

**13/2026/GPW (44)** 17 czerwca 2026

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

# Votum

Rekomendowane działanie .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Wyniki finansowe za I kw. 2026 roku .....	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy .....	5
Sankcja kredytu darmowego – ostatnie wydarzenia .....	6
Prognozy finansowe .....	7
Wycena .....	7
Czynniki ryzyka .....	8
Katalizatory .....	8
Przewagi konkurencyjne .....	8
Zastrzeżenia prawne .....	9

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0

# Votum

13/2026/GPW (44) 17 czerwca 2026

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (↓)

Kurs: 43,50 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 53,1 zł (↓)

Kapitalizacja: 142,8 mln US\$

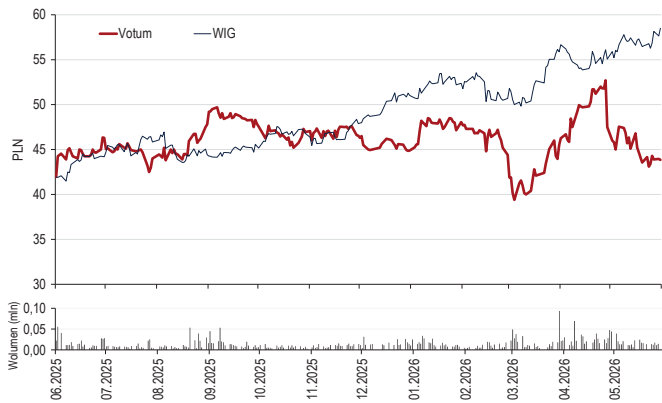
Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,26 mln US\$

12M przedział kursowy: 39,40-52,70 zł

Free float: 37%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Rekomendowane działanie

**Rekomendacja fundamentalna** **Kupuj**  
**podtrzymana.** Podtrzymujemy naszą fundamentalną rekomendację Kupuj dla akcji Votum. Wyniki za I kw. 2026 były zbliżone do naszych oczekiwań i nie skłaniają nas do zmian prognoz finansowych. Nadal pozytywnie oceniamy perspektywy generowania gotówki przez segment frankowy, który korzysta z rosnącej liczby ugód, skracania czasu postępowań oraz wysokiego portfela spraw pozostających jeszcze przed rozpoznaniem przychodów. Jednocześnie dostrzegamy potencjał budowy kolejnego źródła wzrostu w obszarze sankcji kredytu darmowego, gdzie ostatnie orzeczenia TSUE wzmacniają pozycję konsumentów i zwiększają zainteresowanie tym segmentem. Dodatkowym argumentem pozostaje bardzo silna pozycja bilansowa Spółki oraz atrakcyjna polityka dywidendowa.

**Rekomendacja relatywna Neutralnie.** Obniżamy naszą rekomendację relatywną do Neutralnie (poprzednio Przeważaj). Choć ostatnie wydarzenia orzecznicze pozostają wyraźnie korzystne dla rynku sankcji kredytu darmowego (wyroki TSUE, stanowisko rzecznika), jednak w ostatnich tygodniach wzrosło ryzyko regulacyjne związane z przygotowywanymi zmianami

### Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	mln zł	462,4	400,1	317,7	319,8
EBITDA	mln zł	184,7	142,8	91,5	97,6
EBIT	mln zł	178,0	136,0	84,7	92,1
Zysk netto	mln zł	140,2	109,4	68,5	75,2
EPS	zł	11,68	9,12	5,71	6,27
Zmiana EPS r/r	%	24	-22	-37	10
Dług (gotówka) netto	mln zł	-137,6	-187,9	-246,5	-279,4
Dług (gotówka) netto + leasing	mln zł	-125,7	-175,5	-233,4	-265,7
P/E	x	3,7	4,8	7,6	6,9
P/CE	x	3,6	4,5	6,9	6,5
EV/EBITDA	x	2,1	2,3	3,0	2,5
EV/EBIT	x	2,2	2,5	3,3	2,6
DPS	zł	6,67	5,00	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	%	15,3	11,5	11,5	11,5
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Ostatnie wydarzenia

1. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 12 maja
2. Dzień dywidendy (5,0 zł na akcję): 18 maja
3. Dzień wypłaty dywidendy: 22 maja
4. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2026: 29 maja
5. Zapowiedź prac Ministerstwa Finansów i Ministerstwa Sprawiedliwości nad nowymi regulacjami dotyczącymi SKD: początek czerwca
6. Opinia Rzecznika Generalnego TSUE w sprawie C-831/24 dotyczącej obowiązku badania umowy kredytowej przez sąd (SKD): 12 czerwca 2026

### Najbliższe wydarzenia

1. Potencjalne przedstawienie założeń nowej ustawy dotyczącej kredytów konsumenckich: lipiec – sierpień
2. Publikacja skonsolidowanego raportu za I półrocze 2026: 22 września
3. Publikacja skonsolidowanego raportu za III kw. 2026: 24 listopada
4. Decyzja o ewentualnej dywidendzie zaliczkowej za 2026 rok: II półrocze
5. Dalsze rozstrzygnięcia TSUE w sprawach dotyczących sankcji kredytu darmowego (w tym C-324/26): II półrocze 2026-2027

legislacyjnymi. Przejęcie prac nad nowymi regulacjami przez Ministerstwo Finansów oraz Ministerstwo Sprawiedliwości, przy jednoczesnej krytyce wcześniejszych propozycji UOKiK, zwiększa prawdopodobieństwo przyjęcia mniej prokonsumenckich rozwiązań. W efekcie potencjalne korzyści dla konsumentów oraz podmiotów dochodzących oszczędności mogą być w przyszłości mniejsze niż wynikałoby to wyłącznie z ostatnich wyroków TSUE. Uważamy, że w krótkim terminie

rynek będzie oczekiwał większej klarowności co do ostatecznego kształtu nowych regulacji, co ogranicza potencjał relatywnego zachowania kursu względem szerokiego rynku.

### Wyniki finansowe za I kw. 2026 roku

Wyniki Votum za I kw. 2026 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i pokazują stopniową normalizację segmentu frankowego po rekordowym ubiegłym roku. Przychody Grupy wyniosły 105,6 milionów zł i spadły o 14% r/r, głównie ze względu na 17% r/r spadek przychodów w segmencie bankowym, przy 5% spadku w obszarze dochodzenia odszkodowań. Sprzedaż wzrosła w ujęciu r/r w segmencie rehabilitacji. Wskutek tego EBIT obniżył się o 30% r/r do 34,8 milionów zł, a zysk netto zmniejszył się o 37% r/r do 27,6 milionów zł. Podsumowując, zaraportowane przychody i wyniki były bliskie naszym oczekiwaniom na każdym poziomie rachunku zysków i strat.

**Marże pod presją kosztową.** Rentowność Grupy pozostawała pod presją rosnących kosztów związanych z rozwojem działalności. Marża EBIT spadła do 33,0% wobec 40,6% rok wcześniej, a marża netto obniżyła się do 26,1% z 35,4% przed rokiem. Spółka wskazuje, że wzrost kosztów wynika przede wszystkim z intensyfikacji działań

marketingowych, rozwoju nowych produktów prawnych, zwiększania zatrudnienia oraz inwestycji w cyfryzację, rozwiązania mobilne i narzędzia AI.

**Wynik netto.** W I kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły 0,2 mln zł wobec 4,1 mln zł w I kw. 2025 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 20%, lekko powyżej naszych oczekiwań. W rezultacie zysk netto Votum wyniósł 27,6 milionów zł i był o 37% niższy niż przed rokiem. Spadek wyniku był konsekwencją dwóch tendencji – niższych przychodów oraz dalszego wzrostu kosztów. Mimo wyraźnego spadku r/r rentowność netto cały czas utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie 26,1%, a realizacja naszej całorocznej prognozy zysku netto po pierwszym kwartale wynosi 25%, co oceniamy jako poziom komfortowy versus nasz założony przebieg wyników Grupy w tym roku.

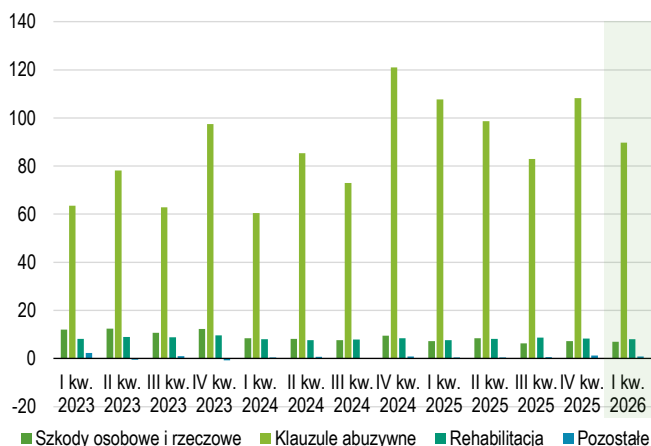
**Bilans i przepływy pieniężne.** Votum utrzymuje bardzo silną sytuację finansową. Na koniec marca środki pieniężne wzrosły do 182,4 milionów zł wobec 150,3 milionów zł na koniec 2025 roku. Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły 32,4 milionów zł, pozostając na wysokim poziomie mimo niższych wyników księgowych. Istniejąca poduszka finansowa zapewnia komfort finansowania nowych inicjatyw rozwojowych oraz przestrzeń do kontynuacji atrakcyjnej polityki dywidendowej.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w I kw. 2026 r.

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	Wyniki wobec oczekiwań DM BOŚ	I kw. zmiana		Realizacja całorocznej prognozy w:	
	24	25	25	25	25	26		26P	r/r	I kw. 25	I kw. 26
Sprzedaż	139,7	123,1	115,7	98,4	125,2	105,6	→	100,7	-14%	27%	26%
Zysk na sprzedaży	66,8	54,5	46,8	34,0	51,0	34,4	→	36,1	-37%	29%	25%
Marża zysku na sprzedaży	47,9%	44,3%	40,4%	34,5%	40,7%	32,6%	-	35,8%	-	-	-
EBITDA	67,6	51,6	48,2	37,7	47,2	36,5	→	37,7	-29%	28%	26%
Marża EBITDA	48,4%	41,9%	41,7%	38,4%	37,7%	34,6%	-	37,4%	-	-	-
EBIT	65,8	49,9	46,5	36,0	45,5	34,8	→	36,0	-30%	28%	26%
Marża EBIT	47,1%	40,6%	40,2%	36,6%	36,4%	33,0%	-	35,8%	-	-	-
Zysk brutto	64,9	54,1	47,9	38,2	39,5	35,0	→	36,5	-35%	30%	25%
Marża zysku brutto	46,5%	43,9%	41,4%	38,9%	31,5%	33,1%	-	36,2%	-	-	-
Zysk netto	51,3	43,6	35,9	29,5	31,2	27,6	→	28,9	-37%	31%	25%
Marża zysku netto	36,7%	35,4%	31,0%	30,0%	24,9%	26,1%	-	28,7%	-	-	-

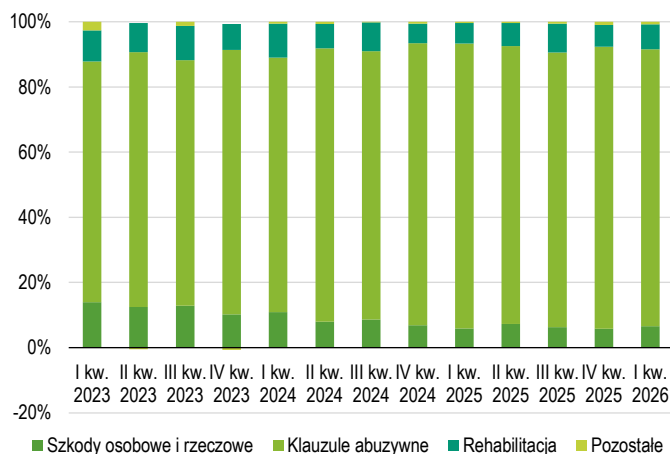
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



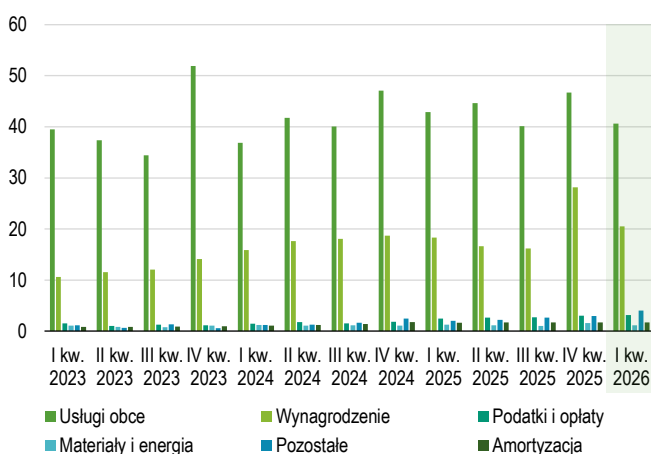
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



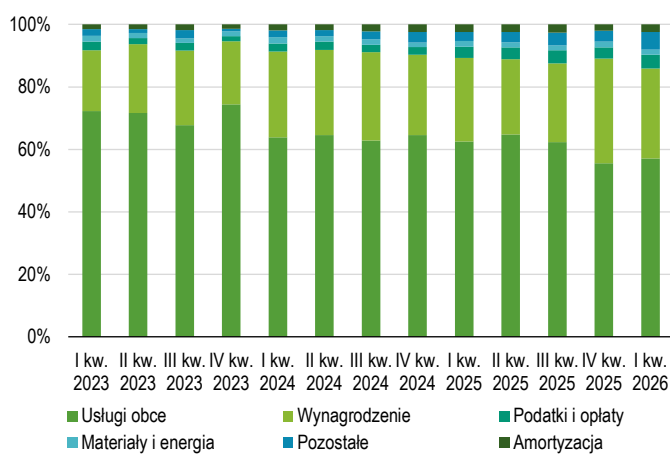
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 3. Votum; Koszty według segmentu w ujęciu kwartalnym**



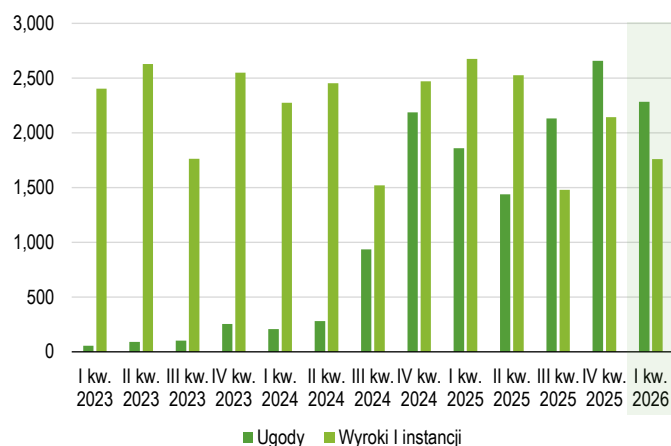
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 5. Votum; Liczba wyroków I instancji i liczba ugód.**



Źródło: Spółka

## Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

### Segment bankowy głównym motorem wyników.

Zarząd podtrzymuje ocenę, że segment spraw bankowych pozostanie kluczowym źródłem przychodów Grupy w całym 2026 roku. W pierwszym kwartale około 85% sprzedaży pochodziło ze spraw dotyczących kredytów indeksowanych i denominowanych do CHF, a kwartalne przychody utrzymały się na poziomie przekraczającym 100 milionów zł. Spółka zakłada kontynuację tego trendu w kolejnych kwartałach, wspieraną przez wysoki portfel prowadzonych spraw oraz utrzymującą się zdolność do pozyskiwania nowych klientów. Zarząd podkreśla, że realizacja celu pozyskania około 8 tysięcy nowych spraw frankowych rocznie pozostaje ambitna, ale możliwa do osiągnięcia dzięki intensywnym działaniom marketingowym oraz dalszemu rozwojowi sieci sprzedaży.

W ocenie Zarządu otoczenie operacyjne dla segmentu kredytów walutowych pozostaje bardzo korzystne. Według danych Ministerstwa Sprawiedliwości sądy pierwszej instancji zakończyły w pierwszym kwartale 2026 roku około trzykrotnie więcej spraw niż przyjęły nowych, co oznacza dalsze przyspieszenie procesu rozładowywania zaległości. Dodatkowo coraz większa liczba banków rezygnuje ze składania apelacji lub aktywnie uczestniczy w procesach ugodowych, co skraca czas finalizacji spraw oraz przyspiesza przepływy pieniężne.

### Sankcja kredytu darmowego nowym filarem wzrostu.

W ocenie Zarządu rok 2026 powinien być przełomowy dla rynku sankcji kredytu darmowego. Kluczowe znaczenie miał kwietniowy wyrok TSUE w sprawie C-744/24, który zdaniem Spółki wzmocni pozycję konsumentów i zwiększa prawdopodobieństwo korzystnych rozstrzygnięć w przyszłych postępowaniach. Na koniec marca portfel spraw SKD obejmował około 7,5 tysiąca postępowań, a Zarząd oczekuje stopniowego wzrostu zainteresowania klientów tym produktem. Dzięki lokalizacji tych spraw głównie w sądach rejonowych, które nie borykają się z takimi zaległościami jak sądy okręgowe i apelacyjne, potencjalna monetyzacja portfela może przebiegać szybciej niż w przypadku spraw frankowych. W ocenie Spółki segment SKD powinien od 2027 roku stopniowo przejmować rolę drugiego filaru wzrostu przychodów.

**Nowe obszary działalności prawnej.** Zarząd konsekwentnie realizuje strategię budowy wieloproduktowej platformy usług prawnych. Dotychczas wyspecjalizowana sieć kancelarii rozwijana wokół spraw frankowych ma zostać w ciągu dwóch lat dalej rozbudowana. Rozwój obejmuje zarówno nowe obszary sporów konsumenckich i majątkowych, jak również kolejne produkty masowe, które mogą być dystrybuowane za pośrednictwem istniejącej sieci sprzedaży. Celem jest stopniowe ograniczanie zależności wyników Grupy od pojedynczych kategorii spraw i budowa bardziej zdywersyfikowanego modelu biznesowego.

### Rozwój technologii i cyfryzacja procesów.

Jednym z głównych kierunków strategicznych pozostaje rozwój technologiczny Grupy. Zarząd wskazuje na rosnące znaczenie aplikacji „Moja Sprawa”, z której korzysta już około 60 tysięcy użytkowników. Spółka planuje intensywnie wykorzystywać rozwiązania mobilne, automatyzację procesów oraz narzędzia AI zarówno w obsłudze klientów, jak i w działalności kancelarii prawnych. W krótkim terminie oznacza to podwyższone nakłady inwestycyjne oraz wyższe koszty operacyjne, jednak w średnim okresie powinno przełożyć się na poprawę efektywności operacyjnej oraz zwiększenie możliwości skalowania biznesu.

### Rozwój sieci sprzedaży.

W pierwszym kwartale 2026 roku Grupa odnotowała najszybszy od wielu lat wzrost liczby współpracowników w sieci dystrybucyjnej. Zarząd wskazuje, że oferta produktowa Votum staje się coraz bardziej atrakcyjna dla przedstawicieli handlowych pozyskiwanych z innych branż, w tym segmentu odnawialnych źródeł energii. Jednocześnie model wynagrodzeń oparty w dużej mierze o prowizję powoduje, że rozwój sieci sprzedaży nie prowadzi do istotnego wzrostu kosztów stałych, natomiast powinien wspierać wzrost przychodów w kolejnych latach.

### Koszty wzrostu i rentowność.

W kolejnych kwartałach należy oczekiwać utrzymania podwyższonych kosztów związanych z marketingiem, rozwojem nowych segmentów działalności, inwestycjami IT oraz wzmocnieniem zespołów prawnych. Zarząd traktuje jednak te wydatki jako inwestycję w przyszłe źródła przychodów i podkreśla, że rok 2026 ma charakter

przejściowy pomiędzy okresem dominacji spraw frankowych a budową kolejnych segmentów wzrostowych. W rezultacie Spółka oczekuje względnie stabilnych wyników w bieżącym roku oraz powrotu do ścieżki wzrostowej od 2027 roku wraz z dojrzywaniem nowych projektów.

### **Silna pozycja gotówkowa i polityka dywidendowa.**

Votum pozostaje spółką generującą wysokie przepływy pieniężne, co pozwala równolegle finansować rozwój nowych projektów oraz utrzymywać atrakcyjną politykę dywidendową. Zarząd podkreśla, że obecny poziom gotówki oraz przewidywane przepływy z portfela spraw frankowych zapewniają komfort finansowania inwestycji w rozwój kancelarii, technologii i nowych produktów bez konieczności istotnego zwiększenia zadłużenia.

**Perspektywy.** Zarząd podtrzymuje oczekiwanie stabilnych wyników segmentu frankowego w 2026 roku, przy jednoczesnym wzroście znaczenia nowych obszarów działalności od 2027 roku. Pozytywnymi czynnikami pozostają rekordowa sprzedaż nowych spraw, przyspieszająca finalizacja postępowań sądowych, rosnąca liczba ugód oraz potencjalna poprawa perspektyw segmentu SKD po ostatnich wyrokach TSUE. Jednocześnie krótkoterminowo na rentowność nadal wpływać będą podwyższone wydatki marketingowe, inwestycje technologiczne oraz koszty rozwoju nowych produktów prawnych.

### **Sankcja kredytu darmowego – ostatnie wydarzenia**

Ostatnie dwa miesiące przyniosły istotne przyspieszenie wydarzeń wokół rynku sankcji kredytu darmowego (SKD), które w naszej ocenie stopniowo zwiększają atrakcyjność tego segmentu dla podmiotów wyspecjalizowanych w dochodzeniu roszczeń. Kluczowym wydarzeniem był wyrok TSUE z 23 kwietnia 2026 roku w sprawie C-744/24 ([link](#)), w którym Trybunał uznał, że kredytodawcy nie mogą naliczać odsetek od kredytowanych kosztów pozaodsetkowych, takich jak prowizje czy składki ubezpieczeniowe, które nie zostały faktycznie wypłacone klientowi. Orzeczenie zostało powszechnie odebrane jako istotne wzmocnienie pozycji konsumentów i może stanowić ważny argument w przyszłych sporach dotyczących SKD.

**Rosnąca presja regulacyjna.** W maju i czerwcu narastał konflikt pomiędzy instytucjami odpowiedzialnymi za ochronę konsumentów a organami odpowiedzialnymi za stabilność sektora finansowego. Po krytyce projektu nowej ustawy o kredycie konsumenckim ze strony KNF, Ministerstwa Finansów oraz Ministerstwa Sprawiedliwości, rząd odebrał UOKiK-owi prowadzenie prac legislacyjnych nad wdrożeniem dyrektywy CCD2. Projekt został wycofany z procesu legislacyjnego, a dalsze prace mają być prowadzone pod nadzorem resortów finansów i sprawiedliwości. Jednocześnie pojawiły się zapowiedzi opracowania odrębnych regulacji dedykowanych wyłącznie problematyce SKD, których celem miałyby być ograniczenie ryzyka masowego napływu pozwów do sądów.

**Opinia Rzecznika Generalnego TSUE kolejnym wsparciem dla konsumentów.** Szczególnie istotnym wydarzeniem była opublikowana 12 czerwca opinia Rzecznika Generalnego TSUE w sprawie C-831/24 ([link](#)), zgodnie z którą sądy krajowe powinny samodzielnie badać wszystkie potencjalne naruszenia obowiązków informacyjnych przez kredytodawcę, nawet jeśli nie zostały one wskazane przez konsumenta w pozwie. Jeżeli stanowisko to zostanie potwierdzone w przyszłym wyroku TSUE, znacząco obniży to próg wejścia w spór dla klientów oraz może zwiększyć skuteczność dochodzenia roszczeń z tytułu SKD. Dla kancelarii prawnych specjalizujących się w tym obszarze oznaczałoby to potencjalnie szerszy zakres spraw kwalifikujących się do prowadzenia.

**Znaczenie dla Votum.** W naszej ocenie ostatnie orzeczenia TSUE potwierdzają utrzymujący się prokonsumencki kierunek interpretacji przepisów dotyczących kredytów konsumenckich, co wspiera rozwój rynku Sankcji Kredytu Darmowego i zwiększa jego znaczenie jako potencjalnego źródła przychodów dla Votum w kolejnych latach. Jednocześnie w ostatnich tygodniach wyraźnie wzrosła niepewność regulacyjna związana z pracami nad nowymi przepisami dotyczącymi kredytów konsumenckich oraz SKD. Coraz częściej pojawiają się postulaty ograniczenia skali sankcji poprzez wprowadzenie zasady proporcjonalności lub innych rozwiązań mających ograniczyć ryzyko dla sektora bankowego. W rezultacie, choć kierunek zmian orzeczniczych pozostaje korzystny dla

konsumentów, ostateczny potencjał rynku SKD będzie zależał nie tylko od przyszłych wyroków TSUE, ale również od kształtu krajowych regulacji, które mogą częściowo ograniczyć korzyści osiągane przez kredytobiorców i podmioty reprezentujące ich interesy.

### Prognozy finansowe

Nie wprowadzamy zmian do naszych prognoz finansowych dla Votum, ponieważ wyniki za I kw. 2026 były zbliżone do naszych oczekiwań, a realizacja całorocznych prognoz po pierwszym kwartale pozostaje spójna z oczekiwaną ścieżką wyników na 2026 rok. Podtrzymujemy założenie, że bieżący rok będzie okresem stopniowej normalizacji wyników segmentu frankowego po rekordowym

2025 roku, przy jednoczesnym przygotowywaniu nowych obszarów wzrostu, w szczególności sankcji kredytu darmowego.

### Wycena

Obniżamy naszą 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Votum o 5,0 zł na akcję względem poprzedniego raportu do 53,1 zł, co wynika z uwzględnienia odjęcia prawa do dywidendy od czasu naszego poprzedniego raportu. Jednocześnie nie wprowadzamy istotnych zmian do naszych prognoz finansowych ani założeń operacyjnych, ponieważ wyniki za I kw. 2026 były zbliżone do naszych oczekiwań, a perspektywy działalności pozostają zgodne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami.

**Czynniki ryzyka**

1. Rosnąca skłonność klientów do korzystania z oferty ugodowej banków
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 w tym hurtowni roszczeń od klauzul abuzywnych umów złotowych
7. Wykształcenie mniej korzystnej dla klientów linii orzeczniczej lub przyjęcie rozwiązań legislacyjnych ograniczających zakres zastosowania Sankcji Kredytu Darmowego
8. Małe zainteresowanie ze strony kredytobiorców walutowych z już spłaconymi kredytami i w innych niż CHF walutach (EUR).
9. Niedobór siły roboczej
10. Zmiana taktyki procesowej banków i rezygnacja z apelacji do wyższej instancji skutkująca mniejszymi przychodami z KZP
11. Presja na wynagrodzenia
12. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
13. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
14. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
15. Presja na marże
16. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych
17. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
18. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
19. Potencjalne przejęcia nowych spółek
20. Potencjalne problemy z ciągłością działania sytemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)
21. Klęski żywiołowe wpływające negatywnie na działalność biznesową
22. Negatywne zmiany w przepisach prawa skutkujące ograniczeniem popytu na usługi Votum
23. Negatywna ocena wzorca umowy przez instytucje regulujące.

**Katalizatory**

1. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
2. Ukształtowanie się korzystnego orzecznictwa TSUE i sądów krajowych w obszarze Sankcji Kredytu Darmowego oraz kredytów konsumenckich
3. Utrzymujące się zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranej procesie
4. Rosnąca skala wypłat dywidend
5. Spadek presji kosztowej
6. Ostabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
7. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
8. Poprawa tempa akwizycji klientów segmentu bankowego
9. Dynamiczny rozwój portfela spraw Sankcji Kredytu Darmowego oraz powodzenie projektów dochodzenia roszczeń od szkód górniczych i służebności przesyłu
10. Małe zainteresowanie klientów bezpośrednimi ugodami
11. Rozwój cyfrowych kanałów sprzedaży.
12. Wprowadzenie nowych usług prawnych do oferty.
13. Utrzymanie pozycji lidera na istniejących rynkach
14. Szybszy niż zakładany rozwój organiczny
15. Nowe akwizycje kreujące wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych
16. 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. Rozwinięta sieć regionalnych kancelarii prawnych
7. Sprawność operacyjna
8. Specjalizacja w masowych roszczeniach konsumenckich oraz możliwość transferu doświadczeń ze spraw frankowych do rynku Sankcji Kredytu Darmowego
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.

**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	41	33	3	5	0	3
Procenty	48%	39%	4%	6%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	31	34	12	5	0	3
Procenty	36%	40%	14%	6%	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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	2	0	1	0	1
Procenty	56%	22%	0%	11%	0%	11%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	4	3	0	1	0	1
Procenty	44%	33%	0%	11%	0%	11%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	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	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	29.05.2024	-25%	-39%	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 ↓
Michał Sobolewski	-	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	-	46,30	79,50 →
Michał Sobolewski	-	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	-	45,00	79,50 →
Michał Sobolewski	-	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	-	43,70	81,30 ↑
Michał Sobolewski	-	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	-	45,60	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	-	46,70	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	-	45,15	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	-	47,05	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	11.04.2024	11.04.2024	-	-	-	47,10	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	-	44,30	81,30 →
Michał Sobolewski	-	-	13.05.2024	13.05.2024	-	-	-	43,65	66,90 ↓
Michał Sobolewski	Trzymaj	29.05.2024	-	29.05.2024	28.04.2025	3%	-12%	37,30	49,40 ↓
Michał Sobolewski	-	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	-	32,70	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	-	31,20	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	29.08.2024	29.08.2024	-	-	-	30,80	49,40 →
Michał Sobolewski	-	-	17.09.2024	17.09.2024	-	-	-	31,50	49,70 ↑
Michał Sobolewski	-	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	-	31,95	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	-	33,05	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	-	33,25	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	19.11.2024	19.11.2024	-	-	-	31,15	49,70 →
Michał Sobolewski	-	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	-	30,70	48,50 ↓
Michał Sobolewski	-	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	-	31,60	48,50 →
Michał Sobolewski	-	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	-	36,65	48,50 →
Michał Sobolewski	-	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	-	37,00	48,50 →
Michał Sobolewski	-	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	-	35,95	48,50 →
Michał Sobolewski	-	-	03.04.2025	03.04.2025	-	-	-	32,80	48,50 →

**Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Michał Sobolewski	-	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	-	37,00	48,50 →	
Michał Sobolewski	Kupuj	↑	28.04.2025	-	28.04.2025	30.11.2025	23%	10%	38,40	56,60 ↑
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	-	42,85	56,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	-	44,35	56,60 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	16.06.2025	16.06.2025	-	-	41,20	62,40 ↑	
Michał Sobolewski	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	-	45,15	62,40 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	-	44,70	62,40 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	-	43,80	62,40 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	04.09.2025	04.09.2025	-	-	44,35	62,40 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2025	08.10.2025	-	-	48,45	59,40 ↓	
Michał Sobolewski	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	-	48,40	59,40 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2025	17.11.2025	-	-	47,05	59,40 →	
Michał Sobolewski	Trzymaj	↓	30.11.2025	-	01.12.2025	05.05.2026	7%	-8%	47,10	50,20 ↓
Michał Sobolewski	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	-	45,60	50,20 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	-	47,95	50,20 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	-	47,15	50,20 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	-	40,15	50,20 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	07.04.2026	07.04.2026	-	-	42,40	50,20 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	-	48,45	50,20 →	
Michał Sobolewski	Kupuj	↑	05.05.2026	-	05.05.2026	Nie później niż 05.05.2027	-4%	-11%	50,30	58,10 ↑
Michał Sobolewski	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	-	51,80	58,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	-	43,85	58,10 →	
Michał Sobolewski	-	→	-	17.06.2026	17.06.2026	-	-	43,50	53,10 ↓	

\* 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	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	13.05.2024	43,10	-26%
Michał Sobolewski	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	46,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	45,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	43,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	45,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	46,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	45,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	47,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	11.04.2024	11.04.2024	-	47,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	44,30	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	13.05.2024	-	13.05.2024	29.05.2024	43,65	-13%
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	29.05.2024	-	29.05.2024	28.04.2025	37,30	-12%
Michał Sobolewski	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	32,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	31,20	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.08.2024	29.08.2024	-	30,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.09.2024	17.09.2024	-	31,50	-
Michał Sobolewski	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	31,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	33,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	33,25	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.11.2024	19.11.2024	-	31,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	30,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	31,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	36,65	-
Michał Sobolewski	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	37,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	35,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	03.04.2025	03.04.2025	-	32,80	-

**Rekomendacje relatywne (kontynuacja)**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Michał Sobolewski	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	37,00	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	28.04.2025	-	28.04.2025	16.06.2025	38,40	8%
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2025	05.05.2025	-	42,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	29.05.2025	29.05.2025	-	44,35	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	16.06.2025	-	16.06.2025	07.04.2026	41,20	-18%
Michał Sobolewski	-	→	-	25.06.2025	25.06.2025	-	45,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	21.07.2025	21.07.2025	-	44,70	-
Michał Sobolewski	-	→	-	22.08.2025	22.08.2025	-	43,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	04.09.2025	04.09.2025	-	44,35	-
Michał Sobolewski	-	→	-	08.10.2025	08.10.2025	-	48,45	-
Michał Sobolewski	-	→	-	09.10.2025	09.10.2025	-	48,40	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.11.2025	17.11.2025	-	47,05	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.11.2025	01.12.2025	-	47,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	01.01.2026	02.01.2026	-	45,60	-
Michał Sobolewski	-	→	-	30.01.2026	30.01.2026	-	47,95	-
Michał Sobolewski	-	→	-	27.02.2026	27.02.2026	-	47,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	26.03.2026	26.03.2026	-	40,15	-
Michał Sobolewski	Przeważaj	↑	07.04.2026	-	07.04.2026	17.06.2026	42,40	2%
Michał Sobolewski	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	48,45	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2026	05.05.2026	-	50,30	-
Michał Sobolewski	-	→	-	13.05.2026	13.05.2026	-	51,80	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.06.2026	16.06.2026	-	43,85	-
Michał Sobolewski	Neutralnie	↓	17.06.2026	-	17.06.2026	Nie później niż 17.06.2027	43,50	-

\* 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 5.0” 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: 17 czerwca 2026 r., godz. 18:10.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 17 czerwca 2026 r., godz. 18:20.

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.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

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

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

**Jakub Viscardi**  
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
dystrybutorzy IT, telekomunikacja)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Mikołaj Stępień**  
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,  
media & rozrywka)

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

Copyright © 2026 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
[bossa.pl](https://bossa.pl)  
Informacja: (+48) 0 801 104 104