

4/2020/GPW (25) 14 marca, 2021

Analityk: 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

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 14,40 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 27,90 (↑)

Kapitalizacja: 44,9 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,08 mln US\$
12M przedział kursowy: 8,20-14,85 zł
Free float: 37%

Wyniki finansowe za IV kw. 2020

Udany przychodowo kwartał. Przychody Grupy w IV kw. 2020 roku wyniosły ponad 45 mln zł (+4% r/r); w naszych prognozach spodziewaliśmy się podobnego poziomu sprzedaży. IV kwartał okazał się istotnie lepszy dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie zanotowano dalszą wyraźną poprawę sprzedaży. Bardzo dobrze spisywała się sprzedaż internetowa w tym segmencie. Dynamika przychodów była też mocno wspierana przez najmłodszy segment OZE, który wygenerował 8,3 mln zł przychodów w omawianym kwartale. Pokazuje to dynamicznie rosnącą skalę działalności w tym obszarze i dobrze rokuje na kolejne kwartały. Dobrą formę utrzymał również segment rehabilitacji, gdzie przychody za IV kwartał wzrosły o 26% r/r. Dużo słabiej rozwijała się natomiast sytuacja w segmencie dochodzenia roszczeń osobowych, gdzie restrykcje wywołane pandemią mocno ograniczyły możliwości spotkań bezpośrednich z klientami, co odbiło się na poziomie akwizycji. Drugim czynnikiem był mniejszy ruch pojazdów, który skutkowało mniejszą ilością wypadków. Podobnie Spółka ograniczała aktywność w segmencie roszczeń z tytułu szkód rzeczowych, a działalność zagraniczna, która obejmuje te segmenty, była pod mocnym wpływem eskalacji sytuacji pandemicznej.

Rentowność na stabilnym poziomie. Marża EBIT w IV kw. 2020 wyniosła 8,0%, czyli była na analogicznym poziomie jak kwartał wcześniej. Jest to jednocześnie istotnie mniej niż 15,0% raportowane rok temu, a spadek jest efektem zauważalnego wzrostu kosztów w segmencie OZE oraz rozwoju segmentu dochodzenia klauzul abuzywnych. EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 4,3 mln zł (-38% r/r) i 3,6 mln zł (-45% r/r).

Poprawa zysku netto. Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,18 mln zł

Skorygowane zyski

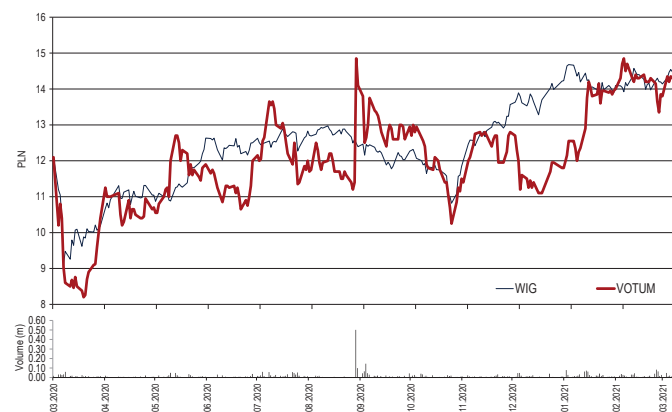
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	150,1	182,6	202,7	261,1
EBITDA	mln zł	14,2	26,0	33,1	42,4
EBIT	mln zł	12,0	23,7	30,7	40,1
Zysk netto	mln zł	8,8	17,5	22,9	30,3
EPS	zł	0,73	1,46	1,91	2,52
Zmiana EPS r/r	%	-49	100	31	32
Dług (gotówka) netto	mln zł	12,3	-6,1	-25,1	-22,2
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	17,0	-1,2	-19,9	-16,8
P/E	x	19,7	9,9	7,6	5,7
P/ICE	x	15,8	8,7	6,9	5,3
EV/EBITDA	x	13,1	6,4	4,5	3,6
EV/EBIT	x	15,5	7,0	4,8	3,8
DPS	zł	0,00	0,00	0,00	1,91
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	13,2
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOS SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Orzeczenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych: 25 marca 2021
2. Skonsolidowany raport finansowy za 2020 rok: 30 kwietnia 2021
3. Skonsolidowany raport finansowy za I kwartał 2021 roku: 31 maja 2021
4. Decyzje akcjonariuszy banków o partycypacji w dobrowolnych ofertach dla klientów: 2 kwartał 2021
5. Skonsolidowany raport finansowy za I półrocze 2021 roku: 30 września 2021
6. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2021 roku: 29 listopada 2021

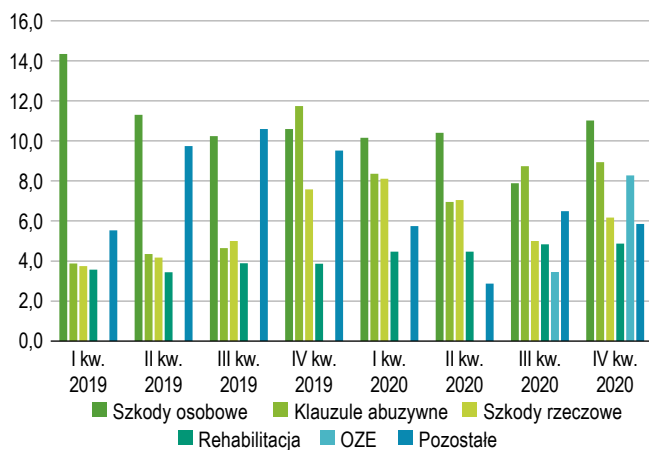
w omawianym kwartale 2020 roku wobec 0,36 mln zł rok wcześniej. Efektywna stopa podatkowa w kwartale wyniosła 26%. W rezultacie zysk netto Grupy Votum ukształtował się na poziomie 2,6 mln zł, nieco powyżej naszych oczekiwań.

Tabela 1. *Votum; Wyniki finansowe w IV kw. 2020*

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	Wyniki vs prognozy	IV kw. 20P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:				
	19	19	20	20	20P	20				I-IV kw. 19	I-IV kw. 20	zmiana r/r	IV kw. 19	IV kw. 20
Sprzedaż	34.4	43.3	36.8	31.8	36.4	45.1	→	45.8	4%	141.8	150.1	6%	31%	30%
Zysk na sprzedaży	5.4	8.3	4.7	0.2	2.9	4.1	→	3.1	-51%	24.5	11.8	-52%	34%	34%
Marża zysku na sprzedaży	15.6%	19.1%	12.8%	0.6%	7.9%	9.0%	-	6.8%	-	17.3%	7.9%	-	-	-
EBITDA	6.3	6.9	5.8	0.6	3.4	4.3	↑	3.3	-38%	24.7	14.2	-43%	28%	30%
Marża EBITDA	18.2%	16.0%	15.8%	2.0%	9.4%	9.5%	-	7.3%	-	17.4%	9.4%	-	-	-
EBIT	5.7	6.5	5.4	0.1	2.9	3.6	↑	2.8	-45%	22.6	12.0	-47%	29%	30%
Marża EBIT	16.7%	15.0%	14.7%	0.2%	8.0%	8.0%	-	6.2%	-	15.9%	8.0%	-	-	-
Zysk brutto	5.7	6.5	5.2	0.0	2.6	3.4	↑	2.5	-48%	22.0	11.2	-49%	30%	30%
Marża zysku brutto	16.4%	15.1%	14.2%	0.0%	7.0%	7.5%	-	5.5%	-	15.5%	7.5%	-	-	-
Zysk netto	4.1	4.4	4.0	0.1	2.1	2.6	↑	1.9	-41%	17.3	8.8	-49%	25%	29%
Marża zysku netto	12.0%	10.1%	11.0%	0.2%	5.7%	5.7%	-	4.2%	-	12.2%	5.8%	-	-	-

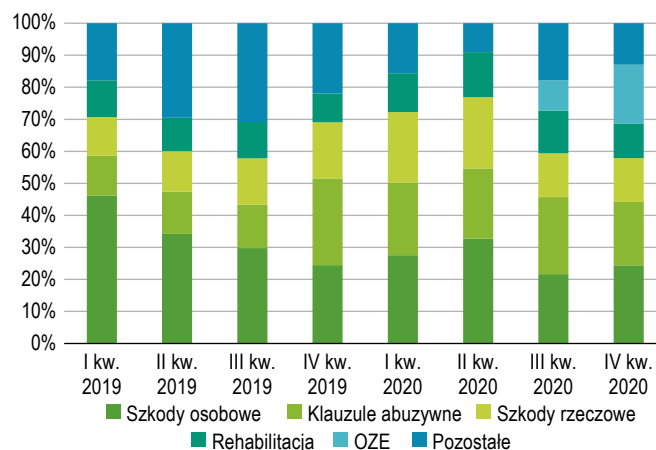
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. *Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym*



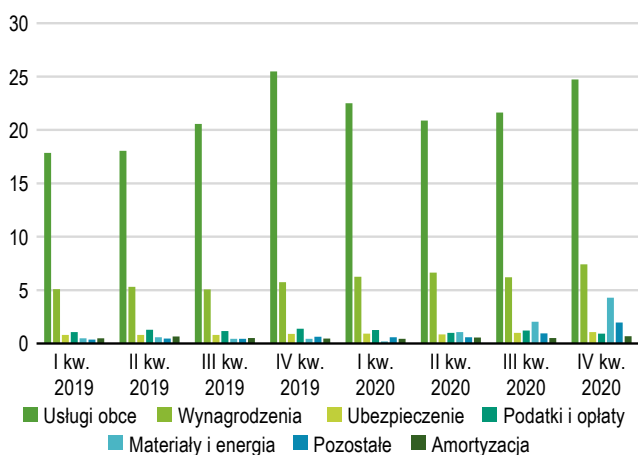
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



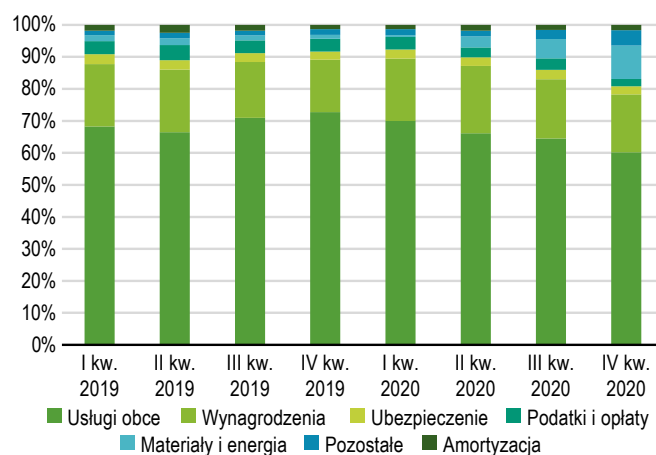
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. *Votum; Struktura kosztów wg rodzaju w ujęciu kwartalnym*



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Segment szkód osobowych. Votum oczekuje stabilnego poziomu przychodów i kosztów. Poprawa wyników może być osiągnięta dzięki wzmocnieniu bazy przychodowej na skutek rozpoczętej rekrutacji przedstawicieli regionalnych, której efektywność wzrasta w związku z sytuacją na rynku pracy. Dodatkowo rozwiązania automatyzujące procesy obsługi klienta dają szansę na utrzymanie na podobnym poziomie kosztów stałych również przy obsłudze zwiększonej liczby spraw. W naszej ocenie wpływ pandemii jest najbardziej właśnie widoczny w tym segmencie i tak długo jak pandemia będzie się rozwijać, istnieje krótkoterminowe ryzyko dla wyników segmentu.

Segment szkód majątkowych. Spółka oczekuje systematycznego i zrównoważonego wzrostu przychodów, przy utrzymaniu podobnego poziomu kosztów. W momencie poprawy przychodów, Spółka będzie chciała zwiększyć wolumen nabywanych cesji w celu poszerzenia bazy przychodowej.

Segment klauzul abuzywnych umów kredytowych. Votum spodziewa się w kolejnych okresach łagodnego wzrostu kosztów i ustabilizowania przychodów z tytułu opłat wstępnych oraz pojawienia się w II połowie 2021 roku przychodów z tytułu opłat *success fee* na poziomie mającym wyraźny wpływ na wynik. Istnieje też konieczność poszerzenia bazy prawników zapewniających obsługę toczących się procesów, przy jednoczesnym zrównoważeniu tych kosztów przychodami z tytułu opłat za ich udział w posiedzeniach sądowych. Grupa przewiduje także wzrost liczby prawników zapewniających inicjację nowych procesów, jednakże dzięki wprowadzonym usprawnieniom organizacyjnym i technicznym oraz nabywanym doświadczeniom – w dynamice wyraźnie łagodniejszej niż w pierwszym etapie projektu. Spółka zakłada, że napływ nowych klientów może w kolejnych okresach utrzymać się na względnie stałym poziomie. W ocenie Votum, zaplanowana na 25 marca uchwała pełnego składu Izby Cywilnej w zakresie zagadnień prawnych z obszaru kredytów powiązanych z kursem waluty obcej powinna w znacznym stopniu wpłynąć na wyjaśnienie ewentualnych wątpliwości w tym obszarze.

Ostatnie dane zaraportowane przez Spółkę dotyczące liczby pozyskanych klientów w IV kwartale, które pokazały wzrost kw./kw., sugerują, że mimo rozpoczęcia prac nad ugodami przez grupę banków, nowi klienci nie przestają decydować się na drogę sądową. W naszej ocenie, dowodzi to istnienia grupy klientów, która nie będzie brała pod uwagę ugód, ale wybierze starcie w sądzie, szczególnie, że nie zdecydowała się czekać na szczegóły propozycji polubownej.

Segment OZE. Spółka planuje dynamiczny wzrost przychodów z tytułu montażu mikroinstalacji fotowoltaicznych. Grupa chce zwiększać efektywność procesów sprzedażowych i obsługi klienta. Votum liczy, że w kolejnych okresach segment mikroinstalacji fotowoltaicznych będzie nie tylko zapewniał przychody równoważne pozostałym segmentom, ale ma również potencjał, by stać się jednym z dwóch największych źródeł przychodu w roku bieżącym. W części segmentu dotyczącej projektowania i komercjalizacji farm fotowoltaicznych Votum zakłada możliwość pierwszych komercjalizacji projektów już w 2021 r., a jednocześnie przyrost kosztów w tym segmencie spowodowany dążeniem do zabezpieczenia atrakcyjnych lokalizacji, na których w przyszłości będą mogły zostać posadowione farmy fotowoltaiczne.

Prognozy finansowe

Modyfikujemy nasze prognozy dla Grupy, ale zmiany nie są duże – nasze oczekiwania odnośnie sprzedaży/ EBIT/ ZN Grupy zmieniają się o -9%/ -6%/ -5% w 2021 roku w stosunku do poprzednich prognoz, co jest pochodną aktualizacji oczekiwań dla poszczególnych segmentów. Zakładamy, że tym roku wpływ zdarzeń epidemicznych powinien stopniowo się zmniejszać, ale będzie jednak namacalny. Zmieniliśmy też trochę ścieżkę oczekiwań co do przychodów w segmencie klauzul abuzywnych, gdzie mamy nowe przesłanki dotyczące momentu wpływu *success fee*. Jesteśmy też nieco bardziej ostrożni w przypadku przychodów w segmentach dochodzenia roszczeń osobowych i majątkowych. Naszym zdaniem, ryzyko dla naszych prognoz jest teraz umiarkowane i zależy w dużym stopniu od segmentu, a najbardziej perspektywiczny wydaje się w średnim okresie segment dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych, gdzie

Tabela 2. Volum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	182,6	200,0	-9%	202,7	239,8	-15%	261,1	271,8	-4%
EBITDA	26,0	27,3	-5%	33,1	38,6	-14%	42,4	49,4	-14%
EBIT	23,7	25,3	-6%	30,7	36,3	-15%	40,1	47,5	-16%
Zysk netto	17,5	18,4	-5%	22,9	27,5	-17%	30,3	32,3	-6%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

możliwe są pozytywne zaskoczenia pod warunkiem kontynuacji dotychczasowych linii orzeczniczych w sądach. Volum dostrzega również spory potencjał w segmencie OZE, gdzie poczyniono spore postępy w ostatnich kwartałach, i gdzie zakładamy dalszą poprawę w roku bieżącym, ale jesteśmy na chwilę obecną wciąż ostrożni w formułowaniu prognoz w średnim terminie.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych i przesunięcie horyzontu wyceny do przodu spowodowało lekki wzrost naszej 12M wyceny, będącej złożeniem

(50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 27,9 zł (poprzednio 25,7 zł) na akcję Spółki, co oznacza 11% wzrost. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 23,0 zł (poprzednio 23,5 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 32,9 zł (poprzednio 27,9 zł) na akcję.

Tabela 4. Volum; Podsumowanie wyceny

DCF	23,0
Wycena porównawcza	32,9
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	27,9
Cena rynkowa	14,4
Potencjał zmiany	94%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Volum; Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	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
Lewarowana beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Wymagana stopa zwrotu	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Efektywna stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	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%	93%	93%	91%	88%	78%	76%
Udział długu	6%	6%	6%	7%	7%	9%	12%	22%	24%
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,6%	11,6%	11,6%	11,5%	11,5%	11,3%	11,0%	10,1%	9,9%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	202,7	261,1	308,3	321,5	327,1	332,9	338,9	343,9	202,6
EBIT	30,7	40,1	57,1	60,9	71,5	72,5	73,5	74,1	14,1
EBIT*(1-t)	24,3	31,7	45,1	48,1	56,5	57,3	58,1	58,5	11,1
Amortyzacja	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5
Zmiana kapitału pracującego	-3,5	-10,7	-8,1	-1,2	0,6	0,6	0,5	0,8	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,6
FCFF	20,0	20,7	36,8	46,7	56,8	57,6	58,4	59,0	9,0

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Volum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	10,3%
Wartość rezydualna	97,5
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	38,8
Bieżąca wartość FCFF	231,9
Udziały mniejszości	0,5
Wartość firmy	270,1
Zadłużenie netto	-6,1
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	0,0
Wartość kapitału akcyjnego	276,2
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	23,0

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,8%	10,1%	10,3%	10,6%	10,8%
0,0%	22,8	22,8	22,7	22,6	22,6
0,5%	23,0	22,9	22,9	22,8	22,7
1,0%	23,2	23,1	23,0	22,9	22,9
1,5%	23,4	23,3	23,2	23,1	23,0
2,0%	23,6	23,5	23,4	23,3	23,2

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Volum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Gateley	18,0x	18,9x	19,2x	10,0x	9,4x	8,0x	13,3x	11,6x	9,7x
DWF Group	18,9x	11,2x	9,2x	6,7x	5,5x	5,2x	9,6x	7,4x	7,0x
IPH Limited	18,1x	16,7x	15,5x	11,4x	10,6x	9,9x	13,2x	12,1x	11,1x
Information services	18,3x	16,0x	-	9,1x	8,1x	-	-	-	-
Keystone Law Group	42,4x	38,3x	34,2x	30,7x	27,5x	24,2x	32,7x	29,8x	26,1x
Knights Group Holdings	24,8x	21,0x	19,3x	15,7x	13,3x	11,6x	19,3x	-	-
Mediana	18,6x	17,8x	19,2x	10,7x	10,0x	9,9x	13,3x	11,9x	10,4x
Votum	1,5	1,9	2,5	26,0	33,1	42,4	23,7	30,7	40,1
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	27,1	34,0	48,5	23,7	29,7	36,9	26,8	32,5	36,6
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	32,9								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Segment dochodzenia klauzul abuzywnych umów kredytowych – węzłowe kwestie

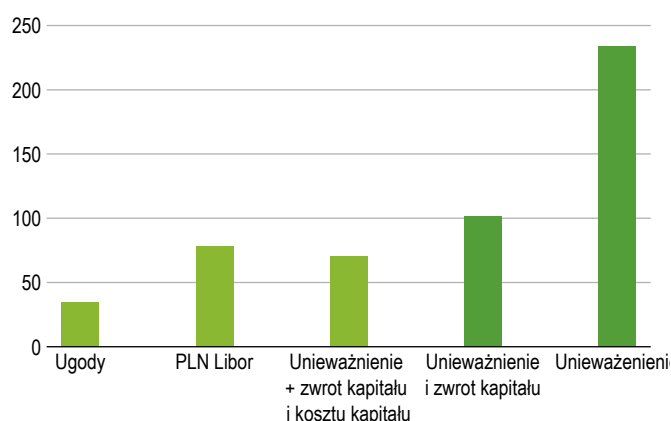
Biorąc pod uwagę kilka istotnych zdarzeń, które miały miejsce w ostatnich miesiącach wpływających na rynek dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych (m.in. zaawansowany stopień prac nad ugodami przez grupę banków pod egidą KNF, czy oczekiwane na 25 marca orzeczenie sądu najwyższego odpowiadające na kilka kluczowych kwestii), w tej sekcji raportu zajmujemy się: (i) szacunkiem docelowej wartości rynku roszczeń przy założeniu wprowadzenia ugód przez banki i ich szerokiej akceptacji przez klientów oraz (ii) wielkością potencjału przychodowego dla już zgromadzonej bazy klientów segmentu klauzul abuzywnych Spółki.

Potencjalna wartość rynku w wariacie ugód.

W swojej prezentacji KNF zaprezentował koszty jakie dla sektora bankowego mogą stanowić różne warianty rozstrzygnięć sądowych, co stanowić będzie punkt wyjścia dla szacunku potencjału wartości dla rynku dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych umów kredytowych. Szacunek scenariuszy KNF jest bardzo szeroki, od PLN 35 mld złotych (obejmujący ugody z klientami z czynnym kredytami jest to wariant preferowany przez nadzorcę) poprzez różne rozstrzygnięcia sądowe, które przy unieważnieniu mogą sięgnąć 234 mld złotych (patrz Wykres 5). W sposób oczywisty, koszt dla sektora bankowego, oznacza odpowiednią korzyść po stronie klienta. Istotne znaczenie dla tego, który z wariantów będzie tym najpowszechniejszym w sądach będzie miało również nadchodzące orzeczenie Sądu Najwyższego. Dla naszych szacunków odrzucamy skrajne warianty,

dlatego nasz scenariusz (patrz *Tabela 8*) obejmuje trzy warianty: (i) ugód, bądź średniej ważonej opartej na dwóch rozstrzygnięciach sądowych, (ii) przewidującym unieważnienie umowy i zwrot wypłaconego kapitału (koszt dla całego obecnego i zapadłego portfela na 102 mld złotych), bądź co jest mniej popularne, (iii) opartej o konstrukcję PLN + Libor (koszt na poziomie 79 mld złotych).

Wykres 5. Wstępne szacunki kosztów dla sektora bankowego wg wariantów rozstrzygnięć sądowych



Źródło: KNF

Tabela 8. Założenia kosztu (wielkości roszczeń) wobec banków w wariantach rozstrzygnięć sądowych

Wariant	Koszt	Waga
PLN + Libor	78,5	25%
Unieważnienie + zwrot kapitału	101,5	75%
Docelowy koszt postępowań sądowych	95,8	100%

Źródło: KNF, szacunki DM BOS SA

Tabela 9. Potencjalna wartość rynku roszczeń

Decyzja banków	Ścieżka ugód		Ścieżka sądowa	
	75%		25%	
Procent banków (ryнку)				
Decyzja klientów	Partycypacja w ugodach		Wytoczenie procesu	
	Tak	Nie, sąd	Tak	Nie
Procent klientów wg. ścieżki	80%	20%	75%	25%
Procent wszystkich klientów	60%	15%	19%	6%
Korzyści dla klientów (PLN mld)	20,7	14,4	18,0	0,0
Wartość roszczeń (PLN mld)	0,0	14,4	18,0	0,0
Potencjalna wartość rynku roszczeń (PLN mld)	32,3			
Skuteczność dochodzenia roszczeń	90%			
Faktyczne korzyści dla klientów (PLN mld)	29,1			
Strumień przychodów dla kancelarii (20% korzyści klientów) (PLN mld)	5,8			
Przychody Votum (PLN mld)	1,1			
Zakładany udział w rynku	19%			

Źródło: KNF, szacunki DM BOS SA

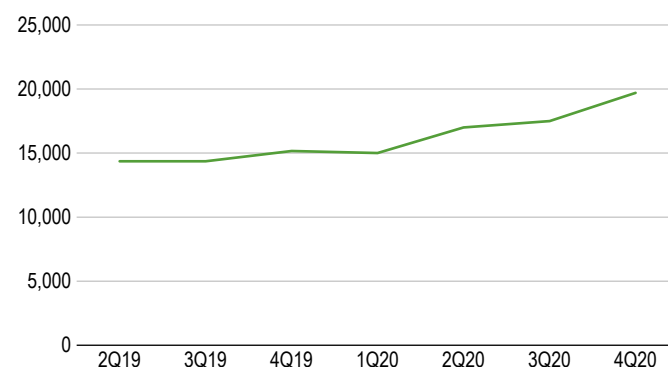
Pojawienie się ugód oznacza dla klienta dostępność zupełnie nowej ścieżki, która nie będzie tak korzystna finansowo jak postępowanie sądowe, ale będzie oznaczać szybkie rozwiązanie sporu, bez kilkuletniego okresu związanego z postępowaniem sądowym i bez niewielkiego, ale obecnego ryzyka przegranej. Jednocześnie oznacza to wyeliminowanie reprezentanta klienta jakim są kancelarie dochodzące roszczeń. Naszym zdaniem, większość banków będzie skłonna wystąpić z ofertą do swoich klientów (zakładamy, że instytucje posiadające 75% portfela zdecydują się na scenariusz ugody a pozostałe 25% rynku nie wystąpi z ugodami).

W grupie banków, gdzie dostępne będą ugody dla klientów, zakładamy, że 80% klientów spłacających kredyty frankowe zdecyduje się na skorzystanie z szybkiej ścieżki ugód, a pozostałe 20% będzie chciało walczyć w sądzie. W przypadku pozostałych instytucji będzie dostępna wyłącznie droga sądowa, zakładamy tutaj, że trzy czwarte tej grupy klientów spróbuje dochodzić swoich roszczeń na drodze sądowej.

Przy takich założeniach, rynek roszczeń, które mogą być dochodzone przez klientów banków szacujemy na ponad 30 mld złotych, z czego założenie wynagrodzenia dla kancelarii odszkodowawczych na poziomie 20% zasądzonych korzyści dla klienta, przekłada się na potencjalną wartość rynku na poziomie około 5,8 mld złotych. Względem naszych założeń przychodów z tego rynku dla Votum skutkuje to udziałem Spółki na poziomie około 19%.

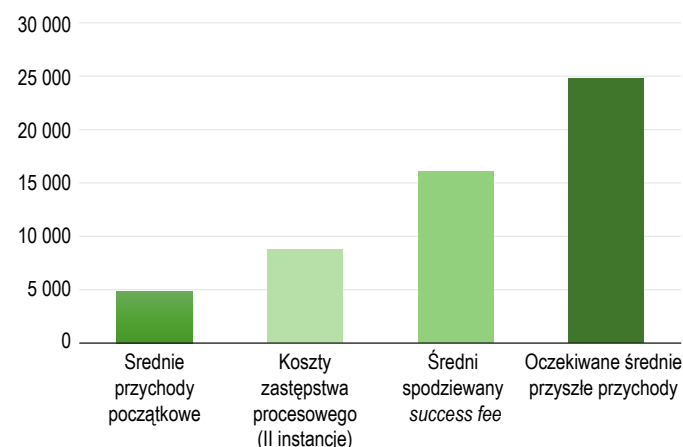
Realizacja przychodów z obecnego portfela klientów. Oszacowaliśmy również potencjał przychodowy już pozyskanych klientów. Specyfika działalności Votum, polega na tym, że gros przychodów rozpoznawanych jest nie w momencie pozyskania klienta (czyli etap podpisania umowy i pobrania opłaty wstępnej), ale w czasie uzyskania prawomocnego wyroku sądu, a ten następuje dopiero kilka lat od momentu akwizycji klienta. Według naszych szacunków w relacji z typowym klientem (średnia ważona dla pakietów, na które zdecydowali się klienci przez okres ostatnich 2 lat) na 1 złotówkę przychodu na moment podpisania umowy z klientem (pochodzących z opłaty wstępnej), w przypadku skutecznego przeprowadzenia sprawy i wygranej w sądzie Spółka powinna w przyszłych okresach zaksięgować kolejne 5 złotych przychodów. Większość orzeczeń sądów dotyczących klauzul abuzywnych jest pro-konsumencka i daje przytłaczające szanse na wygraną klientowi. Dlatego szacujemy, że przy 90% skuteczności dochodzenia roszczeń tylko obecna baza klientów powinna pozwolić na wygenerowanie 399 milionów złotych przychodów w przyszłych okresach (patrz *Tabela 10*). Do bardzo zbliżonych wniosków również prowadzi analiza już zgromadzonego portfela tj. na etapie przedsądowym i sądowym, który przy analogicznym założeniu 90% wygranych dla klientów w sądach daje bardzo zbliżone wartości (patrz *Tabela 11*). Co ciekawe, średnie *success-fee* wyraźnie rośnie na przestrzeni ostatnich kwartałów (patrz *Wykres 6*), co pokazuje dodatkowy potencjał tego źródła przychodów.

Wykres 6. Średnia wartość success fee



Źródło: Spółka

Wykres 7. Przychody rozpoznawane w pierwszym okresie, a przychody rozpoznawane w przyszłych okresach (średnia na klienta)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Tabela 10. Efektywne przychody na klienta segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych*

Składnik	Stawka (zł)	Udział procentowy	Liczba klientów*	Przychody (mln zł)**
Oplata wstępna	4 813	16%		86
Koszty zastępstwa procesowego (II instancje)	8 735	29%		140
w tym I instancja	5 400	18%	17 848	87
w tym II instancja***	3 335	11%		54
Średni spodziewany success fee	16 081	54%		258
Razem****	29 629	100%		485

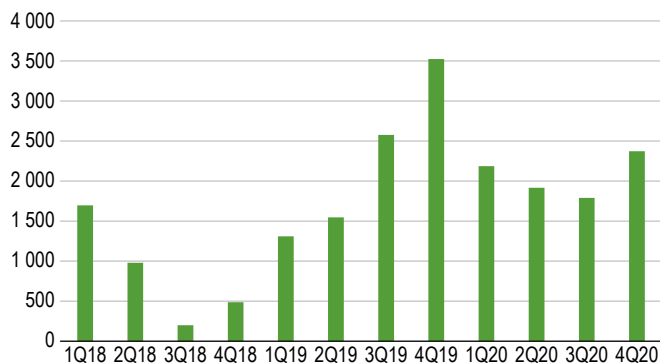
* klienci pozyskanie od 3 kw. 2018 roku, ** przy zakładanej 90% skuteczności dochodzenia roszczeń, *** KZP drugiej instancji ważone udziałem spraw tj. 2 700 zł dla wartości roszczenia do 50 000 i 4 050 zł dla roszczeń powyżej 50 000 zł, **** kalkulacja nie uwzględnia przychodów za posiedzenia sądowe

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

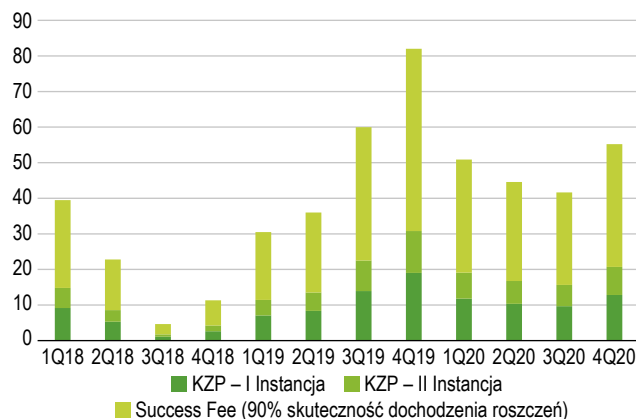
Tabela 11. Potencjał przychodowy portfela klientów na koniec 2020 r.

Etap	Przedprocesowy	Procesowy	Razem
Liczba spraw na koniec 2020 r	5 738	12 267	18 005
Potencjalna wartość success fee (mln zł)	92,7	198,2	290,9
Success fee przy założeniu 90% skuteczności (mln zł)	83,4	178,3	261,8
Koszty zastępstwa procesowego (mln zł)	50,1	107,1	157,3
Koszty zastępstwa procesowego przy założeniu 90% skuteczności (mln zł)	45,1	96,4	141,5
Razem przy założeniu 90% skuteczności (mln zł)	128,5	274,8	403,3

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Wykres 8. Liczba spraw przyjętych do prowadzenia


Źródło: Spółka

Wykres 9. Potencjał przychodowy przyszłych okresów spraw przyjętych do prowadzenia*


Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Rekomendowane działanie

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. Od zeszłego roku działa również w branży OZE (m.in. instalowanie paneli fotowoltaicznych). 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 zmianie linii orzeczniczej sądów na pro-konsumencką.

Tutaj czynnikiem ryzyka dla przychodów w perspektywie kilku lat jest finalizacja rozwiązania dla kredytobiorców walutowych, nad którym grupa banków pracuje obecnie, a które ma polegać na zamianie kredytu walutowego na kredyt w PLN przyjmując założenie, że był on od początku udzielony w złotych. Naszym zdaniem, może to stać się realną alternatywą dla postępowań sądowych w przypadku ich wprowadzenia przez większość banków, stąd potencjalny rynek dla dochodzenia roszczeń tego segmentu może być istotnie ograniczony w przyszłości. W sytuacji, kiedy będzie istniała możliwość ugody, część klientów Votum, którzy wcześniej mogli rozważyć wejście na drogę sądową, będzie skłonna do wzięcia „wróbla w garści” i akceptacji ugody zamiast alternatywy równoznacznej z kilkuletnim procesem i pewnym niezerowym ryzykiem porażki. W takim scenariuszu dalszy wzrost liczby klientów dla Votum

w tym segmencie będzie trudniejszy i prawdopodobnie niższy, niż obecnie zakładamy. Z tego powodu szeroka partycypacja banków i ich klientów w inicjatywie Komisji Nadzoru Finansowego, która pozwoliłaby na skuteczne ominięcie ścieżki sądowej, jest czynnikiem istotnym dla przyszłych przychodów i wyników segmentu dochodzenia roszczeń.

Ważnym wydarzeniem z punktu widzenia kredytobiorców walutowych będzie również planowane na 25 marca rozstrzygnięcie przez pełny skład Izby Cywilnej Sądu Najwyższego, które ma wypowiedzieć się na temat kilku ważkich kwestii i zagadnień prawnych dotyczących kredytów denominowanych i indeksowanych w walutach obcych w celu ujednoczenia orzecznictwa sądów. Wśród pytań, na które Izba będzie odpowiadać, jest m.in. możliwość zastąpienia klauzul abuzywnych innymi klauzulami w umowach kredytów, możliwość istnienia takiej umowy bez klauzul przeliczeniowych czy możliwości dochodzenia wynagrodzenia przez strony z tytułu udostępnienia środków pieniężnych.

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Neutralnie. Jesteśmy zdania, że rynek czeka na pierwsze większe przychody w segmencie dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych w umowach walutowych, a to nastąpi w większej skali najwcześniej w II połowie tego roku, kiedy Votum powinno rozpocząć rozpoznawanie opłaty za „success fee”. Do tego czasu rentowność będzie niższa niż historyczna, również ze względu na ambitne wejście w segment OZE, który ma sezonowo gorsze wyniki w miesiącach zimowych.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 12. Votum; Rachunek wyników

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	105,2	141,8	150,1	182,6	202,7	261,1
Koszt własny sprzedaży	93,1	117,3	138,3	157,8	170,8	219,8
Zysk na sprzedaży	12,1	24,5	11,8	24,9	31,9	41,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	-1,9	0,1	-1,2	-1,2	-1,2
EBITDA	14,9	24,7	14,2	26,0	33,1	42,4
EBIT	11,7	22,6	12,0	23,7	30,7	40,1
Przychody finansowe	0,5	1,0	0,2	0,2	0,2	0,5
Koszty finansowe	-1,5	-1,6	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	22,0	11,2	22,9	29,9	39,5
Podatek dochodowy	2,2	4,4	2,8	5,0	6,6	8,3
Zyski mniejszości	0,2	0,3	-0,4	0,4	0,5	0,9
Zysk netto	8,3	17,3	8,8	17,5	22,9	30,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	53,0	57,5	60,6	64,6	67,4	73,7
Rzeczowe aktywa trwałe	24,9	25,6	25,6	27,0	27,0	28,0
Aktywa niematerialne	0,5	0,6	1,4	0,6	1,4	0,7
Wartość firmy	5,8	18,0	18,2	18,2	18,2	18,2
Majątek finansowy	21,8	13,3	15,4	18,7	20,8	26,8
Majątek obrotowy	41,4	49,2	55,4	79,2	104,3	118,4
Należności handlowe	28,8	34,8	37,2	40,2	44,6	57,4
Pozostałe należności	3,6	4,8	9,4	11,4	12,7	16,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,1	9,5	8,8	27,6	47,0	44,6
Aktywa	94,4	106,7	116,0	143,8	171,7	192,1
Kapitały własne	41,0	55,3	64,1	81,6	104,5	111,9
Zobowiązania	53,4	51,4	51,8	62,2	67,2	80,1
Zobowiązania długoterminowe	22,6	15,7	14,5	15,8	17,0	19,6
Dług odsetkowy	16,7	11,0	9,3	9,4	9,6	9,8
Leasing	2,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0
Rezerwy, inne	3,2	3,0	3,5	4,6	5,5	7,8
Zobowiązania krótkoterminowe	30,8	35,7	37,3	46,4	50,2	60,6
Dług odsetkowy	3,8	10,1	11,8	12,0	12,3	12,5
Leasing	0,9	5,5	3,0	3,1	3,3	3,4
Rezerwy, inne	14,2	14,6	13,4	20,1	22,3	28,7
Zobowiązania handlowe	11,9	5,6	9,1	11,1	12,3	15,9
Pasywa	94,4	106,7	116,0	143,8	171,7	192,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Votum; Przepływy pieniężne

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	8,5	9,4	1,0	18,8	22,4	23,5
Zysk brutto	10,6	22,0	11,2	22,9	29,9	39,5
Amortyzacja	3,3	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3
Zmiana majątku obrotowego	1,9	-2,1	-8,5	-1,6	-3,5	-10,4
Pozostałe	-7,5	-12,6	-4,0	-4,8	-6,3	-8,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-5,2	-1,3	-3,0	-3,1	-2,6
Nakłady inwestycyjne	-0,6	-1,2	-2,1	-3,0	-3,1	-2,6
Pozostałe	0,6	-4,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-5,2	-3,7	-0,4	0,4	0,4	-22,4
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-0,9	0,6	-0,3	0,4	0,4	0,4
Wypłata dywidend	-0,2	-2,4	0,0	0,0	0,0	-22,9
Pozostałe	-4,2	-1,9	-0,4	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	3,2	0,5	-0,7	16,2	19,7	-1,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 15. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marże:						
Marża EBITDA	14%	17%	9%	14%	16%	16%
Marża operacyjna	11%	16%	8%	13%	15%	15%
Marża zysku przed opodatkowaniem	10%	16%	7%	13%	15%	15%
Marża zysku netto	8%	12%	6%	10%	11%	12%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	12%	35%	6%	22%	11%	29%
EBITDA	102%	65%	-43%	83%	27%	28%
EBIT	135%	93%	-47%	98%	30%	31%
Zysk przed opodatkowaniem	135%	107%	-49%	104%	31%	32%
Zysk netto	163%	109%	-49%	100%	31%	32%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 16. Votum; Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	43%	52%	55%	57%	61%	58%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	18%	29%	29%	25%	23%	26%
Wskaźnik bieżący	1,3	1,4	1,5	1,7	2,1	2,0
Wskaźnik szybki	1,3	1,4	1,5	1,7	2,1	2,0
Rotacja należności kr. w dniach	92	82	88	77	76	71
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-36	-27	-19	-23	-25	-23
Rentowność						
ROA	10,0%	17,2%	7,9%	13,5%	14,5%	16,7%
ROE	24,6%	36,0%	14,7%	24,0%	24,6%	28,0%
ROCE	3,6%	5,8%	2,5%	4,4%	4,8%	5,6%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	5,6%	2,7%	4,6%	4,9%	5,5%
Efektywna stopa podatkowa	21%	20%	25%	21%	21%	21%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Koszty finansowe / EBIT	13%	7%	8%	4%	3%	3%
Dług netto / EBITDA	77%	47%	87%	-23%	-76%	-52%
EBITDA / koszty finansowe	9,9	15,8	14,6	27,0	34,7	41,5
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,69	1,44	0,73	1,46	1,91	2,52
Wartość księgowa na akcję	3,42	4,61	5,35	6,80	8,71	9,33
EBITDA na akcję	1,24	2,06	1,18	2,17	2,75	3,53
EBIT na akcję	0,97	1,88	1,00	1,97	2,56	3,34
Dług netto na akcję	0,96	0,96	1,02	-0,51	-2,09	-1,85
Dywidenda na akcję	0,00	0,19	0,00	0,00	0,00	1,91
Zysk gotówkowy na akcję	0,96	1,62	0,91	1,65	2,10	2,72
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	10,9	6,0	19,7	9,9	7,6	5,7
Cena / Wartość księgowa	2,2	1,9	2,7	2,1	1,7	1,5
EV na akcję	8,4	9,6	15,4	13,9	12,3	12,5
EV/EBITDA	6,8	4,7	13,1	6,4	4,5	3,6
EV/EBIT	8,7	5,1	15,5	7,0	4,8	3,8

* ceny średnie dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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, popularność ugód banków z klientami)
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

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.

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 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 odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli 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	40	29	5	9	0
Procenty	48%	35%	6%	11%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	30	10	9	0
Procenty	41%	36%	12%	11%	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
Votum									
Michał Sobolewski	Kupuj	02.09.2020	-	03.09.2020	Nie później niż 02.09.2021	26%	9%	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 ↑

* 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	Nie później niż 04.12.2021	12,80	5%
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	-

* 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: 15 marca 2021 r., godz. 7:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 15 marca 2021 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.

Sprzedaż 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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

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

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Asystent analityka

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2021 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