

14/2021/GPW (64) 13 czerwca 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

Wyniki finansowe za I kw. 2021

Poprawa przychodów kontynuowana. Przychody Grupy w I kw. 2021 roku wyniosły 43 mln zł (+17% r/r), podczas gdy w naszych prognozach zakładaliśmy niższy poziom sprzedaży. I kwartał okazał się dobry dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, który zanotował dobrą akwizycję nowych klientów i mocną sprzedaż. Grupa Votum ujęła też w I kwartale po raz pierwszy w tym segmencie przychody spółki DSA Investment (wcześniej były one wykazywane jako pozostałe). Zmiana podyktowana jest realizacją przez DSA Investment usług dystrybucyjnych skierowanych w przeważającej skali do wyżej wymienionego segmentu. Dobrą formę utrzymał również segment rehabilitacji, gdzie przychody za I kwartał wzrosły o 15% r/r. Segment OZE wygenerował 6,2 mln zł przychodów w omawianym kwartale i był, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sezonowo słabszy niż IV kwartał.

Stabilnie rozwijała się natomiast sytuacja w segmencie dochodzenia roszczeń osobowych, chociaż ciągle widać tu wpływ restrykcji. Mimo to przychody poprawiły się o 4% r/r. Przychody w segmencie roszczeń z tytułu szkód rzeczowych w I kwartale wciąż pokazują ujemną dynamikę r/r i jest to wciąż efekt zeszłorocznej strategii polegającej na ograniczeniu cesji wierzytelności. Efekt zmiany polityki w tym segmencie od nowego roku powinien być widoczny w kolejnych okresach.

Rentowność na stabilnym poziomie. Marża EBIT w I kw. 2021 wyniosła 7,7%, przynosząc stopniową poprawę w porównaniu do poprzedniego kwartału, chociaż jest to istotnie poniżej marży raportowanej rok temu (14,7%), a spadek jest efektem zauważalnego wzrostu kosztów w segmencie OZE, jak i rozwoju segmentu dochodzenia klauzul abuzywnych. EBITDA i EBIT Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 4,0 mln zł (-32% r/r) i 3,3 mln zł (-39% r/r).

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 16,30 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 27,40 (↓)

Kapitalizacja: 53,2 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,18 mln US\$
12M przedział kursowy: 10,25-20,10 zł
Free float: 37%

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	149,8	184,2	207,4	262,3
EBITDA	mln zł	13,6	24,5	33,0	42,8
EBIT	mln zł	11,4	22,0	30,5	40,5
Zysk netto	mln zł	8,7	16,3	23,0	30,6
EPS	zł	0,72	1,36	1,91	2,55
Zmiana EPS r/r	%	-49	88	41	33
Dług (gotówka) netto	mln zł	12,9	4,5	-5,4	-13,4
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18,2	10,0	0,4	-7,4
P/E	x	22,5	12,0	8,5	6,4
P/CE	x	18,0	10,4	7,7	5,9
EV/EBITDA	x	15,3	8,2	5,8	4,3
EV/EBIT	x	18,3	9,1	6,2	4,5
DPS	zł	0,00	0,35	0,68	0,96
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	2,1	4,2	5,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

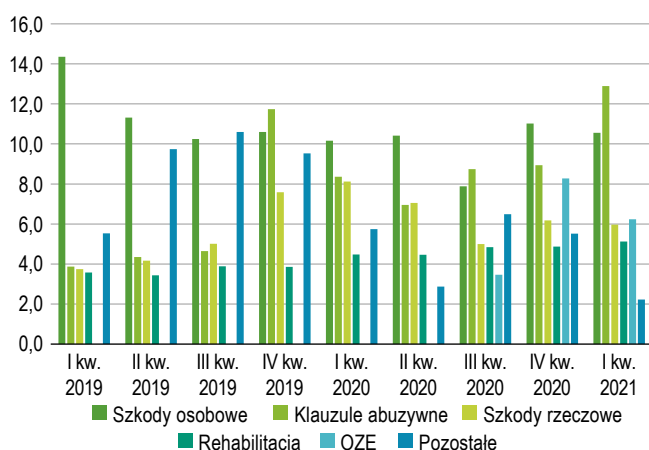
1. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 21 czerwca
2. Dzień ustalenia praw do dywidendy: 21 września
3. Skonsolidowany raport finansowy za I półrocze 2021 roku: 30 września
4. Orzeczenie Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych: najwcześniej III kwartał br.
5. Decyzje akcjonariuszy banków o partycypacji w dobrowolnych ofertach dla klientów: II połowa br.
6. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2021 roku: 29 listopada
7. Dzień wypłaty dywidendy: 15 grudnia

Tabela 1. *Votum; Wyniki finansowe w I kw. 2021*

MSSF skonsolidowane (mln zł)							Realizacja całorocznej prognozy w:				
	IV kw. 19	I kw. 20	II kw. 20	III kw. 20P	IV kw. 20	I kw. 21	Wyniki vs prognozy	I kw. 21P	zmiana r/r	I kw. 20	I kw. 21
Sprzedaż	43,3	36,8	31,8	36,4	44,8	43,0	↑	39,7	17%	25%	24%
Zysk na sprzedaży	8,3	4,7	0,2	2,9	3,9	3,2	↓	3,6	-31%	40%	13%
Marża zysku na sprzedaży	19,1%	12,8%	0,6%	7,9%	8,8%	7,6%	-	6,8%	-	-	-
EBITDA	6,9	5,8	0,6	3,4	3,7	4,0	→	3,8	-32%	43%	15%
Marża EBITDA	16,0%	15,8%	2,0%	9,4%	8,3%	9,2%	-	7,3%	-	-	-
EBIT	6,5	5,4	0,1	2,9	3,0	3,3	→	3,3	-39%	47%	14%
Marża EBIT	15,0%	14,7%	0,2%	8,0%	6,8%	7,7%	-	6,2%	-	-	-
Zysk brutto	6,5	5,2	0,0	2,6	2,8	3,3	→	3,1	-37%	49%	14%
Marża zysku brutto	15,1%	14,2%	0,0%	7,0%	6,3%	7,7%	-	5,5%	-	-	-
Zysk netto	4,4	4,0	0,1	2,1	2,5	2,5	→	2,4	-38%	47%	14%
Marża zysku netto	10,1%	11,0%	0,2%	5,7%	5,5%	5,8%	-	4,2%	-	-	-

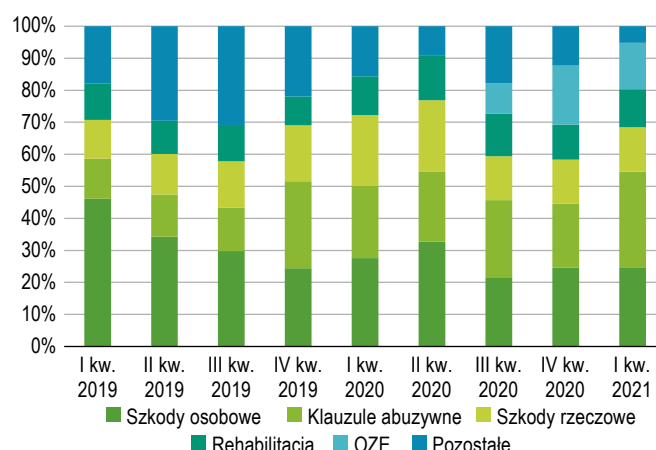
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



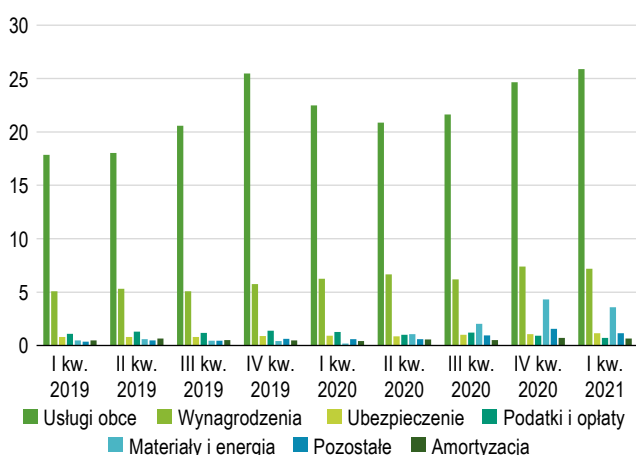
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



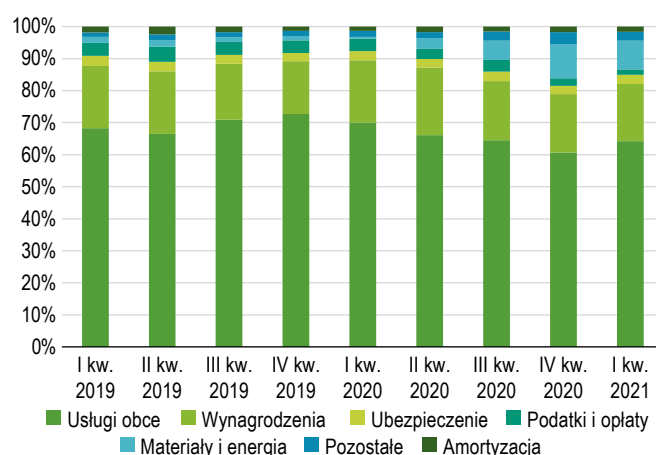
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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

Stabilny zysk netto kw./kw. Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,02 mln zł w omawianym kwartale br. wobec -0,16 mln zł rok wcześniej. Efektywna stopa podatkowa w I kwartale wyniosła 29%. W rezultacie zysk netto Grupy Votum ukształtował się na poziomie 2,5 mln zł, co było zbieżne z naszymi oczekiwaniami; jest to wynik porównywalny do wyniku zaraportowanego kwartał wcześniej.

Tendencje biznesowe w głównych segmentach

Segment szkód osobowych. W tym segmencie liczba nowych kontraktów pokazuje spadki, natomiast poprawa jest widoczna na rynkach zagranicznych. W naszej ocenie wpływ pandemii jest najbardziej widoczny właśnie w tym segmencie (duży udział sprzedaży bezpośredniej) i biorąc pod uwagę znoszenie restrykcji pandemicznych, zarówno poziom akwizycji, jak i wyników segmentu powinny się stopniowo poprawiać. Lepsze wyniki sprzedażowe na rynkach zagranicznych, które mocno ucierpiały w poprzednich okresach, to efekt skuteczniejszej sprzedaży usług za pomocą usług komunikacji elektronicznej. Tutaj spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w nadchodzących okresach.

Segment szkód majątkowych. W danych za I kwartał widać istotny wzrost kw./kw. liczby nowych kontraktów pod wpływem zmiany zachowawczej strategii z ubiegłego roku skoncentrowanej na zachowaniu przepływów pieniężnych i rosnącej liczby cesji wierzytelności. Spodziewamy się dalszej poprawy wyników segmentu, szczególnie biorąc pod uwagę nowe podejście w akwizycji poprzez kanał B2B (warsztaty samochodowe).

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 roku przychodów z tytułu opłat *success-fee* na poziomie mającym wyraźny wpływ na wynik. Votum chce koncentrować się na poprawie rentowności tego relatywnie młodego segmentu, która będzie wspierana przez rosnące opłaty *success-fee* w przyszłości. Koncentracja na marży oznacza też brak obniżek cen dla klientów. Naszym zdaniem, taka strategia cenowa jest właściwa.

Dane sprzedażowe I kwartału oceniamy jako dobre (powyżej średniokwartalnych wartości z ubiegłego roku). Naszym zdaniem, dane te sugerują, że mimo rozpoczęcia prac nad ugodami przez grupę banków, klienci nadal wybierają drogę sądową. Dowodzi to też istnienia grupy klientów, która nie będzie brała pod uwagę ugód, ale wybierze starcie w sądzie, tym bardziej że nie zdecydowała się czekać na szczegóły propozycji polubownej. Co więcej, obecnie aktywny zamiar wyjścia z ofertą ugód ma jedynie PKO BP, podczas gdy pozostałe banki czekają z decyzją na orzeczenie Sądu Najwyższego. Stąd powszechny program ugód, w naszej ocenie, może wystartować nie wcześniej niż w końcu roku.

Interesujące jest tymczasem pewne spowolnienie akwizycji nowych klientów widoczne w maju. Widzimy tu dwa możliwe wyjaśnienia. Pierwsze jest związane z dyskusją i przesunięciem orzeczenia Sądu Najwyższego, które może wstrzymać część klientów przed podjęciem decyzji. Biorąc pod uwagę brak jasno określonego terminu ostatecznego orzeczenia pełnego składu Izby Cywilnej Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych (zakładamy, że najwcześniejszym terminem może być okres powakacyjny), nie spodziewamy się, żeby brak rozstrzygnięcia wpływał na decyzje klienckie w najbliższej przyszłości, gdyż nie obserwowaliśmy takiej zależności we wcześniejszych okresach. Druga hipoteza jest związana z sezonowo mniejszą liczbą dni roboczych, jak i kolejnymi luzowaniami restrykcji w maju, co mogło stać również za przesunięciem decyzji przez kredytobiorców frankowych. Tutaj nadchodzący okres wakacyjny faktycznie może być mniej owocny w akwizycji klientów. Z drugiej strony pozytywna tendencja orzecznicza dla frankowiczów utrzymuje się cały czas i będzie to nadal pozytywnie oddziaływało na skłonność klientów do korzystania z usług firmy. W naszej ocenie, plany sprzedażowe Grupy Votum na ten rok w tym segmencie powinny zostać zrealizowane.

Segment OZE. Dane sprzedażowe I kwartału 2021 r. pokazują rosnącą sprawność procesów sprzedażowych i obsługi klienta. Grupa Votum zaczęła również rozwijać projekt Green House (od marca), który polega na oferowaniu klientom systemów grzewczych, rekuperacji, klimatyzacji i kompleksowych rozwiązań OZE. Spodziewamy się dalszego wzrostu przychodów z tytułu montażu mikroinstalacji fotowoltaicznych i usług dodanych w kolejnych okresach.

Tabela 3. Volum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	184,2	182,6	1%	207,4	202,7	2%	262,3	261,1	0%
EBITDA	24,5	26,0	-6%	33,0	33,1	0%	42,8	42,4	1%
EBIT	22,0	23,7	-7%	30,5	30,7	-1%	40,5	40,1	1%
Zysk netto	16,3	17,5	-7%	23,0	22,9	0%	30,6	30,3	1%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

W obszarze dotyczącym projektowania i komercjalizacji farm fotowoltaicznych Volum pozyskuje kolejne grunty o największym potencjale, na których w przyszłości będą mogły zostać posadowione farmy fotowoltaiczne. Ze względu na blisko dwuletni proces przygotowania farm (od momentu zawarcia umowy dzierżawy poprzez pozyskanie decyzji administracyjnych do momentu komercjalizacji) oczekujemy, że istotniejsze przepływy pieniężne w tym obszarze pojawią się nie wcześniej niż w 2023 roku.

Prognozy finansowe

Nieznacznie korygujemy nasze prognozy, co jest pochodną uwzględnienia zaraportowanych wyników I kw. 2021 r. Wprowadzone zmiany mają niewielki wpływ na zyski netto w roku bieżącym i następnym.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych i przesunięcie horyzontu wyceny do przodu spowodowało niewielkie zmiany naszej 12M wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 27,4 zł (poprzednio 27,9 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 22,9 zł (poprzednio 23,0 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 31,8 zł (poprzednio 32,9 zł) na akcję.

Tabela 4. Volum; Podsumowanie wyceny

DCF	22,9
Wycena porównawcza	31,8
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	27,4
Cena rynkowa	16,3
Potencjał zmiany	68%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. 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	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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	93%	93%	93%	93%	93%	92%	90%	86%	87%
Udział długu	7%	7%	7%	7%	7%	8%	10%	14%	13%
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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)	10,2%	10,3%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%	10,0%	9,7%	9,8%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	207,4	262,3	314,6	328,6	334,2	340,0	345,9	350,8	190,6
EBIT	30,5	40,5	59,6	63,8	74,7	75,8	76,9	77,5	9,5
EBIT*(1-t)	24,1	32,0	47,1	50,4	59,0	59,9	60,7	61,2	7,5
Amortyzacja	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Zmiana kapitału pracującego	-4,8	-11,5	-10,4	-1,7	0,5	0,5	0,5	0,8	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5
FCFF	18,7	20,3	36,4	48,5	59,3	60,1	61,0	61,7	5,4

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,8%
Wartość rezydualna	62,6
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	27,7
Bieżąca wartość FCFF	247,4
Udziały mniejszości	0,1
Wartość firmy	275,0
Zadłużenie netto	4,5
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	4,2
Wartość kapitału akcyjnego	274,7
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	22,9

Źródło: DM BOŚ SA

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

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

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 8. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Gateley	17,5x	18,5x	18,0x	9,2x	8,7x	7,9x	11,5x	10,4x	9,2x
DWF Group	14,5x	13,2x	11,2x	7,3x	6,4x	5,8x	10,8x	9,0x	8,0x
IPH Limited	19,9x	18,4x	17,1x	12,6x	11,7x	10,9x	14,5x	13,3x	12,3x
Information services	19,0x	18,3x	-	9,7x	8,8x	-	-	-	-
Keystone Law Group	42,7x	35,4x	31,8x	30,7x	25,3x	22,3x	33,0x	27,6x	24,2x
Knights Group Holdings	22,2x	17,8x	15,7x	14,3x	11,5x	9,9x	17,4x	-	-
Mediana	19,5x	18,4x	17,1x	11,1x	10,1x	9,9x	14,5x	11,8x	10,8x
Votum	1,4	1,9	2,6	24,5	33,0	42,8	22,0	30,5	40,5
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	26,5	35,1	43,7	22,3	28,2	36,4	26,2	30,5	37,4
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	31,8								

Źródło: Bloomberg, 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, 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 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.

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 ujednoczenia 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 prędzej 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.

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 9. Votum; Rachunek wyników

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	105,2	141,8	149,8	184,2	207,4	262,3
Koszt własny sprzedaży	93,1	117,3	138,1	162,4	177,2	222,1
Zysk na sprzedaży	12,1	24,5	11,7	21,8	30,2	40,2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	-1,9	-0,3	0,1	0,3	0,3
EBITDA	14,9	24,7	13,6	24,5	33,0	42,8
EBIT	11,7	22,6	11,4	22,0	30,5	40,5
Przychody finansowe	0,5	1,0	0,3	0,7	0,6	0,6
Koszty finansowe	-1,5	-1,6	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	22,0	10,6	21,6	30,0	40,0
Podatek dochodowy	2,2	4,4	2,5	5,1	6,6	8,4
Zyski mniejszości	0,2	0,3	-0,5	0,1	0,5	0,9
Zysk netto	8,3	17,3	8,7	16,3	23,0	30,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Votum; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	53,0	57,5	60,7	64,8	67,7	73,7
Rzeczowe aktywa trwałe	24,9	25,6	25,6	26,8	26,6	27,6
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	15,5	19,1	21,5	27,2
Majątek obrotowy	41,4	49,2	54,0	71,3	88,3	112,8
Należności handlowe	28,8	34,8	34,6	40,5	45,6	57,7
Pozostałe należności	3,6	4,8	10,6	13,1	14,7	18,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,1	9,5	8,8	17,7	28,0	36,5
Aktywa	94,4	106,7	114,7	136,0	156,0	186,4
Kapitały własne	41,0	55,3	64,1	76,2	91,0	110,1
Zobowiązania	53,4	51,4	50,6	59,8	65,1	76,3
Zobowiązania długoterminowe	22,6	15,7	13,8	14,7	15,9	18,0
Dług odsetkowy	16,7	11,0	9,7	9,9	10,1	10,3
Leasing	2,7	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9
Rezerwy, inne	3,2	3,0	2,4	3,1	3,9	5,8
Zobowiązania krótkoterminowe	30,8	35,7	36,8	45,1	49,2	58,3
Dług odsetkowy	3,8	10,1	12,0	12,2	12,5	12,7
Leasing	0,9	5,5	3,6	3,8	3,9	4,1
Rezerwy, inne	14,2	14,6	14,1	20,3	22,8	28,9
Zobowiązania handlowe	11,9	5,6	7,2	8,8	9,9	12,6
Pasywa	94,4	106,7	114,7	136,0	156,0	186,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Przepływy pieniężne

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	8,5	9,4	0,7	13,6	21,3	22,6
Zysk brutto	10,6	22,0	10,6	21,6	30,0	40,0
Amortyzacja	3,3	2,1	2,2	2,5	2,5	2,3
Zmiana majątku obrotowego	1,9	-2,1	-9,1	-5,6	-4,9	-11,6
Pozostałe	-7,5	-12,6	-3,0	-4,9	-6,3	-8,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-5,2	-1,4	-3,0	-3,1	-2,5
Nakłady inwestycyjne	-0,6	-1,2	-1,6	-3,0	-3,1	-2,5
Pozostałe	0,6	-4,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-5,2	-3,7	-0,1	-3,8	-7,7	-11,0
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-0,9	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5
Wypłata dywidend	-0,2	-2,4	0,0	-4,2	-8,2	-11,5
Pozostałe	-4,2	-1,9	-1,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	3,2	0,5	-0,8	6,8	10,5	9,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Volum; Marże i stopy wzrostu

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marże:						
Marża EBITDA	14%	17%	9%	13%	16%	16%
Marża operacyjna	11%	16%	8%	12%	15%	15%
Marża zysku przed opodatkowaniem	10%	16%	7%	12%	14%	15%
Marża zysku netto	8%	12%	6%	9%	11%	12%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	12%	35%	6%	23%	13%	26%
EBITDA	102%	65%	-45%	80%	35%	30%
EBIT	135%	93%	-49%	92%	39%	33%
Zysk przed opodatkowaniem	135%	107%	-52%	103%	39%	33%
Zysk netto	163%	109%	-50%	88%	41%	33%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Volum; Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	43%	52%	56%	56%	58%	59%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	18%	29%	31%	31%	30%	31%
Wskaźnik bieżący	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
Wskaźnik szybki	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
Rotacja należności kr. w dniach	92	82	85	74	76	72
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-36	-27	-17	-18	-19	-18
Rentowność						
ROA	10,0%	17,2%	7,8%	13,0%	15,7%	17,9%
ROE	24,6%	36,0%	14,5%	23,3%	27,5%	30,5%
ROCE	3,6%	5,8%	2,5%	4,2%	5,1%	5,9%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4	1,5
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	5,6%	2,6%	4,4%	5,2%	5,9%
Efektywna stopa podatkowa	21%	20%	23%	21%	21%	21%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
Koszty finansowe / EBIT	13%	7%	9%	5%	3%	3%
Dług netto / EBITDA	77%	47%	95%	18%	-16%	-31%
EBITDA / koszty finansowe	9,9	15,8	12,9	23,6	31,7	38,0
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,69	1,44	0,72	1,36	1,91	2,55
Wartość księgowa na akcję	3,42	4,61	5,34	6,35	7,58	9,18
EBITDA na akcję	1,24	2,06	1,14	2,04	2,75	3,57
EBIT na akcję	0,97	1,88	0,95	1,83	2,54	3,38
Dług netto na akcję	0,96	0,96	1,08	0,37	-0,45	-1,12
Dywidenda na akcję	0,00	0,19	0,00	0,35	0,68	0,96
Zysk gotówkowy na akcję	0,96	1,62	0,91	1,57	2,12	2,74
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	36,6	10,4	16,6	12,0	8,5	6,4
Cena / Wartość księgowa	7,4	3,3	2,3	2,6	2,1	1,8
EV na akcję	26,2	16,0	13,1	16,7	15,9	15,2
EV/EBITDA	21,1	7,8	11,5	8,2	5,8	4,3
EV/EBIT	26,9	8,5	13,8	9,1	6,2	4,5

* ceny średnie dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

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

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.

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	45	25	6	10	0
Procenty	52%	29%	7%	12%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	36	30	10	10	0
Procenty	42%	35%	12%	12%	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	43%	11%	11,40	30,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	-	-	13,35	30,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	12,80	30,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	11,40	30,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	12,80	30,40	→
Michał Sobolewski	-	→	-	04.12.2020	04.12.2020	-	-	-	12,80	25,70	↓
Michał Sobolewski	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	08.12.2020	09.12.2020	-	-	-	12,30	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	11,80	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,95	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	23.02.2021	24.02.2021	-	-	-	14,20	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	13,65	25,70	→
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2021	15.03.2021	-	-	-	14,40	27,90	↑
Michał Sobolewski	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	18,00	27,90	→
Michał Sobolewski	-	→	-	27.05.2021	27.05.2021	-	-	-	16,86	27,90	→
Michał Sobolewski	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	17,10	27,90	→
Michał Sobolewski	-	→	-	13.06.2021	14.06.2021	-	-	-	16,30	27,40	↓

* 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	6%
Michał Sobolewski	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	17,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.06.2021	14.06.2021	-	16,30	-

* 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: 14 czerwca 2021 r., godz. 7:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 14 czerwca 2021 r., godz. 7:40.

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