

38/2021/GPW (127) 2 grudnia 2021

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

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

Votum

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)
Kurs: 15,06 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 23,80 zł (↑)

Kapitalizacja: 41,5 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,05 mln US\$
12M przedział kursowy: 11,10-20,10 zł
Free float: 37%

Wyniki finansowe za III kw. 2021

Przychody w dobrej formie. Przychody Grupy w III kw. 2021 roku wyniosły 49 mln zł (+35% r/r). W naszych prognozach spodziewaliśmy się podobnego poziomu sprzedaży. III kwartał okazał się dobrym kwartałem dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie widać coraz wyższy udział success-fee w przychodach. Pozostałe segmenty trochę niedomagają. Przykładem jest sytuacja w segmencie dochodzenia roszczeń z tytułu szkód rzeczowych – tutaj przychody, jak i liczba pozyskanych kontraktów pokazują ujemną dynamikę r/r. **Votum** podjął, już wcześniej, decyzję o zmianie polityki sprzedażowej w tym segmencie i rozpoczęciu współpracy z warsztatami w oparciu o formułę „success-fee” odchodząc od modelu opartego na cesji. Przychody były pod presją również w segmencie dochodzenia roszczeń osobowych, jednak w ujęciu kwartalnym widać tendencje do poprawy. Segment rehabilitacji generuje stabilne przychody.

Rentowność pod mniejszą presją. Marża EBITDA w III kw. 2021 zanotowała spadek do 6,0% w porównaniu do 9,4% rok wcześniej, jednak jest to poprawa w stosunku do II kwartału br., kiedy marża wyniosła 2,1%. Odbudowa rentowności w III kwartale br. wynikała z poprawy przychodów i pozytywnego działania dźwigni operacyjnej w związku z wyższą dynamiką wzrostu przychodów niż kosztów. Z drugiej strony marża jest niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, na co wpłynął istotny wzrost kosztów w dwóch mocno rozwijanych obszarach: segmencie OZE oraz dochodzenia klauzul abuzywnych. EBITDA i wynik operacyjny Grupy **Votum** w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 2,9 mln zł (-14% r/r) i 2,3 mln zł (-23% r/r).

Poprawa zysku netto. Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,54 mln zł w III

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	149,8	176,3	176,9	217,4
EBITDA	mln zł	13,6	11,6	31,0	36,9
EBIT	mln zł	11,4	8,9	28,3	34,6
Zysk netto	mln zł	8,7	5,0	21,3	25,9
EPS	zł	0,72	0,42	1,77	2,16
Zmiana EPS r/r	%	-49	-42	324	22
Dług (gotówka) netto	mln zł	12,9	16,0	19,9	7,1
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	18,2	21,4	25,7	13,1
P/E	x	20,8	36,0	8,5	7,0
P/CE	x	16,6	23,4	7,5	6,4
EV/EBITDA	x	14,2	17,0	6,5	5,1
EV/EBIT	x	17,0	22,1	7,1	5,4
DPS	zł	0,00	0,35	0,21	0,89
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	2,3	1,4	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. Dzień wypłaty dywidendy: 15 grudnia
2. Dalszy istotny przyrost wyroków sądowych I instancji w segmencie dochodzenia roszczeń z klauzul abuzywnych: 4Q21-1Q22
3. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: najwcześniej II połowa 2022 roku

kwartale 2021 roku wobec -0,35 mln zł w III kw. 2020 r. Efektywna stopa podatkowa w kwartale wyniosła 69%, co okazało się powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy **Votum** w III kw. 2021 roku ukształtował się na poziomie 0,7 mln zł.

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

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw. 20	III kw. 20	IV kw. 20	I kw. 21	II kw. 21	III kw. 21	Wyniki vs prognozy	III kw. 21P	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:						
										I-III kw. 20	I-III kw. 21	zmiana r/r	III kw. 20	III kw. 21	I-III kw.20	I-III kw.21
Sprzedaż	31,8	36,4	44,8	43,0	46,9	49,0	↑	48,5	35%	105,0	138,9	32%	24%	28%	70%	79%
Zysk na sprzedaży	0,2	2,9	3,9	3,2	0,2	2,5	↓	1,8	-15%	7,8	5,9	-23%	25%	27%	66%	66%
Marża zysku na sprzedaży	0,6%	7,9%	8,8%	7,6%	0,5%	5,0%	-	3,8%	-	7,4%	4,3%	-	-	-	-	-
EBITDA	0,6	3,4	3,7	4,0	1,0	2,9	→	2,4	-14%	9,9	7,9	-20%	25%	25%	73%	68%
Marża EBITDA	2,0%	9,4%	8,3%	9,2%	2,1%	6,0%	-	4,9%	-	9,4%	5,7%	-	-	-	-	-
EBIT	0,1	2,9	3,0	3,3	0,3	2,3	→	1,8	-23%	8,4	5,9	-30%	25%	25%	73%	66%
Marża EBIT	0,2%	8,0%	6,8%	7,7%	0,6%	4,6%	-	3,7%	-	8,0%	4,2%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	0,0	2,6	2,8	3,3	-0,0	1,7	→	1,6	-33%	7,8	5,0	-36%	24%	22%	73%	65%
Marża zysku brutto	0,0%	7,0%	6,3%	7,7%	0,0%	3,5%	-	3,3%	-	7,4%	3,6%	-	-	-	-	-
Zysk netto	0,1	2,1	2,5	2,5	-0,4	0,7	↓	1,2	-68%	6,2	2,7	-56%	24%	14%	71%	54%
Marża zysku netto	0,2%	5,7%	5,5%	5,8%	-0,9%	1,3%	-	2,5%	-	5,9%	2,0%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tendencje biznesowe w głównych segmentach

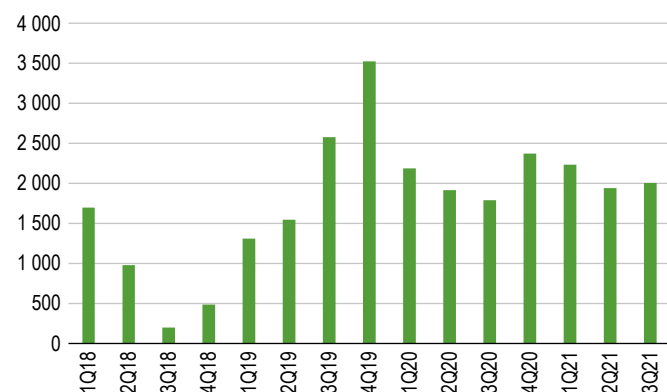
Segment szkód osobowych. W tym segmencie liczba nowych umów wykazała poprawę kw./kw., widać też stabilizację na rynkach zagranicznych. W naszej ocenie wpływ pandemii jest najbardziej widoczny właśnie w tym segmencie (duży udział sprzedaży bezpośredniej) i biorąc pod uwagę powrót restrykcji pandemicznych, jak i duży poziom zapadalności na COVID19 w ostatnim czasie może obniżyć poziom akwizycji w IV kwartale. Z drugiej strony poszerzenie katalogu roszczeń o zadośćuczynienia dla członków rodziny osób najciężej poszkodowanych na podstawie art. 446 kc. daje szersze pole manewru.

Segment szkód majątkowych. W danych za III kwartał widać istotny spadek kw./kw. liczby nowych umów. Jest to wciąż efekt wstrzymania inwestycji w cesje, i dopiero wstępnego etapu wdrażania nowej

strategii, która obecnie będzie skoncentrowana na pozyskiwaniu klientów wśród przedsiębiorców z branży motoryzacyjnej (warsztaty samochodowe) i oferowaniu tam usług dochodzenia roszczeń z wynagrodzeniem „success fee”. Spodziewamy się pewnej poprawy wyników segmentu, szczególnie biorąc pod uwagę nowe podejście w akwizycji.

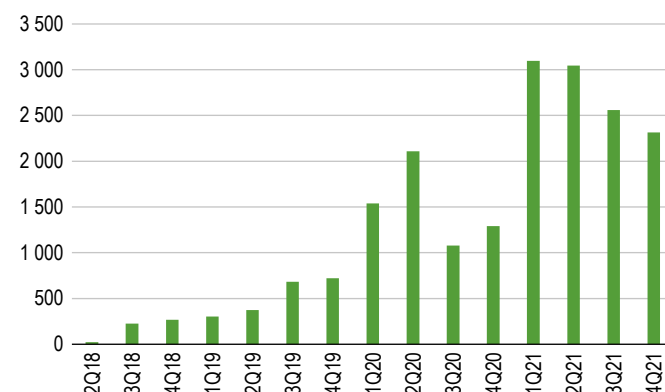
Segment klauzul abuzywnych umów kredytowych. W III kwartale *Votum* zanotowało podobny w ujęciu kw./kw. poziom akwizycji nowych klientów, co w ocenie Spółki związane było z oczekiwaniem klientów na orzeczenie Sądu Najwyższego, które finalnie nie zostało podjęte. Dane sprzedażowe III kwartału oceniamy jako przyzwoite i dające nadzieję na osiągnięcie planowanych 8 tysięcy nowych klientów w całym roku. Wstępne dane sugerują również, że październik i listopad będą zbliżone do wartości średniomiesięcznych (około 650-700 nowych klientów).

Wykres 1. Liczba spraw przyjętych do prowadzenia w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych



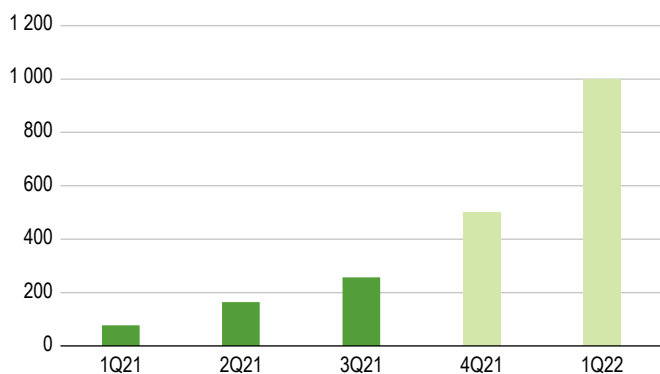
Źródło: Spółka

Wykres 2. Liczba nowych powództw wytoczonych w sprawach o klauzule abuzywne w umowach kredytowych w CHF



Źródło: Spółka

Wykres 3. Wyroki sądowe w postępowaniach dotyczących klauzul abuzywnych umów kredytowych w CHF



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Jak zapowiadano, trzeci kwartał przyniósł wyhamowanie liczby inicjowanych procesów i przekierowania zaplecza procesowego do obsługi toczących się postępowań sądowych. W naszej ocenie, Votum chce koncentrować się na poprawie rentowności tego relatywnie młodego segmentu przy wsparciu w przyszłości przez rosnące opłaty „success-fee”. Tutaj już widać istotny przyrost nowych wyroków i ta tendencja powinna się utrzymać w najbliższym czasie

Ciekawy też będzie wpływ programu ugód, który ruszył z początkiem października w PKO BP, na zachowania klientów. Jest to pierwszy bank, który decyduje się na taki krok, a jego baza klientów obejmuje około jednej piątej rynku. W pierwszej kolejności oferty ugód będą kierowane do osób, które wytoczyły proces. Ostatnie dane mówią o 16 tysiącach (z około 100 tysięcy klientów), którzy zadeklarowali chęć podpisania ugody.

Segment OZE. W segmencie fotowoltaicznym nawiązanie strategicznego partnerstwa biznesowego z Columbus Elite zmienia rolę Votum Energy, który staje się dystrybutorem pełnej oferty produktowej Columbus Energy, a sprawy logistyki, technologii

i zakupów będą po stronie partnera, co daje to możliwość wykorzystania jego długoletniego doświadczenia. Jednocześnie zejście do 45% w akcjonariacie Votum Energy sprawia, że poziom raportowanych przychodów z tego segmentu będzie istotnie niższy ze względu na zmianę formy konsolidacji z pełnej na metodę praw własności. W samym IV kw. nastąpi rozliczenie transakcji, co może skutkować prawdopodobnie niewielkim zyskiem na sprzedaży pakietu do Columbus Energy.

Potencjał przychodowy portfela klientów

Dane zaprezentowane przez Spółkę w prezentacji inwestorskiej dają również pole do aktualizacji szacunków potencjału przychodowego dla już pozyskanych klientów na podstawie dotychczasowej statystyki wyroków. 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 wyroku sądu. Według naszych szacunków w relacji z typowym klientem 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 dalsze 5,5 zł przychodów. Większość orzeczeń sądów dotyczących klauzul abuzywnych jest pro-konsumencka i daje przytłaczające szanse na wygraną klientowi. Dlatego szacujemy, że przy 95% skuteczności dochodzenia roszczeń tylko obecna baza klientów powinna pozwolić na wygenerowanie łącznie 492 milionów złotych przychodów w przyszłych okresach (patrz *Tabela 2*). Co więcej, rośnie udział wyroków stwierdzających nieważność umowy, co przy utrzymaniu się tej tendencji w przyszłości powinno zwiększyć średnią wielkość *success-fee*.

Tabela 2. Potencjał przychodowy zgromadzone portfela klientów na koniec 3 kw. 2021 r.

Étap	Przedprocesowy	Procesowy	Razem
Liczba spraw na koniec 3 kw. 2021 r (sztuk).	5 463	18 197	23 660
Potencjalna wartość <i>success fee</i> (mln zł)	81,5	271,4	352,9
<i>Success fee</i> przy założeniu 95% skuteczności (mln zł)	77,4	257,9	335,3
Koszty zastępstwa procesowego (mln zł)	38,0	126,5	164,5
Koszty zastępstwa procesowego przy założeniu 95% skuteczności (mln zł)	36,1	120,2	156,3
Razem przy założeniu 95% skuteczności (mln zł)	113,5	378,1	491,6

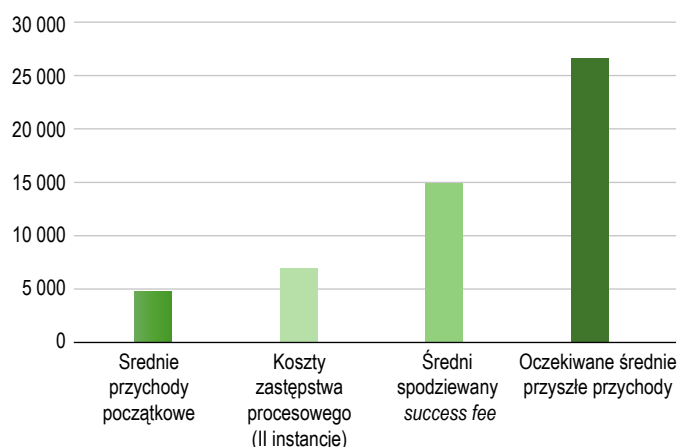
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 3. Średnie efektywne przychody na klienta segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych

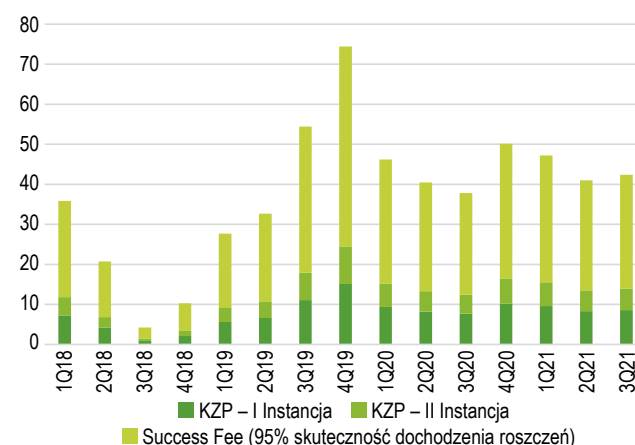
Składnik	Stawka (zł)	Udział procentowy	Liczba klientów*	Łączne przychody (mln zł) z gromadzonej puli klientów**
Opłata wstępna*	4 813	18%		114
Koszty zastępstwa procesowego (II instancje)**	6 953	26%		156
w tym I instancja	4 287	16%	23 660	96
w tym II instancja	2 667	10%		60
Średni spodziewany success fee**	14 916	56%		335
Razem***	26 683	100%		605

* klienci pozyskani od 3 kw. 2018 roku, ** przy zakładanej 95% skuteczności dochodzenia roszczeń, *** kalkulacja nie zawiera przychodów za posiedzenia sądowe

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 4. Przychody rozpoznanych w pierwszym okresie a przychody rozpoznawane w przyszłych okresach (tysiące zł)


Źródło: Spółka

Wykres 5. Potencjał przychodowy przyszłych okresów spraw przyjętych do prowadzenia (miliony zł)


Źródło: Spółka

Prognozy finansowe

Po wynikach III kw. 2021 roku aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Votum. Dla naszych prognoz sprzedaży i wyniku operacyjnego spore znaczenie ma nawiązanie partnerstwa z Columbus Elite, które wskutek podpisanej umowy inwestycyjnej obejmuje m.in. sprzedaż pakietu akcji w spółce Votum Energy partnerowi, a zmniejszenie udziałów poniżej progu 50% skutkuje odejściem od pełnej konsolidacji i prezentacją typową dla jednostek konsolidowanych metodą praw własności w postaci udziałów w zyskach. Stąd nasze prognozy od IV kw. 2021 zakładają niższy poziom skonsolidowanej sprzedaży. Podobnie wynik operacyjny w kolejnych kwartałach nie będzie zawierał ujemnego udziału Votum Energy. Jednocześnie rozliczenie sprzedaży pakietu mniejszościowego w Votum Energy, które

odbyło się w październiku, może mieć jednorazowy wpływ na wyniki w IV kw., ale ze względu na brak informacji na temat ceny sprzedaży pakietu w tej transakcji, nie uwzględniamy tego potencjalnego wpływu w naszych prognozach.

Oprócz tych zmian widzimy silny przyrost wyroków pierwszej instancji, co skutkuje rosnącym poziomem success-fee. Zakładamy, że ten komponent będzie coraz bardziej widocznej w wynikach najbliższych kwartałów, co powinno istotnie przełożyć się na wynik operacyjny. Segment dochodzeń roszczeń majątkowych też powinien w przyszłym roku zanotować poprawę po zmianie modelu sprzedaży. Wprowadzone zmiany w naszych prognozach finansowych mają pozytywny wpływ na zyski netto w okresie prognozy. Zakładamy płatności dywidend zgodne z polityką dywidendową Spółki.

Tabela 4. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2021P			2022P			2023P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	176,3	184,3	-4%	176,9	207,3	-15%	217,4	249,5	-13%
EBITDA	11,6	10,1	14%	31,0	22,1	41%	36,9	26,8	37%
EBIT	8,9	7,5	18%	28,3	19,4	46%	34,6	24,5	41%
Zysk netto	5,0	4,9	4%	21,3	14,5	47%	25,9	18,3	42%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka spowodowały wzrost naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 23,8 zł (poprzednio 18,3 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 21,3 zł (poprzednio 17,4 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 26,2 zł (poprzednio 19,1 zł) na akcję.

Tabela 5. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF	21,3
Wycena porównawcza	26,2
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	23,8
Cena rynkowa	15,1
Potencjał zmiany	58%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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	12,0%	11,7%	11,5%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
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	90%	92%	93%	93%	92%	91%	90%	88%	89%
Udział długu	10%	8%	7%	7%	8%	9%	10%	12%	11%
Koszt kapitału własnego	12,0%	11,7%	11,5%	11,7%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
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)	11,1%	11,1%	10,9%	11,1%	10,8%	10,8%	10,7%	10,5%	10,6%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	176,9	217,4	263,0	274,0	277,3	280,7	284,2	287,8	142,7
EBIT	28,3	34,6	51,2	54,3	62,7	62,8	63,0	63,2	16,9
EBIT*(1-t)	22,4	27,3	40,4	42,9	49,5	49,6	49,8	49,9	13,4
Amortyzacja	2,7	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4
Zmiana kapitału pracującego	-22,7	-2,8	8,3	-1,2	0,7	0,7	0,7	0,7	-2,0
Wydatki inwestycyjne	-3,1	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5
FCFF	-0,7	24,3	48,5	41,4	50,0	50,1	50,2	50,3	11,3

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	9,8%
Wartość rezydualna	129,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	56,9
Bieżąca wartość FCFF	212,1
Udziały mniejszości	-0,4
Wartość firmy	269,4
Zadłużenie netto	16,0
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	2,5
Wartość kapitału akcyjnego	256,0
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	21,3

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	18,6x	16,4x	14,8x	10,4x	11,0x	10,4x	13,1x	12,7x	11,7x
DWF Group	13,7x	11,1x	12,4x	7,4x	6,2x	5,7x	11,3x	9,0x	8,1x
IPH Limited	27,2x	24,2x	22,5x	17,1x	15,7x	14,8x	19,6x	17,5x	16,1x
Information services	16,5x	14,7x	-	8,2x	7,4x	-	-	-	-
Keystone Law Group	56,0x	41,9x	39,2x	40,6x	29,8x	27,6x	43,5x	31,6x	29,7x
Knights Group Holdings	25,0x	19,5x	17,3x	15,8x	11,7x	10,5x	19,6x	-	-
Mediana	21,8x	17,9x	17,3x	13,1x	11,3x	10,5x	19,6x	15,1x	13,9x
Votum	0,4	1,8	2,2	11,6	31,0	36,9	8,9	28,3	34,6
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	9,1	31,8	37,4	11,3	27,6	31,7	13,1	33,9	39,6
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	26,2								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 9. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Gateley	21%	19%	19%	17%	17%	17%	13%	13%	13%
DWF Group	17%	19%	19%	11%	13%	14%	8%	9%	7%
IPH Limited	33%	34%	35%	29%	31%	32%	20%	22%	23%
Information services	36%	36%	-	-	-	-	17%	19%	-
Keystone Law Group	11%	13%	12%	11%	12%	12%	8%	9%	9%
Knights Group Holdings	24%	25%	25%	19%	19%	20%	14%	14%	15%
Mediana	23%	22%	19%	17%	17%	17%	14%	14%	13%
Votum	7%	18%	17%	5%	16%	16%	3%	12%	12%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Rekomendowane działania

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), od niedawna w partnerstwie z Columbus Energy. W naszej ocenie najbardziej perspektywicznym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka powinna być coraz większym beneficjentem rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po precedensowym wyroku TSUE i zmianie linii orzeczniczej sądów na pro-konsumencką.

Czynnikami ryzyka dla przychodów w perspektywie kilku lat może być szerokie wprowadzenie proponowanego przez KNF rozwiązania dla kredytobiorców walutowych. Trudno jednak o entuzjazm i szeroki konsensus dla takiego rozwiązania wśród banków. Wśród banków jedynie

PKO BP i ING BSK ruszyły ze swoimi programami ugód. Pozostałe banki przyjęły najczęściej pozycję wyczekującą. Coraz większym problemem dla popularyzacji rozwiązania stają się rosnące stopy procentowe i wyższe raty kredytów złotych, co sprawia, że przejście na złotówki staje się mniej atrakcyjne dla klientów mających kredyt walutowy.

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj oraz podnosimy naszą krótkoterminową rekomendację relatywną do Przeważaj. Ostatnie wyniki zaraportowane przez Votum pokazują, że jesteśmy na progu wyraźnego przyrostu wyroków w I instancji dla segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych, na co wskazują dane z ostatnich miesięcy. To będzie oznaczać coraz większy udział przychodów z „success-fee” i wydatnie pomoże w odbudowie nadszarpniętej ostatnio rentowności operacyjnej. Do tego pozyskanie partnera branżowego powinno umożliwić większą koncentrację na kluczowych z punktu widzenia kompetencji grupy segmentach. Stąd też spodziewamy się istotnej poprawy rezultatów finansowych w przyszłym roku.

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, LVB/Replan 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

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 10. Votum; Rachunek wyników

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	105,2	141,8	149,8	176,3	176,9	217,4
Koszt własny sprzedaży	93,1	117,3	138,1	167,4	148,9	183,1
Zysk na sprzedaży	12,1	24,5	11,7	8,9	28,0	34,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,5	-1,9	-0,3	-0,1	0,3	0,3
EBITDA	14,9	24,7	13,6	11,6	31,0	36,9
EBIT	11,7	22,6	11,4	8,9	28,3	34,6
Przychody finansowe	0,5	1,0	0,3	0,5	0,5	0,4
Koszty finansowe	-1,5	-1,6	-1,1	-1,5	-0,9	-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	7,9	27,8	33,9
Podatek dochodowy	2,2	4,4	2,5	3,3	6,1	7,1
Zyski mniejszości	0,2	0,3	-0,5	-0,4	0,4	0,8
Zysk netto	8,3	17,3	8,7	5,0	21,3	25,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Votum; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	53,0	57,5	60,7	65,3	65,7	70,1
Rzeczowe aktywa trwałe	24,9	25,6	25,6	26,7	26,2	27,2
Aktywa niematerialne	0,5	0,6	1,4	0,6	1,4	0,6
Wartość firmy	5,8	18,0	18,2	19,8	19,8	19,8
Majątek finansowy	21,8	13,3	15,5	18,3	18,3	22,5
Majątek obrotowy	41,4	49,2	54,0	61,6	84,8	96,6
Należności handlowe	28,8	34,8	34,6	38,8	61,9	65,2
Pozostałe należności	3,6	4,8	10,6	12,5	12,5	15,4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	9,1	9,5	8,8	10,3	10,4	16,0
Aktywa	94,4	106,7	114,7	127,0	150,5	166,7
Kapitały własne	41,0	55,3	64,1	64,9	83,7	99,0
Zobowiązania	53,4	51,4	50,6	62,1	66,9	67,8
Zobowiązania długoterminowe	22,6	15,7	13,8	14,1	14,8	16,6
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	2,5	2,9	4,4
Zobowiązania krótkoterminowe	30,8	35,7	36,8	48,0	52,0	51,2
Dług odsetkowy	3,8	10,1	12,0	16,4	20,2	12,7
Leasing	0,9	5,5	3,6	3,8	3,9	4,1
Rezerwy, inne	14,2	14,6	14,1	19,4	19,5	23,9
Zobowiązania handlowe	11,9	5,6	7,2	8,4	8,5	10,4
Pasywa	94,4	106,7	114,7	127,0	150,5	166,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Przepływy pieniężne

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	8,5	9,4	0,7	3,6	1,6	26,4
Zysk brutto	10,6	22,0	10,6	7,9	27,8	33,9
Amortyzacja	3,3	2,1	2,2	2,7	2,7	2,3
Zmiana majątku obrotowego	1,9	-2,1	-9,1	-4,0	-23,1	-2,9
Pozostałe	-7,5	-12,6	-3,0	-3,0	-5,9	-6,8
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	-2,1	-10,2
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	-2,5	-10,6
Pozostałe	-4,2	-1,9	-1,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	3,2	0,5	-0,8	-3,2	-3,5	13,7

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Volum; Marże i stopy wzrostu

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marże:						
Marża EBITDA	14%	17%	9%	7%	18%	17%
Marża operacyjna	11%	16%	8%	5%	16%	16%
Marża zysku przed opodatkowaniem	10%	16%	7%	4%	16%	16%
Marża zysku netto	8%	12%	6%	3%	12%	12%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	12%	35%	6%	18%	0%	23%
EBITDA	102%	65%	-45%	-15%	168%	19%
EBIT	135%	93%	-49%	-22%	218%	22%
Zysk przed opodatkowaniem	135%	107%	-52%	-26%	252%	22%
Zysk netto	163%	109%	-50%	-42%	324%	22%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Volum; Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	43%	52%	56%	51%	56%	59%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	18%	29%	31%	32%	42%	39%
Wskaźnik bieżący	1,3	1,4	1,5	1,3	1,6	1,9
Wskaźnik szybki	1,3	1,4	1,5	1,3	1,6	1,9
Rotacja należności kr. w dniach	92	82	85	76	104	107
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-36	-27	-17	-17	-21	-19
Rentowność						
ROA	10,0%	17,2%	7,8%	4,2%	15,3%	16,4%
ROE	24,6%	36,0%	14,5%	7,8%	28,7%	28,4%
ROCE	3,6%	5,8%	2,5%	1,3%	4,9%	5,2%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,3	1,4	1,4	1,5	1,3	1,4
Zysk operacyjny / aktywa	3,5%	5,6%	2,6%	1,8%	5,1%	5,5%
Efektywna stopa podatkowa	21%	20%	23%	21%	21%	21%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,3
Koszty finansowe / EBIT	13%	7%	9%	17%	3%	3%
Dług netto / EBITDA	77%	47%	95%	138%	64%	19%
EBITDA / koszty finansowe	9,9	15,8	12,9	7,9	33,2	32,7
Dane na akcję						
Zysk na akcję	0,69	1,44	0,72	0,42	1,77	2,16
Wartość księgowa na akcję	3,42	4,61	5,34	5,41	6,97	8,25
EBITDA na akcję	1,24	2,06	1,14	0,97	2,58	3,07
EBIT na akcję	0,97	1,88	0,95	0,74	2,36	2,88
Dług netto na akcję	0,96	0,96	1,08	1,33	1,66	0,59
Dywidenda na akcję	0,00	0,19	0,00	0,35	0,21	0,89
Zysk gotówkowy na akcję	0,96	1,62	0,91	0,64	2,00	2,35
Wskaźniki wyceny*						
Cena / zysk	36,6	10,4	16,6	36,0	8,5	7,0
Cena / Wartość księgowa	7,4	3,3	2,3	2,8	2,2	1,8
EV na akcję	26,2	16,0	13,1	16,4	16,7	15,6
EV/EBITDA	21,1	7,8	11,5	17,0	6,5	5,1
EV/EBIT	26,9	8,5	13,8	22,1	7,1	5,4

* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

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 oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków 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 wymagają tego dane przypadku.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	51	20	4	9	0	2
Procenty	59%	23%	5%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	31	6	9	0	2
Procenty	44%	36%	7%	10%	0%	2%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	13	2	0	1	0	2
Procenty	72%	11%	0%	6%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	9	5	1	1	0	2
Procenty	50%	28%	6%	6%	0%	11%

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	31.08.2021	36%	-1%	11,40	30,40 -
Michał Sobolewski	-	-	15.09.2020	16.09.2020	-	-	-	13,35	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	11,40	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2020	20.11.2020	-	-	-	12,80	30,40 →
Michał Sobolewski	-	-	04.12.2020	04.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 ↓
Michał Sobolewski	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	12,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	08.12.2020	09.12.2020	-	-	-	12,30	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	11,80	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	13,95	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	23.02.2021	24.02.2021	-	-	-	14,20	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	13,65	25,70 →
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2021	15.03.2021	-	-	-	14,40	27,90 ↑
Michał Sobolewski	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	18,00	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	27.05.2021	27.05.2021	-	-	-	16,86	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	17,10	27,90 →
Michał Sobolewski	-	-	13.06.2021	14.06.2021	-	-	-	16,30	27,40 ↓
Michał Sobolewski	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	-	-	15,60	27,40 →
Michał Sobolewski	Kupuj	31.08.2021	-	31.08.2021	Nie później niż 31.08.2022	-1%	3%	15,52	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	14.09.2021	15.09.2021	-	-	-	14,48	27,40 →
Michał Sobolewski	-	-	19.09.2021	20.09.2021	-	-	-	14,70	27,05 ↓
Michał Sobolewski	-	-	05.10.2021	06.10.2021	-	-	-	14,40	18,30 ↓
Michał Sobolewski	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	14,60	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	14,20	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	18.11.2021	19.11.2021	-	-	-	14,22	18,30 →
Michał Sobolewski	-	-	02.12.2021	03.12.2021	-	-	-	15,06	23,80 ↑

* 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	Przeważają	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	04.12.2020	-	04.12.2020	04.11.2021	12,80	-16%
Michał Sobolewski	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	-	08.12.2020	09.12.2020	-	12,30	-
Michał Sobolewski	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	11,80	-
Michał Sobolewski	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	13,95	-
Michał Sobolewski	-	-	23.02.2021	24.02.2021	-	14,20	-
Michał Sobolewski	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	13,65	-
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2021	15.03.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	18,00	-
Michał Sobolewski	-	-	27.05.2021	27.05.2021	-	16,86	-
Michał Sobolewski	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	17,10	-
Michał Sobolewski	-	-	13.06.2021	14.06.2021	-	16,30	-
Michał Sobolewski	-	-	09.07.2021	09.07.2021	-	15,60	-
Michał Sobolewski	-	-	31.08.2021	31.08.2021	-	15,52	-
Michał Sobolewski	-	-	14.09.2021	15.09.2021	-	14,48	-
Michał Sobolewski	-	-	19.09.2021	20.09.2021	-	14,70	-
Michał Sobolewski	-	-	05.10.2021	06.10.2021	-	14,40	-
Michał Sobolewski	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	14,60	-
Michał Sobolewski	Neutral	04.11.2021	-	04.11.2021	02.12.2021	14,20	16%
Michał Sobolewski	-	-	18.11.2021	19.11.2021	-	14,22	-
Michał Sobolewski	Przeważają	02.12.2021	-	03.12.2021	Nie później niż 02.12.2022	15,06	-

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 3 grudnia 2021 r., godz. 7:30.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 grudnia 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 informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz 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 Stepień
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