

4/2019/GPW (12) 2 lutego, 2020

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

**Analityk:** Sylwia Jaśkiewicz, CFA

# Voxel

**Sektor:** Ochrona zdrowia  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 31,2 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 39,5 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 84,6 mln US\$  
**Bloomberg:** VOX PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,015 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 20,10-34,00 zł  
**Free float:** 51%

## Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy naszą długoterminową rekomendację Kupuj dla Spółki, a także krótkoterminowe relatywne zalecenie Przeważaj. Zamierzamy umieścić akcje Spółki w naszym miesięcznym portfelu, który będzie publikowany w tym tygodniu.

Inwestycja w akcje Spółki oferuje ekspozycję na szybko rosnący rynek medyczny w Polsce, a przede wszystkim podmiot, który nie tylko jest aktywnym graczem w konsolidowaniu rynku, ale także sam może być przedmiotem przejęcia. Grupa Voxel, posiadająca cyklotrony, szpital, podmiot IT, cieszy się znaczącymi przewagami konkurencyjnymi w stosunku do państwowych podmiotów.

Spodziewamy się przyzwoitych wyników kwartalnych Spółki w IV kw. 2019 w ujęciu powtarzalnym, zaś oczekiwany przez nas spadek r/r ZN wynika wyłącznie ze sposobu rozliczania kontraktów.

Podwyższamy nasze prognozy na rok 2020 i kolejne lata aktualizując założenia odnośnie programu inwestycyjnego. Pragniemy zwrócić uwagę, że limity na badania TK i MR w br. zostały ustalone na bazie wykonania za I pół. 2019 r., czyli na wysokim poziomie. Natomiast sposób uzyskiwania płatności przez Spółkę znacząco się poprawił. Ponadto zmianie uległ sposób finansowania badań PET przez szpitale, co powinno stymulować wzrost liczby ich wykonywania.

## Wycena

Uaktualnienie prognoz finansowych skutkuje wzrostem wyceny w horyzoncie 12 miesięcy, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 39,5 (z 38,4) zł na akcję Spółki (o 3%). Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 41 zł, zaś wycena metodą porównawczą 38 zł.

### Skorygowane zyski

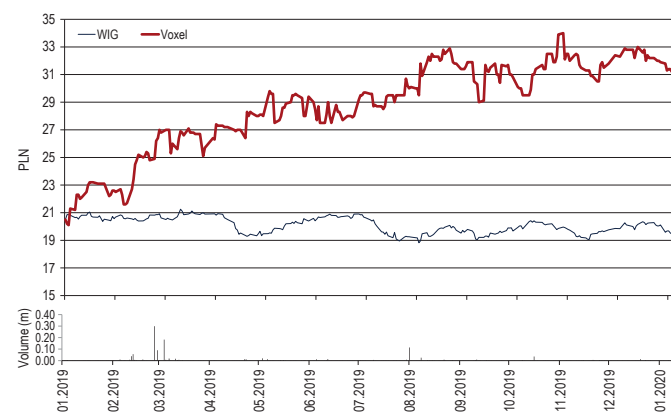
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	170,4	214,7	256,8	266,9
EBITDA	mln zł	45,3	58,0	68,4	73,3
EBIT	mln zł	31,0	35,4	40,3	42,8
Zysk netto	mln zł	23,4	24,4	27,4	29,7
EPS	zł	2,2	2,3	2,6	2,8
Zmiana EPS r/r	%	18	5	12	8
FCFF	mln zł	-2,9	-20,1	19,6	32,3
Dług netto	mln zł	55,9	109,9	102,2	85,6
P/E	x	14,0	13,4	11,9	11,0
P/CE	x	8,7	7,0	5,9	5,4
EV/EBITDA	x	8,5	7,6	6,3	5,6
EV/EBIT	x	12,4	12,3	10,7	9,7
DPS	zł	1,00	0,99	1,04	1,16
Stopa dywidendy brutto	%	3,2	3,2	3,3	3,7
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2019: 23 marca
2. Skonsolidowany raport za I kw. 2020: 26 maja
3. Skonsolidowany raport za I pół. 2020: 21 sierpnia
4. Skonsolidowany raport za III kw. 2020: 23 listopada

**Tabela 1. Voxel; Model DCF**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Koszt kapitału własnego</b>								
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>
<b>Koszt długu</b>								
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>								
Udział kapitału akcyjnego	79%	84%	84%	85%	85%	85%	85%	88%
Udział długu	21%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	12%
Koszt kapitału własnego	9,6%	9,5%	9,3%	9,2%	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>								
Sprzedaż	266,9	274,3	281,5	288,8	296,4	304,2	312,4	320,8
EBIT	42,8	42,5	45,3	46,8	48,0	48,8	49,5	50,1
NOPLAT (PLN m)	34,7	34,4	36,7	37,9	38,9	39,5	40,1	40,6
Amortyzacja (PLN m)	30,5	32,8	32,1	32,5	33,4	34,8	36,3	38,0
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	22,5	24,6	23,6	23,8	24,5	25,6	26,9	28,4
Leasing	8,0	8,3	8,5	8,7	8,9	9,2	9,4	9,7
Zmiana kapitału pracującego	-1,7	4,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
Wydatki inwestycyjne	-23,2	-26,0	-26,1	-25,0	-25,2	-25,9	-27,1	-28,5
Płatności leasingowe	-8,0	-8,3	-8,5	-8,7	-8,9	-9,2	-9,4	-9,7
<b>FCFF</b>	<b>32,3</b>	<b>37,3</b>	<b>33,0</b>	<b>35,6</b>	<b>37,0</b>	<b>38,1</b>	<b>38,7</b>	<b>39,3</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 2. Voxel; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	8,3%
Wartość rezydualna	541,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	286,7
Bieżąca wartość FCFF	205,6
Udziały mniejszości	4,0
<b>Wartość Firmy</b>	<b>488,3</b>
Zadłużenie netto (bez uwzgl. IFRS 16)	69,9
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	10,9
Wartość kapitału akcyjnego	429,2
Liczba akcji (m)	10,5
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)</b>	<b>40,9</b>

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 3. Voxel; Wrażliwość na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)**

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	7,9%	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%
0,0%	38,6	37,9	37,4	36,8	36,3
0,5%	40,4	39,7	39,0	38,4	37,8
1,0%	42,4	41,6	<b>40,9</b>	40,1	39,5
1,5%	44,8	43,9	43,0	42,2	41,4
2,0%	47,6	46,5	45,5	44,5	43,6

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Medica Group	17,5	14,8	15,1	10,7	9,2	n.a.	12,5	11,0	n.a.
Integral Diagnostics	25,1	20,8	18,8	13,7	11,4	10,4	18,4	14,9	13,4
Centro De Imagem Diagnosticos	36,3	26,2	15,9	10,6	10,2	n.a.	18,8	15,3	12,8
Medpace Holdings	25,1	22,1	19,6	18,2	15,6	n.a.	19,1	16,4	n.a.
BML	19,5	18,2	17,2	5,3	4,8	4,2	n.a.	n.a.	n.a.
Spire Healthcare Group	19,1	16,6	15,1	8,3	7,2	5,6	17,4	15,2	11,4
Laboratory Corporation of America	15,0	14,3	13,5	10,8	10,1	n.a.	13,1	12,0	n.a.
Cardinal Health	10,5	10,2	9,9	6,0	6,1	4,7	7,5	7,3	6,0
Amerisourcebergen	11,5	10,9	10,3	7,4	6,5	6,0	8,5	7,5	6,9
Alfresa	13,7	13,6	12,6	5,3	4,9	4,2	n.a.	n.a.	n.a.
China National Accord Medi-B	12,9	11,2	n.a.	6,3	5,2	n.a.	7,0	5,9	n.a.
Jointown Pharmaceuticals	15,0	12,9	n.a.	10,9	11,7	n.a.	13,1	14,0	n.a.
Medipal Holdings	14,6	15,0	13,1	5,5	4,8	4,4	n.a.	n.a.	n.a.
Mckesson	9,9	9,8	9,5	7,8	7,2	7,0	8,9	8,3	7,9
Bayer	10,6	9,5	8,5	8,2	7,3	6,6	12,9	10,3	9,4
Synektik	9,9	8,1	6,8	5,3	4,5	n.a.	6,8	5,6	n.a.
<b>Mediana</b>	<b>14,8</b>	<b>13,9</b>	<b>13,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>12,9</b>	<b>11,0</b>	<b>9,4</b>
Voxel	11,9	11,0	10,9	6,3	5,6	5,2	10,7	9,7	9,2
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	38,6	39,4	38,1	42,5	42,1	33,9	39,6	36,9	32,0
<b>Srednia implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)</b>	<b>38,1</b>								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

## Prognoza wyników za IV kw. 2019

Skonsolidowany raport roczny Spółki za 2019 r. zostanie opublikowany 23 marca 2020 r.

Wyniki finansowe Grupy będą wspierane przez (i) kontynuację obecnie obowiązujących umów z NFZ i pojawienie się nowych, (ii) zwiększenie liczby placówek, (iii) nielimitowane procedury TK i MR w ramach badań refundowanych (od kwietnia 2019) oraz (iv) wprowadzenie zmiany wycen świadczeń PET-TK i SPECT (wzrost o 3% od 1 lipca 2019 r.).

Wolumeny badań TK/ MR/ PET wzrosły o 9%/ 37%/ 26% r/r, do 48 841/ 58 323/ 59 354 badań w I kw./ II kw./ III kw. 2019. Spodziewamy się 58 tys. badań w IV kw. ub. r., więcej 15% r/r. Jednak przychody jednostkowe Voxel mogą nie wzrosnąć r/r w IV kw. ub. r., w naszej opinii. W 2018 r. Spółka rozliczała wykonania badań ponad limit w IV kw., zaś w ub. r. limity zostały zniesione i wyższa liczba badań księgowana była na

bieżąca (dotyczy TK i MR). Alteris generujący około połowy swoich rocznych przychodów w IV kw. pokazał dość wysoki wynik w 2018 r., spodziewamy się porównywalnego w ub. r. Zakładamy około 2 mln zł przychodów dodanych przez Exire i 5 mln zł przez Vito-Med w IV kw. 2019 r. Zatem spodziewamy się przychodów Grupy w IV kw. ub. r. w wysokości 70 mln zł, po 7% wzroście r/r.

Rentowność będzie pod wpływem zmian struktury Grupy i wykonywanych badań (przesunięcie badań z prywatnych do mniej rentownych refundowanych; te ostatnie stanowiły 62% sprzedaży Voxela w III kw. br.). Ponadto, spodziewamy się spadku rentowności w Alterisie. Koszty finansowe Grupy powinny być znacząco wyższe r/r z uwagi na wyższe zadłużenie i wprowadzenie standardu IFRS16.

Prognozujemy EBIT/ ZN Grupy w wysokości 11 mln zł/ 8 mln zł w IV kw. 2019, po 6%/ 10% spadku r/r. Biorąc pod uwagę genzę spadku, nie jest ona niepokojąca naszym zdaniem.

**Tabela 5. Voxel; Prognozy finansowe na IV kw. 2019**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2018				2019				r/r	2018		r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:	
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw. P		2018	2019P		IV kw. 2018	IV kw. 2019P
Sprzedaż w	32,6	33,8	38,5	65,6	49,1	46,6	48,6	70,4	7%	170,4	214,7	26%	38%	33%
Zysk na sprzedaży	4,8	5,6	7,2	11,7	7,2	7,8	8,5	10,8	-7%	29,3	34,4	17%	24%	25%
Marża zysku na sprzedaży	14,9%	16,7%	18,6%	17,8%	14,7%	16,8%	17,5%	15,4%	-	17,2%	16,0%	-	-	-
EBITDA	8,8	9,2	11,8	15,6	12,8	13,7	14,6	16,9	9%	45,3	58,0	28%	26%	25%
Marża EBITDA	26,9%	27,2%	30,7%	23,7%	26,1%	29,3%	30,0%	24,1%	-	26,6%	27,0%	-	-	-
EBIT	5,3	5,7	8,3	11,8	7,4	8,1	8,8	11,1	-6%	31,0	35,4	14%	27%	25%
Marża EBIT	16,2%	16,8%	21,6%	18,0%	15,1%	17,4%	18,1%	15,8%	-	18,2%	16,5%	-	-	-
Zysk przed opodatkowaniem	4,8	5,5	7,9	11,0	6,2	6,9	7,6	9,9	-10%	29,1	30,5	5%	27%	25%
Marża zysku przed opodatkowaniem	14,8%	16,2%	20,5%	16,7%	12,5%	14,8%	15,6%	14,0%	-	17,1%	14,2%	-	-	-
Zysk netto	3,9	4,3	6,4	8,8	5,0	5,5	6,0	7,9	-10%	23,4	24,4	5%	27%	25%
Marża zysku netto	12,0%	12,6%	16,6%	13,5%	10,1%	11,8%	12,4%	11,3%	-	13,7%	11,4%	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## Prognozy na 2020

Uaktualniamy nasze prognozy finansowe dla Grupy uwzględniając: (i) kontynuację obecnie obowiązujących umów z NFZ i zawarcie kilku nowych, (ii) limity na procedury TK/ MR w ramach badań refundowanych ustalane na bazie I pół. ub.r., kiedy były czasowo zniesione, (iii) utrzymanie wycen świadczeń NFZ, (iv) zwiększenie liczby placówek, (v) konsolidację od stycznia nowo nabytego podmiotu Rezonans Powiśle oraz Scanixu. Powinno to umożliwić Spółce zwiększenie wolumenów badań TK/ MR/ PET przynajmniej o 20% r/r. Prognozujemy wzrost tegorocznych przychodów wynikający z akwizycji na poziomie 23 mln zł (uwzględniając Scanix i Rezonans Powiśle).

Uaktualnienie modelu finansowego o nowe punkty diagnostyczne oznacza podwyższenie naszych prognoz finansowych, a także wydatków inwestycyjnych i wartości umów najmu. Prognozujemy sprzedaż/ zysk netto Grupy na poziomie 257/ 27 mln zł (więcej

o 6%/ 5% w stosunku do poprzedniej prognozy) w 2020 r. Zakładamy wyższe niż poprzednio wydatki inwestycyjne (PLN 45 mln zł w 2020P) nie uwzględniając jednocześnie w modelu akwizycji, których Spółka nie ogłosiła, choć nie możemy wykluczyć, że takie będą.

Rentowność Grupy powinna być wspierana (i) powstaniem centrum usług wspólnych i grupy zakupowej, (ii) unifikacją zarządów, (iii) restrukturyzacją kosztów ogólnych, (iv) konsolidacją linii produktowych, (v) optymalizacją przepływu pacjentów, (vi) większą skalą wykorzystania urządzeń oraz (vii) poprawą struktury badań (większa dynamika wzrostu przychodów z MR niż z TK). Jednak cały czas odczuwalna jest silna presja na wzrost kosztów wynagrodzeń ze strony personelu medycznego (lekarzy, pielęgniarek) oraz pracowników IT. Ponadto nowe placówki potrzebują czasu na uzyskanie oczekiwanych parametrów wynikowych. Zakładamy marżę operacyjną Grupy na poziomie 15,7% w 2020P wobec 16,5% w 2019P.

**Tabela 6. Voxel; Zmiana prognoz DM BOŚ SA**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019P			2020P			2021P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	214,7	206,6	4%	256,8	242,7	6%	266,9	251,8	6%
EBITDA	58,0	58,1	0%	68,4	64,8	6%	73,3	69,3	6%
EBIT	35,4	34,2	4%	40,3	38,1	6%	42,8	40,6	6%
ZN	24,4	23,4	4%	27,4	26,2	5%	29,7	28,7	4%
Dług netto	109,9	100,4	10%	102,2	81,5	25%	85,6	63,7	34%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

## Czynniki rozwoju

**Wysoki popyt.** Spółce sprzyja: (i) wzrost limitów finansowania MR i TK, (ii) rosnący popyt ze strony klientów komercyjnych, (iii) wykorzystanie synergii wewnątrz Grupy i efektów skali oraz (iv) konsolidacja nabytych podmiotów. By sprostać wysokiemu popytowi i jednocześnie móc uczestniczyć w konsolidacji rynku Grupa zwiększa liczbę placówek.

**Rosnąca infrastruktura.** W skład Grupy wchodziły na koniec III kw. 2019 r. 22 centra diagnostyki obrazowej z 18/ 14 aparatami do MR/ TK, 8 centrów medycyny nuklearnej z 7/ 4 urządzeniami PET-TK/ SPECT, 1 szpital, 2 cyklotrony (jeden dzierżawiony). Infrastruktura Spółki w IV kw. ub. r. została powiększona o 1 aparat MR i 1 TK, a w tym roku będzie powiększona między innymi o (i) 3 MR, (ii) 1 PET (Warszawa), (iii) 11 pracowni diagnostycznych Scanix (4 TK i 3 MR) w 5 lokalizacjach na terenie Śląska, (iv) Rezonans Powiśle (docelowo 3 MR). Scanix posiada 4 umowy z NFZ obowiązujące od 2019 roku (II pół. i 4 kw.). Rezonans Powiśle posiada 2 umowy z NFZ, kolejna jest w planach do zawarcia po uruchomieniu punktu diagnostycznego.

**Voxel; liczba badań.** Spółka wykonała 167 tys. badań TK/ MR/ PET w I-III kw. 2019 (+24% r/r) generując przychody w wysokości 85 mln zł, więcej 28% r/r. Liczba wszystkich wykonanych badań w omawianym okresie wyniosła 202 tys. Spółka oczekiwała w ub. r. 22% wzrostu r/r wolumenu badań TK/ MR/ PET, w tym wzrostu w zakresie MR/ TK odpowiednio o 28%/ 15%, co oznaczałoby także poprawę struktury badań. W br. spodziewany jest wzrost liczby badań TK/ MR/ PET o 20% r/r.

**Exira** oczekuje 9% wzrostu r/r liczby wykonywanych badań w 2020 roku, co powinno przełożyć się także na poprawę rentowności. W podmiocie tym jest planowana wymiana źródła GK i unowocześnienie aparatu MR w br. Może to oznaczać zamknięcie placówki w okresie wakacyjnym, a powinno skutkować znacznie wyższą efektywnością aparatu. Zakładamy ok. 9 mln zł na wydatki inwestycyjne związane z tym projektem.

**Vito-Med** powinien ustabilizować swoje przychody w 2020 roku r/r, jednak poprawić rentowność. Podmiot ten rozszerzył ofertę diagnostyczną o usługi terapeutyczne w ub. r., uruchomił oddział rehabilitacji neurologicznej od 1 lipca ub. r. i prowadzi restrukturyzację kosztową. Planowane wydatki inwestycyjne Vito-Medu wynoszą 1,2 mln zł w 2020.

**Alteris** cieszy się zdywersyfikowanym portfelem zamówień przekraczającym 60 mln zł w 2019 roku. Alteris poprzez współpracę z Radpointem oferującym rozwiązania IT dla radiologii i wykorzystującym cloud computing oraz CardioCube skupiającym się na interfejsie pacjent-lekarz wykorzystywanym w szpitalnictwie ma możliwość rozwoju swoich produktów i szanse na uzyskanie synergii. Są nimi: poszerzenie oferty poprzez integrację rozwiązań trzech podmiotów oraz poprawa jakości i szybkości dzięki automatyzacji i zastosowaniu sztucznej inteligencji.

**Akwizycje.** Grupa analizuje kolejne cele akwizycyjne w diagnostyce obrazowej i IT. Poprzez Radpoint (udziały nabyte w czerwcu br.) Alteris wszedł na rynek chmurowych rozwiązań IT dla radiologii oferując produkty oparte na AI i Deep Learning. Potencjalny rynek obejmuje 700-800 szpitali, 400 dużych jednostek, 3 000 mniejszych wyposażonych w RTG i USG, oraz 8 000 małych podmiotów z USG. Niedawno Grupa udzieliła finansowania w wysokości 200 tys. US\$, możliwego do skonwertowania na udziały do 10%, spółce CardioCube zajmującej się tworzeniem interfejsu pacjent-lekarz.

W styczniu br. Voxel nabył 60% udziałów w Rezonansie Powiśle z siedzibą w Dąbrowie Górniczej. Spółka zapłaciła 90% szacowanej ceny za udziały, która wyniosła 6 mln zł. Ostateczna cena zostanie ustalona po zweryfikowaniu stanu gotówki w podmiocie nabywanym. Rezonans Powiśle prowadzi usługi diagnostyki rezonansowej w dwóch ośrodkach – szpitalu w Dąbrowie Tarnowskiej i Brzesku na bazie umów z NFZ. Akwizycja ta jest zgodna ze strategią Spółki.



**Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)**
**Tabela 7. Voxel; Bilans**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>177,8</b>	<b>172,7</b>	<b>206,0</b>	<b>262,0</b>	<b>289,7</b>	<b>291,7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	128,8	124,4	136,4	188,5	214,0	218,3
Aktywa niematerialne	8,3	8,4	7,9	11,3	13,4	11,1
Wartość firmy	39,4	39,4	59,4	59,8	59,8	59,8
Majątek finansowy	1,3	0,5	2,4	2,5	2,5	2,5
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>45,4</b>	<b>66,4</b>	<b>76,3</b>	<b>76,5</b>	<b>79,2</b>	<b>84,7</b>
Zapasy	5,6	4,8	6,3	8,0	9,8	10,2
Należności handlowe	26,3	31,5	42,8	54,0	45,2	47,0
Pozostałe należności	1,7	2,5	5,4	6,8	5,7	5,9
Inwestycje krótkoterminowe	7,1	8,5	14,2	2,0	2,0	2,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,6	19,1	7,6	5,9	16,5	19,7
<b>Aktywa</b>	<b>223,1</b>	<b>239,1</b>	<b>282,3</b>	<b>338,6</b>	<b>368,9</b>	<b>376,4</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>116,4</b>	<b>130,5</b>	<b>143,3</b>	<b>157,3</b>	<b>174,1</b>	<b>191,9</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>106,7</b>	<b>108,6</b>	<b>139,1</b>	<b>181,3</b>	<b>194,7</b>	<b>184,5</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>44,0</b>	<b>51,1</b>	<b>84,8</b>	<b>136,5</b>	<b>144,3</b>	<b>132,9</b>
Dług odsetkowy	3,7	11,1	19,2	45,2	45,2	45,2
Obligacje	9,9	10,0	34,8	34,8	34,8	20,0
Leasing	0,0	1,7	1,9	23,0	25,9	27,2
Rezerwy, inne	30,4	28,4	28,9	33,6	38,5	40,5
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>62,8</b>	<b>57,5</b>	<b>54,3</b>	<b>44,8</b>	<b>50,4</b>	<b>51,6</b>
Dług odsetkowy	10,1	13,3	5,7	5,7	5,7	5,7
Obligacje	10,2	10,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Leasing	0,0	0,7	1,1	6,4	6,4	6,4
Rezerwy, inne	22,2	9,6	22,4	16,6	18,6	19,1
Zobowiązania handlowe	20,3	23,7	24,3	15,3	19,0	19,7
<b>Pasywa</b>	<b>223,1</b>	<b>239,1</b>	<b>282,3</b>	<b>338,6</b>	<b>368,9</b>	<b>376,4</b>
<b>Wskaźniki</b>						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,4	0,4	0,7	0,7	0,5
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	0,7	1,2	1,4	1,7	1,6	1,6
Wskaźnik szybki	0,6	1,1	1,3	1,5	1,4	1,4
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	11,5	12,6	9,1	6,0	6,2	7,3
Rotacja zapasów w dniach	20	17	17	17	17	19
Rotacja należności w dniach	83	69	80	82	70	63
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	92	73	72	46	33	36
Cykl obrotu gotówki w dniach	11	14	24	53	55	46
ROA	5,1%	8,6%	9,0%	7,9%	7,8%	8,0%
ROE	9,7%	16,0%	17,1%	16,3%	16,6%	16,2%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>120,7</b>	<b>152,2</b>	<b>170,4</b>	<b>214,7</b>	<b>256,8</b>	<b>266,9</b>
Koszt własny sprzedaży	-85,6	-110,5	-122,1	-157,6	-190,3	-197,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>35,1</b>	<b>41,7</b>	<b>48,3</b>	<b>57,1</b>	<b>66,5</b>	<b>69,6</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-19,5	-18,8	-19,1	-22,7	-27,2	-27,7
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>15,6</b>	<b>22,9</b>	<b>29,3</b>	<b>34,4</b>	<b>39,3</b>	<b>41,9</b>
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,1	3,0	1,7	1,1	0,9	0,9
<b>EBITDA</b>	<b>29,2</b>	<b>39,1</b>	<b>45,3</b>	<b>58,0</b>	<b>68,4</b>	<b>73,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>16,7</b>	<b>25,8</b>	<b>31,0</b>	<b>35,4</b>	<b>40,3</b>	<b>42,8</b>
Przychody finansowe	0,9	0,3	0,7	0,2	0,2	0,3
Koszty finansowe	-2,8	-2,8	-3,1	-5,2	-6,3	-6,1
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>14,8</b>	<b>23,3</b>	<b>29,1</b>	<b>30,5</b>	<b>34,2</b>	<b>37,1</b>
Podatek dochodowy	-3,8	-3,5	-5,7	-6,0	-6,5	-7,0
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
<b>Zysk netto</b>	<b>11,0</b>	<b>19,8</b>	<b>23,4</b>	<b>24,4</b>	<b>27,4</b>	<b>29,7</b>
<b>Marże:</b>						
Marża EBITDA	24,2%	25,7%	26,6%	27,0%	26,6%	27,5%
Marża operacyjna	13,8%	17,0%	18,2%	16,5%	15,7%	16,0%
Marża zysku przed opodatkowaniem	12,3%	15,3%	17,1%	14,2%	13,3%	13,9%
Marża zysku netto	9,1%	13,0%	13,7%	11,4%	10,7%	11,1%
<b>Wzrosty nominalne:</b>						
Sprzedaż	-8,6%	26,1%	12,0%	26,0%	19,6%	3,9%
EBITDA	43,7%	33,8%	15,8%	27,9%	18,0%	7,2%
EBIT	-17,9%	54,7%	20,0%	14,3%	13,6%	6,4%
Zysk przed opodatkowaniem	-16,7%	57,9%	24,7%	4,7%	12,2%	8,4%
Zysk netto	-23,3%	80,0%	18,0%	4,6%	12,2%	8,3%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne**

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>22,5</b>	<b>35,3</b>	<b>30,3</b>	<b>35,6</b>	<b>80,4</b>	<b>67,1</b>
Zysk brutto	14,8	23,3	29,1	30,5	34,2	37,1
Amortyzacja	12,5	13,3	14,3	22,5	28,1	30,5
Zmiana majątku obrotowego	-3,2	-0,1	-11,3	-23,2	11,6	-1,7
Pozostałe	-1,7	-1,2	-1,9	5,8	6,5	1,2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,8</b>	<b>-29,2</b>	<b>-40,8</b>	<b>-44,9</b>	<b>-22,9</b>
Nakłady inwestycyjne	-9,3	-5,8	-29,2	-40,9	-45,1	-23,2
Pozostałe	2,2	-1,0	0,0	0,1	0,2	0,3
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-16,0</b>	<b>-14,1</b>	<b>-12,5</b>	<b>3,4</b>	<b>-24,9</b>	<b>-41,1</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-7,4	-6,0	0,0	19,0	-7,7	-22,8
Wypłata dywidend	-5,8	-5,8	-10,5	-10,4	-10,9	-12,2
Pozostałe	-2,8	-2,3	-2,0	-5,2	-6,3	-6,1
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-0,7</b>	<b>14,4</b>	<b>-11,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>10,7</b>	<b>3,2</b>

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Czynniki ryzyka**

1. Spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Obniżenie limitów na badania TK i MR
3. Spadek wycen świadczeń, głównie TK, MR, PET
4. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami (np. dotyczących najmu na terenie szpitali – większość lokalizacji Spółki)
5. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ (obowiązujące w większości do 2023/2024)
6. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
7. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
8. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
9. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
10. Pogorszenie jakości opisów badań
11. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
12. Utrata/ mała dostępność pracowników
13. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
14. Ponadwymiarowe inwestycje
15. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

**Katalizatory**

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
3. Wysokie limity NFZ na badania TK/ MR, skrócenie terminów płatności przez NFZ
4. Zmiana sposobu finansowania badań PET w ramach opieki szpitalnej (wydzielenie z ryczałtu)
5. Wzrost wyceny świadczeń
6. Potencjalna zmiana regulacji wskazujących na konieczność wykonania badania PET (jako kontrola chemioterapii; standard w krajach rozwiniętych)
7. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
8. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
9. Nowe linie usług medycznych; procedury mikroinwazyjne, biopsja fuzyjna, termoablacja wątroby, TI, BI, BMN
10. Rozwój rentownego segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
11. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
12. Akwizycje – efekt skali
13. Nowe radioznaczniki; współpraca z Uniwersytetem Warszawskim
14. Konsolidacja sektora; potencjalny cel akwizycyjny
15. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
16. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze



## 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 oprecontowane 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.

**Stoпа 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo 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). Siłą 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 wymaga tego dany przypadek.

## 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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	35	40	5	8	0
Procenty	40%	45%	6%	9%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	34	13	8	0
Procenty	38%	39%	15%	9%	0%

## 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). Siłą 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 rekomendacje, 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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	3	5	2	2	0
Procenty	25%	42%	17%	17%	0%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	2	5	3	2	0
Procenty	17%	42%	25%	17%	0%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Voxel</b>									
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	21.07.2019	-	22.07.2019	Nie później niż 21.07.2020	15%	24%	28,00	35,10 -
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	29,60	35,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	18.08.2019	19.08.2019	-	-	-	29,50	34,10 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	21.08.2019	22.08.2019	-	-	-	30,20	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	30,90	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	32,00	35,70 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	31,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	31,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	32,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	25.11.2019	26.11.2019	-	-	-	34,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	04.12.2019	05.12.2019	-	-	-	32,40	38,40 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	31,50	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	32,70	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	02.02.2020	03.02.2020	-	-	-	31,20	39,50 ↑

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

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Voxel</b>							
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	21.07.2019	-	22.07.2019	Nie później niż 21.07.2020	28,00	24%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	30.07.2019	31.07.2019	-	29,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	18.08.2019	19.08.2019	-	29,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	21.08.2019	22.08.2019	-	30,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	01.09.2019	02.09.2019	-	30,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	10.09.2019	11.09.2019	-	32,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	13.10.2019	14.10.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	24.10.2019	25.10.2019	-	31,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	17.11.2019	18.11.2019	-	32,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	25.11.2019	26.11.2019	-	34,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	04.12.2019	05.12.2019	-	32,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	08.12.2019	09.12.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	09.01.2020	10.01.2020	-	32,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	02.02.2020	03.02.2020	-	31,20	-

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 3 lutego 2019 r., godz. 8:30.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 lutego 2019 r., godz. 8:40.

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 SA 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-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/voxel>.

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-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/voxel>.

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.

#### Sprzedaż Instytucjonalna

**Bartosz Janczy**  
tel.: +48 (22) 504 32 46  
b.janczy@bossa.pl

**Tomasz Grabowski**  
tel.: +48 (22) 504 32 47  
t.grabowski@bossa.pl

**Grzegorz Kołodziejczyk**  
tel.: +48 (22) 504 33 34  
g.kolodziejczyk@bossa.pl

**Michał Zawada**  
tel.: +48 (22) 504 33 36  
m.zawada@bossa.pl

**Maciej Bąk**  
tel.: +48 (22) 504 33 78  
m.bak@bossa.pl

**Bartosz Zieliński**  
tel.: +48 (22) 504 33 35  
b.zielinski@bossa.pl

**Marcin Kozerski**  
tel.: +48 (22) 504 33 35  
m.kozerski@bossa.pl

**Marcin Stosio**  
tel.: +48 (22) 504 33 37  
m.stosio@bossa.pl

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra podstawowe i konsumenckie,  
ochrona zdrowia)

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

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

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

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

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

**Wojciech Romanowski**  
(Budownictwo, materiały budowlane,  
dobra konsumenckie)

Copyright © 2020 by DM BOŚ S.A.

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