

38/2023/GPW (83) 3 października 2023

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Votum

Rekomendowane działanie	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Wyniki finansowe za II kw. 2023 roku	3
Segment klauzul abuzywnych – poszerzona oferta	4
Prognozy finansowe	4
Wycena	5
Oczekiwania wyników za III kw. 2023 roku	6
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	8
Czynniki ryzyka	10
Katalizatory	10
Przewagi konkurencyjne	10
Zastrzeżenia prawne	11

38/2023/GPW (83) 3 października 2023

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 4.0

Votum

Rekomendowane działanie

Votum zajmuje się dochodzeniem roszczeń dla klientów instytucji finansowych w obszarze odszkodowań osobowych, majątkowych i klauzul abuzywnych w walutowych umowach kredytowych. W naszej ocenie dobrą passę ma obecnie segment dochodzenia odszkodowań od walutowych umów kredytowych. Spółka jest coraz większym beneficjentem zarówno rosnącej liczby prokonsumenckich wyroków sądowych zapadających w toczących się postępowaniach, jak i wciąż rosnącego zainteresowania kredytobiorców frankowych dochodzeniem roszczeń po przetarciu szlaków przez pierwszą grupę klientów i ukształtowaniu się wyraźnej prokonsumenckiej linii orzeczniczej. Ostatnim potwierdzeniem prokonsumenckiego stanowiska jest czerwcowy wyrok TSUE w sprawie C-520/21 dotyczącej bezumownego korzystania z kapitału. Choć banki ze względu na porażki w sądach coraz powszechniej starają się przekonać do ugód swoich klientów z walutowymi kredytami hipotecznymi, to ze względu na korzystne orzecznictwo (w większości spraw wyrok sądu oznacza unieważnienie dotychczasowej umowy kredytu) różnice w korzyściach finansowych dla kredytobiorcy przemawiają wyraźnie za ścieżką sądową, co w połączeniu z istotną wartością sporu sprawia, że Votum rejestruje dalszy napływ nowych klientów. Inną wadą ugód w obecnym otoczeniu makroekonomicznym jest też dużo wyższy poziom krajowej stopy procentowej, z czego wynika konieczność płacenia wyższej raty w przypadku kredytów złotych, co zmniejsza atrakcyjność konwersji kredytu walutowego na złote. Co więcej, Votum zajął się również dochodzeniem roszczeń w odniesieniu do wybranych umów złotych (kredyty tzw. „starego portfela” oraz kredyty z odroczonej spłatą części należności), które są obciążone klauzulami abuzywnymi. Najnowszym produktem, który pojawi się w ofercie od października będzie dochodzenie roszczeń z tytułu nieprawidłowości w umowach kredytów konsumenckich skutkujących

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)
Kurs: 43,10 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 79,5 zł (↓)

Kapitalizacja: 118 mln US\$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,14 mln US\$
12M przedział kursowy: 32,30-57,00 zł
Free float: 37%

Skorygowane zyski

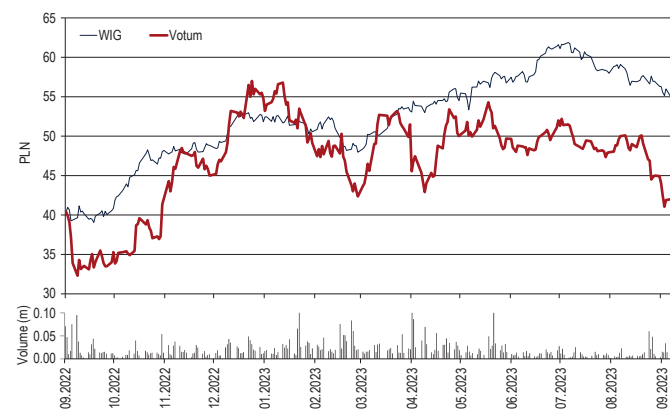
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	300,6	362,8	409,0	398,9
EBITDA	mln zł	111,4	155,8	176,2	168,1
EBIT	mln zł	108,5	152,6	172,9	164,5
Zysk netto	mln zł	87,3	125,2	137,4	133,2
EPS	zł	7,28	10,43	11,45	11,10
Zmiana EPS r/r	%	767	43	10	-3
Dług (gotówka) netto	mln zł	10,8	-26,2	-135,9	-226,2
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	15,7	-21,2	-130,6	-220,6
P/E	x	5,9	4,1	3,8	3,9
P/CE	x	5,7	4,0	3,7	3,8
EV/EBITDA	x	4,7	3,2	2,2	1,7
EV/EBIT	x	4,9	3,2	2,2	1,8
DPS	zł	0,41	2,50	4,17	5,73
Stopa dywidendy brutto	%	1,0	5,8	9,7	13,3
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

Ostatnie wydarzenia

- Wyrok TSUE w sprawie C-520/21 dot. bezumownego korzystania z kapitału: 15 czerwca
- Wyrok TSUE w sprawie C-287/22 dot. wstrzymania płatności rat: 15 czerwca
- Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 23 czerwca
- Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 22 września

Najbliższe wydarzenia

- Płatność I transzy dywidendy (1,25 zł na akcję): 20 października
- Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 17 listopada
- Płatność II transzy dywidendy (1,25 zł na akcję): 20 grudnia
- Wyrok TSUE w sprawie C-113/23 dot. roszczenia banków o waloryzację kapitału kredytu: 2024

sankcją kredytu darmowego, które w ocenie Spółki występują w znaczącej ilości umów.

Uważamy, że akcje Spółki pozostają niedowartościowane, dlatego podtrzymujemy rekomendację fundamentalną Kupuj. Ostatnie wyniki Votum pokazują, że zainteresowanie klientów usługami Grupy utrzymuje się na rosnącym poziomie, a liczba wyroków sądowych w segmencie dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych także rośnie. Dostrzegamy też rosnący potencjał dywidendowy wraz z pojawieniem się wyroków sądów apelacyjnych i rozliczeniem wygranych spraw. W horyzoncie krótkoterminowym obniżamy nasze zalecenie do Neutralnie (poprzednio Przeważaj) ze względu na brak istotnych katalizatorów w najbliższym czasie (sezonowo słabsze wolumeny w III kwartale).

Wyniki finansowe za II kw. 2023 roku

Segment klauzul siłą napędową wyników. Przychody Grupy Votum w II kw. 2023 roku wyniosły 88 mln zł (+14% r/r), co jest bliskie naszych oczekiwań. Jak można było się spodziewać, II kwartał okazał się dobry dla segmentu dochodzenia roszczeń z tytułu klauzul abuzywnych w umowach kredytowych, gdzie utrzymuje się dwucyfrowa dynamika przychodów (+23% r/r), chociaż w naturalny sposób tempo przyrostu spada ze względu na rosnącą bazę wyników poprzednich okresów. Segment dochodzenia roszczeń jest obecnie dominującym źródłem przychodów i wyniku Grupy, co sprawiło, że Votum zmienił prezentację niektórych segmentów. Działalność odszkodowawcza (wcześniej obejmująca dwa segmenty: segment szkód osobowych i szkód

w pojazdach) cały czas odczuwa presję na przychody (-13% r/r), co jest pochodną restrukturyzacji w dochodzeniu roszczeń od szkód majątkowych, jak i słabszego zainteresowania klientów dochodzeniem roszczeń od szkód osobowych. Jednocześnie wysoka progresja przychodów w ujęciu rok/rok jest widoczna w segmencie rehabilitacji (+32% r/r). Głównym czynnikiem wzrostu jest tutaj waloryzacja stawek, obejmująca zarówno kontrakt z NFZ jak i działalność komercyjną.

Wysoka rentowność. Marża EBITDA w II kw. br. wyniosła 41,5% w porównaniu z 44,0% rok temu. EBITDA i wynik operacyjny Grupy w omawianym kwartale wyniosły odpowiednio 36,6 mln zł i 35,8 mln zł i okazały się nieco wyższe od naszych oczekiwań. Marże kształtują się na wysokim poziomie ze względu na rozpoznawanie przychodów „success-fee”. Warto zauważyć, że w ujęciu kw./kw. mamy do czynienia z efektem wysokiej bazy – w I kw. br. Grupa dokonała odwrócenia odpisów aktualizujących aktywa z tytułu MSSF 15 dotyczące wynagrodzenia „success-fee” od umów z klientami Getin Noble, które dodało 7,7 mln zł do pozostałych przychodów operacyjnych, natomiast w II kwartale poziom pozostałych przychodów operacyjnych wrócił do typowego poziomu.

Dalsza poprawa zysku netto. W omawianym kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły -0,2 mln zł wobec -0,3 mln zł w II kw. 2022 r. Wpływ odwróceń dyskonta w przychodach finansowych był mniejszy niż w I kwartale. Efektywna stopa podatkowa w II kw. br. wyniosła 22%, nieco powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Grupy, na poziomie 27,2 mln zł, okazał się bliski naszych oczekiwań.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w II kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln zł)					Wyniki wobec					Realizacja całorocznej prognozy w:						
	I kw. 22	II kw. 22	III kw. 22	IV kw. 22	I kw. 23	II kw. 23	oczekiwań DM BOŚ	II kw. 23P	zmiana r/r	I-II kw. 22	I-II kw. 23	zmiana r/r	II kw. 22	II kw. 23P	I-II kw. 22	I-II kw. 23
Sprzedaż	55,7	77,3	58,8	108,7	80,3	88,1	→	91,7	14%	133,1	168,4	27%	26%	23%	44%	46%
Zysk na sprzedaży	18,4	32,7	19,1	51,8	27,3	35,8	↑	33,4	9%	51,1	63,1	24%	27%	22%	42%	45%
Marża zysku na sprzedaży	32,9%	42,3%	32,5%	47,6%	34,0%	40,6%	-	36,4%	-	38,4%	37,5%	-	-	-	-	-
EBITDA	19,4	34,0	20,2	37,8	36,1	36,6	↑	33,9	7%	53,4	72,6	36%	31%	23%	48%	47%
Marża EBITDA	34,7%	44,0%	34,3%	34,8%	44,9%	41,5%	-	37,0%	-	40,1%	43,1%	-	-	-	-	-
EBIT	18,8	33,4	19,5	36,8	35,3	35,8	↑	33,2	7%	52,2	71,0	36%	31%	23%	48%	47%
Marża EBIT	33,6%	43,2%	33,2%	33,9%	43,9%	40,6%	-	36,2%	-	39,2%	42,2%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	18,6	32,9	19,2	36,0	39,4	35,6	↑	33,6	8%	51,5	75,0	46%	31%	23%	48%	49%
Marża zysku brutto	33,4%	42,5%	32,7%	33,1%	49,1%	40,4%	-	36,6%	-	38,7%	44,6%	-	-	-	-	-
Zysk netto	16,2	26,5	14,8	29,8	32,6	27,2	→	26,8	3%	42,7	59,8	40%	30%	22%	49%	49%
Marża zysku netto	29,1%	34,2%	25,1%	27,5%	40,6%	30,9%	-	29,2%	-	32,1%	35,5%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Segment klauzul abuzywnych – poszerzona oferta

Votum poinformowało również o pracach nad nowym produktem, który chce wdrożyć do oferty w październiku. Tym razem Votum chce pomóc konsumentom w dochodzeniu roszczeń od banków z tytułu nieprawidłowości w umowach kredytów konsumenckich, skutkujących sankcją kredytu darmowego. Złożenie oświadczenia o sankcję kredytu darmowego przysługuje zarówno konsumentom, którzy nadal spłacają swoje zobowiązania, jak również tym, którzy dokonali już całkowitej spłaty, ale maksymalnie w okresie roku od całkowitej spłaty zobowiązania. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości przez sąd kredytobiorca będzie miał prawo domagać się od banku zwrotu uiszczonych należności w postaci: (i) rat odsetkowych, (ii) prowizji, (iii) ubezpieczeń, (iv) innych opłat około kredytowych. W przypadku czynnych kredytów kredytobiorca będzie zobowiązany jedynie do spłaty kapitału.

Zgodnie z danymi Biura Informacji Kredytowej liczba sprzedanych kredytów konsumenckich w latach 2021-23 mieściła się pomiędzy 250-300 tys. miesięcznie. Z kolei ilość czynnych kredytów konsumenckich wynosi około 7,6 milionów o łącznej wartości zadłużenia 159 mld. Daje to potencjalny duży rynek. Na tym tle Votum dostrzega potencjał wynikający ze znaczącego wolumenu umów, w których można stwierdzić nieprawidłowości, jak również z oceny wysokiego prawdopodobieństwa pozytywnych wyników w postępowaniu sądowym. Ze wstępnych analiz Grupy wynika, że znaczna liczba umów kredytowych zawiera zapisy, które mogą skutkować uznaniem sankcji kredytu darmowego. Votum widzi możliwość większej automatyzacji spraw związanych z sankcją kredytu darmowego w porównaniu do spraw frankowych. Biznesplan zakłada, że pierwsze wyroki sądowe w tych sprawach mogą pojawić się w 2025 roku.

Pozytywnie oceniamy próbę poszerzenia i dywersyfikacji oferty produktowej, szczególnie, że wpisuje się ona w prokonsumenckie podejście sądów i daje możliwość automatyzacji. Jednocześnie zauważamy, że na potencjalny sukces przyjdzie poczekać kilka lat, zanim zostanie wypracowana spójna linia orzecznicza w tej kwestii.

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za I połowę br. aktualizujemy nasze prognozy dla Spółki. Zmiany obejmują małe korekty prognoz wyników finansowych w najbliższych latach.

Segment dochodzenia roszczeń z tytułu umów bankowych. Przez najbliższe lata dla wyników Grupy kluczowe znaczenie dla segmentu będzie miało dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych w umowach walutowych. Zakładamy z tego tytułu dalsze wzrosty przychodów i wyniku operacyjnego segmentu w roku następnym z tego tytułu, chociaż już o wyraźnie słabszej dynamice. Wyniki w latach następnych będą pochodną dwóch czynników: (i) akwizycji nowych klientów wspieranej przez polecenia od zadowolonych klientów, (ii) ilości wyroków pierwszej instancji bezpośrednio przekładającej się na wolumen przychodów „success-fee”. Ponadto kolejne lata powinny również przynieść wyraźny wzrost przepływów pieniężnych na skutek finalizacji kontraktów i pobrania opłat „success fee”, obecnie proces ten zachodzi stopniowo, nieco wolniej od naszych oczekiwań, dlatego też korygujemy lekko tempo pozyskiwania wyroków II instancji i wpływu gotówki.

Pozostajemy ostrożni w szacowaniu niedawno uruchomionego potencjału przychodowego dochodzenia roszczeń z kredytów złotych. Jak przyznaje Spółka, na razie zainteresowanie klientów wśród kredytobiorców złotych okazało się poniżej oczekiwań. Nowy produkt Spółki oparty na sankcji kredytu darmowego daje szansę na zmianę, jednak wciąż uważamy, że rynek ten jest na bardzo wczesnym etapie i jego wartość w średnim okresie zależy od ukształtowania się finalnej linii orzeczniczej. Dodatkowo ten koncept musi zmierzyć się z próbą rynku. Jedno i drugie wymaga czasu, tym bardziej, że w przypadku kredytów walutowych zajęło to kilka lat. Stąd nasze wyczekujące podejście w tej kwestii.

Segment Sprawy odszkodowawcze. Zakładamy stabilizację wyników II połowie tego roku i stopniowy ich wzrost w latach następnych. W tym segmencie (który obejmuje obecnie zarówno dochodzenie szkód osobowych, jak i majątkowych) trwa przebudowa biznesu i budowa współpracy z sieciami warsztatów. W części

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	362,8	379,3	-4%	409,0	421,0	-3%	398,9	433,4	-8%
EBITDA	155,8	161,6	-4%	176,2	179,9	-2%	168,1	172,4	-3%
EBIT	152,6	158,6	-4%	172,9	176,8	-2%	164,5	169,3	-3%
Zysk netto	125,2	124,1	1%	137,4	139,0	-1%	133,2	137,1	-3%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

związanej z dochodzeniem szkód osobowych widać wyhamowywanie negatywnych tendencji. W prognozach zakładamy stabilizację przychodów w kolejnych okresach, a następnie odbudowę przychodów.

Segment rehabilitacyjny. Prognozujemy dalszą stabilną poprawę po stronie przychodowej i wynikowej w kolejnych okresach. Dodatkowo uwzględniamy rozbudowę budynku Centrum Rehabilitacji Funkcjonalnej w Krakowie i zwiększenie zdolności obsługi pacjentów. Szacowany koszt inwestycji to 13 mln zł. Będzie to istotny czynnik wspierający przychody segmentu w perspektywie średnioterminowej (od początku 2025 roku).

Dywidenda. W naszych prognozach zakładamy stopniowy wzrost wypłacanych dywidend na akcję w następnych latach ze względu na spodziewany stopniowy wzrost przepływów pieniężnych segmentu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych. Dopiero dalszy przyrost wyroków II instancji w tym roku (po wyniku prawomocnym następuje rozliczenie uczestników sporu) powinien zapewnić dużo wyższy przepływ gotówki do Spółki, co wydatnie zwiększy możliwość wypłaty dywidend.

Tabela 4. Votum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Gateley	7,0x	5,9x	5,6x	8,5x	7,1x	6,6x	12,6x	11,4x	9,6x
DWF Group	6,1x	5,3x	4,7x	8,3x	0,0x	0,0x	9,7x	0,0x	0,0x
IPH Limited	12,7x	11,3x	10,5x	14,2x	12,8x	11,8x	18,5x	16,7x	15,4x
Information services	-	-	-	-	-	-	12,4x	10,6x	-
Knights Group Holdings	3,6x	2,9x	2,5x	5,4x	-	-	4,9x	4,9x	4,2x
Mediana	6,1x	5,3x	5,1x	8,4x	7,1x	6,6x	12,4x	10,6x	6,9x
Votum	155,8	176,2	168,1	152,6	172,9	164,5	10,4	11,5	11,1
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	81,0	88,8	90,6	108,9	113,8	109,0	129,3	121,6	76,6
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	102,2								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny do przodu, zmiana premii za ryzyko rynku akcji oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały nieznaczną zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny, będącej złożeniem (80%-20%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 79,5 zł (poprzednio 79,6 zł) na akcję Spółki.

Pozytywny wpływ na naszą wycenę ma przesunięcie do przodu momentu wyceny, spadek stopy wolnej od ryzyka (zależnej od rentowności 10-letnich obligacji rządowych) i premii za ryzyko rynku akcji, natomiast zmiany prognoz wyników i przepływów pieniężnych Spółki wywierają negatywny wpływ.

Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 73,9 zł (poprzednio 74,0 zł), zaś wycena metodą porównawczą daje 102,2 zł (poprzednio 102,2 zł) na akcję.

Tabela 3. Votum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga 80%	73,9
Wycena porównawcza – waga 20%	102,2
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	79,5
Cena rynkowa	43,1
Potencjał zmiany	84%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 5. Votum; Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,4	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	1,4
Wymagana stopa zwrotu	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	13,8%
Koszt długu												
Koszt długu przed opodatkowaniem	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział kapitału akcyjnego	98%	98%	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	98%
Udział długu	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
Koszt kapitału własnego	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	13,8%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	13,7%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	362,8	409,0	398,9	297,4	292,9	260,2	265,5	272,7	291,4	267,0	289,3	303,6
EBIT	152,6	172,9	164,5	101,1	96,4	74,8	84,1	93,9	80,9	43,8	51,9	57,0
EBIT*(1-t)	123,6	140,1	133,3	81,9	78,1	60,6	68,1	76,0	65,5	35,5	42,1	46,2
Amortyzacja	3,3	3,3	3,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2
Zmiana kapitału pracującego	-63,8	29,2	32,8	130,9	6,4	0,8	-1,5	-5,5	1,6	-0,8	1,6	1,2
Wydatki inwestycyjne	-4,5	-9,3	-11,1	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-3,9	-3,8	-3,8	-3,7	-3,7
FCFF	58,6	163,3	158,6	212,6	84,3	61,2	66,4	71,0	67,6	35,1	44,1	47,8

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	13,7%
Wartość rezydualna	380,8
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	152,0
Bieżąca wartość FCFF	681,4
Udziały mniejszości	3,4
Wartość firmy	830,0
Zadłużenie netto	-26,2
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	30,0
Wartość kapitału akcyjnego	886,2
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	73,9

Źródło: DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	13,2%	13,4%	13,7%	13,9%	14,2%
0,0%	73,3	73,0	72,8	72,6	72,4
0,5%	73,8	73,5	73,3	73,1	72,9
1,0%	74,4	74,1	73,9	73,6	73,4
1,5%	75,0	74,7	74,4	74,2	73,9
2,0%	75,7	75,4	75,1	74,8	74,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Oczekiwania wyników za III kw. 2023 roku

17 listopada Votum opublikuje swój raport finansowy za III kw. 2023 roku. Spodziewamy się dwucyfrowych dynamik sprzedaży, za co odpowiadać będzie segment dochodzenia klauzul abuzywnych od umów bankowych, gdzie wolumen biznesu jest istotnie większy niż rok temu. W odniesieniu do pozostałych segmentów zakładamy utrzymanie mocnej dynamiki r/r w segmencie Rehabilitacja oraz stabilizacji w segmencie Sprawy odszkodowawcze.

Reasumując, oczekujemy, że wyniki w III kwartale przyniosą wysokie tempo poprawy wyniku netto.

Przychody kontynuują wzrosty. Oczekujemy w III kwartale 21% poprawy przychodów r/r za sprawą mocnego segmentu klauzul abuzywnych i dobrego tempa sprzedaży w segmencie rehabilitacji. Dane cząstkowe za lipiec i sierpień dotyczące obszaru klauzul abuzywnych, który obecnie jest decydujący dla przychodów i rentowności, wskazują na sezonowo wolniejsze tempo zarówno akwizycji klientów,

jak i wydawania wyroków przez sądy. Oba czynniki powinny mieć zauważalne przełożenie na przychody segmentu, dlatego w ujęciu kw./kw. przychody segmentu będą prawdopodobnie niższe. W odniesieniu do pozostałych segmentów spodziewamy się stabilizacji wartości sprzedaży.

Dalsza poprawa wyników r/r. Zakładamy lekki spadek marż EBITDA i operacyjnej w ujęciu r/r,

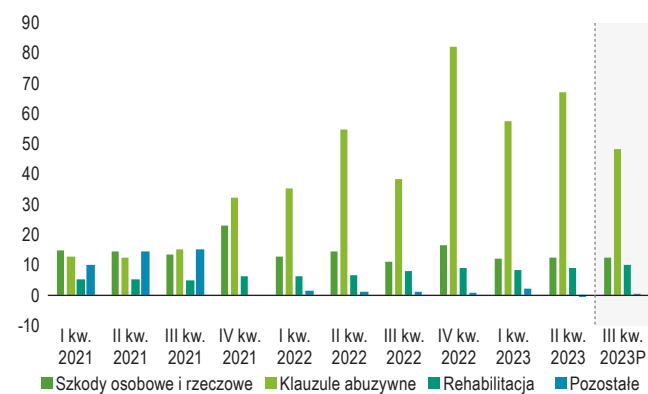
co będzie pochodną mniejszego „success-fee” w kwartale, ale też wzrostu kosztów stałych. Szacujemy, że Grupa Votum powinna zaraportować w III kw. 2023 roku marżę EBIT na poziomie 39,8% w porównaniu do 33,2% rok temu, co powinno przełożyć się na zysk operacyjny w wysokości 28,4 mln zł. Zgodnie z naszymi prognozami zysk netto Grupy w omawianym kwartale powinien sięgnąć 22,6 mln zł (+53% r/r).

Tabela 8. Votum; Prognozy finansowe na III kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln zł)	II kw. 2022				III kw. 2022			zmiana r/r	I-III kw. 2022			Realizacja całorocznej prognozy w:			
	22	22	22	22	I kw. 2022	II kw. 2022	III kw. 2022		22	23P	r/r	III kw. 22	III kw. 23P	I-III kw. 22	I-III kw. 23P
Sprzedaż	77,3	58,8	108,7		80,3	88,1	71,4	21%	191,9	239,7	25%	20%	19%	64%	66%
Zysk na sprzedaży	32,7	19,1	51,8		27,3	35,8	27,9	46%	70,2	88,2	26%	16%	18%	58%	62%
Marża zysku na sprzedaży	42,3%	32,5%	47,6%		34,0%	40,6%	39,1%	-	36,6%	36,8%	-	-	-	-	-
EBITDA	34,0	20,2	37,8		36,1	36,6	29,2	45%	73,6	99,0	35%	18%	18%	66%	65%
Marża EBITDA	44,0%	34,3%	34,8%		44,9%	41,5%	40,9%	-	38,3%	41,3%	-	-	-	-	-
EBIT	33,4	19,5	36,8		35,3	35,8	28,4	45%	71,7	96,6	35%	18%	18%	66%	65%
Marża EBIT	43,2%	33,2%	33,9%		43,9%	40,6%	39,8%	-	37,4%	40,3%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	32,9	19,2	36,0		39,4	35,6	28,3	47%	70,7	100,5	42%	18%	18%	66%	65%
Marża zysku brutto	42,5%	32,7%	33,1%		49,1%	40,4%	39,6%	-	36,8%	41,9%	-	-	-	-	-
Zysk netto	26,5	14,8	29,8		32,6	27,2	22,6	53%	57,5	80,1	39%	17%	18%	66%	65%
Marża zysku netto	34,2%	25,1%	27,5%		40,6%	30,9%	31,7%	-	30,0%	33,4%	-	-	-	-	-

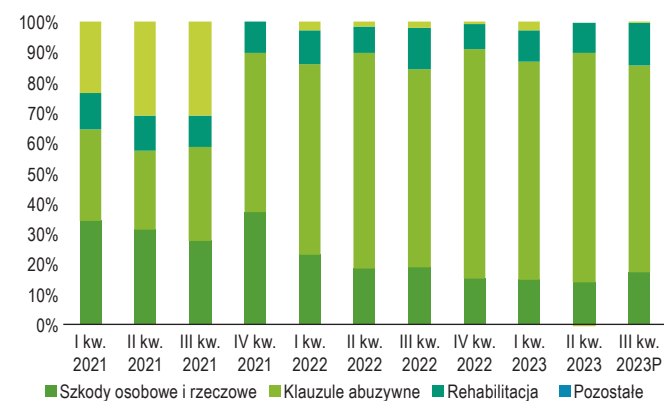
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



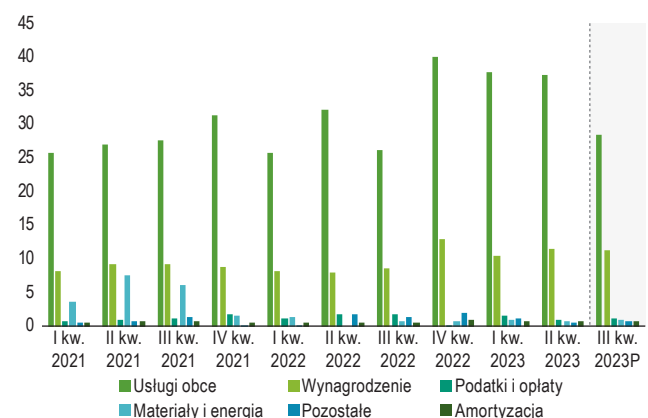
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



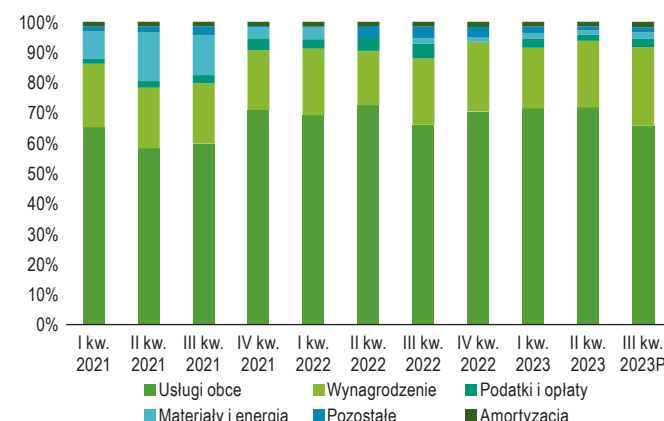
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według segmentu w ujęciu kwartalnym



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. Votum; Struktura kosztów według segmentu w ujęciu kwartalnym



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	150,6	195,6	300,6	362,8	409,0	398,9
Koszt własny sprzedaży	138,9	177,3	178,6	218,6	235,4	233,4
Zysk na sprzedaży	11,7	18,3	122,0	144,1	173,6	165,5
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	-0,9	-13,5	8,4	-0,6	-1,0
EBITDA	13,6	20,1	111,4	155,8	176,2	168,1
EBIT	11,4	17,5	108,5	152,6	172,9	164,5
Przychody finansowe	0,3	0,2	0,6	6,3	1,8	3,2
Koszty finansowe	-1,1	-1,5	-2,5	-2,6	-2,6	-1,8
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk przed opodatkowaniem	10,6	16,4	106,6	156,3	172,3	166,1
Podatek dochodowy	2,5	6,3	18,6	29,2	32,7	31,6
Zyski mniejszości	-0,5	0,1	0,7	1,9	2,1	1,3
Zysk netto	8,7	10,1	87,3	125,2	137,4	133,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Volum; Bilans

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	60,7	65,0	87,0	95,8	108,1	114,3
Rzeczowe aktywa trwałe	25,6	27,5	28,8	30,0	35,8	43,1
Aktywa niematerialne	1,4	1,3	1,0	1,0	1,2	1,5
Wartość firmy	18,2	17,7	15,8	15,8	15,8	15,8
Majątek finansowy	15,5	18,5	40,6	49,0	55,3	53,9
Majątek obrotowy	54,7	67,0	185,8	300,7	391,9	442,6
Należności handlowe	44,5	61,7	174,3	253,9	237,2	199,5
Pozostałe należności	1,4	1,2	1,2	1,4	1,6	1,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	8,8	4,1	10,4	45,3	153,1	241,6
Aktywa	115,4	132,6	272,8	396,5	500,0	557,0
Kapitały własne	64,1	68,9	150,9	246,1	333,5	397,9
Zobowiązania	51,4	63,7	121,9	150,5	166,5	159,0
Zobowiązania długoterminowe	13,8	21,7	50,4	59,5	66,8	62,4
Dług odsetkowy	9,7	10,8	8,1	7,3	6,6	5,9
Leasing	1,6	1,9	3,2	3,4	3,6	3,7
Rezerwy, inne	2,4	9,0	39,1	48,8	56,6	52,7
Zobowiązania krótkoterminowe	37,6	42,0	71,5	91,0	99,8	96,7
Dług odsetkowy	12,0	14,9	13,1	11,8	10,6	9,6
Leasing	3,6	0,8	1,6	1,7	1,8	1,9
Rezerwy, inne	18,4	19,8	25,6	39,9	45,0	43,9
Zobowiązania handlowe	3,6	6,5	31,2	37,6	42,4	41,4
Pasywa	115,4	132,6	272,8	396,5	500,0	557,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. Volum; Przepływy pieniężne

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	0,8	0,2	18,4	68,4	169,7	167,1
Zysk brutto	10,6	16,4	106,6	156,3	172,3	166,1
Amortyzacja	2,2	2,6	2,8	3,3	3,3	3,5
Zmiana majątku obrotowego	-7,5	8,8	32,9	-57,9	32,9	26,3
Pozostałe	-4,6	-27,7	-124,0	-33,3	-38,7	-28,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,4	-2,3	-0,5	-4,5	-9,3	-11,1
Nakłady inwestycyjne	-1,6	-1,0	-1,4	-4,5	-9,3	-11,1
Pozostałe	0,2	-1,3	0,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,1	-2,6	-11,7	-32,1	-52,0	-70,4
Przychody z emisji akcji	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	0,7	3,4	-4,2	-2,1	-1,9	-1,7
Wypłata dywidend	0,0	-4,2	-4,9	-30,0	-50,1	-68,7
Pozostałe	-1,1	-1,8	-2,6	0,0	0,0	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-0,8	-4,7	6,2	35,0	107,7	88,6

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Votum; Marże i stopy wzrostu

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marże:						
Marża brutto	8%	9%	41%	40%	42%	41%
Marża EBITDA	9%	10%	37%	43%	43%	42%
Marża operacyjna	8%	9%	36%	42%	42%	41%
Marża zysku przed opodatkowaniem	7%	8%	35%	43%	42%	42%
Marża zysku netto	6%	5%	29%	35%	34%	33%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	6%	30%	54%	21%	13%	-2%
EBITDA	-45%	48%	454%	40%	13%	-5%
EBIT	-49%	53%	522%	41%	13%	-5%
Zysk przed opodatkowaniem	-52%	54%	550%	47%	10%	-4%
Zysk netto	-50%	16%	767%	43%	10%	-3%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Votum; Wskaźniki

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż (mln zł)	150,6	195,6	300,6	362,8	409,0	398,9
Marża brutto	8%	9%	41%	40%	42%	41%
EBIT (mln zł)	13,6	20,1	111,4	155,8	176,2	168,1
EBITDA (mln zł)	11,4	17,5	108,5	152,6	172,9	164,5
Zysk brutto (mln zł)	8,7	10,1	87,3	125,2	137,4	133,2
Zysk netto (mln zł)	8,7	10,1	87,3	125,2	137,4	133,2
EPS (zł)	0,7	0,8	7,3	10,4	11,5	11,1
Dług netto (mln zł)	12,9	21,5	10,8	-26,2	-135,9	-226,2
BPS (zł)	5,3	5,7	12,6	20,5	27,8	33,2
DPS (zł)	0,00	0,35	0,41	2,50	4,17	5,73
Zwrot z kapitału własnego	15%	15%	79%	63%	47%	36%
Zwrot z aktywów	8%	8%	43%	37%	31%	25%
Amortyzacja (mln zł)	2,2	2,6	2,8	3,3	3,3	3,5
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	0,6	5,0	33,3	58,6	163,3	158,6
Capex (mln zł)	1,6	1,0	1,4	4,5	9,3	11,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Rozwiązanie ustawowe zniechęcających kredytobiorców do wchodzenia na drogę sądową i korzystania z usług spółki
2. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową
3. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
4. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
5. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych
6. Małe zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotych
7. Niedobór siły roboczej (szybki rozwój wymusza pozyskiwanie wykwalifikowanych pracowników)
8. Presja na wynagrodzenia
9. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
10. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
11. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
12. Presja na marże
13. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych (postulaty wyborcze niektórych partii)
14. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
15. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
16. Potencjalne przejęcia nowych spółek
17. Potencjalne problemy z ciągłością działania systemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)
18. Niższe niż zakładane tempo wzrostu segmentu OZE

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 wygranych procesie
3. Rosnąca skala wypłat dywidend
4. Dalsze osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
5. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
6. Powodzenie projektu dochodzenia roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotych
7. Korzystna dla klientów linia orzecznicza w przypadku kredytów złotych
8. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
9. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny (wzrost liczby kontraktów w segmencie cesji wierzytelności, poprawa struktury w segmencie szkód osobowych)
10. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
11. Skuteczne wdrożenie programów optymalizacji opracowanych w odpowiedzi na pandemię
12. Długoterminowy sukces nowych przedsięwzięć

Przewagi konkurencyjne

1. Pozycja lidera na najważniejszych rynkach produktowych
2. Ponadprzeciętna efektywność na tle konkurencji wynikająca z efektu skali
3. Automatyzacja i cyfryzacja procesów
4. Solidne dotychczasowe osiągnięcia
5. Zmotywowany i kompetentny zespół menedżerski będący akcjonariuszami Spółki
6. Pionier rosnącego rynku roszczeń dla kredytobiorców walutowych
7. Sprawność operacyjna
8. Specjalizacja w ściśle określonych rynkach produktowych
9. Wielokanałowa sieć dystrybucji

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Marża 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 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	38	32	9	9	0	4
Procenty	41%	35%	10%	10%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	33	14	9	0	4
Procenty	35%	36%	15%	10%	0%	4%

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	5	7	1	1	0	3
Procenty	29%	41%	6%	6%	0%	18%

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	7	3	3	1	0	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^a	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	16.08.2022	195%	273%	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 ↑	
Michał Sobolewski	-	→	20.05.2022	20.05.2022	-	-	-	24,30	53,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	26.05.2022	26.05.2022	-	-	-	24,70	53,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	07.06.2022	08.06.2022	-	-	-	28,95	53,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	39,20	53,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	35,65	75,90 ↑	
Michał Sobolewski	Kupuj	→	16.08.2022	-	16.08.2022	14.07.2023	10%	-12%	45,50	75,90 →
Michał Sobolewski	-	→	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	41,00	75,90 →	
Michał Sobolewski	-	→	27.09.2022	27.09.2022	-	-	-	39,90	75,90 →	
Michał Sobolewski	-	→	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	33,55	75,90 →	
Michał Sobolewski	-	→	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	35,20	75,90 →	
Michał Sobolewski	-	→	17.11.2022	17.11.2022	-	-	-	38,00	75,90 →	
Michał Sobolewski	-	→	02.12.2022	02.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 ↓	
Michał Sobolewski	-	→	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	45,85	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	52,30	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	56,60	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	48,80	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	12.04.2023	12.04.2023	-	-	-	51,40	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	52,30	72,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	10.05.2023	10.05.2023	-	-	-	45,00	79,60 ↑	
Michał Sobolewski	-	→	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	50,70	79,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	06.06.2023	06.06.2023	-	-	-	52,00	79,60 →	
Michał Sobolewski	Kupuj	→	14.07.2023	-	14.07.2023	Nie później niż 14.07.2024	-14%	-5%	50,00	79,60 →
Michał Sobolewski	-	→	31.08.2023	31.08.2023	-	-	-	49,60	79,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	06.09.2023	06.09.2023	-	-	-	48,50	79,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	03.10.2023	03.10.2023	-	-	-	43,10	79,50 ↓	

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	Przeważaj	-	02.09.2020	-	03.09.2020	04.12.2020	11,40	4%
Michał Sobolewski	-	→	-	15.09.2020	16.09.2020	-	13,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	11,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2020	20.11.2020	-	12,80	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	04.12.2020	-	04.12.2020	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	28.10.2022	15,06	222%
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	-
Michał Sobolewski	-	→	-	20.05.2022	20.05.2022	-	24,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.05.2022	26.05.2022	-	24,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.06.2022	08.06.2022	-	28,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	39,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	35,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	45,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	41,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.09.2022	27.09.2022	-	39,90	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	33,55	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	→	28.10.2022	-	28.10.2022	03.10.2023	35,20	-5%
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2022	17.11.2022	-	38,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	02.12.2022	02.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	45,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	56,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	48,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.04.2023	12.04.2023	-	51,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	52,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.05.2023	10.05.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	50,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.06.2023	06.06.2023	-	52,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	50,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	49,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.09.2023	06.09.2023	-	48,50	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	03.10.2023	-	03.10.2023	Nie później niż 03.10.2024	43,10	-

* 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 4.0” 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 października 2023 r., godz. 19:25.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 października 2023 r., godz. 19:35.

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)

Sylvia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2023 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