

8/2026/GPW (26) 5 maja 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 IV kw. 2025 roku	3
Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy	4
Prognozy finansowe	5
Wycena	6
Oczekiwania wyników finansowych za I kw. 2026 roku	7
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	10
Czynniki ryzyka	13
Katalizatory	13
Przewagi konkurencyjne	13
Zastrzeżenia prawne	14

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

Votum

8/2026/GPW (26) 5 maja 2026

Analityk: Michał Sobolewski, CFA, FRM

Sektor: Finanse specjalne

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 50,30 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 58,1 zł (↑)

Kapitalizacja: 165,8 mln US\$

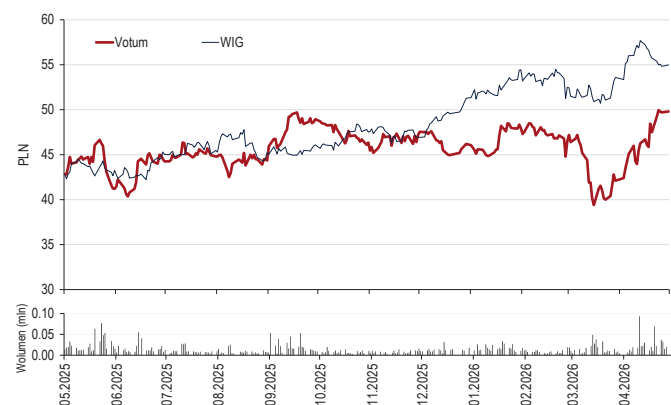
Bloomberg: VOT PW

Średni obrót dzienny: 0,2 mln US\$

12M przedział kursowy: 39,40-50,30 zł

Free float: 37%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działania

Votum postrzegamy jako dojrzałą spółkę o charakterze dywidendowym, której wyniki w krótkim i średnim terminie pozostają silnie wspierane przez segment dochodzenia roszczeń z tytułu kredytów walutowych. Model biznesowy korzysta obecnie na kumulacji korzystnych czynników, takich jak wysoka liczba ugód, skracanie czasu postępowań i ograniczenie liczby apelacji ze strony banków, co skutkuje utrzymującą się niezłą rentownością i mocnymi przepływami pieniężnymi. Jednocześnie Spółka przygotowuje się do dywersyfikacji działalności rozwijając stopniowo nowe obszary, które w kolejnych latach mogą stanowić istotne uzupełnienie wygasającego portfela spraw CHF, jak sankcję kredytu darmowego (SKD) czy projekt służebności przesyłu, który w średnim terminie może stać się dodatkowym komponentem przychodów.

W obszarze sankcji kredytu darmowego obserwujemy swoisty wyścig pomiędzy bankami a kancelariami prawnymi, który może mieć istotne znaczenie dla tempa rozwoju tego segmentu. Z jednej strony banki podejmują działania ograniczające ryzyko sporów, m.in. poprzez wycofywanie lub modyfikowanie umów, które mogłyby stać się

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2025	2026E	2027E	2028E
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	4,3	5,5	8,8	8,0
P/CE	x	4,1	5,2	8,0	7,5
EV/EBITDA	x	2,5	2,9	3,9	3,3
EV/EBIT	x	2,6	3,1	4,2	3,5
DPS	zł	6,67	5,00	5,00	5,00
Stopa dywidendy brutto	%	13,3	9,9	9,9	9,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	12,0	12,0	12,0	12,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego dotyczące służebności przesyłu: 2 grudnia
2. Dzień dywidendy zaliczkowej (1,67 na akcję): 16 grudnia
3. Dzień wypłaty dywidendy: 23 grudnia
4. Audytorowany skonsolidowany i jednostkowy raport finansowy za 2025 rok: 14 kwietnia
5. Aktualizacja polityki dywidendy: 14 kwietnia
6. Wyrok TSUE w sprawach (C-752/24, C-753/24 i C-901/24) dot. spraw frankowych: 16 kwietnia
7. Wyrok TSUE w sprawie C-744/24 dot. praktyki naliczania odsetek (SKD): 23 kwietnia

Najbliższe wydarzenia

1. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy: 12 maja
2. Dzień dywidendy (5,0 zł na akcję): 18 maja
3. Dzień wypłaty dywidendy zaliczkowej: 22 maja
4. Skonsolidowany raport finansowy za I kw. 2026: 29 maja
5. Wyrok TSUE w sprawie C-831/24 dot. badania umowy kredytowej przez sąd (SKD): 11 czerwca
6. Skonsolidowany raport za I poł. 2026: 22 września
7. Skonsolidowany raport za III kw. 2026: 24 listopada

przedmiotem pozwów. Z drugiej strony kancelarie i kredytobiorcy intensyfikują działania zmierzające do ukształtowania korzystnej dla klientów linii orzeczniczej, wykorzystując m.in. najnowsze wyroki TSUE jako argumentację w sporach sądowych. W naszej ocenie wynik tego procesu w najbliższych kwartałach będzie kluczowy dla skali i dynamiki przychodów z segmentu SKD.

Naszym zdaniem, w tym obszarze niedawny wyrok TSUE w sprawie C-744/24 może stanowić punkt zwrotny dla dochodzenia roszczeń od kredytów konsumenckich, gdyż kwestionuje on jednoznacznie wcześniej powszechną praktykę naliczania odsetek od skredytowanych kosztów kredytu, co dotychczas było szeroko stosowane przez banki. Rozstrzygnięcie wprowadza wyraźne rozróżnienie pomiędzy kapitałem faktycznie udostępnionym konsumentowi a kosztami kredytu, co może mieć bezpośrednie przełożenie na ocenę prawidłowości konstrukcji wielu umów. W naszej ocenie wyrok ten tworzy podstawy do potencjalnego odwrócenia dotychczasowej linii orzeczniczej w sprawach sankcji kredytu darmowego. Jednocześnie TSUE nie przesądził automatycznego stosowania SKD pozostawiając sądom krajowym ocenę skutków naruszeń w konkretnych sprawach. Niemniej jednak wyrok istotnie wzmacnia pozycję konsumentów w sporach z bankami, a sam wyrok i prokonsumenckie stanowisko rzecznika finansowego daje coraz większe szanse na zmianę jak dotąd niekorzystnej linii orzeczniczej, co z kolei skłania nas do rozpoczęcia uwzględniania przychodów z *success fee* z tego obszaru.

Rekomendacja fundamentalna Kupuj. Podnosimy naszą fundamentalną rekomendację dla Votum do Kupuj (poprzednio Trzymaj) pod wpływem rewizji naszej bieżącej ceny docelowej, która po aktualizacji prognoz wskazuje na dalszy potencjał wzrostu. Widzimy większe szanse niż dotychczas na reaktywację „drugiej nogi” w segmencie bankowym czyli dochodzenia roszczeń na podstawie sankcji kredytu darmowego po wyroku TSUE w sprawie C-744/24. Chociaż dopiero najbliższe kwartały przyniosą odpowiedź, jak krajowe sądy zinterpretują wyrok, a dotychczasowe wyroki są w większości niekorzystne dla kredytobiorców, to naszym zdaniem szanse na zmianę są najwyższe jak dotąd. W naszej ocenie, po raz pierwszy jest podstawa do uwzględnienia w prognozach finansowych opłat *success fee* także od roszczeń w oparciu o sankcję kredytu darmowego, co sprawia, że podwyższamy nasze prognozy wyników segmentu bankowego na najbliższe lata. Jednocześnie, naszym zdaniem, 2026 rok pod względem wyników nie będzie już rekordowy (takim był 2025) ani dla segmentu bankowego, ani dla całej Grupy Votum, co wynika z naturalnego stopniowego wyczerpywania się portfela klientów z abuzywnymi umowami kredytu

walutowego. Niemniej poziom wyników pozostaje historycznie wysoki i powinien pozwolić na utrzymanie ponadprzeciętnej rentowności Grupy w tym roku.

Rekomendacja relatywna Przeważaj podtrzymana. Uważamy, że w krótkim okresie akcje mogą zachowywać się lepiej od rynku, czemu sprzyjać będą oczekiwania dobrych wyników w I kwartale, ale przede wszystkim dalsze wyroki TSUE w obszarze sankcji kredytu darmowego (jak na przykład planowany na czerwiec wyrok C-831/24), gdzie widzimy wysokie prawdopodobieństwo dalszych prokonsumenckich rozstrzygnięć. Kolejne orzeczenie korzystne dla kredytobiorców przyspieszyłoby formowanie się korzystnej dla klientów linii orzeczniczej, co w konsekwencji mogłoby odblokować potencjał tego segmentu i istotnie poprawić średnioterminowe perspektywy dla Spółki. Co więcej, ostatnie zmiany w polityce dywidendy wskazują na możliwość wyższych wypłat, niż zakładamy.

Wyniki finansowe za IV kw. 2025 roku

Słabsze od oczekiwań wyniki kwartalne. Wyniki Votum za IV kw. 2025 okazały się wyraźnie poniżej naszych prognoz na każdym poziomie rachunku wyników: przychody sięgnęły 125,2 mln zł, wynik operacyjny 45,5 mln zł, a zysk netto 31,2 mln zł. Skala negatywnego odchylenia jest efektem kilku czynników: (i) niższej liczby wyroków sądowych w kwartale, (ii) zmian szacunków dotyczących poziomu *success fee*, (iii) ujęcia odpisu wartości firmy (poziom 3,5 mln zł) oraz (iv) niższych niż zakładaliśmy przychodów finansowych netto.

Presja na marże. Marże operacyjne uległy istotnemu pogorszeniu względem bardzo wysokiej bazy IV kw. 2024 – marża EBITDA spadła do 37,7% (48,4% rok wcześniej), a marża netto do 24,9% (36,7% w IV kw. 2024). Jednocześnie marże pozostają relatywnie stabilne w ujęciu kw./kw., co wskazuje głównie na efekt wysokiej bazy i wspomniane czynniki jednorazowe, natomiast typowy efekt sezonowy nie wystąpił w tej skali co w poprzednim roku.

Wynik netto. W IV kwartale przychody finansowe netto Grupy wyniosły -6,0 mln zł wobec -0,9 mln zł w IV kw. 2024 r. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 19%, zgodnie z naszymi oczekiwaniami.

Tabela 1. Votum; Wyniki finansowe w IV kw. 2025

MSSF skonsolidowane (mln zł)	III kw.		IV kw.		I kw.		II kw.		Wyniki wobec				Realizacja całorocznej	
	24	24	25	25	25	25	oczekiwań	IV kw.	zmiana	I-IV kw.	I-IV kw.	zmiana	prognozy w:	
	DM	BOŚ	25P	r/r	24	25	r/r	24	25	r/r	IV kw. 24	IV kw. 25		
Sprzedaż	88,6	139,7	123,1	115,7	98,4	125,2	↓↓	158,6	-10%	407,4	462,4	14%	34%	27%
Zysk na sprzedaży	24,8	66,8	54,5	46,8	34,0	51,0	↓↓	69,2	-24%	148,4	186,3	26%	45%	27%
Marża zysku na sprzedaży	27,9%	47,9%	44,3%	40,4%	34,5%	40,7%	-	43,6%	-	36,4%	40,3%	-	-	-
EBITDA	25,8	67,6	51,6	48,2	37,7	47,2	↓↓	69,6	-30%	146,4	184,7	26%	46%	26%
Marża EBITDA	29,2%	48,4%	41,9%	41,7%	38,4%	37,7%	-	43,9%	-	35,9%	39,9%	-	-	-
EBIT	24,4	65,8	49,9	46,5	36,0	45,5	↓↓	67,9	-31%	141,0	178,0	26%	47%	26%
Marża EBIT	27,6%	47,1%	40,6%	40,2%	36,6%	36,4%	-	42,8%	-	34,6%	38,5%	-	-	-
Zysk brutto	23,8	64,9	54,1	47,9	38,2	39,5	↓↓	66,9	-39%	143,3	179,7	25%	45%	22%
Marża zysku brutto	26,9%	46,5%	43,9%	41,4%	38,9%	31,5%	-	42,2%	-	35,2%	38,9%	-	-	-
Zysk netto	18,7	51,3	43,6	35,9	29,5	31,2	↓↓	53,6	-39%	112,9	140,2	24%	45%	22%
Marża zysku netto	21,2%	36,7%	35,4%	31,0%	30,0%	24,9%	-	33,8%	-	27,7%	30,3%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

W rezultacie zysk netto Grupy w wys. 31,2 mln zł okazał się sporo niższy od naszych oczekiwań. Jednocześnie chcieliśmy zauważyć, że negatywne odchylenie wyników za IV kw. 2025 powinno być przejściowe i jest wzmocnione czynnikami jednorazowymi (odpis wartości firmy, rewizja *success fee*), szczególnie, że mniejsza liczba wyroków przesuwają przychody na następne okresy. Jednocześnie wartość odnotowania jest wysoki poziom przepływów pieniężnych.

Perspektywy i oczekiwania Spółki na kolejne okresy

Segment bankowy głównym motorem wyników. Segment spraw bankowych wygenerował blisko 400 mln zł przychodów w 2025 roku, wspierany rekordową liczbą ok. 8,8 tys. rozstrzygnięć oraz wysoką skutecznością procesową przekraczającą 99%. Model rozpoznawania przychodów (na etapie wyroku pierwszej instancji) powoduje przesunięcie wpływów gotówkowych, jednak Spółka wskazuje na stopniowe skracanie tego opóźnienia dzięki rosnącej liczbie ugód i uprawomocnień wyroków.

Perspektywy projektu frankowego. Zarząd ocenia, że rynek spraw frankowych znajduje się dopiero w połowie cyklu, a na początku 2026 roku portfel obejmował ok. 16 tys. spraw bez rozpoznanego jeszcze przychodu. Spółka zakłada, że przychody w 2026 roku pozostaną na poziomie zbliżonym do lat 2023-25 (tj. 300-400 mln zł rocznie), przy dalszym wzroście liczby ugód (20-30% r/r) oraz spraw zakończonych wypłatą świadczenia. Jednocześnie spadek liczby wyroków r/r w 2025 r. (-11%) wynika z rosnącej skłonności banków do zawierania ugód jeszcze przed ich wydaniem.

Votum podtrzymuje zdolność pozyskiwania ok. 8 tys. nowych spraw rocznie, wspieraną przez efekty rekomendacyjne oraz intensyfikację działań marketingowych (kampanie TV, radio). Spółka wskazuje, że rynek pozostaje szeroki – ok. 300 tys. aktywnych kredytów frankowych i rosnąca grupa klientów z kredytami spłaconymi (ponad 50% nowych spraw). Dodatkowo rośnie znaczenie nowych grup klientów np. z kredytami w EUR, którzy odpowiadali za 25% sprzedaży w IV kw. 2025.

Otoczenie regulacyjne i orzecznictwo. Wyroki TSUE dotyczące rozliczeń stron po unieważnieniu umowy kredytowej zostały ocenione jako neutralne dla modelu biznesowego Votum i potwierdzające wysoką ochronę konsumentów. Spółka utrzymuje strategię procesową opartą na zarzutach przedawnienia i potrącenia roszczeń, co zabezpiecza klientów. Zarząd wskazuje również na rosnące znaczenie spraw dotyczących sankcji kredytu darmowego, gdzie oczekiwane są kolejne kluczowe rozstrzygnięcia TSUE.

Nowe obszary wzrostu – dywersyfikacja działalności. Segment odszkodowawczy, który wygenerował przychody na poziomie 30 mln zł w 2025 roku, ma w ocenie zarządu potencjał do osiągnięcia skali porównywalnej z segmentem bankowym. Kluczowe nowe obszary obejmują szkody górnicze, roszczenia związane z urządzeniami przesyłowymi oraz inne sprawy majątkowe. Szczególnie duży potencjał jest przypisywany roszczeniom dotyczącym infrastruktury przesyłowej, gdzie baza potencjalnych klientów może dotyczyć milionów nieruchomości.

Rozwój sieci kancelarii i wykorzystanie technologii. Strategia zakłada ewolucję 10 kancelarii z modelu wyspecjalizowanego (sprawy frankowe) w kierunku lokalnych, wieloprofilowych podmiotów prawnych. Kluczowymi filarami są roszczenia masowe, rozwój specjalizacji oraz intensywne wykorzystanie technologii (AI, automatyzacja, cyfryzacja procesów). Wdrożenia IT pozwalają na zwiększenie efektywności operacyjnej i ograniczenie kosztów obsługi spraw, co widać w niższej dynamice kosztów względem przychodów.

Silna pozycja gotówkowa i polityka dywidendowa. Spółka generuje rekordowe przepływy pieniężne, co umożliwi jednoczesne finansowanie inwestycji i wysokie wypłaty dla akcjonariuszy. Nowa polityka dywidendowa zakłada wypłatę nie mniej niż 60 mln zł rocznie w latach 2025-27. Zarząd podkreśla, że poziom wypłat nie ogranicza zdolności inwestycyjnych Grupy.

Inwestycje i rozwój segmentów poza prawem. Kontynuowane są inwestycje w segment rehabilitacji i opieki senioralnej, w tym rozbudowa ośrodka w Krakowie (uruchomienie w 2026 roku). Jednocześnie Spółka inwestuje w rozwój infrastruktury kancelarii i systemów IT, traktując je jako kluczową przewagę konkurencyjną na rozdrobnionym rynku usług prawnych.

Koszty a rozwój sieci sprzedaży. Dynamiczny wzrost liczby przedstawicieli (ponad 1000 nowych w I kw. br. w porównaniu do ok. 300 w całym 2025) nie generuje istotnego wzrostu kosztów stałych, ponieważ model oparty jest na prowizji (*success fee*), co oznacza pozytywny wpływ na przychody przy neutralnym wpływie na bazę kosztową.

Prognozy finansowe

Uwzględniając opublikowane wyniki Grupy Votum za 2025 oraz przedstawione przez zarząd plany na 2026 rok modyfikujemy nasze prognozy

na 2026 rok i lata następne, a główne zmiany prognoz finansowych na najbliższe lata są związane z wyższym poziomem przychodów segmentu bankowego w następnych latach. Jednocześnie zakładamy, że 2026 rok pod względem wyników nie będzie już rekordowy ani dla tego segmentu, ani dla całej Grupy, co wynika z naturalnego stopniowego wyczerpywania się portfela. Oczekujemy w br. niższej liczby zamkniętych spraw (blisko 13 tysięcy w porównaniu do niespełna 17 tysięcy ugód i wyroków rok wcześniej), jednak poziom ten pozostaje wysoki historycznie i powinien pozwolić na utrzymanie ponadprzeciętnej rentowności Grupy. W kilkuletniej perspektywie pewien wkład mogą zacząć generować nowe inicjatywy takie jak dochodzenie roszczeń z tytułu służebności przesyłu czy szkód górniczych, jednak w krótkim i średnim okresie zakładamy ich ograniczony udział w skonsolidowanych wynikach. Wskutek wyżej opisanych zmian nasze prognozy zysku netto na obecny i przyszły rok zmieniają się odpowiednio o 29% i 211%.

Segment bankowy. W segmencie bankowym w obszarze sankcji kredytu darmowego widzimy dużo większe szanse na odwrócenie tendencji na prokonsumencką, na co naszym zdaniem wskazuje wyrok TSUE C-744/24, który w naszej ocenie istotnie zwiększa prawdopodobieństwo zmiany linii orzeczniczej sądów. W konsekwencji zakładamy możliwość rozpoczęcia rozpoznawania przychodów z tytułu *success fee* od IV kwartału 2027, przy czym warunkiem ich księgowania jest pojawienie się nowych wyroków w najbliższych kwartałach. Dodatkowo podwyższamy założenia dotyczące napływu nowych klientów w segmencie umów walutowych w br. (zakładamy 7,5 tysiąca nowych spraw w tym segmencie), co powinno wspierać wzrost przychodów w kolejnych latach.

Pozostałe segmenty. W segmencie rehabilitacji, gdzie po rozbudowie Centrum Rehabilitacji pozytywny wpływ powinny być odczuwalny

Tabela 2. Votum; Zmiany prognoz finansowych

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2026P			2027P			2028P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	400,1	355,6	13%	317,7	213,7	49%	319,8	194,3	65%
EBITDA	142,8	106,6	34%	91,5	29,4	211%	97,6	33,0	196%
EBIT	136,0	100,4	35%	84,7	23,5	260%	92,1	27,3	237%
Zysk netto	109,4	84,5	29%	68,5	22,0	211%	75,2	25,6	194%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

już w tym roku, zakładamy dalszy wzrost skali działania. W segmencie odszkodowawczym oczekujemy wyższych przychodów w 2026 roku, choć na obecnym etapie pozostajemy konserwatywni w założeniach. Kluczowym czynnikiem wzrostu w tym obszarze jest poziom zainteresowania klientów sprawami dotyczącymi infrastruktury przesyłowej i podejście operatorów sieci, a także podejście sądów do tej kwestii. Jednak ten segment może stać się istotny dla wyników najwcześniej w średnim terminie.

Polityka dywidendowa. W prognozach zakładamy dywidendę na akcję na poziomie 5 zł, co odpowiada minimum określone w zaktualizowanej polityce dywidendowej Spółki. Przy utrzymujących się silnych przepływach pieniężnych widzimy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w zakresie wypłat dla akcjonariuszy w kolejnych latach.

Ryzyko dla prognoz finansowych. Oceniamy, że w krótkim okresie ryzyko jest umiarkowane i głównie związane z tempem wydawania wyroków w I instancji oraz kształtem i rentownością ugód oraz pozyskiwaniem klientów i poziomem opłat wstępnych. W średnim okresie najistotniejszym staje się obszar sankcji kredytu darmowego, a tutaj ostatnie wyroki są obiecujące, dlatego kluczowe stają się nadchodzące wyroki sądów krajowych

i implementacja wykładni wyroku TSUE (C-744/24). W przypadku braku zmiany linii orzeczniczej, gdy przyszłe wyroki sądów krajowych nie zmieniają dotychczasowej tendencji, przychody z *success fee* w obszarze SKD nie będą mogły być rozpoznane i będziemy zmuszeni do zrewidowania naszych prognoz. W dłuższym okresie kluczowe będzie orzecznictwo w zakresie służebności przesyłu czy szkód górniczych oraz nowe inicjatywy rozwojowe.

Wycena

Aktualizacja prognoz finansowych, przesunięcie horyzontu wyceny oraz spadek stopy wolnej od ryzyka spowodowały wyraźną zmianę naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem wyceny metodą DCF FCFF (80%) i porównawczej (20%), rośnie ona do 58,1 zł (poprzednio 50,2 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF implikuje 57,6 zł (poprzednio 45,5 zł) na akcję, zaś wycena metodą porównawczą daje 60,0 zł (poprzednio 68,7 zł) na akcję.

Tabela 3. Volum; Podsumowanie wyceny

DCF – waga: 80%	57,6
Wycena porównawcza – waga 20%	60,0
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	58,1
Cena rynkowa	50,3
Potencjał zmiany	15%

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 4. Volum; Wycena metodą porównawczą

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Gateley	4,9x	4,4x	4,1x	6,2x	5,6x	5,1x	5,4x	5,1x	4,8x
IPH Limited	6,1x	5,9x	5,6x	7,0x	6,8x	6,4x	7,7x	7,5x	7,3x
Keystone Law Group	12,0x	11,1x	10,2x	13,7x	12,1x	11,2x	15,0x	14,7x	14,5x
Knights Group Holdings	4,3x	3,8x	3,3x	6,3x	5,4x	4,7x	5,9x	5,3x	4,9x
Mediana	5,5x	5,2x	4,9x	6,6x	6,2x	5,7x	6,8x	6,4x	6,1x
Votum	142,8	91,5	97,6	136,0	84,7	92,1	109,4	68,5	75,2
Implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	76,7	55,2	60,0	86,6	59,7	64,6	62,2	36,6	38,1
Średnia implikowana wartość 1 akcji Volum (zł)	60,0								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. Sektor kancelarii prawnych; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Burford Capital	87%	57%	-	198%	72%	66%	231%	37%	41%
Gateley	15%	15%	16%	12%	12%	12%	9%	10%	10%
IPH Limited	29%	29%	29%	26%	25%	26%	17%	17%	17%
Keystone Law Group	12%	12%	12%	11%	11%	11%	10%	9%	9%
Knights Group Holdings	25%	26%	26%	17%	18%	18%	12%	13%	13%
Mediana	15%	26%	21%	12%	18%	18%	10%	13%	13%
Votum	36%	29%	31%	34%	27%	29%	27%	22%	24%

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. Votum; Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	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	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	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	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział kapitału akcyjnego	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
Udział długu	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Koszt kapitału własnego	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	12,2%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%
Prognozy finansowe (mln PLN)												
Sprzedaż	400,1	317,7	319,8	293,5	316,3	225,4	180,2	178,0	175,3	175,3	182,7	190,4
EBIT	136,0	84,7	92,1	74,0	87,9	53,7	41,7	39,3	36,6	35,7	39,5	43,4
EBIT*(1-t)	110,2	68,6	74,6	60,0	71,2	43,5	33,8	31,9	29,7	28,9	32,0	35,2
Amortyzacja	6,8	6,8	5,5	5,3	5,1	4,9	4,6	4,4	4,2	3,9	3,7	3,5
Zmiana kapitału pracującego	54,1	8,7	16,6	-1,3	-3,5	5,8	3,0	0,5	0,5	0,3	-0,1	-0,1
Wydatki inwestycyjne	-4,5	-4,3	-4,0	-3,9	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3	-2,2
FCFF	166,5	79,8	92,6	60,1	69,6	51,1	38,5	34,0	31,7	30,7	33,3	36,4

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 7. Votum; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	12,0%
Wartość rezydualna	335,6
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	113,7
Bieżąca wartość FCFF	335,7
Udziały mniejszości	6,2
Wartość firmy	443,3
Zadłużenie netto	-187,9
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	60,0
Wartość kapitału akcyjnego	691,2
Liczba akcji (m)	12,0
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	57,6

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%	11,8%	12,0%	12,3%	12,5%
0,0%	57,1	56,9	56,7	56,5	56,4
0,5%	57,5	57,3	57,1	56,9	56,7
1,0%	58,0	57,8	57,6	57,4	57,2
1,5%	58,6	58,3	58,1	57,8	57,6
2,0%	59,2	58,9	58,6	58,4	58,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Oczekiwania wyników finansowych za I kw. 2026 roku

29 maja Votum opublikuje swój raport finansowy za I kw. br. Prognozujemy, że I kw. 2026 roku przyniesie niższe wyniki r/r, co wynika przede wszystkim z wysokiej bazy i niższej liczby rozstrzygnięć spraw sądowych przekładających się na rozpoznanie przychodów *success fee*. Dodatkowo zakładamy nieco mniejszą liczbę ugód i wyroków zarówno względem zarówno IV kw. 2026, jak i I kw. 2025, co ograniczy poziom

raportowanych przychodów. Szacujemy sprzedaż na poziomie 100,7 mln zł (-18% r/r).

Normalizacja marż. Spodziewamy się spadku wyników operacyjnych i prognozujemy 37,7 mln zł EBITDA (-27% r/r) oraz 36,0 mln zł zysku operacyjnego (-28% r/r). Marża EBITDA powinna wynieść 37,4% (vs 41,9% rok wcześniej), co odzwierciedla zarówno niższą skalę działalności, jak i efekt normalizacji marż po rekordowym 2025 roku.

Spadek wyniku netto. Zysk netto prognozujemy na poziomie 28,9 mln zł (-34% r/r), przy marży netto w wys. 28,7% (vs 35,4% w I kw. 2026). Jednocześnie oczekujemy jedynie lekkiego obniżenia kw./kw.

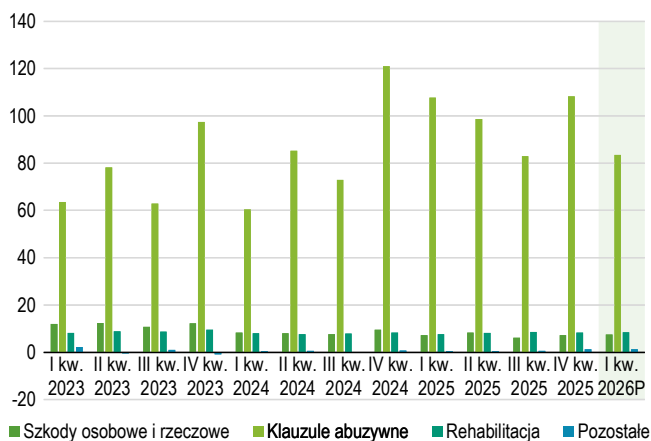
poziomu wyników operacyjnych i netto, co wynika z braku zdarzeń jednorazowych, które mocno obciążały poprzedni kwartał.

Tabela 9. Votum; Prognozy finansowe na I kw. 2026

MSSF skonsolidowane (mln zł)	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	zmiana r/r	zmiana			Realizacja całorocznej prognozy w:	
	24	25	25	25	25	26P		I kw. 25	I kw. 26P	r/r	I kw. 25	I kw. 26P
Sprzedaż	139,7	123,1	115,7	98,4	125,2	100,7	-18%	123,1	100,7	-18%	27%	25%
Zysk na sprzedaży	66,8	54,5	46,8	34,0	51,0	36,1	-34%	54,5	36,1	-34%	29%	27%
Marża zysku na sprzedaży	47,9%	44,3%	40,4%	34,5%	40,7%	35,8%	-	44,3%	35,8%	-	-	-
EBITDA	67,6	51,6	48,2	37,7	47,2	37,7	-27%	51,6	37,7	-27%	28%	26%
Marża EBITDA	48,4%	41,9%	41,7%	38,4%	37,7%	37,4%	-	41,9%	37,4%	-	-	-
EBIT	65,8	49,9	46,5	36,0	45,5	36,0	-28%	49,9	36,0	-28%	28%	26%
Marża EBIT	47,1%	40,6%	40,2%	36,6%	36,4%	35,8%	-	40,6%	35,8%	-	-	-
Zysk brutto	64,9	54,1	47,9	38,2	39,5	36,5	-33%	54,1	36,5	-33%	30%	26%
Marża zysku brutto	46,5%	43,9%	41,4%	38,9%	31,5%	36,2%	-	43,9%	36,2%	-	-	-
Zysk netto	51,3	43,6	35,9	29,5	31,2	28,9	-34%	43,6	28,9	-34%	31%	26%
Marża zysku netto	36,7%	35,4%	31,0%	30,0%	24,9%	28,7%	-	35,4%	28,7%	-	-	-

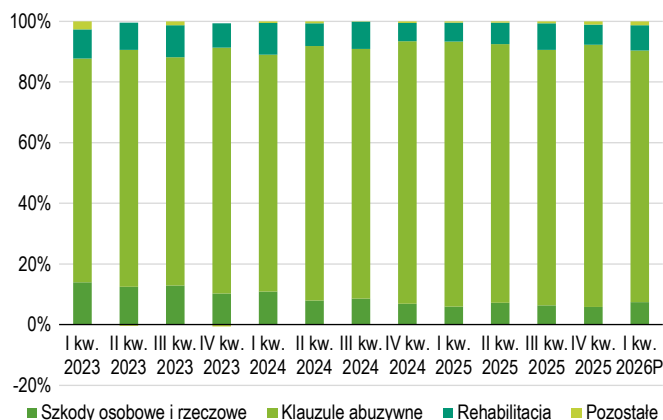
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Votum; Przychody według segmentu w ujęciu kwartalnym



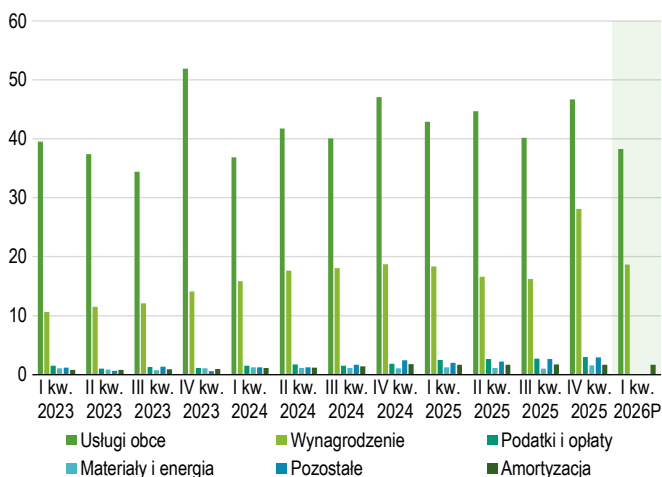
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



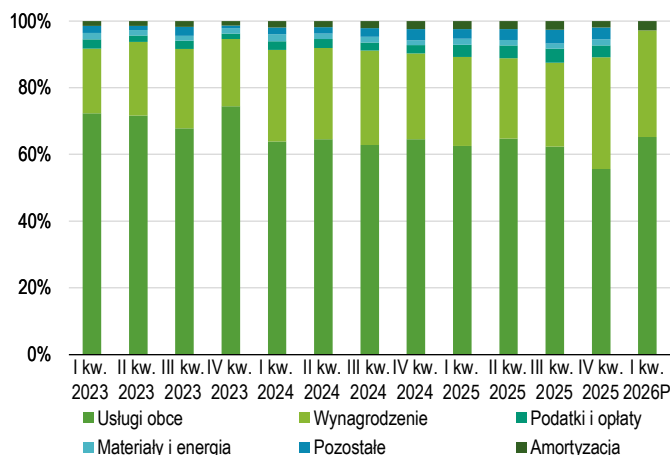
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 3. Votum; Koszty według segmentu w ujęciu kwartalnym



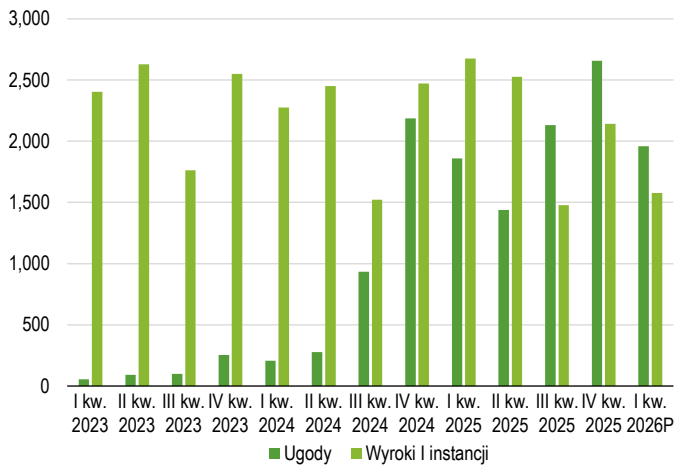
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



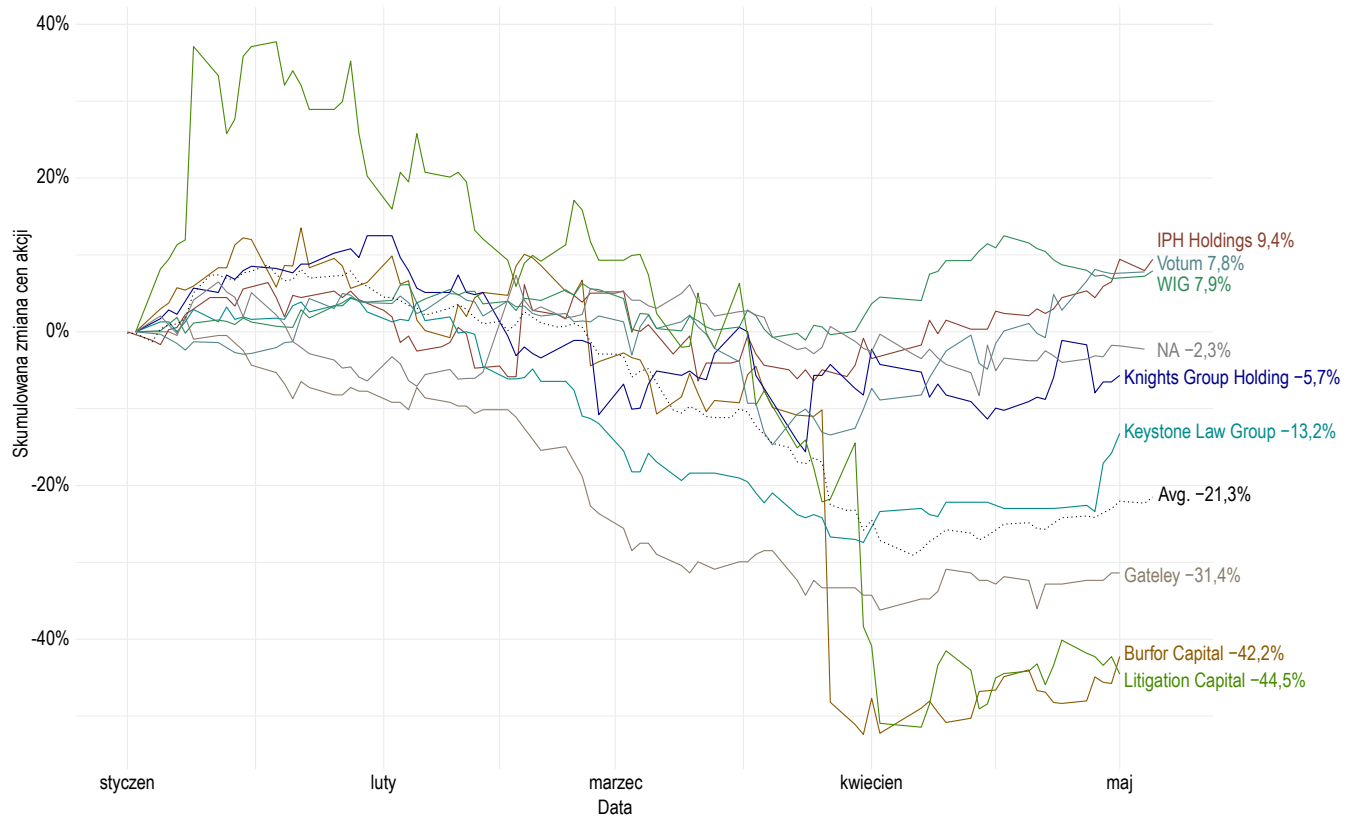
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

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



Źródło: Spółka

Wykres 6. *Skumulowana zmiana cen akcji na tle grupy rówieśniczej od 2026-01-01*



Źródło: Spółka

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

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	387,1	407,4	462,4	400,1	317,7	319,8
Koszt własny sprzedaży	227,4	259,0	276,1	264,5	232,9	227,2
Zysk na sprzedaży	159,8	148,4	186,3	135,6	84,8	92,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-1,1	-7,4	-8,3	0,4	-0,1	-0,6
EBITDA	162,2	146,4	184,7	142,8	91,5	97,6
EBIT	158,7	141,0	178,0	136,0	84,7	92,1
Przychody finansowe	11,0	9,2	4,9	4,0	4,0	3,9
Koszty finansowe	-3,8	-6,9	-3,2	-2,2	-2,4	-2,2
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	137,8	86,3	93,8
Podatek dochodowy	32,0	27,9	36,9	26,2	16,4	17,8
Zyski mniejszości	2,0	2,6	2,6	2,2	1,4	0,8
Zysk netto	131,9	112,9	140,2	109,4	68,5	75,2

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 11. *Volum; Bilans*

(młn zł)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	161,9	262,9	306,0	272,5	222,7	222,5
Rzeczowe aktywa trwałe	30,0	38,9	44,8	42,5	40,1	38,6
Aktywa niematerialne	0,7	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4
Wartość firmy	3,5	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek finansowy	127,6	219,8	260,8	229,6	182,2	183,5
Majątek obrotowy	269,4	318,2	365,6	303,1	323,5	323,7
Należności handlowe	255,7	256,7	214,9	100,0	63,5	32,0
Pozostałe należności	1,5	1,2	0,4	1,2	0,9	0,9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	12,2	60,4	150,3	201,9	259,1	290,7
Aktywa	432,0	581,1	671,6	575,6	546,3	546,1
Kapitały własne	242,9	321,8	381,7	431,2	439,7	454,9
Zobowiązania	189,1	259,3	289,9	144,4	106,6	91,2
Zobowiązania długoterminowe	103,2	134,4	139,7	82,9	55,9	41,0
Dług odsetkowy	12,5	5,4	3,4	5,2	4,7	4,2
Leasing	3,8	8,5	8,7	9,2	9,7	10,2
Rezerwy, inne	86,8	120,6	127,6	68,4	41,6	26,6
Zobowiązania krótkoterminowe	85,9	124,8	150,2	61,6	50,6	50,3
Dług odsetkowy	6,8	9,1	9,3	8,8	7,9	7,1
Leasing	1,4	3,0	3,2	3,2	3,4	3,5
Rezerwy, inne	77,2	109,0	131,3	44,0	34,9	35,2
Zobowiązania handlowe	0,5	3,7	6,4	5,6	4,4	4,5
Pasywa	432,0	581,1	671,6	575,6	546,3	546,1

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 12. Volum; Przepływy pieniężne

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przepływy operacyjne	41,0	108,1	201,8	116,5	123,7	97,1
Zysk brutto	165,9	143,3	179,7	137,8	86,3	93,8
Amortyzacja	3,5	5,4	6,7	6,8	6,8	5,5
Zmiana majątku obrotowego	31,9	-45,4	33,5	-2,6	41,7	14,9
Pozostałe	-160,3	4,7	-18,0	-25,5	-11,1	-17,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,9	-15,6	-23,6	-4,5	-4,3	-4,0
Nakłady inwestycyjne	-2,4	-6,3	-9,4	-4,5	-4,3	-4,0
Pozostałe	-0,5	-9,3	-14,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-36,3	-44,3	-88,3	-58,1	-60,8	-60,6
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	1,3	-1,4	-1,3
Wypłata dywidend	-30,1	-34,8	-81,8	-60,0	-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	53,8	58,6	32,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 13. Volum; Marże i stopy wzrostu

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Marże:						
Marża brutto	41%	36%	40%	34%	27%	29%
Marża EBITDA	42%	36%	40%	36%	29%	31%
Marża operacyjna	41%	35%	38%	34%	27%	29%
Marża zysku przed opodatkowaniem	43%	35%	39%	34%	27%	29%
Marża zysku netto	34%	28%	30%	27%	22%	24%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	28%	5%	14%	-13%	-21%	1%
EBITDA	42%	-10%	26%	-23%	-36%	7%
EBIT	42%	-11%	26%	-24%	-38%	9%
Zysk przed opodatkowaniem	49%	-14%	25%	-23%	-37%	9%
Zysk netto	45%	-14%	24%	-22%	-37%	10%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 14. Volum; Wskaźniki

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Sprzedaż (mln zł)	387,1	407,4	462,4	400,1	317,7	319,8
Marża brutto	41%	36%	40%	34%	27%	29%
EBIT (mln zł)	162,2	146,4	184,7	142,8	91,5	97,6
EBITDA (mln zł)	158,7	141,0	178,0	136,0	84,7	92,1
Zysk brutto (mln zł)	131,9	112,9	140,2	109,4	68,5	75,2
Zysk netto (mln zł)	131,9	112,9	140,2	109,4	68,5	75,2
EPS (zł)	11,0	9,4	11,7	9,1	5,7	6,3
Dług netto (mln zł)	7,1	-45,8	-137,6	-187,9	-246,5	-279,4
BPS (zł)	20,2	26,8	31,8	35,9	36,6	37,9
DPS (zł)	2,50	2,83	6,67	5,00	5,00	5,00
Zwrot z kapitału własnego	67%	40%	40%	27%	16%	17%
Zwrot z aktywów	37%	22%	22%	18%	12%	14%
Amortyzacja (mln zł)	3,5	5,4	6,7	6,8	6,8	5,5
Wolny przepływ pieniężny (mln zł)	96,6	149,0	191,2	166,5	79,8	92,6
Capex (mln zł)	2,4	6,3	9,4	4,5	4,3	4,0

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 15. Volum; Dodatkowe Wskaźniki

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Struktura bilansu						
Kapitały własne / aktywa	56%	55%	57%	75%	80%	83%
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	39%	23%	12%	5%	3%	0%
Wskaźnik bieżący	3,1	2,5	2,4	4,9	6,4	6,4
Wskaźnik szybki	3,1	2,5	2,4	4,9	6,4	6,4
Rotacja należności kr. w dniach	204	230	186	144	94	55
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	-2	-3	-7	-8	-8	-7
Rentowność						
ROA	37,3%	22,3%	22,4%	17,5%	12,2%	13,8%
ROE	66,6%	40,0%	39,8%	26,9%	15,7%	16,8%
ROCE	14,8%	9,2%	9,3%	6,3%	3,7%	4,0%
Sprzedaż / Aktywa ogółem	1,1	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Zysk operacyjny / aktywa	11,2%	7,0%	7,1%	5,5%	3,8%	4,2%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	21%	19%	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%	3%	2%
Dług netto / EBITDA	4%	-31%	-74%	-132%	-269%	-286%
EBITDA / koszty finansowe	42,7	21,3	57,7	64,9	38,1	45,2
Dane na akcję						
Zysk na akcję	10,99	9,41	11,68	9,12	5,71	6,27
Zysk na akcję, skor.	10,99	9,41	11,68	9,12	5,71	6,27
Wartość księgowa na akcję	20,24	26,82	31,81	35,93	36,64	37,91
EBITDA na akcję	13,52	12,20	15,39	11,90	7,62	8,13
EBIT na akcję	13,23	11,75	14,83	11,34	7,06	7,67
Dług netto na akcję	0,59	-3,82	-11,46	-15,66	-20,54	-23,29
Dywidenda na akcję	2,50	2,83	6,67	5,00	5,00	5,00
Zysk gotówkowy na akcję	11,28	9,86	12,24	9,68	6,27	6,73
Wskaźniki wyceny*						
Cena / Zysk	4,4	4,0	3,6	5,5	8,8	8,0
Cena / Wartość księgowa	2,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3
EV na akcję	48,9	33,8	30,6	34,6	29,8	27,0
EV/EBITDA	3,6	2,8	2,0	2,9	3,9	3,3
EV/EBIT	3,7	2,9	2,1	3,1	4,2	3,5

* ceny średnioroczne dla lat ubiegłych, cena bieżąca dla prognoz

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

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 mało korzystnej dla klientów linii orzeczniczej w obszarze 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 w dochodzeniu roszczeń od klauzul abuzywnych kredytów konsumenckich
3. Utrzymujące się zainteresowanie klientów roszczeniami względem banków, wzmacniane przez korzystne orzecznictwo i polecenia klientów po wygranych 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. Powodzenie projektów dochodzenia roszczeń od szkód górniczych, służebności przesyłu i na podstawie sankcji kredytu darmowego.
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 ściśle określonych rynkach produktowych
9. Wielokanałowa sieć dystrybucji

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	34	3	5	0	3
Procenty	46%	40%	4%	6%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	33	31	12	5	0	3
Procenty	39%	37%	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.

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 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	4	4	0	1	0	1
Procenty	40%	40%	0%	10%	0%	10%

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	3	5	0	1	0	1
Procenty	30%	50%	0%	10%	0%	10%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^f	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	Nie później niż 05.05.2027	-	-	50,30	58,10 ↑

* 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
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	Nie później niż 07.04.2027	42,40	14%
Michał Sobolewski	-	→	-	23.04.2026	23.04.2026	-	48,45	-
Michał Sobolewski	-	→	-	05.05.2026	05.05.2026	-	50,30	-

* 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: 5 maja 2026 r., godz. 18:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 5 maja 2026 r., godz. 19:00.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

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