50	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	15,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	18,00	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	26.04.2022	27.04.2022	-	-	-	18,30	23,80 →
Michał Sobolewski	-	→	16.05.2022	16.05.2022	-	-	-	19,20	53,60 ↑
Michał Sobolewski	-	→	20.05.2022	20.05.2022	-	-	-	24,30	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	24,70	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	28,95	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	39,20	53,60 →
Michał Sobolewski	-	→	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	35,65	75,90 ↑
Michał Sobolewski	Kupuj	16.08.2022	-	16.08.2022	Nie później niż 16.08.2023	-1%	-13%	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 ↑

^a ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	Przeważaj	-	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	04.12.2020	-	04.12.2020	04.11.2021	12,80	-16%
Michał Sobolewski	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	17,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.06.2021	14.06.2021	-	16,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.07.2021	09.07.2021	-	15,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	15,52	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.09.2021	15.09.2021	-	14,48	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.09.2021	20.09.2021	-	14,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.10.2021	06.10.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	14,60	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	→	04.11.2021	-	04.11.2021	02.12.2021	14,20	16%
Michał Sobolewski	-	→	-	18.11.2021	19.11.2021	-	14,22	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	02.12.2021	-	03.12.2021	28.10.2022	15,06	222%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	16,72	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	18,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	15,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.04.2022	27.04.2022	-	18,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.05.2022	16.05.2022	-	19,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	20.05.2022	20.05.2022	-	24,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	24,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	28,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	35,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	45,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	41,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.09.2022	27.09.2022	-	39,90	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	33,55	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	→	28.10.2022	-	28.10.2022	Nie później niż 28.10.2023	35,20	0%
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	-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 10 maja 2023 r., godz. 20:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 10 maja 2023 r., godz. 20:10.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylvia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(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
Asystent analityka

Copyright © 2023 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