

43/2023/GPW (99) 29 października 2023

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

Voxel

Rekomendowane działanie	2
Prognozy finansowe na III kw. 2023 r.	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Prognozy finansowe	3
Wycena	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	6
Czynniki ryzyka	8
Katalizatory	8
Zastrzeżenia prawne	9

43/2023/GPW (99) 29 października 2023

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

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)
Kurs: 53,00 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 73,9 zł (↑)

Kapitalizacja: 131,9 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,06 mln US\$
12M przedział kursowy: 33,10-58,60 zł
Free float: 51%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj podnosząc wycenę w horyzoncie 12M o 11%, do 73,9 zł z 66,3 zł na akcję.

Uważamy, że wyniki finansowe za III kw. 2023 powinny być bardzo dobre, głównie za sprawą wyższych niż rok wcześniej wolumenów i wycen badań, nieco niższej straty Vito-Medu i nieznacznej poprawy wyników Alterisu. Od 1 lipca Grupa jest beneficjentem kolejnego wzrostu wycen świadczeń diagnostycznych, średnio o 4-5%. Warto zwrócić uwagę, że III kw. ub. roku był dla Spółki bardzo dobry z uwagi na istotny wzrost wycen świadczeń, przy jednoczesnym braku istotnych podwyżek wynagrodzeń, co nastąpiło dopiero w IV kw.

Aktualizujemy nasze założenia finansowe podnosząc prognozę raportowanego zysku operacyjnego na 2023 rok o 14% (+42% r/r).

Prognozy finansowe na III kw. 2023 r.

W I/II kw. 2023 Voxel wykonał 87/ 88 tys. badań (+20%/ +16% r/r). W III kw. br. oczekujemy 88 tys. badań (+15% r/r). Spodziewamy się utrzymania

Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) odpisy na CardioCube/ Vito-Med/ środki trwałe i zapasy (1/ 1/4 mln zł), koszty dyskonta, wyceny kredytów i należności (3 mln zł) w 2021, (ii) koszty likwidacji środków trwałych, w tym laboratoriów Covid-19 i pracowni Scanix (3 mln zł), odpis zapasów i środków trwałych (5 mln zł) w 2022, (iii) odpisy na zapasy (5 mln zł) w 2023.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	414,8	425,6	489,3	510,2
EBITDA	mln zł	106,3	136,0	150,6	157,0
Skor. EBITDA	mln zł	114,0	140,7	150,6	157,0
EBIT	mln zł	68,2	96,7	107,8	112,3
Skor. EBIT	mln zł	76,0	101,4	107,8	112,3
Zysk netto	mln zł	44,4	66,2	79,5	85,8
Skor. zysk netto	mln zł	53,4	70,9	79,5	85,8
EPS	zł	4,23	6,31	7,57	8,17
Zmiana EPS r/r	%	-37	49	20	8
Skor. EPS	zł	5,09	6,76	7,57	8,17
Skor. zmiana EPS r/r	%	-33	33	12	8
Dług netto	mln zł	105,3	83,6	70,1	44,0
P/E	x	12,5	8,4	7,0	6,5
Skor. P/E	x	10,4	7,8	7,0	6,5
P/CE	x	6,7	5,3	4,6	4,3
Skor. P/CE	x	6,1	5,0	4,6	4,3
EV/EBITDA	x	6,2	4,7	4,2	3,8
Skor. EV/EBITDA	x	5,8	4,6	4,2	3,8
EV/EBIT	x	9,7	6,6	5,8	5,3
Skor. EV/EBIT	x	8,7	6,3	5,8	5,3
DPS	zł	3,00	2,17	3,15	3,79
Stopa dywidendy brutto	%	5,7	4,1	6,0	7,1
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2022: 28 marca
2. Skonsolidowany raport za I kw. 2023: 24 maja
3. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 23 sierpnia

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 22 listopada

wysokiego popytu na diagnostykę MR, TK, PET i SPECT (zakładamy odpowiednio 52 tys., 29 tys., 4 tys. i 4 tys. badań (wzrost r/r odpowiednio o 20%, 8%, 5% i 12%). Dodatkowo zakładamy 15 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix oraz 130 procedur w Exirze (nieco więcej niż w II kw. br. w związku z sezonowością).

Tabela 1. Voxel; Prognozy finansowe na III kw. 2023

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw. 22	II kw. 22	III kw. 22	IV kw. 22	I kw. 23	II kw. 23	III kw. 23P	zmiana r/r	I-III		Realizacja całorocznej prognozy w:				
									kw. 22	kw. 23P	III kw. 22	III kw. 23P	I-III kw. 22	I-III kw. 23E	
Sprzedaż	99,9	76,1	98,6	140,1	96,8	100,9	111,6	13%	274,7	309,3	13%	24%	26%	66%	73%
EBITDA	26,9	17,7	32,9	28,7	28,4	34,4	35,8	9%	77,5	98,7	27%	31%	26%	73%	73%
Marża EBITDA	26,9%	23,2%	33,4%	20,5%	29,4%	34,1%	32,1%	-	28,2%	31,9%	-	-	-	-	-
Skor. EBITDA	26,9	19,0	34,0	34,1	33,3	34,2	35,8	5%	79,9	103,4	29%	30%	25%	70%	73%
Skor. marża EBITDA	26,9%	25,0%	34,5%	24,4%	34,4%	33,9%	32,1%	-	29,1%	33,4%	-	-	-	-	-
EBIT	17,1	8,2	23,5	19,4	18,9	24,7	25,9	10%	48,8	69,5	42%	34%	27%	72%	72%
Marża EBIT	17,1%	10,8%	23,8%	13,8%	19,5%	24,4%	23,2%	-	17,8%	22,5%	-	-	-	-	-
Skor. EBIT	17,1	9,5	24,5	24,8	23,8	24,5	25,9	6%	51,2	74,2	45%	32%	26%	67%	73%
Skor. marża EBIT	17,1%	12,5%	24,9%	17,7%	24,6%	24,3%	23,2%	-	18,6%	24,0%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	14,6	5,9	20,2	16,2	15,9	22,2	23,8	18%	40,8	61,9	52%	36%	27%	72%	71%
Marża zysku brutto	14,7%	7,7%	20,5%	11,5%	16,4%	22,0%	21,4%	-	14,8%	20,0%	-	-	-	-	-
Zysk netto	11,5	4,6	16,1	12,2	11,6	17,0	18,3	14%	32,2	47,0	46%	36%	28%	72%	71%
Marża zysku netto	11,5%	6,0%	16,3%	8,7%	12,0%	16,9%	16,4%	-	11,7%	15,2%	-	-	-	-	-
Skor. ZN	11,5	6,2	17,5	17,9	16,5	16,8	18,3	5%	35,2	51,7	47%	33%	26%	66%	73%
Skor. marża ZN	11,5%	8,1%	17,8%	12,8%	17,1%	16,7%	16,4%	-	12,8%	16,7%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 75 mln zł (+22% r/r) w III kw. br. Zakładamy przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu/ Alterisu w wysokości 3/ 7/ 3/ 10/ 30 mln zł w omawianym okresie vs 3/ 8/ 3/ 8/ 26 mln zł w III kw. 2022. Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 112 mln zł w III kw. br. (+13% r/r).

Prognozujemy EBIT Grupy na 26 mln zł (+10% r/r). Nie zakładamy zdarzeń jednorazowych w omawianym okresie, natomiast w III kw. ub. roku Grupa poniosła koszty likwidacji dwóch pracowni w Scanixie (-1 mln zł na poziomie operacyjnym).

Wg naszych szacunków, koszty finansowe netto w III kw. br. powinny być niższe od ubiegłorocznych i sięgnąć 2 mln zł, głównie z powodu spłaty części obligacji. Zakładamy wyższą r/r efektywną stopę podatkową (płaską kw./kw.) i prognozujemy zysk netto Grupy na 18 mln zł (+14% r/r) w III kw. 2023.

Działalność szpitalna Vito-Medu może nadal przynosić straty; zakładamy -1,5 mln zł w III kw. 2023, co oznacza spadek r/r, jednak nieznaczny wzrost kw./kw.

Prognozy finansowe

Na koniec III kw. 2023 Grupa posiadała 69 urządzeń diagnostycznych i terapeutycznych, w tym 31/ 17/ 7 urządzeń do badań MR/ TK/ PET-TK, 4 do badania SPECT, 1 pracownię biopsji fuzyjnej, 9 pracowni RTG i USG.

Grupa spodziewa się większego wolumenu świadczeń diagnostycznych w br. W ubiegłym roku wykonano 373 tys. kluczowych badań diagnostycznych (Voxel, RP, Scanix), tymczasem w br. może to być ponad 385 tys. badań (2x II poł. 2022). Zakładamy wolumen ok. 420 tys. Od lipca 2023 Spółka korzysta z nowego RM w Sędziszowie z zawartą umową z NFZ. W I poł. 2023 odnowiono 7 umów z Podkarpackim Oddziałem Wojewódzkim NFZ na wykonywanie MR, TK, PET i SPECT na 10 lat oraz 2 umowy z Małopolskim Oddziałem Wojewódzkim NFZ na PET, SPECT na 5 lat.

Rentowność Grupy jest wspierana wyższymi wycenami świadczeń, lepszym wykorzystaniem istniejących pracowni oraz przyspieszeniem opisów badań. Prognozujemy na 2023 rok EBIT i EBITDA Grupy w wysokości odpowiednio 97 mln zł i 136 mln zł (oznacza to podwyższenie odpowiednio o 14% i 10% w stosunku do naszych poprzednich prognoz). Adekwatnie modyfikujemy także prognozy na kolejne lata.

Voxel prowadzi restrukturyzację szpitala w celu zwiększenia przychodów przy obecnym zatrudnieniu i bazie sprzętowej. Nie wykluczamy sprzedaży szpitala lub bardziej radykalnej restrukturyzacji. Wydaje się, że istotne podwyżki wycen świadczeń omijają szpital, natomiast koszty wynagrodzeń rosną. Zakładamy w 2023P 38 mln zł przychodów i -7 mln zł EBIT Vito-Medu (odpowiednio 56 mln zł i -12 mln zł w 2022).

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	425,6	436,9	-3%	489,3	472,9	3%	510,2	490,4	4%
EBITDA	136,0	123,9	10%	150,6	135,4	11%	157,0	140,3	12%
EBIT	96,7	84,5	14%	107,8	92,6	16%	112,3	95,7	17%
Zysk netto	66,2	55,6	19%	79,5	67,0	19%	85,8	72,0	19%
Dług netto	83,6	83,9	0%	70,1	62,3	12%	44,0	40,7	8%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Szacowany *backlog* Alterisu na ten rok wynosi 70 mln zł. Uważamy, że może on zostać podwyższony i zakładamy 90 mln zł przychodów w br. (poprzednio zakładaliśmy 100 mln zł).

Grupa prowadzi inwestycje w pracowni MR w Będzinie, pracuje nad kilkoma nowymi urządzeniami. Ponadto planuje wymiany/modernizacje w kilku placówkach, analizuje potencjalne cele akwizycyjne oraz uważa za sensowne nabywanie nieruchomości, w których prowadzi działalność (potencjalnie większa elastyczność). Z punktu widzenia krótkoterminowych wyników modernizacje w istniejących placówkach mocniej wspierają rentowność niż nowe urządzenia, których wykorzystanie rośnie stopniowo.

Wycena

Nasza wycena Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 73,9 zł z 66,3 zł na akcję, o 11%. Główną przyczyną jest podwyższenie prognoz finansowych; stop wolna od ryzyka wzrosła do 5,8% z 5,4%. Ponadto zaktualizowaliśmy wskaźniki uwzględnione w wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 70 zł (poprzednio 62 zł), a wycena metodą porównawczą 77 zł (poprzednio 71 zł; nadal uwzględniamy 20% dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych).

Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Integral Diagnostics	31,4	22,7	17,2	10,1	8,2	7,2	19,2	14,6	12,1
Medpace Holdings	27,5	24,0	20,0	21,8	18,3	14,8	23,4	19,8	15,9
BML	8,0	16,0	15,3	0,7	2,3	2,2	0,9	3,5	3,6
Spire Healthcare Group	34,6	20,2	15,3	4,8	4,1	4,3	8,6	7,1	7,2
Laboratory Corporation of America	15,2	14,9	13,6	10,3	9,8	9,0	12,9	12,3	11,2
China National Accord Medi-B	8,6	7,6	6,7	3,6	3,1	2,7	4,1	3,5	2,9
Jointown Pharmaceuticals	11,4	9,7	8,2	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Medipal Holdings	15,6	15,1	15,7	5,0	4,4	4,0	6,5	5,8	5,2
McKesson	16,6	16,7	15,5	11,9	11,8	10,9	12,9	13,1	11,9
Bayer	6,6	6,0	5,7	6,9	6,1	5,6	11,1	9,3	8,5
Synektik	11,1	10,2	8,8	7,0	7,4	7,2	8,6	9,1	8,5
Mediana	15,2	15,1	15,3	7,0	6,8	6,4	9,9	9,2	8,5
Voxel	7,8	7,0	6,5	4,6	4,2	3,8	6,3	5,8	5,3
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	102,7	114,3	125,0	85,1	90,1	91,5	87,1	87,8	86,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela z uwzględnieniem 20% dyskonta (zł)	77,4								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego							
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,3%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	11,6%
Koszt długu							
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,7%	6,2%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,3%	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)							
Udział kapitału akcyjnego	89%	93%	98%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	11%	7%	2%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	11,6%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,3%	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,5%	11,6%	11,9%	12,1%	12,1%	12,1%	11,6%
Prognozy finansowe (mln zł)							
Sprzedaż	489,3	510,2	529,2	546,7	563,0	578,5	593,6
EBIT	107,8	112,3	115,9	119,0	121,7	124,1	126,2
NOPLAT	87,3	90,9	93,9	96,4	98,6	100,5	102,2
Amortyzacja	42,8	44,8	47,0	49,3	51,5	53,9	56,5
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	29,9	31,7	33,6	35,7	37,7	39,8	42,0
Leasing	12,8	13,1	13,4	13,6	13,9	14,2	14,5
Zmiana kapitału pracującego	-21,0	-7,3	-6,9	-6,5	-6,2	-5,9	-5,7
Wydatki inwestycyjne	-42,0	-46,6	-46,2	-49,2	-52,2	-55,1	-58,3
Płatności leasingowe	-12,8	-13,1	-13,4	-13,6	-13,9	-14,2	-14,5
FCFF	54,3	68,6	74,4	76,4	77,9	79,3	80,3

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Voxel; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,5%
WACC w okresie rezydualnym	11,6%
Wartość rezydualna	807,0
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	404,1
Bieżąca wartość FCFF	359,1
Wartość firmy	763,2
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	23,5
Wartość kapitału akcyjnego	739,7
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	70,4

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 6. Voxel; Wrażliwość na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	11,2%	11,4%	11,6%	11,8%	12,0%
0,5%	67,9	67,3	66,6	66,0	65,4
1,0%	69,9	69,1	68,4	67,8	67,1
1,5%	72,0	71,2	70,4	69,7	69,0
2,0%	74,4	73,5	72,6	71,8	71,0
2,5%	77,1	76,0	75,1	74,1	73,3

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	319,8	337,1	335,2	352,6	367,6	383,8
Rzeczowe aktywa trwałe	230,6	247,9	248,5	263,8	276,8	290,7
Aktywa niematerialne	12,1	14,7	15,5	17,6	19,6	21,9
Wartość firmy	65,6	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3
Majątek finansowy	11,5	13,2	10,0	10,0	10,0	10,0
Majątek obrotowy	118,4	157,9	132,1	143,1	153,1	175,5
Zapasy	30,4	19,5	21,9	20,6	24,4	25,4
Należności handlowe	69,1	83,1	64,8	73,2	92,5	96,5
Pozostałe należności	0,5	0,6	6,2	0,6	0,8	0,8
Inwestycje krótkoterminowe	2,3	0,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	16,2	54,1	33,2	42,8	29,4	46,9
Aktywa	438,2	495,0	467,4	495,7	520,6	559,3
Kapitały własne	181,2	230,5	243,9	288,5	336,1	383,4
Zobowiązania	257,1	264,5	223,4	207,1	184,5	176,0
Zobowiązania długoterminowe	101,0	166,7	132,4	121,9	95,9	98,9
Dług odsetkowy	38,8	32,8	20,7	14,9	14,9	14,9
Obligacje	0,0	54,6	39,8	29,9	0,0	0,0
Leasing	35,6	45,6	43,8	48,2	51,2	52,5
Rezerwy, inne	26,6	33,7	28,2	28,9	29,7	31,5
Zobowiązania krótkoterminowe	156,0	97,8	91,0	85,2	88,7	77,1
Dług odsetkowy	25,2	22,5	12,4	11,6	11,6	11,6
Obligacje	35,6	0,1	10,0	9,9	9,9	0,0
Leasing	11,3	11,3	11,8	11,8	11,8	11,8
Rezerwy, inne	28,8	23,4	15,3	16,6	17,8	18,5
Zobowiązania handlowe	55,1	40,5	41,5	35,2	37,4	35,1
Pasywa	438,2	495,0	467,4	495,7	520,6	559,3
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Wskaźnik bieżący	0,8	1,6	1,5	1,7	1,7	2,3
Wskaźnik szybki	0,6	1,4	1,2	1,4	1,5	1,9
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
Sprzedaz / Kapitał pracujący netto	9,8	8,3	7,7	8,2	7,1	6,1
Rotacja zapasów w dniach	26	29	24	24	22	23
Rotacja należności kr. w dniach	64	63	65	59	62	68
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	60	55	47	47	38	36
Cykl obrotu gotówki w dniach	30	36	42	36	46	54
ROA	8,8%	15,1%	9,2%	13,8%	15,6%	15,9%
ROE	20,2%	34,3%	18,7%	24,9%	25,5%	23,9%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	327,6	442,7	414,8	425,6	489,3	510,2
Koszt własny sprzedaży	-260,0	-315,0	-316,5	-297,8	-352,1	-367,3
Zysk brutto ze sprzedaży	67,6	127,7	98,3	127,7	137,2	142,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-27,2	-24,7	-24,6	-323,4	-381,4	-397,9
Zysk na sprzedaży	40,4	102,9	73,7	102,2	107,8	112,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	10,0	-4,6	-5,5	-5,5	0,0	0,0
EBITDA	84,5	134,4	106,3	136,0	150,6	157,0
Skor. EBITDA	75,8	140,6	114,0	140,7	150,6	157,0
EBIT	50,4	98,3	68,2	96,7	107,8	112,3
Skor. EBIT	41,7	104,5	76,0	101,4	107,8	112,3
Przychody finansowe	0,5	0,5	0,6	1,4	1,1	1,1
Koszty finansowe	-6,4	-9,4	-11,1	-10,8	-9,3	-6,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	0,1	-0,8	-0,3	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	44,7	89,5	56,9	87,1	99,6	107,4
Podatek dochodowy	-10,6	-17,8	-11,3	-19,6	-18,9	-20,4
Zyski mniejszości	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Zysk netto	34,0	70,5	44,4	66,2	79,5	85,8
Skor. ZN	27,6	79,7	53,4	70,9	79,5	85,8
Marże:						
Marża EBITDA	25,8%	30,4%	25,6%	32,0%	30,8%	30,8%
Skor. marża EBITDA	23,1%	31,8%	27,5%	33,1%	30,8%	30,8%
Marża operacyjna	15,4%	22,2%	16,4%	22,7%	22,0%	22,0%
Skor. marża operacyjna	12,7%	23,6%	18,3%	23,8%	22,0%	22,0%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,6%	20,2%	13,7%	20,5%	20,4%	21,1%
Marża zysku netto	10,4%	15,9%	10,7%	15,6%	16,3%	16,8%
Skor. marża zysku netto	8,4%	18,0%	12,9%	16,7%	16,3%	16,8%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54,8%	35,1%	-6,3%	2,6%	15,0%	4,3%
EBITDA	47,6%	59,1%	-20,9%	28,0%	10,7%	4,3%
Skor. EBITDA	31,3%	85,6%	-18,9%	23,4%	7,0%	4,3%
EBIT	47,0%	95,0%	-30,6%	41,8%	11,5%	4,1%
Skor. EBIT	19,8%	150,6%	-27,3%	33,4%	6,4%	4,1%
Zysk przed opodatkowaniem	56,9%	100,4%	-36,4%	52,9%	14,5%	7,8%
Zysk netto	48,1%	107,7%	-37,0%	49,1%	20,0%	7,9%
Skor. ZN	13,7%	189,0%	-33,0%	32,8%	12,1%	7,9%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	59,4	106,3	96,2	111,7	112,6	131,7
Zysk brutto	44,7	89,5	56,9	87,1	99,6	107,4
Amortyzacja	34,0	36,1	38,1	39,3	42,8	44,8
Zmiana majątku obrotowego	-23,4	-14,6	11,8	-7,8	-21,0	-7,3
Pozostałe	4,1	-4,7	-10,6	-6,9	-8,7	-13,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,9	-31,7	-30,5	-38,5	-40,9	-45,5
Nakłady inwestycyjne	-36,9	-34,7	-32,0	-40,0	-42,0	-46,6
Pozostałe	0,1	3,0	1,5	1,4	1,1	1,1
Przepływy finansowe	-13,8	-36,7	-86,7	-63,6	-85,1	-68,7
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	12,8	3,6	-27,1	-16,6	-29,9	-9,9
Wypłata dywidend	-9,6	-21,6	-32,2	-22,8	-33,1	-39,8
Pozostałe	-17,0	-18,7	-27,3	-24,3	-22,1	-19,1
Zmiana środków pieniężnych	8,7	38,0	-21,0	9,6	-13,3	17,4

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Relatywny spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Nieadekwatny wzrost wycen świadczeń (szpital)
3. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami
4. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ
5. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
6. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
7. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
8. Błędy lekarskie – ryzyko reputacji
9. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
10. Utrata/ mała dostępność pracowników
11. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
12. Ponadwymiarowe inwestycje
13. 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. Wzrost wyceny świadczeń
4. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
5. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
6. Nowe linie usług medycznych
7. Rozwój segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
8. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
9. Akwizycje – efekt skali
10. Konsolidacja sektora; potencjalny cel przejęcia
11. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
12. 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 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 odroczonech.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	38	32	9	9	0	4
Procenty	41%	35%	10%	10%	0%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	32	34	13	9	0	4
Procenty	35%	37%	14%	10%	0%	4%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	3	3	1	0	3
Procenty	41%	18%	18%	6%	0%	18%

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2023	24.08.2023	-	-	56,20	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	58,00	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.09.2023	28.09.2023	-	-	54,63	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	52,80	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.10.2023	30.10.2023	-	-	53,00	73,90 ↑

* 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	
Voxel								
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	-	-	22.07.2019	25.06.2020	28,00	32%	
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	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	04.02.2020	05.02.2020	-	32,20	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	06.02.2020	07.02.2020	-	32,30	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	03.03.2020	04.03.2020	-	31,00	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	30.03.2020	31.03.2020	-	26,50	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	14.04.2020	15.04.2020	-	27,00	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	22.04.2020	23.04.2020	-	28,10	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	19.05.2020	20.05.2020	-	27,30	-	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	15.06.2020	16.06.2020	-	28,60	-	
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	25.06.2020	26.06.2020	29.07.2020	29,80	26%	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	30,60	
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	↑	29.07.2020	-	30.07.2020	09.07.2021	38,50	-5%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2020	24.08.2020	-	44,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	39,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	43,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	44,70	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.11.2020	12.11.2020	-	42,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2020	23.11.2020	-	44,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	40,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	41,30	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	45,10	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	44,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2021	04.03.2021	-	45,20	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2021	31.03.2021	-	44,90	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	45,70	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.05.2021	21.05.2021	-	44,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2021	25.05.2021	-	46,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	44,80	
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	→	09.07.2021	-	09.07.2021	09.11.2021	47,20	5%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.08.2021	02.08.2021	-	47,90	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.08.2021	09.08.2021	-	50,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2021	24.08.2021	-	53,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	52,00	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	48,90	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	52,80	
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	09.11.2021	-	10.11.2021	05.12.2021	52,20	1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2021	26.11.2021	-	49,90	
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	↑	05.12.2021	-	06.12.2021	22.05.2022	48,70	-4%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	44,20	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2022	02.02.2022	-	44,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	44,70	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	41,00	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.04.2022	12.04.2022	-	42,70	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	41,70	
Sylwia Jaśkiewicz	Niedoważają	↓	22.05.2022	-	23.05.2022	03.11.2022	38,40	8%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.05.2022	27.05.2022	-	38,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.06.2022	29.06.2022	-	37,90	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	37,60	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	34,00	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	36,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.08.2022	25.08.2022	-	35,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	34,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	34,60	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	34,20	
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	→	03.11.2022	-	04.11.2022	09.03.2023	34,90	9%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.11.2022	25.11.2022	-	36,60	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	39,60	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	40,40	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	42,50	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	43,20	
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	09.03.2023	-	10.03.2023	10.05.2023	45,20	-7%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	44,80	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.03.2023	29.03.2023	-	41,70	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	43,00	
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	Nie później niż 10.05.2024	44,00	13%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2023	25.05.2023	-	47,00	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	51,60	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	53,60	

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	23.08.2023	24.08.2023	-	56,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	31.08.2023	31.08.2023	-	58,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	12.10.2023	12.10.2023	-	54,63	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	27.09.2023	28.09.2023	-	52,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	29.10.2023	30.10.2023	-	53,00	-

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 30 października 2023 r., godz. 7:15.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 30 października 2023 r., godz. 7:25.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż 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#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/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.

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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