

11/2022/GPW (44) 16 maja 2022

**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:** 19,20 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 53,6 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 51,5 mln US\$  
**Bloomberg:** VOT PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,05 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 13,34-19,38 zł  
**Free float:** 37%

## Rekomendowane działanie

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. W partnerstwie z Columbus Energy działa również w branży OZE. W naszej ocenie najbardziej perspektywicznym segmentem pozostaje dynamicznie rosnący rynek dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka powinna być coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej ilości pro-konsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak też rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej pro-konsumenckiej linii orzeczniczej. Jednocześnie, wydaje się, że główne ryzyko dla tego segmentu, którym było wprowadzenie alternatywy w postaci ugód maleje, gdyż obecnie coraz większym problemem dla popularyzacji takie rozwiązania stają się rosnące stopy procentowe i wyższe raty kredytów złotych, co zmniejsza atrakcyjność przejścia na złotówki dla klientów mających kredyt walutowy.

Podtrzymujemy naszą rekomendację fundamentalną Kupuj oraz krótkoterminową rekomendację relatywną Przeważaj dla Spółki. Ostatnie wyniki zaraportowane przez Votum pokazują, że lawinowy wzrost wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych stał się na tyle istotny dla przychodów, że już bardzo wyraźnie przekłada się na bieżącą rentowność Grupy. Spodziewamy się, że dzięki dalszemu rozliczaniu przychodów z „success-fee” Grupa Votum będzie w stanie istotnie poprawić wyniki w tym roku i dzięki temu wejdzie na nowy, dużo wyższy poziom generowanego wyniku operacyjnego.

## Skorygowane zyski

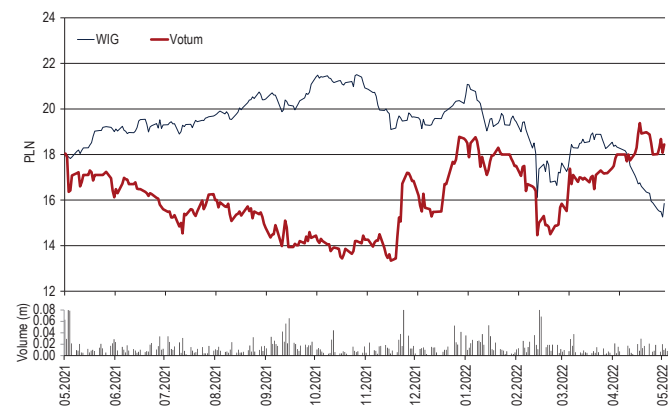
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

## Dane podstawowe

| MSSF skonsolidowane            |        | 2021  | 2022P | 2023P | 2024P |
|--------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Sprzedaż                       | mln zł | 195,6 | 267,6 | 326,0 | 353,2 |
| EBITDA                         | mln zł | 20,1  | 80,7  | 105,1 | 116,8 |
| EBIT                           | mln zł | 17,5  | 78,0  | 102,4 | 113,9 |
| Zysk netto                     | mln zł | 10,1  | 60,4  | 79,7  | 89,1  |
| EPS                            | zł     | 0,84  | 5,03  | 6,64  | 7,42  |
| Zmiana EPS r/r                 | %      | 16    | 500   | 32    | 12    |
| Dług (gotówka) netto           | mln zł | 20,9  | 3,6   | -29,1 | -72,8 |
| Dług (gotówka) netto + leasing | mln zł | 23,6  | 6,5   | -26,1 | -69,6 |
| P/E                            | x      | 22,9  | 3,8   | 2,9   | 2,6   |
| P/CE                           | x      | 18,1  | 3,7   | 2,8   | 2,5   |
| EV/EBITDA                      | x      | 12,5  | 2,9   | 1,9   | 1,3   |
| EV/EBIT                        | x      | 14,4  | 3,0   | 2,0   | 1,4   |
| DPS                            | zł     | 0,35  | 0,41  | 2,52  | 3,32  |
| Stopa dywidendy brutto         | %      | 1,8   | 2,1   | 13,1  | 17,3  |
| Liczba akcji na koniec okresu  | mln    | 12,0  | 12,0  | 12,0  | 12,0  |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport finansowy za I kwartał 2022 roku: 27 maja
2. Skonsolidowany raport finansowy za I półrocze 2022 roku: 30 września
3. Skonsolidowany raport finansowy za III kwartał 2022 roku: 29 listopada
4. Wyrok TSUE w odpowiedzi na pytania prejudycjalne dotyczące trybu powoływania sędziów: najwcześniej II połowa 2022 roku
5. Płatność dywidendy (0,41 zł na akcję): końcówka roku 2022

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

| MSSF skonsolidowane<br>(mln zł) | III kw. | IV kw. | I kw. | II kw. | III kw. | IV kw. | Wyniki wobec<br>oczekiwań<br>DM BOŚ | IV kw. | zmiana | I-IV kw. | I-IV kw. | zmiana    | Realizacja całorocznej<br>prognozy w: |     |
|---------------------------------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------------------------------------|--------|--------|----------|----------|-----------|---------------------------------------|-----|
|                                 | 20      | 20     | 21    | 21     | 21      | 21P    |                                     | r/r    | 20     | 21       | r/r      | IV kw. 20 | IV kw. 21                             |     |
| Sprzedaż                        | 36,4    | 45,5   | 43,0  | 46,9   | 49,0    | 56,7   | ↑                                   | 50,2   | 24%    | 150,6    | 195,6    | 30%       | 30%                                   | 29% |
| Zysk na sprzedaży               | 2,9     | 3,9    | 3,2   | 0,2    | 2,5     | 12,4   | ↑                                   | 9,9    | 214%   | 11,7     | 18,3     | 56%       | 34%                                   | 68% |
| Marża zysku na sprzedaży        | 7,9%    | 8,7%   | 7,6%  | 0,5%   | 5,0%    | 21,8%  | -                                   | 19,7%  | -      | 7,8%     | 9,4%     | -         | -                                     | -   |
| EBITDA                          | 3,4     | 3,7    | 4,0   | 1,0    | 2,9     | 12,2   | ↑                                   | 10,6   | 228%   | 13,6     | 20,1     | 48%       | 27%                                   | 61% |
| Marża EBITDA                    | 9,4%    | 8,2%   | 9,2%  | 2,1%   | 6,0%    | 21,5%  | -                                   | 21,1%  | -      | 9,0%     | 10,3%    | -         | -                                     | -   |
| EBIT                            | 2,9     | 3,0    | 3,3   | 0,3    | 2,3     | 11,6   | ↑                                   | 9,9    | 282%   | 11,4     | 17,5     | 53%       | 27%                                   | 66% |
| Marża EBIT                      | 8,0%    | 6,7%   | 7,7%  | 0,6%   | 4,6%    | 20,4%  | -                                   | 19,7%  | -      | 7,6%     | 8,9%     | -         | -                                     | -   |
| Zysk brutto                     | 2,6     | 2,8    | 3,3   | -0,0   | 1,7     | 11,4   | ↑                                   | 9,6    | 303%   | 10,6     | 16,4     | 54%       | 27%                                   | 70% |
| Marża zysku brutto              | 7,0%    | 6,2%   | 7,7%  | 0,0%   | 3,5%    | 20,1%  | -                                   | 19,1%  | -      | 7,1%     | 8,4%     | -         | -                                     | -   |
| Zysk netto                      | 2,1     | 2,5    | 2,5   | -0,4   | 0,7     | 7,3    | →                                   | 7,9    | 195%   | 8,7      | 10,1     | 16%       | 29%                                   | 73% |
| Marża zysku netto               | 5,7%    | 5,5%   | 5,8%  | -0,9%  | 1,3%    | 12,9%  | -                                   | 15,7%  | -      | 5,8%     | 5,1%     | -         | -                                     | -   |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Wyniki finansowe za IV kw. 2021 roku

**Przyspieszenie w przychodach.** Sprzedaż Grupy Votum w IV kw. 2021 roku wyniosła 57 mln zł (+24% r/r) w naszych prognozach spodziewaliśmy się niższego poziomu przychodów. IV kwartał okazał się znakomity dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie widać wystrzał „success-fee” w przychodach i wynikach, które w tym segmencie, dzięki rosnącej ilości orzekanych wyroków sądowych, stały się dominujące z punktu widzenia całej grupy. Dobrą sprzedaż odnotował również segment szkód osobowych, co jest typowym sezonowym wzorcem. Poprawę przychodów widać było również w segmencie rehabilitacyjnym.

**Rentowność wskakuje na nowy poziom.** Marża EBITDA w IV kw. 2021 zanotowała wzrost do 21,5% w porównaniu do 8,2% rok wcześniej. Jest to wysoki poziom, nawet porównując do wyników z okresu przed pandemią, gdzie nie było wpływu obostrzeń, a infrastruktura była mniej rozbudowana. Tutaj ponownie elementem decydującym jest pojawienie się wcześniej niewykazywanego przychodu „success-fee”. Tak istotna poprawa rentowności w IV kwartale ub.r. wynikała z pozytywnego działania dźwigni operacyjnej. Biorąc pod uwagę ostatnie statystyki, które wskazują na stale rosnącą ilość wyroków, obecny poziom może się utrwalić w średnim terminie. EBITDA i wynik operacyjny Grupy Votum w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 12,2 mln zł (+228% r/r) i 11,6 mln zł (+282% r/r), oba powyżej naszych oczekiwań.

**Poprawa zysku netto.** Grupa pokazała przychody finansowe netto na poziomie -0,39 mln zł w IV kwartale 2021 roku wobec -0,20 mln zł w IV kw. 2020 r. Efektywna stopa podatkowa w kwartale wyniosła 32%, co lekko przekroczyło nasze oczekiwanie. W rezultacie zysk netto Grupy Votum w IV kw. 2021 roku ukształtował się na poziomie 7,3 mln zł.

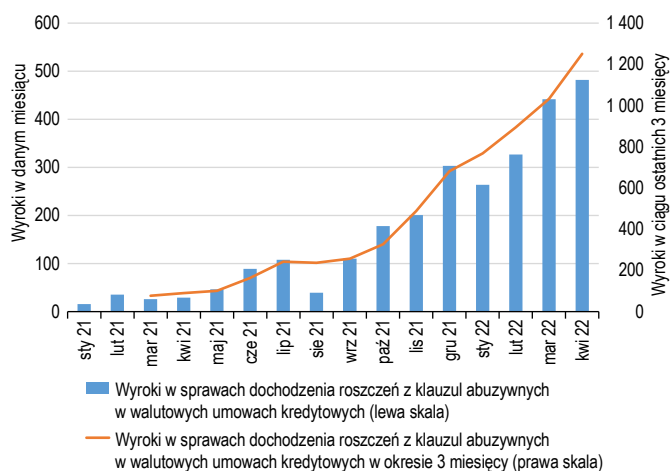
## Kluczowe wskaźniki dla segmentu bankowego za kwiecień i maj

Votum opublikował w dniu dzisiejszym miesięczne dane dotyczące segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytowych za kwiecień (liczba wyroków oraz liczba pozyskanych umów) i maj (planowana liczba posiedzeń sądowych).

**Wyroki w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach walutowych kredytów hipotecznych.** Liczba wyroków, która zapadła w marcu w sądach obu instancji wyniosła 482 wyroków. W sądach pierwszej instancji liczba wyroków wyniosła 435 (z czego 92% stanowiły orzeczenia ustanawiające nieważność umów, a zaledwie 3% wyroków to oddalenia powództwa w całości). W sądach drugiej instancji zapadło łącznie 47 wyroków (z czego 72% wyroków zasądzało nieważność umowy). Kwiecień jest kolejnym miesiącem wyraźnego wzrostu liczby orzeczeń sądowych, która w tym miesiącu była na historycznie najwyższym poziomie. Liczba wyroków bezpośrednio przekłada się na wielkość księgowanego przychodu „success-fee”. Ostrożnie zakładając

utrzymanie się liczby wyroków w następnych miesiącach II kwartału na poziomie z kwietnia, możemy spodziewać się dwucyfrowej dynamiki kw./kw. przychodów „success-fee” w II kwartale.

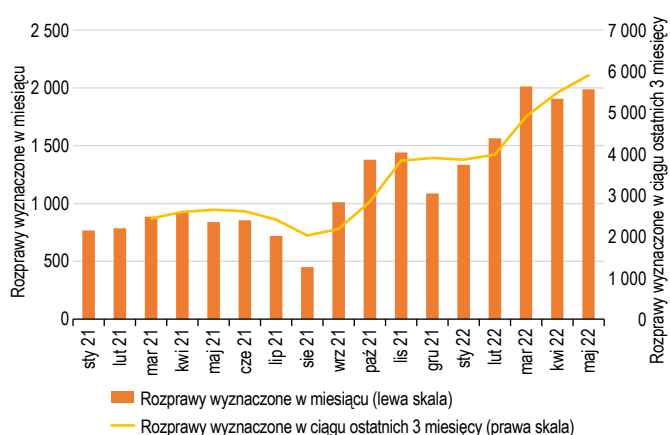
**Wykres 1.** *Votum; Miesięczna liczba wyroków w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów kredytowych (dane wstępne)*



Źródło: Spółka

**Liczba posiedzeń sądowych w sprawach o dochodzenie roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach kredytowych.** W maju Votum ma zaplanowane 1 987 posiedzeń sądowych w sprawach dotyczących klauzul abuzywnych, jest to blisko rekordowego marca w tym względzie. Od początku tego roku widać wyraźny wzrost liczby posiedzeń sądowych, co pokazuje też suma trzymiesięczna, która za ostatnie trzy miesiące (marzec – maj) bieżącego roku wskazuje historyczny szczyt w ilości posiedzeń sądowych segmentu.

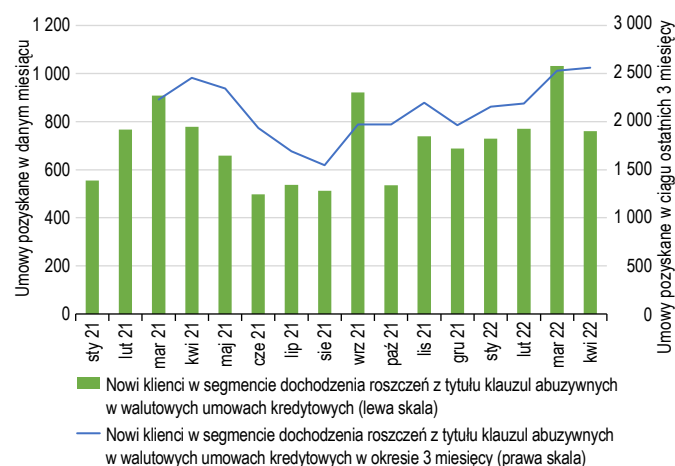
**Wykres 2.** *Votum; Miesięczna liczba posiedzeń w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów kredytowych (dane wstępne)*



Źródło: Spółka

**Nowi klienci w segmencie dochodzenia roszczeń abuzywnych od umów walutowych kredytów hipotecznych.** W kwietniu liczba nowo zawartych kontraktów wyniosła 760. Po bardzo dobrym marcu jest to powrót do wartości typowych z ostatnich miesięcy. W marcu wyższa sprzedaż była prawdopodobnie powodowana osłabieniem CHF/PLN, które zmniejszyło się w tym roku. Skumulowana ilość podpisanych umów od początku roku kw. 2022 wyniosła 3 290, co stanowi 9% wzrost rok-do-roku.

**Wykres 3.** *Votum; Miesięczna liczba pozyskanych umów w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów kredytowych (dane wstępne)*



Źródło: Spółka

**Komentarz zarządu po wynikach: kluczowe kwestie**

**Uruchomienie nowej spółki odpowiedzialnej za inne usługi finansowe.** W najbliższym czasie Votum poszerzy swoją ofertę w segmencie dochodzenia roszczeń od instytucji finansowych. W tym celu została powołana Votum Finance Help. Więcej szczegółów na temat projektu Votum przekaze niebawem. W naszej ocenie jest to konsekwencja prokonsumenckiego podejścia sądów, jak i potencjalnej wadliwości innych umów usług finansowych. Takie wątpliwości są zgłaszane w ostatnim czasie w mediach przez adwokatów i ekspertów. W naszej ocenie, na tym etapie projekt prawdopodobnie pozostanie bez większego znaczenia dla przychodów i wyników

**Akwizycja klientów w segmencie klauzul abuzywnych.** Votum dostrzega rosnącą możliwość sprzedażową w segmencie. Jest to związane z coraz większą grupą zadowolonych klientów, którzy otrzymali korzystny wyrok w sądzie i którzy

będą skłonni polecać usługi Spółki. W ocenie sił sprzedażowych jeden zadowolony klient może przyczynić się do pozyskania 2 następnych. Oznacza to dodatkowy potencjał już zbudowanej bazy klientów. Dlatego w tym roku Votum chce zwiększyć akwizycję klientów do powyżej 10 tysięcy, co byłoby ponad 20% wzrostem wobec 8 099 nowo pozyskanych umów w 2021 roku. W ostatnich dwóch latach akwizycja klientów oscylowała nieco powyżej 8 tysięcy, stąd przyspieszenie akwizycji, w naszej ocenie, będzie głównie efektem poleceń. Jesteśmy tutaj ostrożni, chociaż jednocześnie otoczenie jest sprzyjające, a brak zainteresowania umgodami sprawia, że karta się odwraca.

**Rozwój zdolności operacyjnej segmentu klauzul abuzywnych.** Votum obecnie jest w stanie składać około 1 tysiąca pozwów miesięcznie i obsługiwać 2 tysiące terminów sądowych miesięcznie.

**Potencjalna sprzedaż aktywów segmentu rehabilitacyjnego.** Votum rozmawia z potencjalnym nabywcą Centrum Rehabilitacji, co oznaczałoby sprzedaż aktywów segmentu rehabilitacyjnego. Celem potencjalnej sprzedaży byłaby chęć koncentracji się na najważniejszych z punktu widzenia wartości segmentach. Dodatkowo usługi medyczne wymagają dużych nakładów, a dla Grupy jest to jedynie działalność komplementarna. Na tym etapie prowadzone są rozmowy, a decyzja nie została jeszcze podjęta. W naszej ocenie potencjalna dezinvestycja nie powinna mieć większego znaczenia dla perspektyw Spółki.

## Prognozy finansowe

Po wynikach finansowych za 2021 rok aktualizujemy nasze prognozy dla Grupy Votum. Dla naszych prognoz sprzedaży i wyniku operacyjnego największe przełożenie ma segment dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych, gdzie następuje szybki przyrost wyroków I instancji. Segment wychodzi tym samym z okresu dojrzewania i jest obecnie najważniejszych z punktu widzenia przyszłości Grupy Votum. Dzięki temu przychody, jak i wynik operacyjny będą wspierane przez rosnący wkład „success-fee”. Zakładamy, że ten komponent będzie wyraźnie widoczny w wynikach najbliższych kwartałów. Spodziewamy się też poprawy sytuacji w segmencie roszczeń majątkowych po zmianie modelu sprzedaży. Wprawdzie Votum rozmawia z potencjalnym nabywcą aktywów z segmentu rehabilitacyjnego, jednak tak długo, jak nie będzie decyzji o sprzedaży, zakładamy obecny kształt Grupy Kapitałowej. Wprowadzone w naszych prognozach finansowych zmiany mają wyraźny pozytywny wpływ na zyski w tym roku i latach następnych, co jest związane przede wszystkim z istotnym przyspieszeniem księgowania przychodów „success-fee”.

W naszych prognozach uwzględniamy rekomendację zarządu w sprawie podziału zysku, co daje dywidendę na akcję w tym roku na poziomie 0,41 zł. Spodziewamy się, że ze względu na rosnącą zdolność do generowania zysków, dywidendy będą istotnie wzrastać w kolejnych okresach.

Tabela 4. Votum; Zmiany prognoz finansowych

| MSSF skonsolidowane<br>(mln zł) | 2022P   |            |        | 2023P   |            |        | 2024P   |            |        |
|---------------------------------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|---------|------------|--------|
|                                 | obecnie | poprzednio | zmiana | obecnie | poprzednio | zmiana | obecnie | poprzednio | zmiana |
| Sprzedaż                        | 267,6   | 176,9      | 51%    | 326,0   | 217,4      | 50%    | 353,2   | 263,0      | 34%    |
| EBITDA                          | 80,7    | 31,0       | 160%   | 105,1   | 36,9       | 185%   | 116,8   | 53,5       | 118%   |
| EBIT                            | 78,0    | 28,3       | 176%   | 102,4   | 34,6       | 196%   | 113,9   | 51,2       | 123%   |
| Zysk netto                      | 60,4    | 21,3       | 184%   | 79,7    | 25,9       | 208%   | 89,1    | 48,5       | 84%    |

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka spowodowały istotny wzrost naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 53,6 zł (poprzednio 23,8 zł) na akcję Spółki.

Pozytywny wpływ na naszą wycenę wywierają: (i) istotne podwyższenie prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki, (ii) przesunięcie do przodu momentu wyceny, i jest to efekt wyraźnie przewyższający negatywny wpływ: (i) niższych median mnożników przyszłych zysków dla spółek

porównywalnych oraz (ii) dalszego znaczącego wzrostu stopy wolnej od ryzyka (rentowności 10-letnich obligacji rządowych).

Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 42,0 zł (poprzednio 21,3 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 65,1 zł (poprzednio 26,2 zł) na akcję.

Tabela 5. Votum; Podsumowanie wyceny

|   |             |
|---|-------------|
| DCF   | 42,0        |
| Wycena porównawcza                                    | 65,1        |
| <b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b> | <b>53,6</b> |
| <b>Cena rynkowa</b>                                   | <b>19,2</b> |
| Potencjał zmiany                                      | 179%        |

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wycena metodą porównawczą

| Spółka  | P/E          |              |             | EV/EBITDA   |             |             | EV/EBIT     |             |             |
|---|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2022P        | 2023P        | 2024P       | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2022P       | 2023P       | 2024P       |
| Gateley   | 15,9x        | 13,6x        | 12,8x       | 11,1x       | 9,7x        | 9,0x        | 13,1x       | 11,1x       | 10,2x       |
| DWF Group   | 11,1x        | 9,6x         | 9,1x        | 6,2x        | 5,9x        | 5,3x        | 8,9x        | 8,2x        | 7,3x        |
| Information services                                  | 12,7x        | 12,0x        | -           | 7,0x        | 5,9x        | -           | -           | -           | -           |
| Knights Group Holdings                                | 5,9x         | 4,8x         | 4,3x        | 4,0x        | 3,4x        | 2,9x        | 5,4x        | -           | -           |
| <b>Mediana</b>  | <b>11,9x</b> | <b>10,8x</b> | <b>9,1x</b> | <b>6,6x</b> | <b>5,9x</b> | <b>5,3x</b> | <b>8,9x</b> | <b>9,6x</b> | <b>8,7x</b> |
| Votum   | 5,0          | 6,6          | 7,4         | 80,7        | 105,1       | 116,8       | 78,0        | 102,4       | 113,9       |
| Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)                | 59,9         | 71,7         | 67,2        | 44,0        | 53,8        | 57,5        | 57,8        | 84,7        | 89,1        |
| <b>Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)</b> | <b>65,1</b>  |              |             |             |             |             |             |             |             |

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 7. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

| Spółka                 | marża EBITDA |            |            | marża EBIT |            |            | marża ZN   |            |            |
|------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                        | 2021P        | 2022P      | 2023P      | 2021P      | 2022P      | 2023P      | 2021P      | 2022P      | 2023P      |
| Gateley                | 19%          | 19%        | 19%        | 16%        | 17%        | 17%        | 13%        | 13%        | 13%        |
| DWF Group              | 19%          | 19%        | 20%        | 13%        | 14%        | 14%        | 9%         | 10%        | 10%        |
| IPH Limited            | 35%          | 36%        | 36%        | 31%        | 32%        | 33%        | 22%        | 23%        | 23%        |
| Information services   | 30%          | 31%        | -          | 23%        | 24%        | -          | 16%        | 16%        | -          |
| Knights Group Holdings | 21%          | 22%        | 23%        | 16%        | 16%        | 18%        | 11%        | 12%        | 12%        |
| <b>Mediana</b>         | <b>20%</b>   | <b>20%</b> | <b>20%</b> | <b>16%</b> | <b>17%</b> | <b>16%</b> | <b>12%</b> | <b>12%</b> | <b>12%</b> |
| Votum                  | 30%          | 32%        | 33%        | 29%        | 31%        | 32%        | 23%        | 24%        | 25%        |

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

**Tabela 8. Votum; Model DCF**

|  | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Koszt kapitału własnego</b>             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Stopa wolna od ryzyka                      | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         | 7,0%         |
| Premia za ryzyko na rynku akcji            | 6,0%         | 6,0%         | 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          | 1,4          | 1,4          |
| Lewarowana beta                            | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          |
| <b>Wymagana stopa zwrotu</b>               | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> | <b>15,4%</b> |
| <b>Koszt długu</b>                         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Koszt długu przed opodatkowaniem           | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        | 11,0%        |
| Efektywna stopa podatkowa                  | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        |
| <b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>        | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  | <b>8,9%</b>  |
| <b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Udział kapitału akcyjnego                  | 97%          | 97%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          | 98%          |
| Udział długu                               | 3%           | 3%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| Koszt kapitału własnego                    | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        | 15,4%        |
| Koszt długu po opodatkowaniu               | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         | 8,9%         |
| <b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b> | <b>15,2%</b> | <b>15,2%</b> | <b>15,2%</b> | <b>15,2%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,3%</b> | <b>15,2%</b> |
| <b>Prognozy finansowe (mln PLN)</b>        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Sprzedaż                                   | 326,0        | 353,2        | 381,4        | 398,0        | 331,7        | 303,8        | 289,7        | 213,4        | 225,3        | 238,1        | 251,9        |
| EBIT                                       | 102,4        | 113,9        | 126,6        | 133,3        | 72,1         | 58,8         | 51,2         | 38,7         | 32,2         | 36,7         | 41,6         |
| EBIT*(1-t)                                 | 83,0         | 92,3         | 102,5        | 108,0        | 58,4         | 47,6         | 41,4         | 31,4         | 26,1         | 29,7         | 33,7         |
| Amortyzacja                                | 2,6          | 2,9          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          | 2,8          |
| Zmiana kapitału pracującego                | -17,6        | -6,2         | 31,9         | 31,3         | 11,7         | 5,6          | 3,4          | 12,4         | -1,0         | -1,0         | -1,0         |
| Wydatki inwestycyjne                       | -2,8         | -2,8         | -2,8         | -2,8         | -2,8         | -2,8         | -2,8         | -2,6         | -2,6         | -2,6         | -2,5         |
| FCFF                                       | 65,2         | 86,1         | 134,5        | 139,4        | 70,2         | 53,3         | 44,9         | 44,0         | 25,3         | 28,9         | 32,9         |

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 9. Votum; Wycena DCF (mln zł)**

|  |              |
|--|--------------|
| Wzrost FCFF w okresie rezydualnym                      | 1,0%         |
| WACC w okresie rezydualnym                             | 15,2%        |
| Wartość rezydualna                                     | 233,0        |
| Bieżąca wartość wartości rezydualnej                   | 79,5         |
| Bieżąca wartość FCFF                                   | 425,5        |
| Udziały mniejszości                                    | 1,8          |
| <b>Wartość firmy</b>                                   | <b>503,2</b> |
| Zadłużenie netto                                       | 3,6          |
| Dywidenda zapłacona do momentu wyceny                  | 4,9          |
| <b>Wartość kapitału akcyjnego</b>                      | <b>504,5</b> |
| Liczba akcji (m)                                       | 12,0         |
| <b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)</b> | <b>42,0</b>  |

Źródło: DM BOŚ SA

**Tabela 10. Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji**

| Wzrost FCFF w okresie rezydualnym | WACC w okresie rezydualnym |       |             |       |       |
|-----------------------------------|----------------------------|-------|-------------|-------|-------|
|                                   | 14,7%                      | 15,0% | 15,2%       | 15,5% | 15,7% |
| 0,0%                              | 41,8                       | 41,6  | 41,5        | 41,4  | 41,4  |
| 0,5%                              | 42,0                       | 41,9  | 41,8        | 41,7  | 41,6  |
| 1,0%                              | 42,3                       | 42,2  | <b>42,0</b> | 41,9  | 41,8  |
| 1,5%                              | 42,6                       | 42,4  | 42,3        | 42,2  | 42,1  |
| 2,0%                              | 42,9                       | 42,7  | 42,6        | 42,5  | 42,3  |

Źródło: 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, 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 i polecenia klientów po wygranym procesie
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)

**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 11. Volum; Rachunek wyników**

|  | 2019         | 2020         | 2021         | 2022P        | 2023P        | 2024P        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                | <b>141,8</b> | <b>150,6</b> | <b>195,6</b> | <b>267,6</b> | <b>326,0</b> | <b>353,2</b> |
| Koszt własny sprzedaży                       | 117,3        | 138,9        | 177,3        | 188,3        | 222,7        | 237,9        |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>                     | <b>24,5</b>  | <b>11,7</b>  | <b>18,3</b>  | <b>79,3</b>  | <b>103,3</b> | <b>115,3</b> |
| Wynik na pozostałej działalności operacyjnej | -1,9         | -0,3         | -0,9         | -1,3         | -0,9         | -1,3         |
| <b>EBITDA</b>                                | <b>24,7</b>  | <b>13,6</b>  | <b>20,1</b>  | <b>80,7</b>  | <b>105,1</b> | <b>116,8</b> |
| <b>EBIT</b>                                  | <b>22,6</b>  | <b>11,4</b>  | <b>17,5</b>  | <b>78,0</b>  | <b>102,4</b> | <b>113,9</b> |
| Przychody finansowe                          | 1,0          | 0,3          | 0,2          | 0,1          | 0,1          | 0,8          |
| Koszty finansowe                             | -1,6         | -1,1         | -1,5         | -2,2         | -2,3         | -1,6         |
| Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia     | 0,0          | 0,0          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          |
| <b>Zysk przed opodatkowaniem</b>             | <b>22,0</b>  | <b>10,6</b>  | <b>16,4</b>  | <b>76,1</b>  | <b>100,4</b> | <b>113,3</b> |
| Podatek dochodowy                            | 4,4          | 2,5          | 6,3          | 14,5         | 19,1         | 21,5         |
| Zyski mniejszości                            | 0,3          | -0,5         | 0,1          | 1,2          | 1,6          | 2,8          |
| <b>Zysk netto</b>                            | <b>17,3</b>  | <b>8,7</b>   | <b>10,1</b>  | <b>60,4</b>  | <b>79,7</b>  | <b>89,1</b>  |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 12. Volum; Bilans**

| (mln zł)                            | 2019         | 2020         | 2021         | 2022P        | 2023P        | 2024P        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                | <b>57,5</b>  | <b>60,7</b>  | <b>65,0</b>  | <b>73,8</b>  | <b>79,5</b>  | <b>82,0</b>  |
| Rzeczowe aktywa trwałe              | 25,6         | 25,6         | 27,5         | 29,4         | 29,6         | 29,5         |
| Aktywa niematerialne                | 0,6          | 1,4          | 1,3          | 1,4          | 1,4          | 1,4          |
| Wartość firmy                       | 18,0         | 18,2         | 17,7         | 17,7         | 17,7         | 17,7         |
| Majątek finansowy                   | 13,3         | 15,5         | 18,5         | 25,3         | 30,8         | 33,4         |
| <b>Majątek obrotowy</b>             | <b>49,2</b>  | <b>54,7</b>  | <b>67,6</b>  | <b>131,2</b> | <b>185,0</b> | <b>237,3</b> |
| Należności handlowe                 | 34,8         | 44,5         | 61,7         | 107,1        | 130,4        | 141,3        |
| Pozostałe należności                | 4,8          | 1,4          | 1,2          | 1,6          | 1,9          | 2,1          |
| Środki pieniężne i ekwiwalenty      | 9,5          | 8,8          | 4,8          | 22,5         | 52,7         | 94,0         |
| <b>Aktywa</b>                       | <b>106,7</b> | <b>115,4</b> | <b>132,6</b> | <b>205,0</b> | <b>264,5</b> | <b>319,3</b> |
| <b>Kapitały własne</b>              | <b>55,3</b>  | <b>64,1</b>  | <b>68,9</b>  | <b>124,4</b> | <b>173,9</b> | <b>223,1</b> |
| <b>Zobowiązania</b>                 | <b>51,4</b>  | <b>51,4</b>  | <b>63,7</b>  | <b>80,6</b>  | <b>90,6</b>  | <b>96,2</b>  |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | <b>15,7</b>  | <b>13,8</b>  | <b>21,7</b>  | <b>26,3</b>  | <b>29,4</b>  | <b>32,4</b>  |
| Dług odsetkowy                      | 11,0         | 9,7          | 10,8         | 11,0         | 9,9          | 8,9          |
| Leasing                             | 1,7          | 1,6          | 1,9          | 2,0          | 2,1          | 2,2          |
| Rezerwy, inne                       | 3,0          | 2,4          | 9,0          | 13,3         | 17,4         | 21,3         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | <b>35,7</b>  | <b>37,6</b>  | <b>42,0</b>  | <b>54,3</b>  | <b>61,2</b>  | <b>63,8</b>  |
| Dług odsetkowy                      | 10,1         | 12,0         | 14,9         | 15,2         | 13,6         | 12,3         |
| Leasing                             | 5,5          | 3,6          | 0,8          | 0,9          | 0,9          | 0,9          |
| Rezerwy, inne                       | 14,6         | 18,4         | 19,8         | 29,4         | 35,9         | 38,9         |
| Zobowiązania handlowe               | 5,6          | 3,6          | 6,5          | 8,9          | 10,8         | 11,7         |
| <b>Pasywa</b>                       | <b>106,7</b> | <b>115,4</b> | <b>132,6</b> | <b>205,0</b> | <b>264,5</b> | <b>319,3</b> |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 13. Volum; Przepływy pieniężne**

|   | 2019        | 2020        | 2021        | 2022P       | 2023P        | 2024P        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>                   | <b>9,4</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,2</b>  | <b>27,1</b> | <b>67,2</b>  | <b>86,9</b>  |
| Zysk brutto                                   | 22,0        | 10,6        | 16,4        | 76,1        | 100,4        | 113,3        |
| Amortyzacja                                   | 2,1         | 2,2         | 2,6         | 2,6         | 2,6          | 2,9          |
| Zmiana majątku obrotowego                     | -2,1        | -7,5        | 8,8         | -37,2       | -16,8        | -7,8         |
| Pozostałe                                     | -12,6       | -4,6        | -27,7       | -14,5       | -19,1        | -21,5        |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-5,2</b> | <b>-1,4</b> | <b>-2,3</b> | <b>-4,7</b> | <b>-2,8</b>  | <b>-2,8</b>  |
| Nakłady inwestycyjne                          | -1,2        | -1,6        | -1,0        | -4,7        | -2,8         | -2,8         |
| Pozostałe                                     | -4,0        | 0,2         | -1,3        | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przepływy finansowe</b>                    | <b>-3,7</b> | <b>-0,1</b> | <b>-2,6</b> | <b>-4,4</b> | <b>-32,8</b> | <b>-42,2</b> |
| Przychody z emisji akcji                      | 0,0         | 0,3         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| Zmiana długu netto                            | 0,6         | 0,7         | 3,4         | 0,5         | -2,6         | -2,4         |
| Wypłata dywidend                              | -2,4        | 0,0         | -4,2        | -4,9        | -30,2        | -39,9        |
| Pozostałe                                     | -1,9        | -1,1        | -1,8        | 0,0         | 0,0          | 0,0          |
| <b>Zmiana środków pieniężnych</b>             | <b>0,5</b>  | <b>-0,8</b> | <b>-4,7</b> | <b>17,9</b> | <b>31,6</b>  | <b>41,9</b>  |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA



**Tabela 14. Votum; Marże i stopy wzrostu**

|                                  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022P | 2023P | 2024P |
|----------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Marże:</b>                    |      |      |      |       |       |       |
| Marża EBITDA                     | 17%  | 9%   | 10%  | 30%   | 32%   | 33%   |
| Marża operacyjna                 | 16%  | 8%   | 9%   | 29%   | 31%   | 32%   |
| Marża zysku przed opodatkowaniem | 16%  | 7%   | 8%   | 28%   | 31%   | 32%   |
| Marża zysku netto                | 12%  | 6%   | 5%   | 23%   | 24%   | 25%   |
| <b>Wzrosty nominalne:</b>        |      |      |      |       |       |       |
| Sprzedaż                         | 35%  | 6%   | 30%  | 37%   | 22%   | 8%    |
| EBITDA                           | 65%  | -45% | 48%  | 301%  | 30%   | 11%   |
| EBIT                             | 93%  | -49% | 53%  | 347%  | 31%   | 11%   |
| Zysk przed opodatkowaniem        | 107% | -52% | 54%  | 364%  | 32%   | 13%   |
| Zysk netto                       | 109% | -50% | 16%  | 500%  | 32%   | 12%   |

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 15. Votum; Wskaźniki**

|   | 2019  | 2020  | 2021  | 2022P | 2023P | 2024P |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Struktura bilansu</b>                |       |       |       |       |       |       |
| Kapitały własne / aktywa                | 52%   | 56%   | 52%   | 61%   | 66%   | 70%   |
| Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem | 29%   | 35%   | 36%   | 42%   | 39%   | 35%   |
| Wskaźnik bieżący                        | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 2,4   | 3,0   | 3,7   |
| Wskaźnik szybki                         | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 2,4   | 3,0   | 3,7   |
| Rotacja należności kr. w dniach         | 82    | 96    | 99    | 115   | 133   | 140   |
| Rotacja zobowiązań handlowych w dniach  | -27   | -12   | -10   | -15   | -16   | -17   |
| <b>Rentowność</b>                       |       |       |       |       |       |       |
| ROA                                     | 17,2% | 7,8%  | 8,1%  | 35,8% | 34,0% | 30,5% |
| ROE                                     | 36,0% | 14,5% | 15,1% | 62,5% | 53,4% | 44,9% |
| ROCE                                    | 5,8%  | 2,5%  | 2,7%  | 12,0% | 11,3% | 9,9%  |
| Sprzedaż / Aktywa ogółem                | 1,4   | 1,4   | 1,6   | 1,6   | 1,4   | 1,2   |
| Zysk operacyjny / aktywa                | 5,6%  | 2,6%  | 3,5%  | 11,6% | 10,9% | 9,8%  |
| Efektywna stopa podatkowa               | 20%   | 23%   | 38%   | 19%   | 19%   | 19%   |
| <b>Dźwignia finansowa</b>               |       |       |       |       |       |       |
| Zadłużenie/Kapitały własne              | 0,5   | 0,4   | 0,4   | 0,2   | 0,2   | 0,1   |
| Koszty finansowe / EBIT                 | 7%    | 9%    | 9%    | 3%    | 2%    | 1%    |
| Dług netto / EBITDA                     | 47%   | 95%   | 104%  | 5%    | -28%  | -62%  |
| EBITDA / koszty finansowe               | 15,8  | 12,9  | 13,4  | 40,1  | 49,4  | 82,6  |
| <b>Dane na akcję</b>                    |       |       |       |       |       |       |
| Zysk na akcję                           | 1,44  | 0,72  | 0,84  | 5,03  | 6,64  | 7,42  |
| Wartość księgowa na akcję               | 4,61  | 5,34  | 5,74  | 10,37 | 14,49 | 18,59 |
| EBITDA na akcję                         | 2,06  | 1,14  | 1,68  | 6,72  | 8,76  | 9,73  |
| EBIT na akcję                           | 1,88  | 0,95  | 1,45  | 6,50  | 8,54  | 9,49  |
| Dług netto na akcję                     | 0,96  | 1,08  | 1,74  | 0,30  | -2,43 | -6,06 |
| Dywidenda na akcję                      | 0,19  | 0,00  | 0,35  | 0,41  | 2,52  | 3,32  |
| Zysk gotówkowy na akcję                 | 1,62  | 0,91  | 1,06  | 5,25  | 6,86  | 7,66  |
| <b>Wskaźniki wyceny*</b>                |       |       |       |       |       |       |
| Cena / zysk                             | 10,4  | 16,6  | 18,4  | 3,8   | 2,9   | 2,6   |
| Cena / Wartość księgowa                 | 3,3   | 2,3   | 2,7   | 1,9   | 1,3   | 1,0   |
| EV na akcję                             | 16,0  | 13,1  | 17,2  | 19,5  | 16,8  | 13,1  |
| EV/EBITDA                               | 7,8   | 11,5  | 10,2  | 2,9   | 1,9   | 1,3   |
| EV/EBIT                                 | 8,5   | 13,8  | 11,8  | 3,0   | 2,0   | 1,4   |

\* 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 jest 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.

**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 odroczonej.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli 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   | 47    | 26      | 3        | 9          | 0                      | 2                |
| Procenty | 54%   | 30%     | 3%       | 10%        | 0%                     | 2%               |

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 40        | 32         | 4          | 9          | 0                      | 2                |
| Procenty | 46%       | 37%        | 5%         | 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 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 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 dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

|          | Kupuj | Trzymaj | Sprzedaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-------|---------|----------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 11    | 5       | 0        | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 58%   | 26%     | 0%       | 5%         | 0%                     | 11%              |

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

|          | Przeważaj | Neutralnie | Niedoważaj | Zawieszone | W trakcie aktualizacji | Bez rekomendacji |
|----------|-----------|------------|------------|------------|------------------------|------------------|
| Liczba   | 10        | 5          | 1          | 1          | 0                      | 2                |
| Procenty | 53%       | 26%        | 5%         | 5%         | 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 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------------|------------------|----------------------------|-------|-----------------|---------------------------------------|-------------------------|
| <b>Votum</b>      |              |              |                    |                  |                            |       |                 |                                       |                         |
| 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 | 26%   | 62%             | 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 ↑                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 05.12.2021         | 06.12.2021       | -                          | -     | -               | 16,72                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 16.01.2022         | 17.01.2022       | -                          | -     | -               | 18,50                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 07.02.2022         | 07.02.2022       | -                          | -     | -               | 18,00                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 28.02.2022         | 28.02.2022       | -                          | -     | -               | 15,30                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 14.04.2022         | 14.04.2022       | -                          | -     | -               | 18,00                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 26.04.2022         | 27.04.2022       | -                          | -     | -               | 18,30                                 | 23,80 →                 |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 16.05.2022         | 16.05.2022       | -                          | -     | -               | 19,20                                 | 53,60 ↑                 |

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

**Rekomendacje relatywne**

| Analityk          | Rekomendacja | Data raportu | Data uaktualnienia | Data dystrybucji | Data wygaśnięcia           | Cena w momencie wydania/aktualizacji* | Wynik relatywny |
|-------------------|--------------|--------------|--------------------|------------------|----------------------------|---------------------------------------|-----------------|
| <b>Votum</b>      |              |              |                    |                  |                            |                                       |                 |
| Michał Sobolewski | Przeważaj    | 02.09.2020   | -                  | 03.09.2020       | 04.12.2020                 | 11,40                                 | 4%              |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 15.09.2020         | 16.09.2020       | -                          | 13,35                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 08.10.2020         | 09.10.2020       | -                          | 12,80                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 08.11.2020         | 09.11.2020       | -                          | 11,40                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 19.11.2020         | 20.11.2020       | -                          | 12,80                                 | -               |
| Michał Sobolewski | Neutralnie   | 04.12.2020   | -                  | 04.12.2020       | 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 | Neutralnie   | 04.11.2021   | -                  | 04.11.2021       | 02.12.2021                 | 14,20                                 | 16%             |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 18.11.2021         | 19.11.2021       | -                          | 14,22                                 | -               |
| Michał Sobolewski | Przeważaj    | 02.12.2021   | -                  | 03.12.2021       | Nie później niż 02.12.2022 | 15,06                                 | 57%             |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 05.12.2021         | 06.12.2021       | -                          | 16,72                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 16.01.2022         | 17.01.2022       | -                          | 18,50                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 07.02.2022         | 07.02.2022       | -                          | 18,00                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 28.02.2022         | 28.02.2022       | -                          | 15,30                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 14.04.2022         | 14.04.2022       | -                          | 18,00                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 26.04.2022         | 27.04.2022       | -                          | 18,30                                 | -               |
| Michał Sobolewski | -            | -            | 16.05.2022         | 16.05.2022       | -                          | 19,20                                 | -               |

\* 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: 16 maja 2022 r., godz. 18:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 16 maja 2022 r., godz. 19:00.

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 i biotechnologia)

**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 © 2022 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