

28/2020/GPW (103) 2 września, 2020

Votum

Na fali



28/2020/GPW (103) 2 września, 2020

Analitik: Michał Sobolewski, CFA, FRM

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

Votum

Wyceniliśmy Spółkę dwiema metodami DCF FCFF i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E dla zagranicznych spółek z sektora usług prawnych uzyskując średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 30,4 zł na akcję. Nasza wycena akcji **Votum znajduje się znacząco powyżej kursu rynkowego dlatego rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej **Kupuj** i krótkoterminowej relatywnej **Przeważaj**.**

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych walutowych umów kredytowych. Najbardziej perspektywicznym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych, będący na wczesnym etapie rozwoju. Spółka powinna być coraz większym beneficjentem rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po precedensowym wyroku TSUE i zmiany linii orzeczniczej sądów na pro-konsumencką.

Spodziewamy się dalszego wzrostu przychodów Spółki ze względu na: (i) wysoką dynamikę przychodów segmentu bankowego w najbliższych okresach oraz (ii) umiarkowany wzrost w segmencie dochodzenia roszczeń od ubezpieczycieli. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów i zysku operacyjnego w okresie 3 lat odpowiednio rzędu 19% i 27%. Należy też pamiętać, że w roku bieżącym wyniki **Votum** będą obciążone wybuchem pandemii, która, jak się spodziewamy, spowolni tempo akwizycji klientów, co przełoży się na przejściowe spowolnienie tempa poprawy przychodów i wyników. Będzie to szczególnie widoczne w wynikach za II kw. 2020.

Spółka regularnie dzieli się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami, jej polityka dywidendowa przewiduje wypłatę od 25% do 50% zysku netto Grupy Kapitałowej; w br. również

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)
Kurs: 11,40 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 30,40 (-)

Kapitalizacja: 36,8 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,05 mln US\$
12M przedział kursowy: 8,20-14,95 zł
Free float: 37%

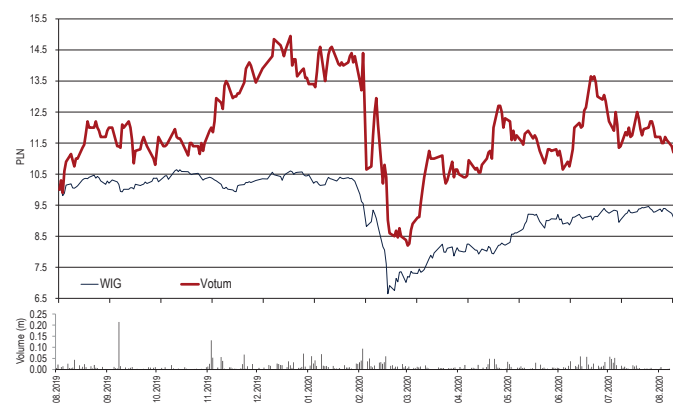
Skorygowane zyski
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	141,8	161,0	200,3	237,1
EBITDA	mln zł	24,7	23,6	35,5	49,0
EBIT	mln zł	22,6	21,7	33,6	46,7
Zysk netto	mln zł	17,3	16,2	25,3	36,7
EPS	zł	1,44	1,35	2,11	3,06
Zmiana EPS r/r	%	109	-6	56	45
Dług (gotówka) netto	mln zł	11,5	2,9	-8,5	-26,3
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18,7	10,4	-0,6	-18,0
P/E	x	7,9	8,4	5,4	3,7
P/CE	x	7,0	7,6	5,0	3,5
EV/EBITDA	x	6,0	5,9	3,6	2,3
EV/EBIT	x	6,6	6,4	3,8	2,4
DPS	zł	0,19	0,72	0,68	1,05
Stopa dywidendy brutto	%	1,7	6,3	5,9	9,2
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

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za 1 półrocze 2020: 8 września
2. Publikacja wyników za 3 kwartał 2020: 26 listopada

zakładamy wypłatę dywidendy po decyzji walnego o przeznaczeniu 8,4 mln zł na kapitał rezerwowy ze wskazaniem na wypłatę dywidendy.

Wyceniliśmy Spółkę dwiema metodami: DCF FCFF i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E dla spółek z sektora usług prawnych uzyskując średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 30,4 zł na akcję.

Czynniki ryzyka

1. Rosnące zagrożenie epidemiczne - przedłużające się zatrzymanie życia gospodarczego i pracy sądów powszechnych
2. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową (rynek jest na wczesnym etapie rozwoju)
3. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
4. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
5. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych (wejście EuCo na rynek odszkodowań bankowych)
6. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
7. Presja na wynagrodzenia
8. Niekorzystne/zmienne kursy walut
9. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
10. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
11. Presja na marże
12. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (na chwilę obecną nie ma aktywnych projektów legislacyjnych, ale w przeszłości były podejmowane próby)
13. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
14. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
15. Włączenie do oferty przez ubezpieczycieli usług firmy
16. Potencjalne przejęcia nowych spółek

Katalizatory

1. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
2. Utrzymujące się zwiększone zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo
3. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
4. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
5. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
6. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
7. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
8. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
9. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć (OZE, dalsza ekspansja zagraniczna)

Przewagi konkurencyjne

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

1. Wycena

- ▲ Średnia z wyceny porównawczej i wyceny metodą DCF FCFF implikuje 30,4 zł na akcję Spółki w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ Na podstawie wyceny porównawczej szacujemy wartość akcji na 21,6-51,2 zł, z wartością średnią na poziomie 33,9 zł na akcję.
- ▲ W horyzoncie 12 miesięcy wycena metodą DCF FCFF implikuje przedział 26,4-27,8 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 27,0 zł na akcję Spółki.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E zagranicznych spółek reprezentujących grupę firm świadczących usługi prawne.

Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1,0% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 1,35, (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 7,5%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 1,5%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 26,4-27,8 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 27,0 zł.

Tabela 1. Votum; Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Nielewarowana beta	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
Wymagana stopa zwrotu	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Efektywna stopa podatkowa	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział kapitału akcyjnego	94%	94%	94%	94%	94%	93%	91%	88%	78%	75%
Udział długu	6%	6%	6%	6%	6%	7%	9%	12%	22%	25%
Koszt kapitału własnego	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,0%	10,9%	10,6%	9,8%	9,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)										
Sprzedaż	200,3	237,1	266,1	283,3	301,3	319,6	339,4	360,9	384,3	185,0
EBIT	33,6	46,7	56,9	62,5	68,3	74,3	80,8	88,0	95,8	17,5
EBIT*(1-t)	26,8	37,3	45,5	49,9	54,6	59,3	64,6	70,3	76,5	13,9
Amortyzacja	1,9	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0
Zmiana kapitału pracującego	-5,6	-6,3	-4,7	-2,5	-2,6	-2,6	-2,8	-3,0	-3,2	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,3
FCFF	20,0	30,0	39,7	46,4	51,0	55,7	60,7	66,1	72,1	10,7

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,5%
Wartość rezydualna	126,9
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	49,0
Bieżąca wartość FCFF	269,7
Udziały mniejszości	0,5
Wartość firmy	318,2
Zadłużenie netto	2,9
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	8,6
Wartość kapitału akcyjnego	324,0
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	27,0

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,0%	9,3%	9,5%	9,8%	10,0%
0,0%	26,7	26,6	26,6	26,5	26,4
0,5%	27,0	26,9	26,8	26,7	26,6
1,0%	27,2	27,1	27,0	26,9	26,8
1,5%	27,5	27,4	27,2	27,1	27,0
2,0%	27,8	27,7	27,5	27,4	27,3

Źródło: DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na grupie spółek zagranicznych świadczących usługi prawne. Grupa ta nie jest wiernym odwzorowaniem profilu Votum, ponieważ na rynkach zagranicznych nie są notowane spółki zajmujące się dochodzeniem roszczeń. Jednocześnie EuCo główny krajowy konkurent jest dopiero na etapie wchodzenia i budowy pozycji na rynku klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych, a dodatkowo dla tej spółki oczekiwań rynkowych. To determinuje nasz dobór spółek do grupy porównawczej, który opiera się na podmiotach notowanych na rynkach zagranicznych. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E na lata 2020, 2021, 2022. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 21,6-51,2 zł, z wartością centralną na poziomie 33,9 zł na akcję.

Tabela 4. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Gateley	9,7x	8,6x	8,2x	6,1x	5,4x	5,5x	7,4x	6,5x	6,1x
DWF Group	17,8x	9,1x	6,6x	7,5x	5,1x	3,9x	13,1x	7,7x	5,5x
IPH Limited	19,5x	18,4x	16,7x	13,3x	12,3x	11,2x	14,4x	13,4x	12,1x
Information services	17,4x	14,7x	-	8,9x	7,6x	-	-	-	-
Keystone Law Group	29,9x	45,4x	31,3x	23,6x	41,6x	24,7x	24,0x	51,3x	28,7x
Knights Group Holdings	35,8x	25,4x	22,4x	22,6x	14,5x	13,4x	26,9x	-	-
Mediana	18,6x	16,5x	16,7x	11,1x	10,0x	11,2x	14,4x	10,6x	9,1x
Votum	1,4	2,1	3,1	23,6	35,5	49,0	21,7	33,6	46,7
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	25,1	34,9	51,2	21,6	30,2	48,0	25,7	30,3	37,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	33,9								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wycena w horyzoncie 12 miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 30,4 zł na akcję Spółki.

2. Model biznesowy i strategia

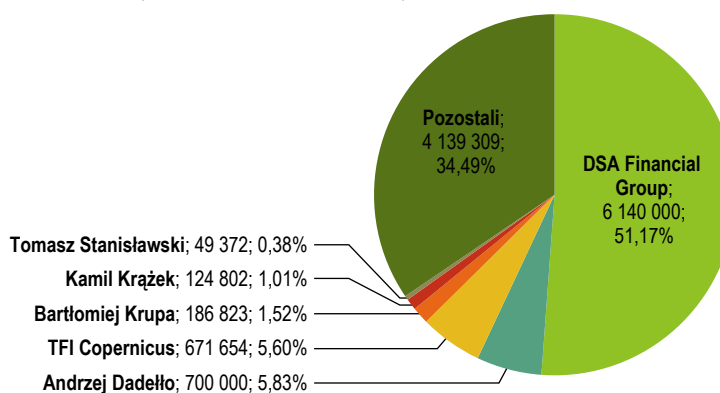
- ▶ Grupa prowadzi działalność w obszarze dochodzenia odszkodowań w zakresie odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych walutowych umów kredytowych.
- ▶ Najbardziej perspektywicznym segmentem działalności pozostaje wciąż mało nasycony i dynamicznie rosnący rynek dochodzenia roszczeń z tytułu umów kredytowych od banków.
- ▶ Strategia Votum polega na oferowaniu wyspecjalizowanych usług prawnych przy odpowiedniej skali działalności. Spółka aktywnie wchodzi na nowe, perspektywiczne rynki.

2.1. Akcjonariat i struktura grupy

Akcjonariat

Akcjonariuszem kontrolującym jest Andrzej Dadełło, który dysponuje 57% udziałem w akcjonariacie (bezpośrednio i pośrednio poprzez spółkę DSA Financial Group). W grupie akcjonariuszy finansowych znajdują się Copernicus Capital TFI SA. Wśród udziałowców spółki są również członkowie zarządu – Bartłomiej Krupa, Kamil Krążek i Kamil Stanisławski. Udział akcji w wolnym obrocie wynosi 37%.

Wykres 1. Struktura akcjonariatu (liczba akcji i udział w kapitale)



Źródło: Spółka

Struktura grupy

Grupa kapitałowa Votum jest rozbudowana i w jej skład wchodzi 24 spółki, które są konsolidowane metodą pełną. Spółką dominującą jest Votum SA. Spółki tworzące grupę kapitałową Votum działają w kilku obszarach, z czego najważniejsze pod względem przychodów są (i) usługi odszkodowawcze, (ii) usługi prawne oraz (iii) rehabilitacja. Do grupy pozostałych podmiotów należą m.in. spółki pomocnicze. W roku bieżącym Votum ogłosiła również chęć rozwijania projektu zielonej energii i powołała spółkę Votum Energy. Struktura grupy, z podziałem na poszczególne linie biznesowe, rynek geograficzny jest przedstawiona w tabeli.

Tabela 5. Votum; Struktura grupy

Profil	Spółka	Obszar	Udziały
Usługi odszkodowawcze	Votum S.A – spółka dominująca		n.d.
	Votum Odszkodowania S.A.	Polska	100%
	Dopłaty Powypadkowe S.A.		100%
	Votum Robin Lawyers S.A.		100%
	VOTUM Centrum Odškodnění, a.s.	Czechy, Słowacja	100%
	Kancelaria VIDSHKODUVANNYA sp. z o.o.	Ukraina	100%
Usługi prawne	Kancelaria A. Łebek i Wspólnicy sp.k.		98%
	Kancelaria Rok - Konopa i Wspólnicy sp.k.		99%
	Kancelaria Bochenek i Wspólnicy sp.k.	Polska	99%
	Kancelaria Halaś i Wspólnicy sp.k.		99%
	Mędrecki & Partners Law Office Sp. k.		98% pośrednio
	Biuro Ekspertyz Procesowych sp. z o.o.		100%
Rehabilitacja	PCRf VOTUM S.A. sp. k.	Polska	100% pośrednio
	Centrum Medycznej Oświaty s.p. z o.o.	Ukraina	55%
Serwisy internetowe	Law Stream Sp. z o.o.	Polska	55%
	Ekosyneria Sp. z o.o.		51%
Najem i obsługa nieruchomości	PCRf VOTUM S.A.	Polska	100%
Pośrednictwo sprzedaży usług ubezpieczeniowych	DSA Investment S.A.	Polska	100%
Usługi windykacyjne	Redeem Sp. z o.o.	Polska	100%
OZE	Votum Energy S.A.	Polska	100%
	Votum Green Project I sp. z o.o.	Polska	100%
	Votum Green Project S.A.	Polska	100%
Doradztwo biznesowe	Partnerskie Kluby Biznesu Sp. z o.o.	Polska	51%
Organizacja targów	Olympic Wrocław Sp. z o.o.	Polska	100% pośrednio
Usługi biurowe	Centrum Obsługi Biurowej sp. z o.o.	Polska	100%

Źródło: Spółka

2.2. Model biznesowy

Główną osią działalności jest dochodzenie odszkodowań

Działalność Grupy Votum koncentruje się przede wszystkim w obszarze reprezentowania konsumentów w dochodzeniu roszczeń od instytucji finansowych. W tym obszarze istnieją trzy dominujące segmenty, gdzie Spółka jest aktywna: (i) segment szkód osobowych, (ii) segment szkód w pojazdach oraz (iii) segment roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych umów bankowych. Działalność odszkodowawcza z tytułu szkód osobowych jest prowadzona również za granicą (Czechy, Słowacja i Ukraina), a Grupa Kapitałowa Votum jest liderem rynku wśród kancelarii odszkodowawczych w regionie. Dodatkowo Votum oferuje również komplementarne usługi rehabilitacyjne oraz usługi prawne. Ponadto Spółka rozwija działalność na kilku innych, niezwiązanych bezpośrednio rynkach takich jak energetyka czy kluby biznesu, które uważa za perspektywiczne. Linie te obecnie mają jednak poboczne znaczenie.

2.2.1. Dochodzenie roszczeń z tytułu szkód osobowych

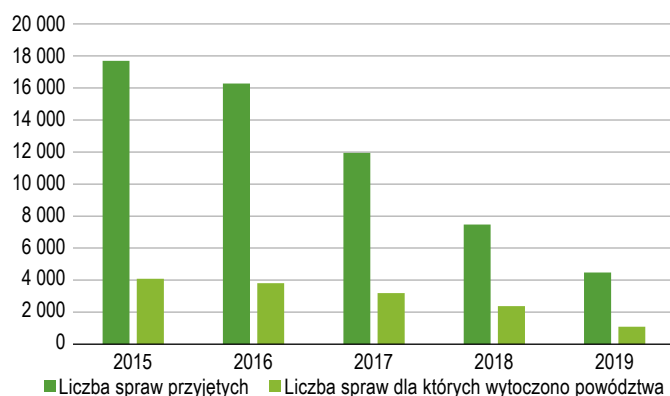
Segment dochodzenia roszczeń z tytułu szkód osobowych dotyczy przede wszystkim roszczeń wynikających ze zdarzeń objętych obowiązkowym ubezpieczeniem od odpowiedzialności cywilnej posiadaczy pojazdów mechanicznych. Świadczenia dochodzone w ramach obowiązkowego ubezpieczenia OC sprawcy zdarzenia są wypłacane przez zakład ubezpieczeń, który w chwili zdarzenia udzielał ochrony ubezpieczeniowej. Oferta Grupy Kapitałowej Votum polega na weryfikacji możliwości uzyskania odszkodowania dla konsumenta na podstawie zebranej dokumentacji szkodowej. Po dokonaniu pozytywnej weryfikacji Grupa Kapitałowa

Votum przystępuje do sprecyzowania w imieniu klienta roszczeń do właściwego podmiotu zobowiązanego oraz kontroluje prawidłowość procesu postępowania likwidacyjnego. Prowadzenie sprawy dzieli się na etap polubowny oraz etap postępowania sądowego w przypadku odmowy wypłaty lub zaniżenia świadczenia w tym pierwszym. W tym segmencie model płatności zależy od osiągniętego efektu (*success fee*). W przypadku uzyskania świadczeń odszkodowawczych Spółka pobiera wynagrodzenie, które stanowi określony procent kwoty odszkodowania.

Dojrzały rynek, strategia skoncentrowana na rentowności

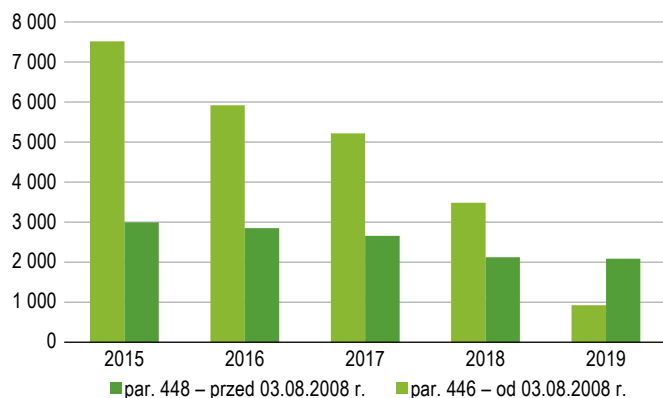
Liczba spraw w tym segmencie pokazuje wyraźną tendencję spadkową. W obszarze roszczeń wynikających z utraty najbliższego członka rodziny liczba umów w ostatnich latach ulegała ograniczeniu z powodu wysokiej penetracji rynku oraz przedawniania się poszczególnych roszczeń (dotyczy to tych osób, które straciły członka rodziny przed wejściem przepisów o zadośćuczynieniu). Dodatkowo we wrześniu 2017 roku podjęto decyzję o zaprzestaniu oferowania usług dochodzenia odszkodowań za szkody osobowe wynikające z kolizji, co podyktowane było wyraźnym zmniejszeniem wartości wypłacanych świadczeń przez ubezpieczycieli. Decyzja o wyjściu z obsługi roszczeń o najniższej wartości została podjęta ze względu na chęć obrony rentowności poprzez skoncentrowanie się na roszczeniach o największej wartości. Efekty tej strategii widać w poprawie struktury spraw i rosnącym udziale koszyków spraw o wyższej wartości. Mimo spadku liczby spraw, w 2019 roku sumaryczna wartość zgromadzonych roszczeń wzrosła. Spółka poprawia konkurencyjność swojej oferty również poprzez oferowanie usług komplementarnych, w szczególności rehabilitacyjnych.

Wykres 2. Liczba nowych i wytoczonych spraw w segmencie obsługi roszczeń osobowych



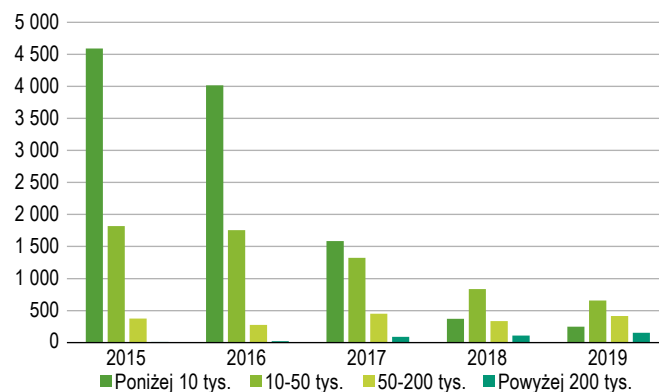
Źródło: Spółka

Wykres 4. Liczba zawartych umów – roszczenie z tytułu utraty najbliższego członka rodziny



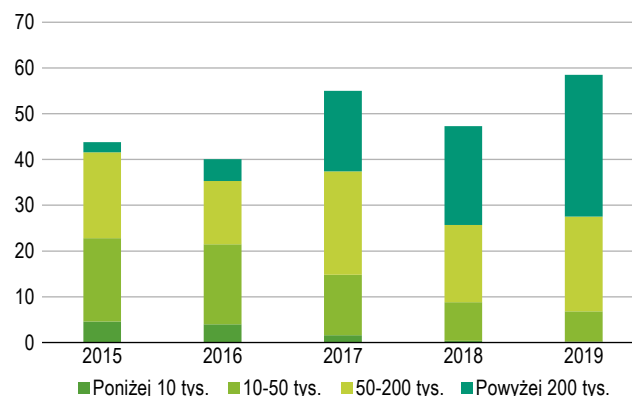
Źródło: Spółka

Wykres 3. Liczba nowych spraw przypisanych do danego koszyka



Źródło: Spółka

Wykres 5. Szacowana wartość roszczeń z tytułu obrażeń ciała (mln zł)

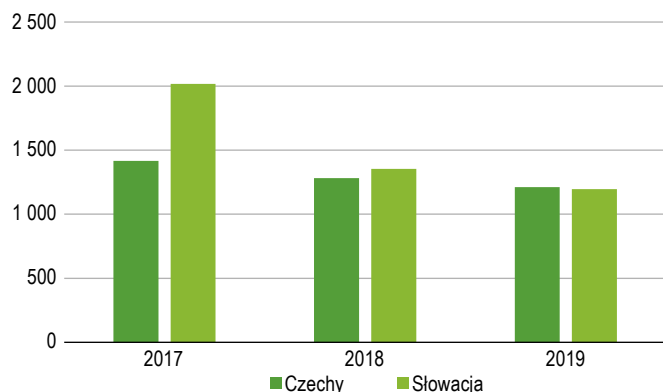


Źródło: Spółka

Ekspansja geograficzna na rynki ościennie

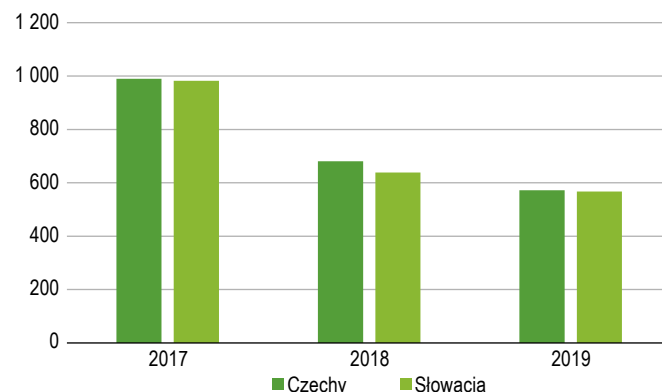
W tym obszarze Grupa Kapitałowa Votum prowadzi również działalność za granicą w Czechach i na Słowacji. Ekspansja zagraniczna była motywowana ograniczeniami rynku krajowego. W ostatnich latach zarówno liczba spraw przyjętych do obsługi na rynkach zagranicznych, jak i portfel zgromadzonych spraw (na koniec 2019 roku) w obu kluczowych lokalizacjach były zbliżone.

Wykres 6. Rynki zagraniczne – liczba spraw w portfelu



Źródło: Spółka

Wykres 7. Rynki zagraniczne – liczba spraw przyjętych do prowadzenia

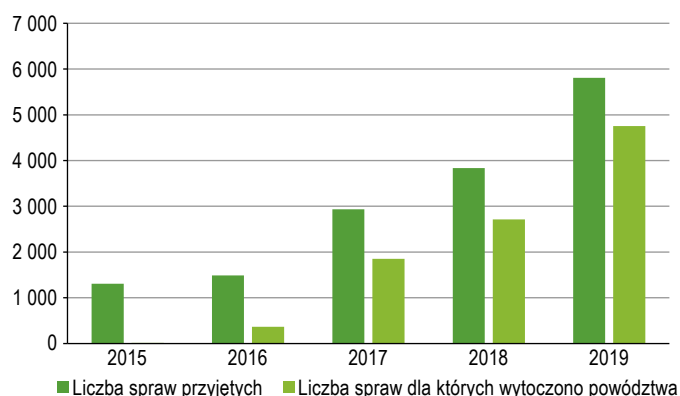


Źródło: Spółka

2.2.2. Dochodzenie roszczeń z tytułu szkód w pojazdach

Segment obejmuje dochodzenie roszczeń wynikających ze zdarzeń objętych obowiązkowym ubezpieczeniem odpowiedzialności cywilnej posiadaczy pojazdów mechanicznych, na skutek których konsument doznał szkody majątkowej w pojeździe. Świadczenia dochodzone w ramach obowiązkowego ubezpieczenia OC sprawcy zdarzenia są wypłacane przez zakład ubezpieczeń, który w chwili zdarzenia udzielał ochrony ubezpieczeniowej. Usługa Spółki w obszarze szkód w pojazdach polega na weryfikacji możliwości uzyskania odszkodowania dla konsumenta na podstawie zebranej dokumentacji szkodowej, a w przypadku pozytywnej weryfikacji Spółka wykupuje roszczenie i po cesji wierzytelności w imieniu własnym dochodzi roszczeń od właściwego podmiotu zobowiązanego. Prowadzenie sprawy dzieli się na etap polubowny oraz etap postępowania sądowego w przypadku odmowy wypłaty lub zaniżenia świadczenia w tym pierwszym. W segmencie szkód w pojazdach Spółka przyjęła model przede wszystkim nabywania wierzytelności w drodze cesji, w tym także powierniczych oraz działanie w imieniu i na rzecz konsumenta z modelu płatności od efektu (*success fee*). Spółka pozyskuje klientów poprzez kontrahentów pośredniczących w transakcji z konsumentem oraz przez Internet.

Wykres 8. Liczba nowych i wytoczonych spraw w segmencie obsługi roszczeń rzeczowych



Źródło: Spółka

Segment notuje umiarkowane wzrosty

Na przestrzeni ostatnich lat liczba przyjętych roszczeń w tym segmencie pokazuje wyraźną tendencję wzrostową, co jest pochodną (i) przyjęcia modelu opartego o cesję wierzytelności oraz (ii) wzrostu rynku. Po zmianach Spółka poszerzyła również sieć sprzedażową o nowe kanały (szczególnie wzrosło znaczenie Internetu) oraz zadbała o pozyskanie finansowania bankowego na zakup cesji wierzytelności.

2.2.3. Dochodzenie roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach bankowych

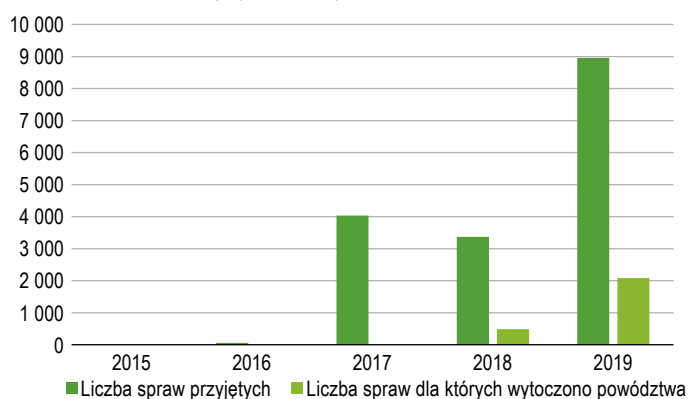
Segment ten obejmuje dochodzenia roszczeń wynikających ze stosowania przez banki niedozwolonych postanowień umownych (klauzule abuzywne) oraz innych praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów. W obszarze dochodzenia roszczeń jest to najmłodsza linia biznesowa, która ruszyła w 2016 roku, i dotyczy głównie kredytów walutowych. Świadczenia dochodzone w ramach tego segmentu są wypłacane przez banki, z którymi konsumenci zawarli umowy kredytu waloryzowanego lub indeksowanego do waluty obcej. Votum świadczy usługi polegające na możliwości uzyskania zwrotu nadpłaconych rat, unieważnienia umowy oraz zwrotu składek za ubezpieczenie niskiego wkładu. Usługa w obszarze umów kredytowych jest świadczona po weryfikacji możliwości uzyskania zwrotu nadpłaconych rat i uzyskania innych świadczeń dla konsumenta na podstawie zebranej dokumentacji bankowej.

Etapy świadczenia usługi

W przypadku pozytywnej weryfikacji Spółka przystępuje do określenia w imieniu konsumenta roszczeń wobec właściwego banku oraz kontroluje prawidłowość przebiegu postępowania reklamacyjnego. Prowadzenie sprawy dzieli się na etap polubowny oraz etap postępowania sądowego w przypadku odmowy wypłaty lub zaniżenia świadczenia. W segmencie umów bankowych Spółka przyjęła mieszany model płatności oparty na wynagrodzeniu wstępnym i wynagrodzeniu od efektu (success fee). Druga część wynagrodzenia jest pobierana w przypadku uzyskania świadczeń dla konsumenta i stanowi określony procent tej kwoty.

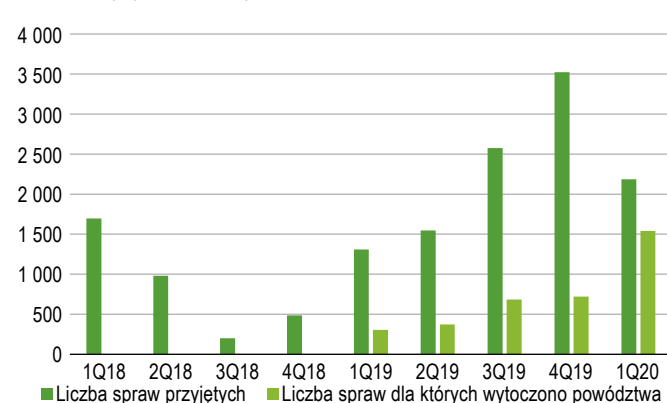
Segment bankowy jest rynkiem, który został wykreowany stosunkowo niedawno, wcześniej obsługiwany głównie przez małe, niszowe kancelarie. Wejście Votum z dotychczasowym know-how i nową ofertą stworzyło rynek masowy, który wszedł w okres silnego rozwoju po ogłoszeniu przełomowego wyroku w sprawie Kamil Dziubak i Justyna Dziubak przeciwko Raiffeisen Bank International AG.

Wykres 9. Liczba nowych i wytoczonych spraw w segmencie umów bankowych (ujęcie roczne)



Źródło: Spółka

Wykres 10. Liczba nowych i wytoczonych spraw w segmencie umów bankowych (ujęcie kwartalne)



Źródło: Spółka

Na przestrzeni ostatnich lat liczba przyjętych roszczeń w tym segmencie pokazuje silną tendencję wzrostową. W IV kw. 2019 roku, kiedy nastąpiło ogłoszenie wyroku we wspomnianej sprawie, przyrost liczby nowych klientów w tym segmencie był rekordowy. Od 2019 roku to segment bankowym przynosi najwyższą ilość nowych spraw przyjętych do prowadzenia. Udział w rynku Spółki mierzony ilością spraw wniesionych do sądu wyniósł w 2019 roku około 18%. Udziały rynkowe mierzone w ten sposób powinny istotnie wzrosnąć w 2020 roku ze względu na plany wniesienia ponad 8 tysięcy spraw.

2.2.4. Inne segmenty działalności

Pozostałe segmenty działalności obejmują usługi rehabilitacyjne, które są komplementarne do działalności w segmencie odszkodowań osobowych. Segment rehabilitacyjny tworzą trzy kliniki: w Krakowie, Sawicach i w Otwocku. Dodatkowo Spółka rozwija działalność na kilku innych, niezwiązanych bezpośrednio rynkach takich jak energetyka czy kluby biznesu, które obecnie mają jednak poboczne znaczenie.

2.3. Strategia

Wyspecjalizowanie usługi przy odpowiedniej skali działalności

Strategia Votum polega na oferowaniu klientom wyspecjalizowanych usług w celu dochodzenia roszczeń wobec instytucji finansowych. Istotą strategii biznesowej jest uzyskanie efektu skali, co powinno przełożyć się na osiągnięcie ponadprzeciętnych marż w ściśle zdefiniowanych niszach produktowych. Spółka stawia na daleko idącą specjalizację dotyczącą zarówno przedmiotu usługi, jak i etapów jej wykonania poprzez powoływanie wyspecjalizowanych jednostek w poszczególnych segmentach.

Dywersyfikacja strumieni przychodów

Spółka działa na rynku usług skierowanych do konsumentów usług finansowych, na którym kluczowe znaczenie mają regulacje prawne, dlatego też w celu obniżenia tego rodzaju ryzyka, które może gruntownie wpłynąć na kształt i sytuację danego rynku, Votum stawia na dywersyfikację źródeł przychodów. Dodatkowo Spółka zamierza elastycznie reagować na rozwój sytuacji rynkowej i pojawiające się możliwości rynkowe.

Rozbudowana, wielokanałowa sieć sprzedaży

Strategia sprzedaży obejmuje wielopoziomowe struktury sprzedaży bezpośredniej. W zależności od segmentu Votum polega również na sieciach zewnętrznych działających w modelu sprzedaży bezpośredniej. Spółka korzysta również z zyskujących na znaczeniu kanałów zdalnych jak systemy call center i przede wszystkim Internet, a niedawne akwizycje są (Ekosynergia) wskazują na rosnące znaczenie strategii cyfrowej sprzedaży.

Wzrost organiczny wspierany przez akwizycje

Strategia Spółki obejmuje wzrost organiczny bądź akwizycje w nowych obszarach, czego przykładem jest decyzja o utworzeniu segmentu energii odnawialnej (przejęcie spółki Ekosynergia) i utworzenie spółki Votum Energy.

2.4. Zagadnienia ESG

Wielopłaszczyznowa strategia CSR	Votum podejmuje w ramach strategii zrównoważonego rozwoju szereg działań na kilku płaszczyznach. W 2007 roku Spółka powołała Fundację Votum, której celem jest pomoc osobom poszkodowanym w wypadkach. Spółka stosuje zasady corporate governance wyznaczone przez GPW. Votum uczestniczyła również za pośrednictwem PIDIPO w pracach legislacyjnych, które dotyczyły regulacji rynku kancelarii odszkodowawczych w Polsce.
Wpływ na środowisko	Spółka działa w sektorze usługowym gospodarki, dlatego obciążenie i ryzyko dla środowiska jakie generuje jej działalność na tle innych branż gospodarki jest małe. Dodatkowo Votum podjął kilka inicjatyw wspierających ochronę środowiska. W centrali Spółki wdrożono procedury nakładające na pracowników obowiązek dbania o oszczędność energii elektrycznej, cieplnej, zużycie papieru na poziomie każdego wykorzystywanego podczas pracy urządzenia. Spółka ogranicza także zużycie papieru poprzez prowadzenie komunikacji z podmiotami zobowiązanymi i klientami oraz przedstawicielami poprzez kanały elektroniczne. Ostatnie decyzje o rozwoju linii biznesowej OZE będą promowały i rozwijały wykorzystanie energii odnawialnej, zrównoważony rozwój i zmniejszyły obciążenie dla środowiska przez paliwa kopalne.
Zarządzanie personelem	W Spółce działa Komisja Socjalna. Votum zapewnia pracownikom szkolenia dla poszerzania i doskonalenia umiejętności. Innym aspektem odpowiedzialności Spółki wobec pracowników jest dbałość o środowisko pracy oraz optymalizacja jej warunków.
Relacje z otoczeniem	Votum świadczy usługi dla klientów, którzy zostali poszkodowani w wyniku wypadku komunikacyjnego, co daje liczne okazje na zaangażowanie w ten aspekt społeczny. Najważniejszym pozostaje wsparcie dla działań Fundacji Votum, której statutowym celem działalności jest pomoc osobom znajdującym się w trudnej sytuacji życiowej i materialnej, w szczególności poszkodowanym w wypadkach komunikacyjnych oraz chorym z nabytymi uszkodzeniami neurologicznymi. Razem z Fundacją Spółka prowadzi akcje edukacyjne oraz projekty odpowiadające na potrzeby społeczności lokalnych, w których firma funkcjonuje. Ponadto Votum aktywnie promuje zdrowy tryb życia poprzez sponsoring sportowy w różnych dyscyplinach. Spółka wspiera również inicjatywy pracowników, którzy chętnie uczestniczą m.in. w zawodach sportowych.
Ład korporacyjny	Spółka przyjęła i stosuje zasady ładu korporacyjnego określone dla spółek publicznych obejmujące wysokie standardy dotyczące m.in.: (i) polityk informacyjnych, dostępu do informacji, zasad komunikacji z inwestorami i analitykami, (ii) wysokich kompetencji członków zarządu i rady nadzorczej, (iii) zapewnienia skuteczności systemów kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem oraz compliance i audytu wewnętrznego, (iv) zasad odnoszących się do zwoływania i przeprowadzania walnego zgromadzenia, (v) przejrzystości procedur odnoszących się zapobiegania, identyfikacji i rozwiązywania konfliktów interesów oraz transakcji z podmiotami powiązanymi.

3. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ Oczekujemy dalszego wzrostu przychodów ze względu na: (i) wysoką dynamikę przychodów segmentu bankowego w najbliższych okresach oraz (ii) stopniowego wzrostu w segmencie dochodzenia roszczeń od ubezpieczycieli.
- ▲ Po kilku latach dynamicznego wzrostu wyników, głównie dzięki rosnącym przychodom z segmentu bankowego, zakładamy bardziej zrównoważoną poprawę wyników. Silniejsze wzrosty będą możliwe po kolejnych inwestycjach lub akwizycjach, których obecnie nie zakładamy.
- ▲ Spodziewamy się, że po przejściowym pogorszeniu marże Votum poprawią się w kolejnych latach.

3.1. Przychody

Silna dynamika przychodów

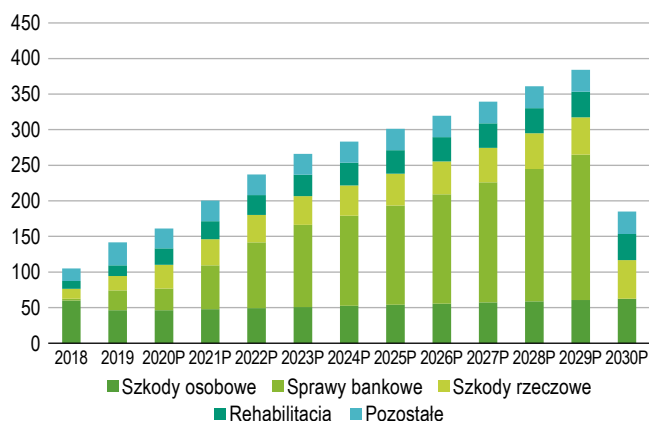
W 2019 roku przychody Grupy poprawiły się o 35% r/r za sprawą spektakularnego wzrostu sprzedaży przede wszystkim w segmencie dochodzenia roszczeń bankowych (+965% r/r) oraz wzrostów w pozostałych segmentach, jednak znacznie niższych, bo 44% r/r/34% r/r w segmencie dochodzenia odszkodowań majątkowych i segmencie rehabilitacji. Przychody krajowe miały dominujący udział w strukturze sprzedaży.

Nasze prognozy finansowe uwzględniają: (i) obecny skład Grupy kapitałowej, (ii) utrzymanie dominującego znaczenia działalności odszkodowawczej w strukturze przychodów, przy jednoczesnym (iii) utrzymaniu udziałów rynkowych w dojrzałych i wolno rosnących segmentach odszkodowań od ubezpieczycieli (segmenty odszkodowań rzeczowych i osobowych), oraz (iv) stopniową erozję pozycji na najmłodszym i dynamicznie rosnącym rynku odszkodowań bankowych, gdzie spodziewamy się rosnącej konkurencji innych kancelarii odszkodowawczych, która prawdopodobnie zagospodaruje część rynku.

Segment bankowy to główny motor wzrostu

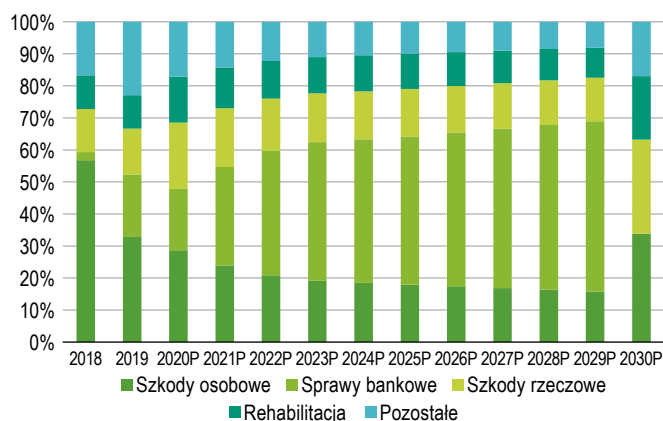
Dokonałiśmy osobnych prognoz przychodów dla każdego segmentu działalności Grupy. Spodziewamy się, że w najbliższych latach największą dynamikę wykaże segment dochodzenia roszczeń z umów bankowych. Zakładamy też, że działalność w tym segmencie będzie prowadzona tylko przez najbliższe 9 lat, co wynika z konsekwencji amortyzacji portfela walutowego w bankach przy obecnym braku udzielania nowych kredytów hipotecznych w walucie obcej. Dla segmentu odszkodowań osobowych i rzeczowych wobec ubezpieczycieli zakładamy odpowiednio 3% i 10% średnioroczną stopę wzrostu w horyzoncie prognozy. Ze względu na załączkowy charakter i większe ryzyka nowych przedsięwzięć, nie spodziewamy się obecnie, by nowe projekty (jak wejście w OZE) miały istotne znaczenie dla Grupy w przyszłych latach. Dodatkowo też zakładamy, że rynek krajowy będzie nadal dominował w strukturze sprzedaży, gdyż nasze prognozy nie uwzględniają dalszej istotnej ekspansji geograficznej. Podobnie nie zakładamy nowych akwizycji tak w kraju, jak i za granicą. Wzrost przychodów Spółki prognozujemy na 14%/24% r/r w latach 2020/2021, do ponad 300 mln zł w 2025 roku.

Wykres 11. Votum; Przychody według segmentu



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Wykres 12. Votum; Struktura przychodów według segmentu



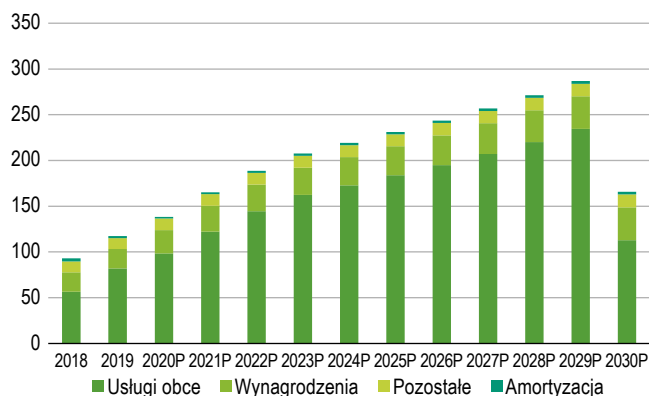
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

3.2. Rentowność

Usługi obce dominują w strukturze kosztów

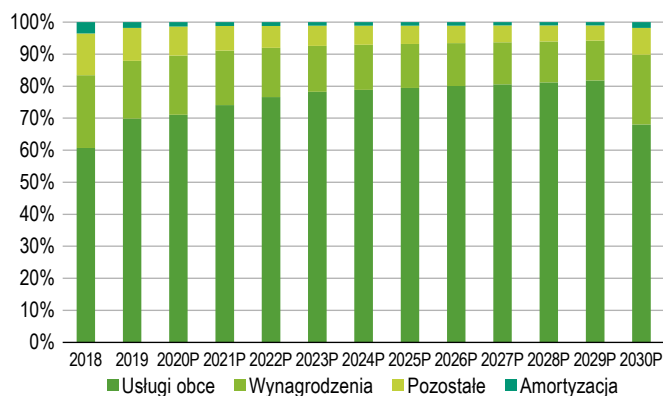
W strukturze kosztów najistotniejszymi pozycjami są: (i) koszty usług obcych (stanowiły aż 70% kosztów w 2019 roku) obejmujące umowy pracowników na umowach B2B jak i wynagrodzenie sieci sprzedażowej, (ii) koszty wynagrodzeń (18% kosztów w 2019 roku), (iii) amortyzacja (2% kosztów w 2019 roku), (iv) pozostałe koszty (10% kosztów w 2019 roku). Rentowność Spółki wzrosła w 2019 r/z powodu: (i) wzrostu wolumenu przychodów, (ii) wzrostu efektywności, (iii) efektów skali.

Wykres 13. Votum; Koszty według segmentu



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Wykres 14. Votum; Struktura kosztów według segmentu



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Spodziewamy się poprawy rentowności w kolejnych latach

Rentowność Grupy będzie wspierana przez (i) restrukturyzację w segmentach odszkodowań od ubezpieczycieli, (ii) rosnącą skalę działania, (iii) działanie dźwigni operacyjnej, szczególnie w segmencie bankowym, (iii) restrukturyzację kosztów ogólnych związanych z większą rolą pracy zdalnej. Negatywny wpływ na marżę będą miały w krótkim okresie koszty wynagrodzeń projektu bankowego (Spółka chce zbudować masę krytyczną w tym perspektywicznym segmencie, co widać po dynamicznie rosnącej ilości spraw sądowych) oraz rozwoju rozwiązań IT. Dodatkowo nowe przedsięwzięcia na pierwszym etapie rozwoju będą obciążeniem dla wyników. Elementem obciążającym rentowność w tym roku jest również zmiana trybu działania wymuszona przez stan epidemiczny. Dlatego zakładamy przejściowe pogorszenie poziomu marż w br. i ich odbudowanie dopiero w latach następnych.

Wydatki inwestycyjne

Nakłady inwestycyjne w grupie nie są znaczące, ze względu na charakter działalności zorientowany na usługi, a głównym kapitałem jest kapitał ludzki, dlatego głównym źródłem finansowania działalności inwestycyjnej są zyski zatrzymane. Spółka korzysta też w niewielkim stopniu z finansowania obcego (kredyty i pożyczki obejmowały 19% pasywów na koniec 2019 roku, gdzie najważniejsze pozycje to kredyt obrotowy spółki-matki oraz kredyt inwestycyjny na nieruchomości dla spółki zależnej – Polskie Centrum Rehabilitacji Funkcjonalnej).

3.3. Polityka dywidendowa

Regularny strumień dywidend

Bieżąca polityka dywidendy na lata (2019-2021) przewiduje wypłatę pomiędzy 25% do 50% zysku netto Grupy Kapitałowej, ale nie więcej niż całości zysku spółki dominującej dla akcjonariuszy w formie dywidendy, bądź nabycia akcji własnych w wyniku oferty skierowanej do wszystkich akcjonariuszy (buy-back). Dotychczas Spółka regularnie dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami. Tegoroczne walne zgromadzenie przeznaczyło 8,4 mln zł na kapitał rezerwowy z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy, co daje 0,72 zł na akcję. Zakładamy, że dywidenda w tej wysokości zostanie wypłacona w roku bieżącym. Oczekujemy, że Spółka nadal będzie regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami.

3.4. Prognozy kwartalne

Lekko widoczny wpływ pandemii na wyniki I kw.

Przychody Grupy w I kw. 2020 roku wyniosły blisko 36,8 mln zł (wzrost 19% r/r). Przyczyniły się do tego trzycyfrowe wzrosty sprzedaży w segmencie bankowym i odszkodowań rzeczowych oraz dużo mniejszy wzrost segmentu rehabilitacji (+15% r/r), podczas gdy segment szkód osobowych odnotował spadek sprzedaży. Marża EBITDA w I kw. br. wyniosła 15,8% (spadek o 1,2 p.p. r/r). Zysk netto wyniósł 4,0 mln zł (spadek o 4% r/r).

Spodziewamy się przejściowego spadku rentowności

W II kw. br. prognozujemy sprzedaż oraz zysk netto Grupy odpowiednio na 35,5 mln zł i 2,1 mln zł. Spadek zysku netto powinien wynikać z presji na przychody (spodziewamy się niższej kontraktacji w segmencie bankowym oraz rehabilitacyjnym). Wyniki za II kw. mogą być też obciążone dodatkowymi kosztami związanymi z nowym reżimem pracy (przystosowanie organizacji do masowej pracy zdalnej) oraz zwiększeniem mocy przerobowych w segmencie bankowym, gdzie Spółka systematycznie zwiększa liczbę spraw wysyłanych do sądów.

Tabela 6. Votum; Prognozy finansowe na II kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	zmiana r/r	I pół.	I pół.	zmiana r/r	Realizacja załorocznej prognozy w:			
	19	19	19	19	20	20P		19	20P		19	20P	II kw. 19	II kw. 20P
Sprzedaż	31,1	33,0	34,4	43,3	36,8	35,5	7%	64,1	72,3	13%	23%	22%	40%	51%
Zysk na sprzedaży	4,9	5,9	5,4	8,3	4,7	3,7	-38%	10,8	8,4	-23%	24%	16%	48%	34%
Marża zysku na sprzedaży	15,9%	17,8%	15,6%	19,1%	12,8%	10,3%	-	16,9%	11,6%	-	-	-	-	-
EBITDA	5,3	6,1	6,3	6,9	5,8	3,4	-45%	11,5	9,2	-20%	25%	14%	49%	37%
Marża EBITDA	17,1%	18,6%	18,2%	16,0%	15,8%	9,5%	-	17,9%	12,7%	-	-	-	-	-
EBIT	4,8	5,5	5,7	6,5	5,4	2,9	-48%	10,3	8,3	-20%	24%	13%	48%	37%
Marża EBIT	15,6%	16,6%	16,7%	15,0%	14,7%	8,0%	-	16,1%	11,4%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	4,7	5,2	5,7	6,5	5,2	2,7	-47%	9,8	8,0	-19%	24%	13%	46%	36%
Marża zysku brutto	15,0%	15,7%	16,4%	15,1%	14,2%	7,7%	-	15,4%	11,0%	-	-	-	-	-
Zysk netto	4,2	4,6	4,1	4,4	4,0	2,1	-55%	8,8	6,1	-31%	27%	13%	54%	35%
Marża zysku netto	13,5%	14,0%	12,0%	10,1%	11,0%	5,9%	-	13,8%	8,5%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

4. Rynek usług dochodzenia odszkodowań

- ▲ Sytuacja na rynku dochodzenia odszkodowań zależy przede wszystkim od poziomu ochrony prawnej konsumenta, który dla usług finansowych ulegał poszerzeniu na przestrzeni ostatnich lat. Rynek pozostaje rozdrobniony, jednak Votum należy do największych graczy.
- ▲ W obszarze dochodzenia szkód osobowych, który jest w dojrzałej fazie rozwoju, czynnikiem hamującym jest poprawa bezpieczeństwa ruchu drogowego. Odpowiedzią Spółki na wyzwania rynku krajowego jest ekspansja w krajach ościennych.
- ▲ Rynek dochodzenia szkód majątkowych w pojazdach systematycznie zwiększa swoją wartość ze względu na rosnącą liczbę kolizji oraz wzrost wartości pojazdów na krajowych drogach.
- ▲ Najmłodszym rynkiem jest dochodzenie roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. Rynek ten jest w okresie dynamicznego rozwoju, a Votum jest jego pionierem.

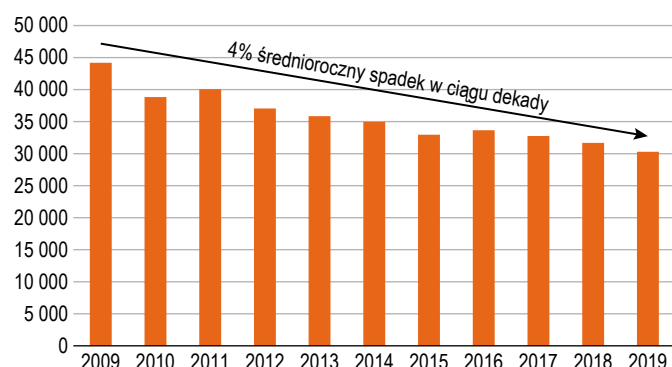
4.1. Rynek dochodzenia roszczeń z tytułu szkód osobowych

Na rynku dochodzenia roszczeń z tytułu szkód osobowych Spółka wyróżnia dwie grupy docelowe; pierwszą stanowią osoby, które zostały ranne wskutek wypadku komunikacyjnego, drugą są członkowie rodziny poszkodowani przez śmierć osoby bliskiej. Ze względu na 20 letni okres przedawnienia rynek w obu grupach tworzą osoby poszkodowane w takim okresie.

4.1.1. Roszczenia z tytułu obrażeń ciała i utraty zdrowia

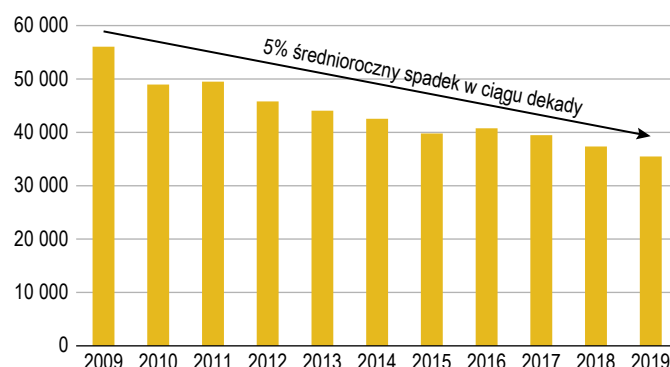
Główną grupą klientów są osoby ranne w wypadkach samochodowych. Ponadto Spółka pozyskuje także świadczenia dla osób rannych w innych wypadkach takich jak wypadki przy pracy, jeżeli odpowiedzialność za zdarzenie jest objęta systemem ubezpieczeń obowiązkowych OC sprawcy zdarzenia. W okresie ostatnich lat liczba rannych w wypadkach komunikacyjnych uległa wyraźnemu zmniejszeniu. Jednocześnie poszerzeniu uległa ochrona prawna i zakres roszczeń przysługujących osobom poszkodowanym, co, wraz z poprawą stopy życiowej społeczeństwa, przekłada się na rosnące kwoty wypłat ubezpieczycieli.

Wykres 15. Liczba wypadków w Polsce



Źródło: statystyki policyjne

Wykres 16. Liczba rannych w wypadkach drogowych



Źródło: statystyki policyjne

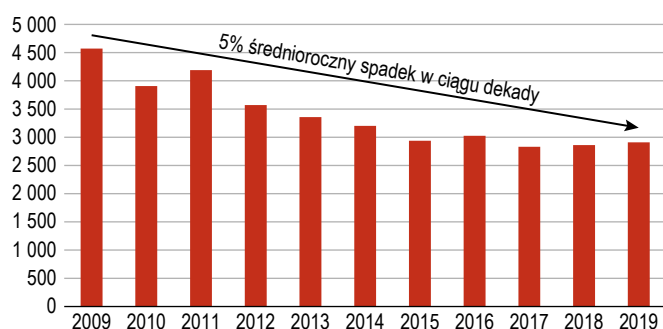
4.1.2. Roszczenia z tytułu utraty najbliższego członka rodziny

Na tym rynku grupę klientów tworzą osoby, których członkowie rodzin zginęli w wypadkach komunikacyjnych. Statystyki wypadków, pokazują, że mamy do czynienia z poprawą bezpieczeństwa na drogach i obserwowany jest długoterminowy trend spadku liczby ofiar na drogach, za wyjątkiem dwóch ostatnich lat. Dwa ostatnie lata przyniosły zmniejszenie liczby wypadków drogowych, przy jednoczesnym niewielkim wzroście liczby ofiar wypadków.

Poszerzenie ochrony prawnej

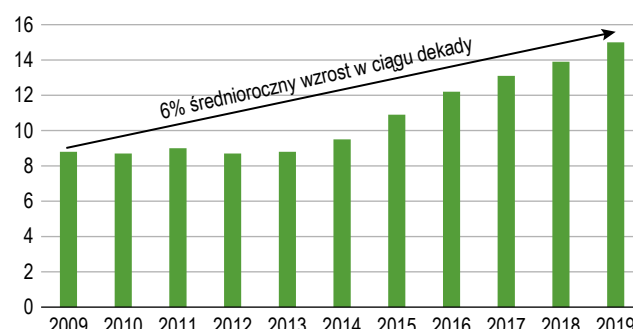
Ochrona prawna i zakres roszczeń przysługujących osobom, które utraciły bliskiego członka rodziny, uległa poszerzeniu dzięki wejściu w życie w 2008 roku przepisu umożliwiającego przyznanie zadośćuczynienia za krzywdę (art. 446 k.c.). Praktyka sądowa umożliwia uzyskiwanie tego rodzaju odszkodowań również dla osób, które utraciły bliskich przed tą datą (art. 448 k.c.). Wzrost ochrony prawnej przekłada się na systematyczny wzrost wartości odszkodowań wypłaconych przez ubezpieczycieli mimo spadającej liczby wypadków komunikacyjnych. Abstrahując od zmian legislacyjnych, jest to powodowane przez zwiększenie jednostkowych wypłat z tytułu szkód osobowych oraz wzrost powszechnej świadomości ubezpieczeniowej konsumentów.

Wykres 17. Liczba zabitych w wypadkach drogowych



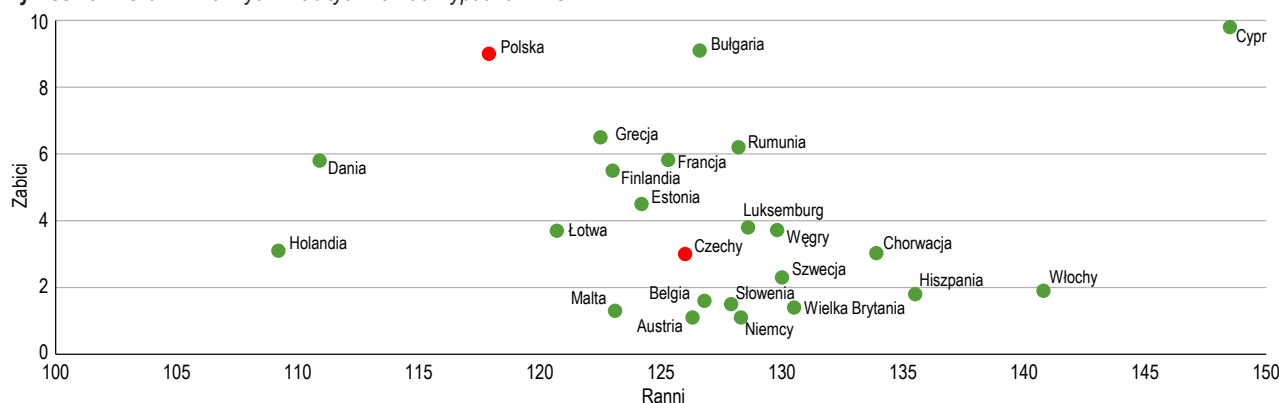
Źródło: statystyki policyjne

Wykres 18. Odszkodowania komunikacyjne wypłacone przez ubezpieczycieli



Źródło: PIU, KNF

Wykres 19. Wskaźniki rannych i zabitych na 100 wypadków w UE



Źródło: statystyki policyjne

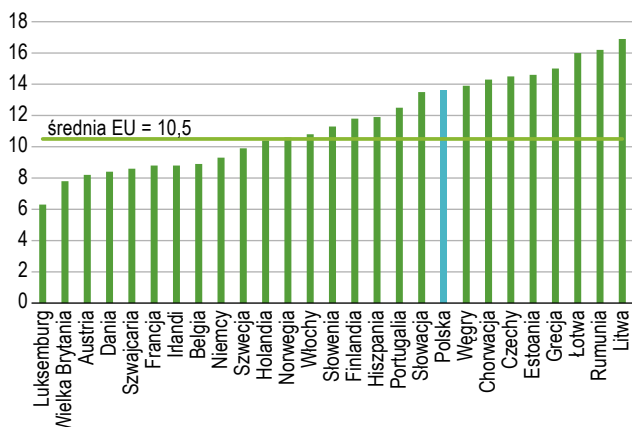
4.2. Rynek dochodzenia roszczeń z tytułu szkód majątkowych w pojazdach

Rynek dochodzenia roszczeń tworzą osoby, których pojazdy uległy uszkodzeniu wskutek kolizji i podlegały naprawie metodą kosztorysową. Dodatkowo Votum oferuje usługę dochodzenia roszczeń z tytułu utraty wartości handlowej pojazdu po wypadku. Okres przedawnienia tych roszczeń wynosi 3 lata, co oznacza, że rynek tworzą poszkodowani w tym okresie.

Liczba kolizji jak i wartość szkód rośnie

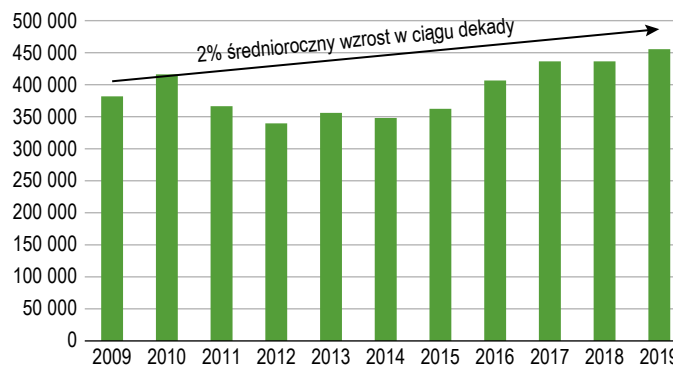
W ostatnich latach widać tendencję wzrostową w liczbie kolizji drogowych. W samym 2019 roku liczba kolizji przekroczyła 455 tysięcy (4% wzrost w roku). Co więcej, kwoty wypłacanych odszkodowań rosną wskutek poszerzenia ochrony prawnej i zakresu roszczeń przysługujących właścicielom pojazdów i jednoczesnego wzrostu cen części zamiennych. Wpływa również na to relatywnie stary park samochodowy w Polsce, którego stan jednak ulega poprawie. W 2015 roku średni wiek pojazdu jeżdżącego po krajowych drogach wynosił aż 17 lat, w 2018 roku wiek ten spadł do 14 lat, jednak cały czas jest powyżej średniej dla Unii Europejskiej.

Wykres 20. Średni wiek samochodu osobowego w Europie



Źródło: ACEA

Wykres 21. Liczba kolizji drogowych w Polsce



Źródło: statystyki policyjne

4.3. Rynek dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych

Rynek docelowy tworzą kredytobiorcy walutowi, którzy zaciągnęli kredyt denominowany lub indeksowany do waluty obcej. Jest to spora grupa kredytobiorców, gdyż kredyty hipoteczne mają wieloletni okres spłaty. Według danych BIK na koniec 2019 roku liczba czynnych umów dla kredytobiorców frankowych wyniosła 451 tysięcy, przy wartości portfela 102 mld złotych. W wyniku zmian prawnych w 2019 roku okres przedawnienia roszczeń z tytułu nadpłaconych rat został skrócony do 6 lat, poprzednio wynosił 10. Dane KNF pokazują, że szczyt boomu sprzedażowego walutowych kredytów hipotecznych przypadł na lata 2006-2008. Jednocześnie był to też okres, kiedy kurs franka był dużo niższy niż obecnie, co stanowi silną zachętę do dochodzenia roszczeń dla tych roczników klientów. Zgodnie z szacunkami NIK, łącznie zawarto 602 tys. umów kredytowych opartych na CHF. Ofertą Spółki są objęte kredyty udzielone w latach 2005-2011.

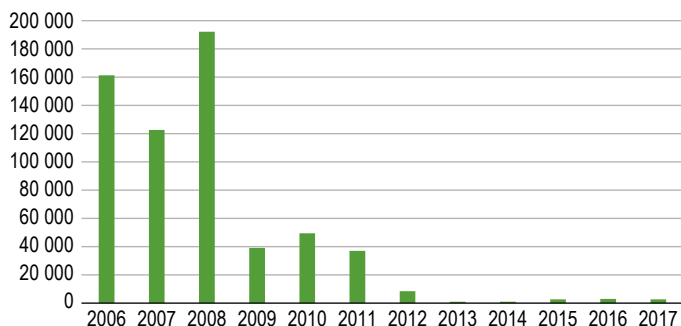
Bieżący portfel walutowych kredytów hipotecznych amortyzuje się corocznie

Z powodu postępujących spłat walutowego portfela kredytowego jego wartość ma tendencję spadkową. Przy czym należy zauważyć, że rynek docelowy nie jest ograniczony do kredytów bieżąco obsługiwanych, gdyż istnieje również możliwość dochodzenia roszczeń w sprawach kredytów już spłaconych. Byli kredytobiorcy zachowują możliwość wystąpienia na drogę sądową i kwestionowania postanowień wadliwie wykonanej umowy. Dodatkowo całkowite uregulowanie kredytu powoduje, że wartość takich roszczeń jest wyższa od zobowiązań na bieżąco spłacanych.

Eksplozja zainteresowania klientów po wyroku TSUE

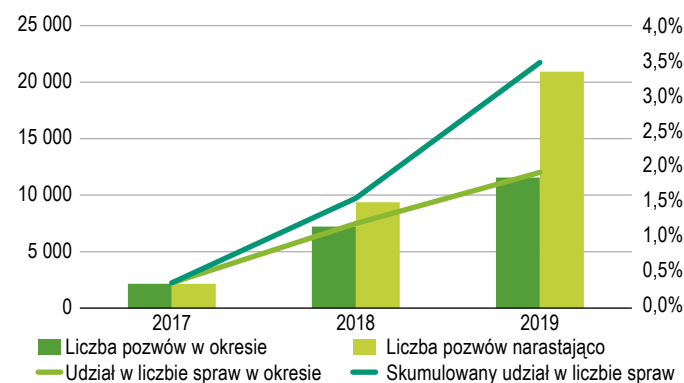
Otwarcie sprawy sądowej było przez długi czas niszowym rozwiązaniem, na które decydowało się niewielu kredytobiorców. Wśród przyczyn tego stanu można wymienić: (i) precedensowy charakter spraw, (ii) długi – mierzony w latach – okres ścieżki sądowej, (iii) brak świadomości kredytobiorców, (iv) brak wyspecjalizowanych kancelarii,

Wykres 22. Liczba udzielonych kredytów hipotecznych objętych ryzykiem walutowym w latach 2006-2017



Źródło: NIK, KNF

Wykres 23. Pozwy kredytobiorców frankowych – przyrost nowych spraw



Źródło: Ministerstwo Sprawiedliwości

(v) wymagana wysoka opłata sądowa oraz (v) konieczność wyboru sądu właściwego dla siedziby banku. Przełomem okazało się najpierw ogłoszenie opinii rzecznika generalnego Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, a później wyroku TSUE w sprawie C-260/18, którego rozstrzygnięcie okazało się korzystne dla kredytobiorców. Ogłoszenie opinii i wyroku oraz towarzysząca temu dyskusja w mediach stanowiły bodziec do aktywizacji kredytobiorców. Co więcej, temat został podjęty przez instytucje chroniące interesy konsumentów, które zajmują stanowiska korzystne dla konsumentów. Zmieniły się również przepisy dotyczące wysokości opłaty sądowej, jak i właściwości sądów, i możliwe jest składanie pozwu w miejscu zamieszkania kredytobiorcy. Rosnącego zainteresowania wejściem na drogę sądową dowodzą statystyki Ministerstwa Sprawiedliwości. Podobnie ankiety przeprowadzone przez Bankier.pl pokazują, że spora grupa klientów rozważa taki krok, ale na obecnym etapie wstrzymuje się ze względu na oczekiwanie co do wykształcenia ścieżki orzeczniczej.

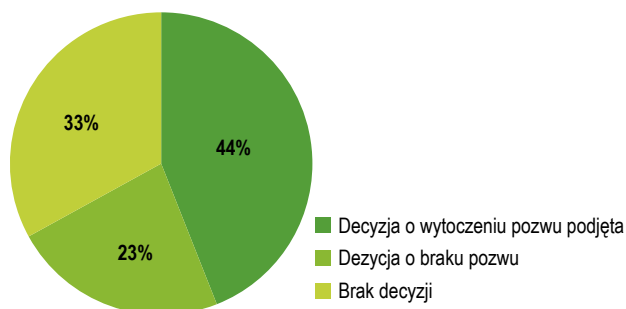
Pro-konsumencka linia orzecznicza po wyroku TSUE

Rosnące zainteresowanie klientów wszczęciem postępowania wynika również z coraz wyraźniej kształtującej się na korzyść kredytobiorców walutowych linii orzeczniczej. Od pojawienia się precedensowego wyroku TSUE, a także wyroków Sądu Najwyższego w tym zakresie, orzecznictwo ujednolica się na korzyść konsumentów. Według danych Votum, statystyka wygranych przez konsumentów sporów poprawia się i w ostatnich kwartałach 90% spraw rozstrzyganych jest na ich korzyść.

Poziom konkurencji wzrasta

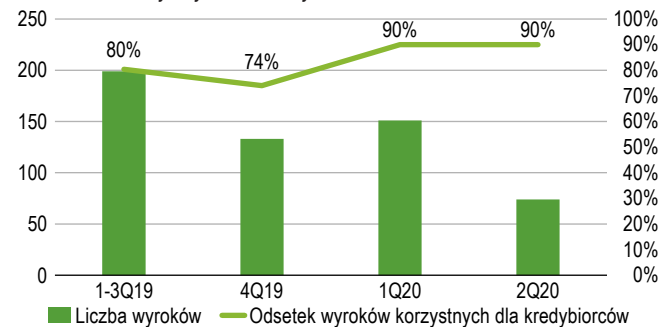
Jednocześnie istotnie zwiększyła się również liczba kancelarii oferujących wsparcie w sporach sądowych z bankami, są to jednak w większości podmioty o mniejszej skali działania niż Votum. W czerwcu 2020 na wejście na ten rynek zdecydował się EuCo, druga kancelaria odszkodowawcza notowana na giełdzie i jeden z większych konkurentów Votum.

Wykres 24. Decyzje osób ankietowanych, które nie uczestniczą w procesie przeciwko bankowi



Źródło: Bankier.pl

Wykres 25. Liczba wyroków zapadłych w sprawach frankowych i odsetek korzystnych dla kredytobiorców



Źródło: Spółka

5. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 8. Votum; Rachunek wyników

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	94,0	105,2	141,8	161,0	200,3	237,1
Koszt własny sprzedaży	88,0	93,1	117,3	138,4	165,1	188,8
Zysk na sprzedaży	6,0	12,1	24,5	22,6	35,2	48,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-0,5	-1,9	-0,9	-1,6	-1,6
EBITDA	7,4	14,9	24,7	23,6	35,5	49,0
EBIT	5,0	11,7	22,6	21,7	33,6	46,7
Przychody finansowe	0,6	0,5	1,0	1,0	1,1	1,4
Koszty finansowe	-1,0	-1,5	-1,6	-1,5	-1,6	-1,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	4,5	10,6	22,0	21,2	33,1	46,7
Podatek dochodowy	1,3	2,2	4,4	4,7	7,3	9,4
Zyski mniejszości	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5
Zysk netto	3,2	8,3	17,3	16,2	25,3	36,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Bilans

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	38,1	53,0	57,5	60,4	65,3	69,7
Rzeczowe aktywa trwałe	28,5	24,9	25,6	26,8	27,9	28,9
Aktywa niematerialne	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6
Wartość firmy	3,7	5,8	18,0	18,0	18,0	18,0
Majątek finansowy	5,1	21,8	13,3	15,1	18,8	22,2
Majątek obrotowy	33,5	41,4	49,2	59,5	81,3	108,9
Należności handlowe	24,2	28,8	34,8	35,4	44,1	52,2
Pozostałe należności	3,5	3,6	4,8	5,5	6,8	8,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	5,8	9,1	9,5	18,6	30,4	48,7
Aktywa	71,6	94,4	106,7	120,0	146,7	178,7
Kapitały własne	26,4	41,0	55,3	62,9	80,1	104,2
Zobowiązania	45,2	53,4	51,4	57,0	66,5	74,5
Zobowiązania długoterminowe	19,2	22,6	15,7	16,7	18,3	19,9
Dług odsetkowy	15,2	16,7	11,0	11,2	11,4	11,6
Leasing	2,3	2,7	1,7	1,8	1,9	2,0
Rezerwy, inne	1,6	3,2	3,0	3,7	5,0	6,3
Zobowiązania krótkoterminowe	26,1	30,8	35,7	40,3	48,2	54,5
Dług odsetkowy	5,4	3,8	10,1	10,3	10,5	10,7
Leasing	1,6	0,9	5,5	5,8	6,0	6,3
Rezerwy, inne	12,5	14,2	14,6	17,7	22,0	26,1
Zobowiązania handlowe	6,7	11,9	5,6	6,6	9,7	11,4
Pasywa	71,6	94,4	106,7	120,0	146,7	178,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Votum; Przepływy pieniężne

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	-2,6	8,5	9,4	19,5	22,8	33,9
Zysk brutto	4,5	10,6	22,0	21,2	33,1	46,7
Amortyzacja	2,4	3,3	2,1	1,9	1,9	2,3
Zmiana majątku obrotowego	-2,1	1,9	-2,1	0,8	-5,3	-6,1
Pozostałe	-7,5	-7,5	-12,6	-4,3	-6,9	-9,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,0	0,0	-5,2	-3,0	-3,1	-3,3
Nakłady inwestycyjne	-1,0	-0,6	-1,2	-3,0	-3,1	-3,3
Pozostałe	-1,1	0,6	-4,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,8	-5,2	-3,7	-8,2	-7,7	-12,2
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	9,4	-0,9	0,6	0,4	0,4	0,4
Wypłata dywidend	-8,2	-0,2	-2,4	-8,6	-8,1	-12,7
Pozostałe	-1,9	-4,2	-1,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-5,4	3,2	0,5	8,3	12,0	18,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Marże:						
Marża EBITDA	8%	14%	17%	15%	18%	21%
Marża operacyjna	5%	11%	16%	13%	17%	20%
Marża zysku przed opodatkowaniem	5%	10%	16%	13%	17%	20%
Marża zysku netto	3%	8%	12%	10%	13%	15%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	-5%	12%	35%	14%	24%	18%
EBITDA	-59%	102%	65%	-4%	51%	38%
EBIT	-69%	135%	93%	-4%	55%	39%
Zysk przed opodatkowaniem	-71%	135%	107%	-4%	56%	41%
Zysk netto	-75%	163%	109%	-6%	56%	45%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Votum; Wskaźniki

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	37%	43%	52%	52%	55%	58%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik bieżący	1,3	1,3	1,4	1,5	1,7	2,0
Wskaźnik szybki	1,3	1,3	1,4	1,5	1,7	2,0
Rotacja należności kr. w dniach	71	92	82	80	72	74
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-28	-36	-27	-16	-18	-20
Rentowność						
ROA	4,6%	10,0%	17,2%	14,3%	19,0%	22,6%
ROE	10,9%	24,6%	36,0%	27,4%	35,4%	39,9%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
Zysk operacyjny / aktywa	1,8%	3,5%	5,6%	4,8%	6,3%	7,2%
Efektywna stopa podatkowa	28%	21%	20%	20%	20%	20%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3
Koszty finansowe / EBIT	20%	13%	7%	7%	5%	3%
Dług netto / EBITDA	201%	77%	47%	12%	-24%	-54%
EBITDA / koszty finansowe	7,3	9,9	15,8	15,7	22,2	34,1
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,26	0,69	1,44	1,35	2,11	3,06
Wartość księgowa na akcję	2,20	3,42	4,61	5,24	6,68	8,68
EBITDA na akcję	0,61	1,24	2,06	1,97	2,96	4,08
EBIT na akcję	0,41	0,97	1,88	1,81	2,80	3,89
Dług netto na akcję	1,23	0,96	0,96	0,24	-0,71	-2,20
Dywidenda na akcję	0,67	0,00	0,19	0,72	0,68	1,05
Zysk gotówkowy na akcję	0,46	0,96	1,62	1,51	2,27	3,25
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	39,8	10,9	6,0	8,4	5,4	3,7
Cena / Wartość księgowa	4,8	2,2	1,9	2,2	1,7	1,3
EV na akcję	11,7	8,4	9,6	11,6	10,7	9,2
EV/EBITDA	19,0	6,8	4,7	5,9	3,6	2,3
EV/EBIT	28,2	8,7	5,1	6,4	3,8	2,4

* ceny średnie dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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 EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprecontowane 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.

Stoпа 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo 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 wymaga tego dany przypadek.

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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	6	9	0
Procenty	40%	43%	7%	10%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	28	37	12	9	0
Procenty	33%	43%	14%	10%	0%

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.

Odpisy 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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Voxel										
Michał Sobolewski	Kupuj	→	02.09.2020	-	03.09.2020	Nie później niż 02.09.2021	-	-	11,40	30,40 -

* 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	Nie później niż 02.09.2021	11,40	-

* 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 SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 3 września 2020 r., godz. 7:20.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 września 2020 r., godz. 7:30.

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 SA 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-i-informacje/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-i-informacje/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.

Wybrane fragmenty niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji dokładności faktów zawartych w części opisowej niniejszego raportu.

Sprzedaz Instytucjonalna

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski
tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk
tel.: +48 (22) 504 33 34
g.kolodziejczyk@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Maciej Bąk
tel.: +48 (22) 504 33 78
m.bak@bossa.pl

Bartosz Zieliński
tel.: +48 (22) 504 33 35
b.zielinski@bossa.pl

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenne,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

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

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

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenne, gry wideo)

Copyright © 2020 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