BOŚ DOM MAKLERSKI

Raport na zlecenie GPW

20/2026/GPW (74) 12 października 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 II kw. 2026 roku 3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy 5
Prognozy finansowe 6
Wycena 7
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) 9
Czynniki ryzyka 12
Katalizatory 12
Przewagi konkurencyjne 12
Zastrzeżenia prawne 13

Analityk:
Michał Sobolewski, CFA, FRM

BOŚ DOM MAKLERSKI

Raport na zlecenie GPW

20/2026/GPW (74) 12 października 2026

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 5.0

Votum

Sektor: Finanse specjalne
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (↓)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 46,25 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 48,8 zł (↓)

Kapitalizacja: 142 mln US$
Bloomberg: VOT PW
Średni obrót dzienny: 0,08 mln US$
12M przedział kursowy: 39,40-52,70 zł
Free float: 37%

Rekomendowane działanie

Rynek roszczeń z tytułu kredytów walutowych jest dojrzałej fazie, a jak pokazały wyniki I półrocza, Grupa Votum kontynuuje intensywną monetyzację zgromadzonego portfela spraw, w szczególności poprzez ugody z bankami, osiągając wysokie przepływy pieniężne, co pozwala na wypłatę znaczących dywidend. Jednocześnie w kolejnych latach oczekujemy wyraźnego wygaszania portfela frankowego, co będzie przekładać się na spadek przychodów i rentowności. Potencjał do dalszego wzrostu wartości Spółki będzie w dużej mierze zależał od zdolności zagospodarowania nowych obszarów, które zastąpią wygasający biznes frankowy. Główną szansą na zatrzymanie spadku przychodów pozostaje dochodzenie roszczeń w ramach sankcji kredytu darmowego. Obserwujemy tutaj wyraźne przyspieszenie akwizycji klientów po tym, jak sądy krajowe coraz częściej przychylają się do argumentów konsumentów, a statystyka wyroków znacząco się poprawia. Zakładamy jednak, że nawet dynamiczny rozwój SKD, na który liczymy, będzie tylko częściowo kompensować ubytek przychodów z portfela frankowego w średnim okresie, a moment rozpoznania przychodów z „success fee" od nowej kategorii spraw zależy także od dalszego tempa zmiany linii orzeczniczej na korzyść klientów. Jednocześnie Votum poszukuje źródeł nowych przychodów poprzez takie inicjatywy jak dochodzenie roszczeń z tytułu służebności przesyłu czy projekty technologiczne, które są obiecujące, ale naszym zdaniem obecnie znajdują się na zbyt wczesnym etapie, aby istotnie wpływać na wyniki w perspektywie przyszłego roku.

Trzymaj + Neutralnie. Biorąc pod uwagę naszą zaktualizowaną, niższą wycenę docelową, która odzwierciedla ostrożniejsze podejście do wyników oczekiwanych w latach następnych uwzględniających wyczerpujący się potencjał napływu nowych klientów w obszarze kredytów frankowych, obniżamy naszą rekomendację fundamentalną do

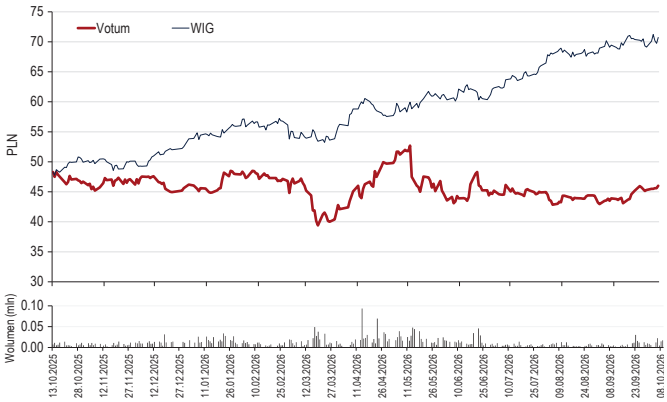
Skorygowane zyski
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż	*mln zł*	462,4	427,0	320,4	271,2
EBITDA	*mln zł*	184,7	140,1	75,4	47,9
EBIT	*mln zł*	178,0	133,3	68,6	39,6
Zysk netto	*mln zł*	140,2	106,0	55,3	32,5
EPS	*zł*	11,68	8,83	4,61	2,71
Zmiana EPS r/r	*%*	24	-24	-48	-41
Dług (gotówka) netto	*mln zł*	-137,6	-121,4	-178,0	-194,5
Dług (gotówka) netto + leasing	*mln zł*	-125,7	-109,0	-165,0	-180,8
P/E	*x*	4,0	5,2	10,0	17,1
P/CE	*x*	3,8	4,9	8,9	13,6
EV/EBITDA	*x*	2,3	3,1	5,0	7,5
EV/EBIT	*x*	2,3	3,3	5,5	9,1
DPS	*zł*	6,67	7,50	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	*%*	14,4	16,2	10,8	10,8
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

1. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 12 maja
2. Dzień dywidendy (5,0 zł na akcję): 18 maja
3. Dzień wypłaty dywidendy (5,0 zł na akcję): 22 maja
4. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2026: 29 maja
5. Publikacja skons. raportu za I półrocze 2026: 22 września
6. Zgoda Rady Nadzorczej na wypłatę dywidendy zaliczkowej za 2026 rok (2,5 zł na akcję): 28 września

Najbliższe wydarzenia

1. Dzień dywidendy zaliczkowej za 2026 rok (2,5 zł na akcję): 21 października
2. Dzień wypłaty dywidendy zaliczkowej za 2026 rok (2,5 zł na akcję): 28 października
3. Publikacja skons. 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): I półrocze 2027 roku

Trzymaj. W naszej ocenie obecna wycena rynkowa w znacznym stopniu odzwierciedla zarówno wysoką bieżącą rentowność segmentu frankowego, dywidendowy charakter Spółki, jak i oczekiwane pogorszenie wyników w kolejnych latach.

Jednocześnie nie dostrzegamy istotnych krótkoterminowych katalizatorów, które mogłyby uzasadniać lepsze zachowanie kursu od szerokiego rynku. Wyniki za II kw. 2026 były nieco mocniejsze od naszych oczekiwań, jednak skala odchylenia nie zmienia zasadniczo obrazu postępującej normalizacji wyników segmentu frankowego. Potencjalna poprawa perspektyw w krótkim okresie zależy przede wszystkim od dalszego rozwoju orzecznictwa w sprawach SKD (tutaj dynamika zdarzeń jest korzystna dla Grupy) i przełożenia rosnącego portfela spraw na przychody, co będzie jednak procesem rozłożonym w czasie. Dlatego podtrzymujemy rekomendację relatywną Neutralnie.

Wyniki finansowe za II kw. 2026 roku

Przychody nieco powyżej oczekiwań. W II kw. 2026 przychody Grupy Votum ze sprzedaży wyniosły 112,3 mln zł (-3% r/r, 6% kw./kw.), 11% powyżej naszej prognozy. Na wyniki wpływała postępująca normalizacja działalności segmentu bankowego po bardzo dobrym 2025 roku, jednak skala spadku przychodów okazała się mniejsza od zakładanej. Segment bankowy nadal pozostaje głównym źródłem przychodów Grupy, wspieranym przez wysokie tempo rozliczania portfela spraw frankowych. Jednocześnie liczba nowych kontraktów dotyczących kredytów walutowych spadła w I poł. 2026 o 16% r/r do 3 093. Grupa kontynuowała również rozwój działalności w obszarze sankcji kredytu darmowego (SKD), gdzie liczba nowych kontraktów wzrosła do 785 w II kw. 2026 wobec 303 w poprzednim kwartale, jednak na tym etapie segment ten nie generuje jeszcze istotnego wkładu do wyników.

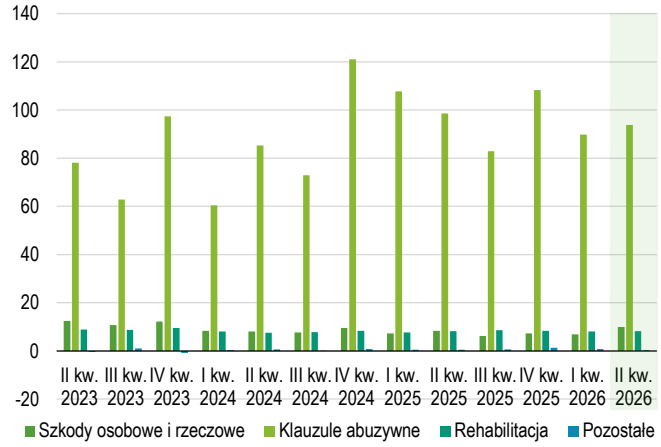
Rentowność pozostaje stabilna kw./kw. EBITDA wyniosła 39,0 mln zł (-19% r/r, 7% kw./kw.), a zysk operacyjny 37,4 mln zł (-20% r/r, 7% kw./kw.), odpowiednio o 11% i 12% powyżej naszych prognoz. Marża EBITDA osiągnęła 34,7% wobec 41,7% rok wcześniej i 34,6% w I kw. 2026, natomiast marża operacyjna wyniosła 33,3% wobec odpowiednio 40,2% i 33,0%. Wyniki wskazują na stabilizację rentowności w ujęciu kw./kw. po jej wcześniejszym spadku, choć pozostaje ona wyraźnie niższa niż przed rokiem. Poprawa wyników wobec naszych oczekiwań wynikała przede wszystkim z wyższych przychodów, podczas gdy marże pozostały zasadniczo zgodne z prognozami. Koszty operacyjne w I poł. 2026 wzrosły o 6% r/r, przy spadku sprzedaży o 9% r/r, co odzwierciedla m.in. zwiększone wydatki na marketing, rozbudowę zespołów prawnych i rozwój nowych produktów, w szczególności SKD. Zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 29,4 mln zł (-18% r/r, 7% kw./kw.), o 11% powyżej naszej prognozy.

Tabela 1. *Votum; Wyniki finansowe w II kw. 2026*

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 25	II kw. 25	III kw. 25	IV kw. 25	I kw. 26	II kw. 26	Wyniki wobec oczekiwań DM BOŚ	II kw. 26P	zmiana r/r	I-II kw. 25	I-II kw. 26	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w: II kw. 25	II kw. 26	I-II kw. 25	I-II kw. 26
Sprzedaż	123,1	115,7	98,4	125,2	105,6	112,3	↑	100,8	-3%	238,9	217,9	-9%	25%	28%	52%	54%
Zysk na sprzedaży	54,5	46,8	34,0	51,0	34,4	37,5	↑	33,3	-20%	101,3	72,0	-29%	25%	28%	54%	53%
Marża zysku na sprzedaży	*44,3%*	*40,4%*	*34,5%*	*40,7%*	*32,6%*	*33,4%*	-	*33,0%*	-	*42,4%*	*33,0%*	-	-	-	-	-
EBITDA	51,6	48,2	37,7	47,2	36,5	39,0	↑	35,2	-19%	99,8	75,6	-24%	26%	27%	54%	53%
Marża EBITDA	*41,9%*	*41,7%*	*38,4%*	*37,7%*	*34,6%*	*34,7%*	-	*35,0%*	-	*41,8%*	*34,7%*	-	-	-	-	-
EBIT	49,9	46,5	36,0	45,5	34,8	37,4	↑	33,5	-20%	96,5	72,2	-25%	26%	27%	54%	53%
Marża EBIT	*40,6%*	*40,2%*	*36,6%*	*36,4%*	*33,0%*	*33,3%*	-	*33,3%*	-	*40,4%*	*33,1%*	-	-	-	-	-
Zysk brutto	54,1	47,9	38,2	39,5	35,0	37,8	↑	34,0	-21%	101,9	72,7	-29%	27%	27%	57%	53%
Marża zysku brutto	*43,9%*	*41,4%*	*38,9%*	*31,5%*	*33,1%*	*33,6%*	-	*33,7%*	-	*42,7%*	*33,4%*	-	-	-	-	-
Zysk netto	43,6	35,9	29,5	31,2	27,6	29,4	↑	26,6	-18%	79,5	56,9	-28%	26%	27%	57%	52%
Marża zysku netto	*35,4%*	*31,0%*	*30,0%*	*24,9%*	*26,1%*	*26,1%*	-	*26,4%*	-	*33,3%*	*26,1%*	-	-	-	-	-

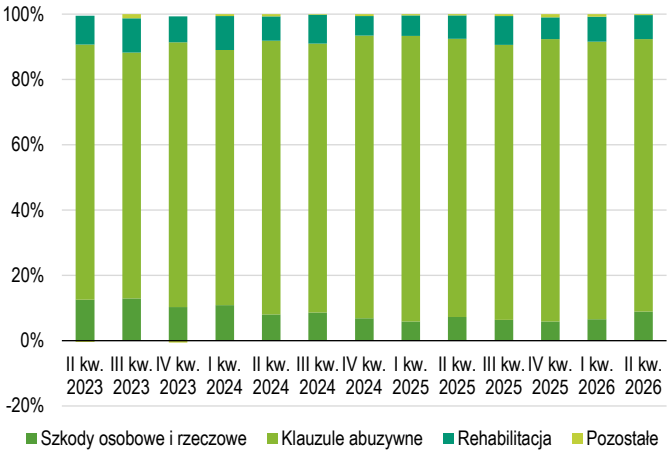
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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



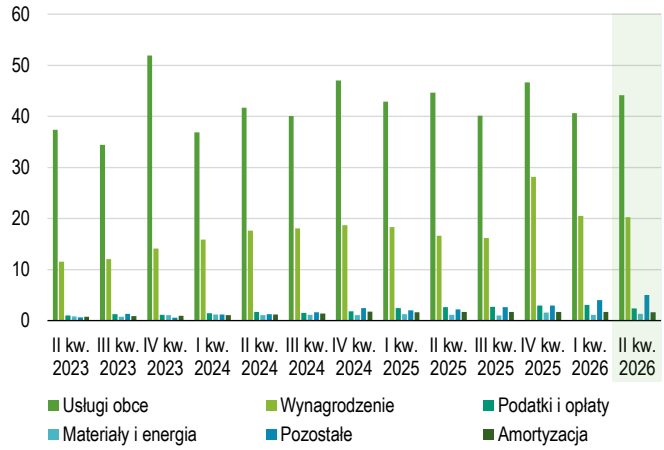
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



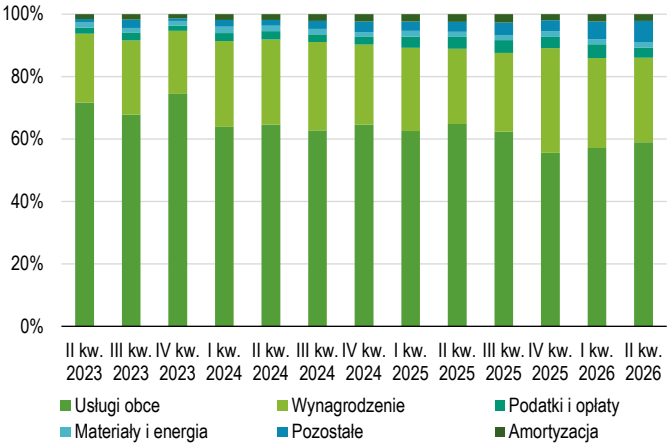
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



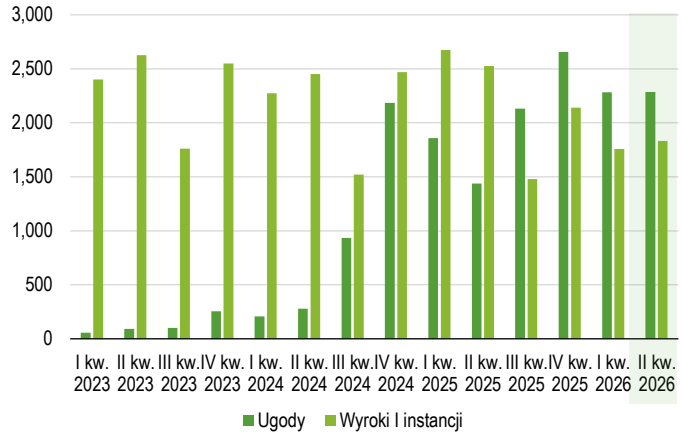
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Perspektywy wyników w II poł. 2026 roku. Perspektywy finansowe Grupy w kolejnych kwartałach pozostają stabilne i pozytywne. Podstawą oczekiwań pozostaje wysoki portfel prowadzonych spraw frankowych, który powinien zapewniać istotne przychody również w 2027 roku. Zarząd podkreśla, że przychody kwartalne przekraczające 100 mln zł powinny utrzymywać się jeszcze przez pewien czas, choć w dłuższej perspektywie oczekuje ich stopniowej normalizacji. Jednocześnie Grupa intensywnie inwestuje w nowe obszary działalności, co nadal będzie obciążać bieżącą rentowność.

Sprawy frankowe nadal głównym źródłem przychodów. Zarząd oczekuje utrzymania wysokiego tempa rozliczania spraw frankowych, w szczególności poprzez ugody z bankami. Jednocześnie Spółka zakłada pozyskanie około 6 tys. nowych kontraktów walutowych w całym 2026 roku, wobec wcześniejszych aspiracji na poziomie 8 tys. Grupa nadal widzi potencjał pozyskiwania klientów posiadających spłacone kredyty CHF oraz kredytobiorców EUR, których udział w nowych umowach wzrósł do jednej trzeciej. Istotnym elementem strategii pozostaje również zwiększanie sprzedaży w formule Direct, ograniczającej przyszłe koszty prowizyjne.

SKD – wyraźne przyspieszenie sprzedaży. Votum wskazuje na istotną poprawę perspektyw rozwoju spraw dotyczących sankcji kredytu darmowego po wyroku TSUE z 23 kwietnia br. oraz korzystne dla konsumentów rozstrzygnięcia polskich sądów. Pozyskiwanie kontraktów wyraźnie przyspieszyło już w II kwartale, a w III kw. Grupa zawarła rekordową liczbę umów dotyczących wadliwych kredytów konsumenckich. Grupa rozwija sieć dystrybucyjną. Jednocześnie Votum zamierza utrzymać model współpracy z klientami oparty na opłacie wstępnej i „success fee", bez stosowania cesji wierzytelności.

SKD – rosnący portfel przyszłych przychodów. Na koniec czerwca br. Grupa prowadziła 8 187 spraw dotyczących SKD, przy średniej wartości kredytu wynoszącej około 82 tys. zł. Na podstawie dotychczasowych prawomocnych wyroków Spółka szacuje średnie wynagrodzenie netto na sprawę na 12,6 tys. zł, z czego 8,7 tys. zł to „success fee", a 3,9 tys. zł koszty zastępstwa procesowego. Zarząd wskazuje, że potencjalne przyszłe wynagrodzenia z istniejącego portfela sięgają już około 100 mln zł, choć ich realizacja będzie rozłożona w czasie i uzależniona od wyników postępowań. Wśród kluczowych wydarzeń Zarząd wymienia kolejne wyroki TSUE oczekiwane w I poł. 2027 roku, szczególnie dotyczące terminu na skorzystanie z SKD. Pomimo poprawy tendencji orzeczniczych niepewność prawna i czas trwania postępowań nadal ograniczają możliwość precyzyjnego prognozowania tempa monetyzacji tego portfela.

Rozwój kolejnych produktów prawnych i cyfryzacji. Oprócz SKD Grupa inwestuje w nowe obszary usług, w szczególności dochodzenie roszczeń z tytułu służebności przesyłu i świadczeń wspierających, gdzie zarząd dostrzega duży potencjał klientów. Będzie kontynuowana również rozbudowa sieci kancelarii prawnych, z celem osiągnięcia 20 placówek w atrakcyjnych lokalizacjach, a docelowo obecności we wszystkich miastach wojewódzkich. Równolegle rozwijany jest projekt Lexaris i aplikacja Moja Sprawa, posiadająca już około 60 tys. użytkowników. Zarząd zakłada stopniowe zwiększanie wydatków na cyfryzację i własne rozwiązania IT, choć obecnie nakłady na Lexaris pozostają nieistotne z punktu widzenia skonsolidowanych wyników. Nowe inicjatywy mają stopniowo dywersyfikować źródła przychodów, w szczególności od 2028 roku, kiedy znaczenie segmentu frankowego powinno być już mniejsze.

Rehabilitacja i inwestycje nieruchomościowe. Grupa zamierza kontynuować rozwój działalności w obszarze rehabilitacji i opieki senioralnej, korzystając m.in. z rozbudowanego ośrodka w Krakowie. W przypadku zakupionej nieruchomości przy ul. Kępińskiej we Wrocławiu zarząd zakłada przeniesienie części administracyjnej Grupy w 2027 roku, natomiast uruchomienie działalności rehabilitacyjnej będzie wymagało budowy dodatkowego skrzydła i nastąpi dopiero w kolejnych latach. W dłuższej perspektywie zarząd rozważa stworzenie sieci placówek opieki senioralnej. Inwestycje w nieruchomości mają być częściowo finansowane kredytem bankowym, co pozwoli ograniczyć ich wpływ na bieżącą płynność, choć zwiększy potrzeby kapitałowe Grupy.

Prognozy finansowe

Po publikacji skonsolidowanego raportu Grupy Votum za I półrocze br. wprowadzamy kilka zmian do naszych prognoz.

- Podnosimy prognozę przychodów Grupy Votum na 2026 rok o 7% do 427,0 mln zł co wiąże się z szybszym tempem monetyzacji portfela spraw walutowych. Jednocześnie nieznacznie obniżamy prognozę EBITDA (o 2%) do 140,1 mln zł oraz zysku netto (o 3%) do 106,0 mln zł, uwzględniając utrzymującą się presję kosztową.

- Istotniejsze zmiany wprowadzamy w prognozach na kolejne lata, w których zakładamy dalszą normalizację wyników segmentu spraw walutowych. Obniżamy oczekiwaną liczbę nowo pozyskiwanych klientów posiadających kredyty walutowe do 6 tys. w 2026 roku wobec wcześniejszych 7,5 tys., a na 2027 rok przyjmujemy poziom 4 tys. nowych kontraktów. Ta zmiana odzwierciedla stopniowe wyczerpywanie się popytu ze strony kredytobiorców walutowych, co potwierdzają dane sprzedażowe. Wciąż zakładamy, że segment ten pozostanie głównym źródłem przychodów w najbliższych kwartałach, jednak w kolejnych latach jego znaczenie będzie już wyraźnie i systematycznie maleć, co wpływa na nasze oczekiwania dotyczące przyszłej sprzedaży i rentowności Grupy.

- Pomimo wyraźnego przyspieszenia akwizycji klientów w obszarze sankcji kredytu darmowego zakładamy, że nawet mocne skalowanie tej działalności będzie najpierw tylko częściowo kompensować ubytek przychodów z wygasającego portfela spraw walutowych, a nie stanowić źródło wzrostu łącznej sprzedaży. Tempo monetyzacji portfela SKD pozostaje uzależnione od dalszego rozwoju orzecznictwa i czasu trwania postępowań sądowych. Tutaj argumenty klientów znajdują coraz powszechniejsze uznanie w sądach krajowych, a nowe wyroki TSUE w przyszłym roku powinny skutkować dalszą akceptacją prokonsumenckiego podejścia w sądach krajowych.

- W segmencie odszkodowawczym, po nieco lepszych przychodach w II kw. 2026, zakładamy stopniowy wzrost sprzedaży w kolejnych okresach.

- Jednocześnie nowe linie biznesowe, w tym świadczenia wspierające, służebności przesyłu oraz rozwijane projekty technologiczne i rehabilitacyjne, znajdują się naszym zdaniem na zbyt wczesnym etapie, aby obecnie uwzględniać ich istotny pozytywny wpływ na wyniki w najbliższych latach. Dlatego utrzymujemy konserwatywne założenia, ale w tych obszarach potencjał do zmian i zaskoczeń jest duży.

- Uwzględniamy również dodatkową zaliczkę na poczet dywidendy za 2026 rok w wysokości 2,50 zł na akcję, tj. łącznie 30 mln zł.

Wyżej wymienione zmiany skutkują obniżeniem naszych prognoz zysku netto dla Grupy Votum na 2026 i 2027 rok odpowiednio o -3% i -19%.

Tabela 2. *Votum; Zmiany prognoz finansowych*

MSSF skonsolidowane	2026P			2027P			2028P		
(mln zł)	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	427,0	400,1	7%	320,4	317,7	1%	271,2	319,8	-15%
EBITDA	140,1	142,8	-2%	75,4	91,5	-18%	47,9	97,6	-51%
EBIT	133,3	136,0	-2%	68,6	84,7	-19%	39,6	92,1	-57%
Zysk netto	106,0	109,4	-3%	55,3	68,5	-19%	32,5	75,2	-57%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych (negatywny wpływ), przesunięcie horyzontu wyceny (lekko pozytywny wpływ) oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka (lekko negatywny wpływ) spowodowały zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej (80%-20%), która obecnie wynosi 48,8 zł (poprzednio 52,1 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 48,8 zł (poprzednio 52,6 zł) na akcję, a wycena metodą porównawczą daje 48,7 zł (poprzednio 55,0 zł) na akcję.

Tabela 3. *Votum; Podsumowanie wyceny*

DCF – waga 80%	48,8
Wycena porównawcza – waga 20%	48,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	**48,8**
Cena rynkowa	**46,25**
Potencjał zmiany	6%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. *Votum; Wycena metodą porównawczą*

	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
Spółka	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Gateley	5,4x	4,9x	4,5x	7,0x	6,4x	5,8x	6,6x	6,5x	6,0x
IPH Limited	6,0x	5,9x	5,6x	6,8x	6,5x	6,2x	7,3x	7,5x	7,3x
Keystone Law Group	15,6x	12,6x	11,7x	17,3x	13,6x	12,6x	19,3x	15,8x	15,8x
Knights Group Holdings	4,1x	4,2x	3,5x	5,3x	5,6x	4,7x	5,9x	5,4x	5,1x
Mediana	**5,7x**	**5,4x**	**5,1x**	**6,9x**	**6,5x**	**6,0x**	**7,0x**	**7,0x**	**6,6x**
Votum	140,1	75,4	47,9	133,3	68,6	39,6	106,0	55,3	32,5
Implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)	78,1	44,2	35,1	87,8	47,0	34,6	61,4	32,4	18,0
Średnia implikowana wartość 1 akcji Votum (zł)					**48,7**				

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. *Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek*

	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
Spółka	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Burford Capital	-	76%	-	-	91%	107%	-	20%	21%
Gateley	14%	15%	15%	11%	11%	12%	8%	7%	8%
IPH Limited	29%	28%	29%	26%	26%	26%	17%	17%	17%
Keystone Law Group	12%	13%	12%	11%	12%	12%	10%	10%	10%
Knights Group Holdings	25%	25%	25%	20%	18%	19%	12%	12%	11%
Mediana	**20%**	**25%**	**20%**	**15%**	**18%**	**19%**	**11%**	**12%**	**11%**
Votum	33%	24%	18%	31%	21%	15%	25%	17%	12%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. *Votum; Model DCF*

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Nielewarowana beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Lewarowana beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Wymagana stopa zwrotu	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**13,7%**	**12,2%**
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	19,7%	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	**8,0%**	**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	96%	96%	96%	96%	96%	96%	97%	97%	97%	96%	96%	96%
Udział długu	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
Koszt kapitału własnego	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	12,2%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,0%	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)	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,4%**	**13,5%**	**13,5%**	**13,5%**	**13,5%**	**13,5%**	**13,4%**	**12,0%**
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	427,0	320,4	271,2	331,3	334,1	233,5	175,1	173,5	173,3	176,2	187,0	198,5
EBIT	133,3	68,6	39,6	77,7	78,5	41,4	27,3	29,4	32,1	36,5	42,7	49,4
EBIT*(1-t)	107,1	55,6	32,1	62,9	63,6	33,5	22,1	23,8	26,0	29,6	34,6	40,1
Amortyzacja	6,7	6,7	8,3	8,0	7,7	7,3	6,9	6,5	6,2	5,9	5,6	5,3
Zmiana kapitału pracującego	51,6	10,6	18,3	-5,0	-2,8	6,3	3,7	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,3
Wydatki inwestycyjne	-22,6	-6,1	-6,0	-5,8	-4,8	-4,5	-4,3	-4,1	-3,8	-3,6	-3,5	-3,3
FCFF	**142,8**	**66,8**	**52,6**	**60,0**	**63,7**	**42,6**	**28,4**	**26,6**	**28,6**	**32,0**	**36,5**	**41,8**

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. *Votum; Wycena DCF (mln zł)*

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	11,9%
Wartość rezydualna	386,2
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	139,6
Bieżąca wartość FCFF	301,0
Udziały mniejszości	6,2
Wartość firmy	**434,4**
Zadłużenie netto	-121,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	30,0
Wartość kapitału akcyjnego	**585,8**
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	**48,8**

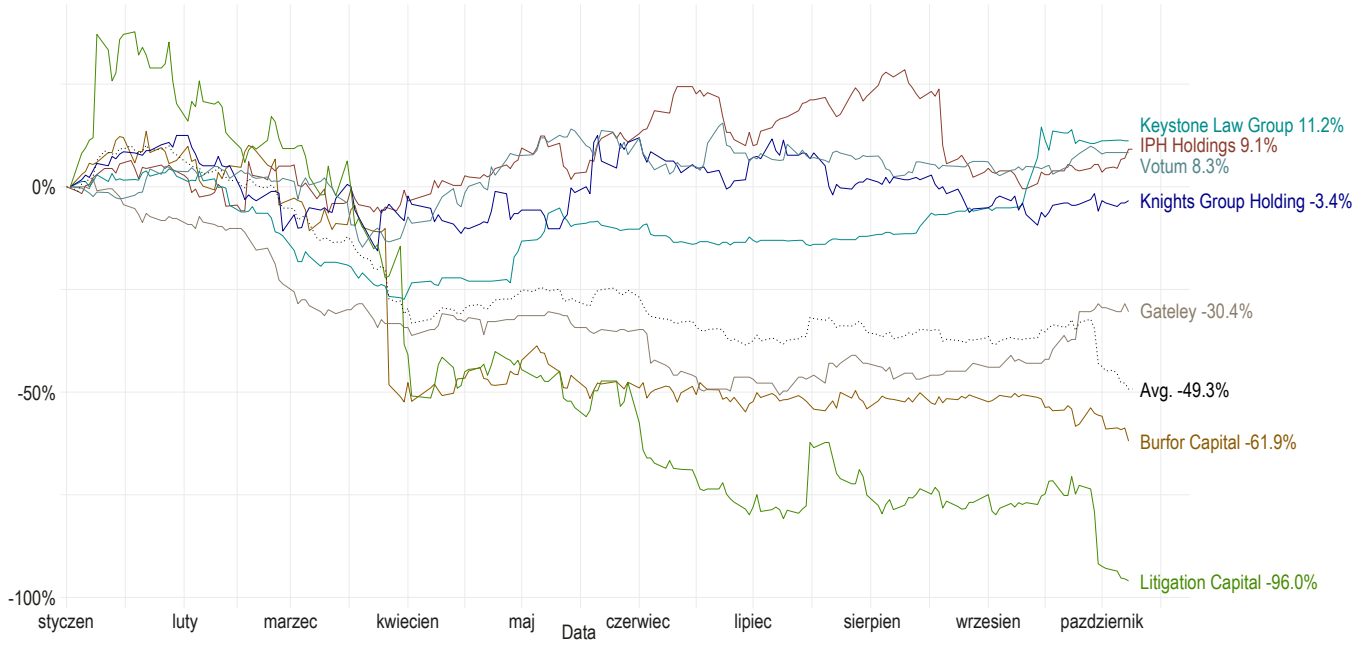
Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 8. *Votum; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym/premię rynku akcji*

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	11,5%	11,7%	12,0%	12,2%	12,5%
0,0%	48,2	47,9	47,7	47,5	47,3
0,5%	48,7	48,5	48,2	48,0	47,8
1,0%	49,3	49,0	**48,8**	48,5	48,3
1,5%	50,0	49,7	49,4	49,1	48,8
2,0%	50,7	50,4	50,0	49,7	49,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 6. *Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 1 stycznia 2026 r.*



Źródło: DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 9. *Votum; Rachunek wyników*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	**387,1**	**407,4**	**462,4**	**427,0**	**320,4**	**271,2**
Koszt własny sprzedaży	227,4	259,0	276,1	294,1	252,0	231,1
Zysk na sprzedaży	**159,8**	**148,4**	**186,3**	**132,9**	**68,5**	**40,1**
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,1	-7,4	-8,3	0,4	0,2	-0,5
EBITDA	**162,2**	**146,4**	**184,7**	**140,1**	**75,4**	**47,9**
EBIT	**158,7**	**141,0**	**178,0**	**133,3**	**68,6**	**39,6**
Przychody finansowe	11,0	9,2	4,9	4,2	4,0	3,5
Koszty finansowe	-3,8	-6,9	-3,2	-2,9	-2,9	-2,6
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	**165,9**	**143,3**	**179,7**	**134,6**	**69,7**	**40,5**
Podatek dochodowy	32,0	27,9	36,9	26,5	13,2	7,7
Zyski mniejszości	2,0	2,6	2,6	2,1	1,1	0,3
Zysk netto	**131,9**	**112,9**	**140,2**	**106,0**	**55,3**	**32,5**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. *Votum; Bilans*

(mln zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	**161,9**	**262,9**	**306,0**	**306,0**	**244,3**	**213,8**
Rzeczowe aktywa trwałe	30,0	38,9	44,8	60,5	59,8	57,6
Aktywa niematerialne	0,7	0,8	0,4	0,6	0,6	0,6
Wartość firmy	3,5	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek finansowy	127,6	219,8	260,8	245,0	183,8	155,6
Majątek obrotowy	**269,4**	**318,2**	**365,6**	**248,5**	**260,2**	**237,9**
Należności handlowe	255,7	256,7	214,9	106,8	64,1	27,1
Pozostałe należności	1,5	1,2	0,4	1,2	0,9	0,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	12,2	60,4	150,3	140,5	195,2	210,0
Aktywa	**432,0**	**581,1**	**671,6**	**554,5**	**504,5**	**451,6**
Kapitały własne	**242,9**	**321,8**	**381,7**	**397,7**	**393,1**	**365,6**
Zobowiązania	**189,1**	**259,3**	**289,9**	**156,8**	**111,4**	**86,1**
Zobowiązania długoterminowe	**103,2**	**134,4**	**139,7**	**88,6**	**57,5**	**39,2**
Dług odsetkowy	12,5	5,4	3,4	7,1	6,4	5,7
Leasing	3,8	8,5	8,7	9,2	9,7	10,2
Rezerwy, inne	86,8	120,6	127,6	72,4	41,5	23,3
Zobowiązania krótkoterminowe	**85,9**	**124,8**	**150,2**	**68,1**	**53,9**	**46,9**
Dług odsetkowy	6,8	9,1	9,3	12,0	10,8	9,7
Leasing	1,4	3,0	3,2	3,2	3,4	3,5
Rezerwy, inne	77,2	109,0	131,3	47,0	35,2	29,8
Zobowiązania handlowe	0,5	3,7	6,4	6,0	4,5	3,8
Pasywa	**432,0**	**581,1**	**671,6**	**554,5**	**504,5**	**451,6**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 11. *Votum; Przepływy pieniężne*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy operacyjne	**41,0**	**108,1**	**201,8**	**98,0**	**123,2**	**82,2**
Zysk brutto	165,9	143,3	179,7	134,6	69,7	40,5
Amortyzacja	3,5	5,4	6,7	6,7	6,7	8,3
Zmiana majątku obrotowego	31,9	-45,4	33,5	-16,2	53,8	38,4
Pozostałe	-160,3	4,7	-18,0	-27,1	-7,1	-5,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	**-2,9**	**-15,6**	**-23,6**	**-22,6**	**-6,1**	**-6,0**
Nakłady inwestycyjne	-2,4	-6,3	-9,4	-22,6	-6,1	-6,0
Pozostałe	-0,5	-9,3	-14,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	**-36,3**	**-44,3**	**-88,3**	**-83,1**	**-61,3**	**-61,1**
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-2,2	-4,9	-1,8	6,3	-1,9	-1,7
Wypłata dywidend	-30,1	-34,8	-81,8	-90,0	-60,0	-60,0
Pozostałe	-4,0	-4,6	-4,8	0,6	0,6	0,7
Zmiana środków pieniężnych	**1,8**	**48,3**	**90,0**	**-7,7**	**55,8**	**15,1**

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. *Votum; Marże i stopy wzrostu*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Marże:						
Marża brutto	41%	36%	40%	31%	21%	15%
Marża EBITDA	42%	36%	40%	33%	24%	18%
Marża operacyjna	41%	35%	38%	31%	21%	15%
Marża zysku przed opodatkowaniem	43%	35%	39%	32%	22%	15%
Marża zysku netto	34%	28%	30%	25%	17%	12%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	28%	5%	14%	-8%	-25%	-15%
EBITDA	42%	-10%	26%	-24%	-46%	-36%
EBIT	42%	-11%	26%	-25%	-49%	-42%
Zysk przed opodatkowaniem	49%	-14%	25%	-25%	-48%	-42%
Zysk netto	45%	-14%	24%	-24%	-48%	-41%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. *Wskaźniki*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż (mln zł)	387,1	407,4	462,4	427,0	320,4	271,2
Marża brutto	41%	36%	40%	31%	21%	15%
EBIT (mln zł)	162,2	146,4	184,7	140,1	75,4	47,9
EBITDA (mln zł)	158,7	141,0	178,0	133,3	68,6	39,6
Zysk brutto (mln zł)	131,9	112,9	140,2	106,0	55,3	32,5
Zysk netto (mln zł)	131,9	112,9	140,2	106,0	55,3	32,5
EPS (zł)	11,0	9,4	11,7	8,8	4,6	2,7
Dług netto (mln zł)	7,1	-45,8	-137,6	-121,4	-178,0	-194,5
BPS (zł)	20,2	26,8	31,8	33,1	32,8	30,5
DPS (zł)	2,50	2,83	6,67	7,50	5,00	5,00
Zwrot z kapitału własnego	67%	40%	40%	27%	14%	9%
Zwrot z aktywów	37%	22%	22%	17%	10%	7%
Amortyzacja (mln zł)	3,5	5,4	6,7	6,7	6,7	8,3
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	96,6	149,0	191,2	142,8	66,8	52,6
Capex (mln zł)	2,4	6,3	9,4	22,6	6,1	6,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. *Dodatkowe Wskaźniki*

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	56%	55%	57%	72%	78%	81%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	39%	23%	12%	5%	4%	0%
Wskaźnik bieżący	3,1	2,5	2,4	3,6	4,8	5,1
Wskaźnik szybki	3,1	2,5	2,4	3,6	4,8	5,1
Rotacja należności kr. w dniach	204	230	186	137	97	61
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-2	-3	-7	-8	-8	-7
Rentowność						
ROA	37,3%	22,3%	22,4%	17,3%	10,5%	6,8%
ROE	66,6%	40,0%	39,8%	27,2%	14,0%	8,6%
ROCE	14,8%	9,2%	9,3%	6,3%	3,2%	2,0%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,1	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	11,2%	7,0%	7,1%	5,4%	3,2%	2,1%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	21%	20%	19%	19%
Dźwignia finansowa						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Koszty finansowe / EBIT	2%	5%	2%	2%	4%	7%
Dług netto / EBITDA	4%	-31%	-74%	-87%	-236%	-406%
EBITDA / koszty finansowe	42,7	21,3	57,7	47,9	26,0	18,3
Dane na akcję						
Zysk na akcję	10,99	9,41	11,68	8,83	4,61	2,71
Zysk na akcję, skor.	10,99	9,41	11,68	8,83	4,61	2,71
Wartość księgowa na akcję	20,24	26,82	31,81	33,14	32,76	30,46
EBITDA na akcję	13,52	12,20	15,39	11,67	6,28	3,99
EBIT na akcję	13,23	11,75	14,83	11,11	5,72	3,30
Dług netto na akcję	0,59	-3,82	-11,46	-10,12	-14,84	-16,21
Dywidenda na akcję	2,50	2,83	6,67	7,50	5,00	5,00
Zysk gotówkowy na akcję	11,28	9,86	12,24	9,39	5,17	3,40
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	4,4	4,0	3,6	5,2	10,0	17,1
Cena / Wartość księgowa	2,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,5
EV na akcję	48,9	33,8	30,6	36,1	31,4	30,0
EV/EBITDA	3,6	2,8	2,0	3,1	5,0	7,5
EV/EBIT	3,7	2,9	2,1	3,3	5,5	9,1

* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Wykształcenie mniej korzystnej dla klientów linii orzeczniczej lub przyjęcie rozwiązań legislacyjnych ograniczających zakres zastosowania Sankcji Kredytu Darmowego
2. Małe zainteresowanie ze strony kredytobiorców walutowych z już spłaconymi kredytami i w innych niż CHF walutach (EUR).
3. Niższa niż zakładana skłonność klientów do wchodzenia na drogę sądową
4. Mniejszy niż zakładany popyt na usługi Spółki
5. Niekorzystne zmiany linii orzeczniczej wobec klientów banków
6. Rosnąca konkurencja ze strony innych kancelarii prawnych w tym hurtowni roszczeń
7. Małe zainteresowanie klientów ofertą dochodzenia roszczeń
8. Niedobór siły roboczej
9. Presja inflacyjna
10. Presja na wynagrodzenia
11. Wydłużenie okresu czasu w jakim wydawane są wyroki przez sądy
12. Przejęcia spółek powiązanych z głównym akcjonariuszem i ich wysokie wyceny
13. Niższe wypłaty w postępowaniach przedsądowych
14. Presja na marże
15. Możliwa regulacja rynku kancelarii odszkodowawczych
16. Projekt ustawowej regulacji instytucji zadośćuczynienia
17. Odejście kluczowej kadry menedżerskiej
18. Potencjalne przejęcia nowych spółek
19. Potencjalne problemy z ciągłością działania sytemów teleinformatycznych (awarie, ataki hakerskie)
20. Klęski żywiołowe wpływające negatywnie na działalność biznesową
21. Negatywne zmiany w przepisach prawa skutkujące ograniczeniem popytu na usługi Votum
22. Negatywna ocena wzorca umowy przez instytucje regulujące.

Katalizatory

1. Dynamiczny rozwój portfela spraw Sankcji Kredytu Darmowego oraz powodzenie projektów dochodzenia roszczeń od szkód górniczych i służebności przesyłu
2. Kontynuacja pro-konsumenckiego trendu w orzecznictwie sądów wobec osób z kredytem walutowym
3. Ukształtowanie się korzystnego orzecznictwa TSUE i sądów krajowych w obszarze Sankcji Kredytu Darmowego oraz kredytów konsumenckich
4. Utrzymujące się zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranym procesie
5. Utrzymanie polityki wypłat dywidend
6. Spadek presji kosztowej
7. Osłabianie się kursu PLNCHF, zwiększające skłonność kredytobiorców do wejścia na drogę sądową
8. Przyspieszenie procedur postępowań sądowych
9. Poprawa tempa akwizycji klientów segmentu bankowego
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 EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

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

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

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o 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 odroczonych.

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 uniezależniona od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

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

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

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	39	35	4	5	0	3
Procenty	45%	41%	5%	6%	0%	3%

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczał 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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	38	13	5	0	3
Procenty	31%	44%	15%	6%	0%	3%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczał 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*	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	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	12.10.2026	2%	-17%	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	↓
Michał Sobolewski	-	→	-	10.07.2026	10.07.2026	-	-	-	46,15	53,10	→
Michał Sobolewski	-	→	-	17.08.2026	17.08.2026	-	-	-	44,10	53,10	→
Michał Sobolewski	-	→	-	16.09.2026	16.09.2026	-	-	-	43,85	53,10	→
Michał Sobolewski	-	→	-	17.09.2026	17.09.2026	-	-	-	44,00	53,10	→
Michał Sobolewski	Trzymaj	↓	12.10.2026	-	12.10.2026	Nie później niż 12.10.2027	-	-	46,25	48,80	↓

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Votum								
Michał Sobolewski	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	-6%
Michał Sobolewski	-	→	-	10.07.2026	10.07.2026	-	46,15	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.08.2026	17.08.2026	-	44,10	-
Michał Sobolewski	-	→	-	16.09.2026	16.09.2026	-	43,85	-
Michał Sobolewski	-	→	-	17.09.2026	17.09.2026	-	44,00	-
Michał Sobolewski	-	→	-	12.10.2026	12.10.2026	-	46,25	-

** 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: 12 października 2026 r., godz. 18:15.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 12 października 2026 r., godz. 18:25.

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 jakakolwiek 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 jakiekolwiek 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 jakiejkolwiek 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

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
Informacja: (+48) 0 801 104 104