

12/2021/GPW (55) 27 maja 2021

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

**Analityk:** Michał Sobolewski, CFA, FRM

# Votum

**Sektor:** Finanse specjalne  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (→)  
**Kurs:** 16,86 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 27,90 (→)  
**Kapitalizacja:** 54,8 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,19 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 10,25-20,10 zł  
**Free float:** 37%

## Prognoza wyników finansowych za I kw. 2021 roku

31 maja Votum opublikuje raport za I kw. 2021 rok, a zaprezentowane wyniki powinny, w naszej ocenie, odzwierciedlać dalszy wzrost przychodów, co będzie szczególnie zauważalne w segmentach dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych i szkód majątkowych. Jednocześnie spodziewamy się niższej niż rok temu rentowności, co powinno być skutkiem wyższego poziomu kosztów w segmencie OZE i klauzul abuzywnych. Podsumowując spodziewamy się przejściowego kwartału, gdzie potencjał przychodowy i osiągnane wyniki Votum pozostawały wciąż pod wpływem ograniczeń epidemicznych oraz rozruchu nowych segmentów.

**Stabilny wzrost po stronie przychodów.** Prognozujemy, że przychody w I kwartale nadal będą w trendzie wzrostowym, na co złożyła się (i) rosnąca liczba pozyskiwanych spraw w segmencie dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych oraz (ii) większa aktywność w segmencie dochodzenia roszczeń od szkód majątkowych i osobowych. Jednocześnie udział segmentu zielonej energii powinien być sezonowo słabszy niż kwartał termu. Zakładamy również stabilne przychody w segmencie rehabilitacyjnym. Oczekujemy jednocyfrowej dynamiki całości przychodów r/r w omawianym okresie.

**Lekka poprawa rentowności kw./kw.** Zakładamy lekką odbudowę marż EBITDA i EBIT w ujęciu kwartalnym. Jesteśmy ostrożni w tej kwestii, gdyż Spółka powinna cały czas ponosić przejściowo wyższe koszty, do których wzrostu przyczynia się walnie (i) rosnąca ilość prowadzonych spraw frankowych i tym samym wyższe zatrudnienie w tym segmencie (liczba otwartych postępowań sądowych powinna być na rekordowych poziomach w kwartale) oraz (ii) wydatki związane z rozruchem działalności OZE (segment jest rozwijany

### Skorygowane zyski

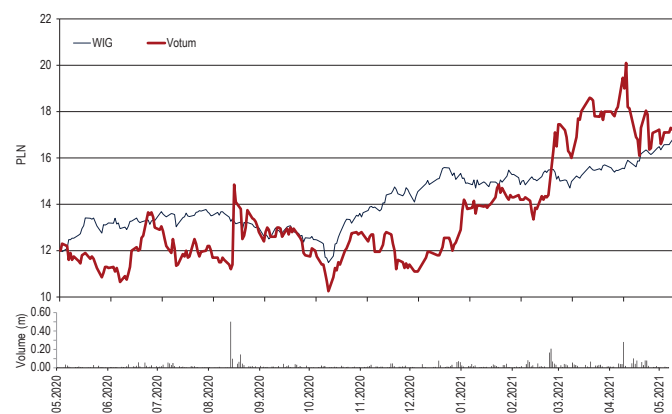
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	149,8	182,6	202,7	261,1
EBITDA	mln zł	13,6	26,0	33,1	42,4
EBIT	mln zł	11,4	23,7	30,7	40,1
Zysk netto	mln zł	8,7	17,5	22,9	30,3
EPS	zł	0,72	1,46	1,91	2,52
Zmiana EPS r/r	%	-49	102	31	32
Dług (gotówka) netto	mln zł	12,9	-1,9	-12,5	-21,5
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18,2	3,0	-7,3	-16,1
P/E	x	23,3	11,6	8,8	6,7
P/CE	x	18,6	10,2	8,0	6,2
EV/EBITDA	x	15,8	7,7	5,7	4,3
EV/EBIT	x	18,9	8,5	6,2	4,5
DPS	zł	0,00	0,35	0,65	0,86
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	2,1	3,9	5,1
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. Skonsolidowany raport finansowy za I kwartał 2021 roku: 31 maja
2. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 21 czerwca
3. Dzień ustalenia praw do dywidendy: 21 września
4. Skonsolidowany raport finansowy za I półrocze 2021 roku: 30 września
5. Orzeczenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych: najwcześniej III kwartał br.
6. Decyzje akcjonariuszy banków o partycypacji w dobrowolnych ofertach dla klientów: II połowa br.
7. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2021 roku: 29 listopada
8. Dzień wypłaty dywidendy: 15 grudnia

organicznie). Szacujemy, że Votum wygenerowało w I kw. 2021 roku marżę EBIT na poziomie 8,3%, zatem wciąż niższą niż 14,7% raportowana rok temu. Takie założenie przekłada się na wynik operacyjny

w I kwartale w wysokości 3,3 mln zł. Zakładając typowe, niewielkie koszty finansowe netto oraz znormalizowaną stopę podatkową nasze prognozy zysku netto dla Grupy Votum w omawianym kwartale wskazują poziom 2,4 mln zł (-40% r/r).

### Prognozy finansowe

Nasze prognozy finansowe dla Spółki pozostają bez zmian. Jednocześnie zmieniamy założenia dotyczące dywidendy, zgodnie z propozycjami wypłaty z zysku za rok 2020 (dywidenda płatna w 2021) oraz zaktualizowaną polityką dywidendową na lata 2022-24, która będzie przedmiotem głosowania na czerwcowym Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Oceniamy pozytywnie przedstawione propozycje, gdyż płatności dywidend nastąpią szybciej, niż poprzednio zakładaliśmy.

### 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 złotówkach. 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 w przyszłości rozwijać się w wolniejszym tempie. W sytuacji, kiedy będzie istniała możliwość ugody, część potencjalnych klientów Votum, którzy wcześniej mogli rozważać 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 w inicjatywie Komisji Nadzoru Finansowego, która pozwoliłaby na skuteczne ominięcie ścieżki sądowej, jest czynnikiem istotnym dla przyszłych przychodów i wyników segmentu dochodzenia roszczeń.

Jednocześnie, jak dotąd, banki nie zaczęły szeroko oferować ugód dla swoich klientów, a przesunięcia rozstrzygnięć Sądu Najwyższego wydają się dodatkowo odwlekać decyzję organów decyzyjnych wśród banków z portfelami kredytów hipotecznych we frankach, co sprawia, że na obecnym etapie dla osoby spłacającej kredyt frankowy nie ma innej realnej alternatywy niż skorzystanie z pomocy kancelarii prawnej i wejścia na drogę sądową.

Tabela 1. Votum; Prognozy finansowe na I kw. 2021

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019	2020				2021		zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:	
	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	I kw. 20		I kw. 21	
Sprzedaż	43,3	36,8	31,8	36,4	44,8	39,7	8%	25%	22%	
Zysk na sprzedaży	8,3	4,7	0,2	2,9	3,9	3,6	-24%	40%	14%	
Marża zysku na sprzedaży	19,1%	12,8%	0,6%	7,9%	8,8%	9,0%	-	-	-	
EBITDA	6,9	5,8	0,6	3,4	3,7	3,8	-34%	43%	15%	
Marża EBITDA	16,0%	15,8%	2,0%	9,4%	8,3%	9,7%	-	-	-	
EBIT	6,5	5,4	0,1	2,9	3,0	3,3	-39%	47%	14%	
Marża EBIT	15,0%	14,7%	0,2%	8,0%	6,8%	8,3%	-	-	-	
Zysk brutto	6,5	5,2	0,0	2,6	2,8	3,1	-41%	49%	13%	
Marża zysku brutto	15,1%	14,2%	0,0%	7,0%	6,3%	7,8%	-	-	-	
Zysk netto	4,4	4,0	0,1	2,1	2,5	2,4	-40%	47%	14%	
Marża zysku netto	10,1%	11,0%	0,2%	5,7%	5,5%	6,1%	-	-	-	

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ważnym wydarzeniem z punktu widzenia kredytobiorców walutowych będzie również planowane 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 ujednolicenia orzecznictwa sądów. Wśród pytań, na które Izba ma odpowiedzieć, 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. Ogłoszenie wyroku opóźnia się i po ostatniej decyzji pełnego składu izby o zasięgnięciu dodatkowych informacji z kilku instytucji, nie spodziewalibyśmy się orzeczenia pręcej niż po wakacjach. Dodatkowo

dotychczasowe orzeczenia Sądu Najwyższego charakteryzuje wyraźna tendencja do potwierdzania dominującej praktyki sądowej, która jest korzystna dla klientów banków spłacających kredyt we frankach i ich reprezentantów.

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.

## 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 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	44	27	5	9	0
Procenty	52%	32%	6%	11%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	39	26	11	9	0
Procenty	46%	31%	13%	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
<b>Votum</b>									
Michał Sobolewski	Kupuj	02.09.2020	-	03.09.2020	Nie później niż 02.09.2021	48%	16%	11,40	30,40 -
Michał Sobolewski	-	-	15.09.2020	16.09.2020	-	-	-	13,35	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	11,40	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	04.12.2020	04.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 ↓
Michał Sobolewski	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	08.12.2020	09.12.2020	-	-	-	12,30	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	11,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,95	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	23.02.2021	24.02.2021	-	-	-	14,20	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	13,65	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2021	15.03.2021	-	-	-	14,40	27,90 ↑
Michał Sobolewski	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	18,00	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	27.05.2021	27.05.2021	-	-	-	16,86	27,90 →

\* 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
<b>Votum</b>							
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	11%
Michał Sobolewski	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-

\* 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: 27 maja 2021 r., godz. 18:30.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 27 maja 2021 r., godz. 18:40.

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.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

#### 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