

**3/2025/GPW (5)** 28 stycznia 2025

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
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Prognozy finansowe na IV kw. 2024 r. ....	3
Prognozy finansowe .....	3
Wycena .....	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane) .....	6
Czynniki ryzyka .....	8
Katalizatory .....	8
Zastrzeżenia prawne .....	9

3/2025/GPW (5) 28 stycznia 2025

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

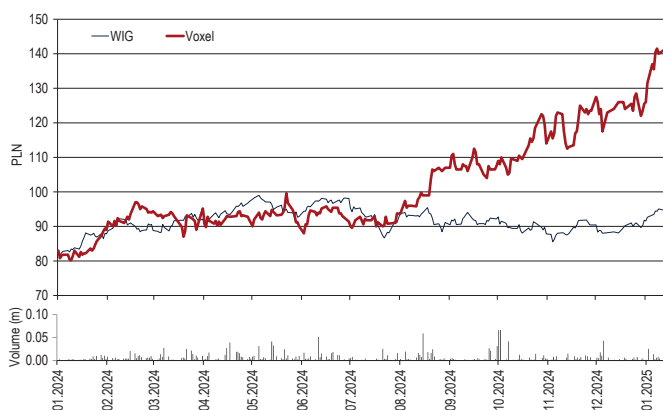
Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

# Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia  
 Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)  
 Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)  
 Kurs: 136,00 zł  
 Wycena akcji w horyzoncie 12M: 152,0 zł (↑)

Kapitalizacja: 354 mln US\$  
 Bloomberg: VOX PW  
 Średni obrót dzienny: 0,2 mln US\$  
 12M przedział kursowy: 80,20-141,50 zł  
 Free float: 63%

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: bankier.pl

## Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj podnosząc wycenę w horyzoncie 12M o 16%, do 152,0 zł ze 131,5 zł na akcję.

Uważamy, że wyniki finansowe za IV kw. 2024 powinny być lepsze r/r, głównie za sprawą wyższych wycen badań i wolumenów niż rok wcześniej. Od lipca Grupa jest beneficjentem wzrostu wycen świadczeń refundowanych (wzrost wycen MR i TK o 4%, PET o 6%, SPECT o 4-6%). Na wolumenach ciężać będą wyłączenia; zakładamy, że obecnie Spółka w około 80% zrealizowała plan modernizacyjny. Wzrost kosztów wynagrodzeń będzie miał miejsce, w naszej opinii, w I kw. Mamy nadzieję, że backlog prezentowany przez Alteris, choć podniesiony do 110 mln zł, będzie przekroczony. Przesunięcie kilku projektów na IV kw. powinno skutkować wyższą sprzedażą kw./kw. w Radpoint (2 mln zł w III kw. 24).

W grudniu Voxel zawarł umowę z PwC Advisory obejmującą doradztwo w celu pozyskania inwestora. W ramach przeglądu opcji strategicznych Zarząd

## Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) odpisy na zapasy (5 mln zł), aktywo z tytułu podatku odroczonego (2 mln zł), pożyczki (1 mln zł), zysk ze zbycia aktywów (1 mln zł) w 2023, (ii) stratę ze zbycia środków trwałych i koszty ich likwidacji w związku z wymianą sprzętu (7 mln zł) w 2024P.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2023	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż	mln zł	424,2	506,3	568,4	613,7
EBITDA	mln zł	150,0	169,9	195,2	211,2
Skor. EBITDA	mln zł	155,3	176,9	195,2	211,2
EBIT	mln zł	112,7	123,0	142,0	153,2
Skor. EBIT	mln zł	118,0	130,0	142,0	153,2
Zysk netto	mln zł	80,9	91,4	108,2	118,8
Skor. ZN	mln zł	88,6	98,4	108,2	118,8
EPS	zł	7,70	8,70	10,31	11,31
Zmiana EPS r/r	%	49	13	18	10
Skor. EPS	zł	8,44	9,37	10,31	11,31
Skor. zmiana EPS r/r	%	40	11	10	10
Dług netto	mln zł	63,0	85,9	75,7	24,0
P/E	x	17,7	15,6	13,2	12,0
Skor. P/E	x	16,1	14,5	13,2	12,0
P/CE	x	12,1	10,3	8,8	8,1
Skor. P/CE	x	11,2	9,8	8,8	8,1
EV/EBITDA	x	9,9	8,9	7,7	6,9
Skor. EV/EBITDA	x	9,6	8,6	7,7	6,9
EV/EBIT	x	13,2	12,3	10,6	9,5
Skor. EV/EBIT	x	12,6	11,6	10,6	9,5
DPS	zł	2,17	2,78	3,48	4,12
Stopa dywidendy brutto	%	1,6	2,0	2,6	3,0
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 I kw. 2024: 27 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 26 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2024

Spółki ma rozważyć różne możliwości, w zależności od warunków rynkowych oraz możliwych form współpracy. Poinformowano, że nie zostały podjęte żadne decyzje dotyczące realizacji określonej opcji strategicznej i nie ma pewności, czy w przyszłości jakkolwiek decyzja zostanie podjęta.

**Tabela 1. Voxel; Prognozy finansowe na IV kw. 2024**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	zmiana	zmiana		
	23	23	23	23	24	24	24	24P	r/r	2023	2024P	r/r
Sprzedaż	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	139,2	11%	424,2	506,3	19%
Zysk na sprzedaży	25,4	25,1	34,7	30,9	29,2	31,1	34,5	33,5	8%	116,1	128,3	10%
Marża zysku na sprzedaży	28,7%	27,3%	29,3%	24,7%	26,9%	25,1%	25,6%	24,1%	-	27,4%	25,3%	-
EBITDA	30,4	35,3	43,7	40,6	37,5	42,1	46,1	44,1	9%	150,0	169,9	13%
Marża EBITDA	34,3%	38,4%	37,0%	32,4%	34,6%	33,9%	34,3%	31,7%	-	35,4%	33,5%	-
Skor. EBITDA	35,3	35,1	44,0	40,0	41,3	43,4	47,1	45,1	13%	155,3	176,9	14%
Skor. marża EBITDA	39,8%	38,2%	37,2%	31,9%	38,1%	35,0%	35,0%	32,4%	-	36,6%	34,9%	-
EBIT	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	32,2	4%	112,7	123,0	9%
Marża EBIT	24,1%	28,3%	29,1%	24,7%	23,9%	24,7%	25,5%	23,2%	-	26,6%	24,3%	-
Skor. EBIT	26,2	25,8	34,7	30,4	29,7	31,9	35,2	33,2	9%	118,0	130,0	10%
Skor. marża EBIT	29,6%	28,0%	29,3%	24,2%	27,4%	25,7%	26,2%	23,9%	-	27,8%	25,7%	-
Zysk brutto	18,4	23,6	32,4	27,9	24,3	28,4	31,9	29,9	7%	102,2	114,6	12%
Marża zysku brutto	20,8%	25,6%	27,4%	22,2%	22,4%	22,9%	23,7%	21,5%	-	24,1%	22,6%	-
Zysk netto dla podmioty dominującego	11,6	17,0	23,1	21,8	19,2	22,6	25,4	24,2	11%	80,9	91,4	13%
Marża zysku netto	13,1%	18,5%	19,6%	17,4%	17,7%	18,2%	18,9%	17,4%	-	19,1%	18,1%	-
Skor. ZN dla podmiotu dominującego	16,5	16,8	23,4	22,0	23,0	23,9	26,4	25,2	15%	88,6	98,4	11%
Skor. marża ZN	18,6%	18,3%	19,8%	17,6%	21,2%	19,2%	19,6%	18,1%	-	20,9%	19,4%	-

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Prognozy finansowe na IV kw. 2024 r.

W I/ II/ III kw. 2024 w segmencie diagnostyki Grupy Voxel wykonano 111/ 114/ 114 tys. badań, +8%/ +11%/ +6% r/r. W IV kw. br. oczekujemy 109 tys. badań (+2% r/r). Zakładamy odpowiednio 58/ 27/ 5/ 4 tys. MR/ TK/ PET/ SPECT, -8%/ +7%/ +1%/ +14% r/r. Dodatkowo zakładamy 15 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix, płasko r/r, oraz 140 procedur w Exirze. Na wolumenach ciężą święta, likwidacja mniej opłacalnych pracowni, trwające procesy modernizacyjne, co wiąże się z czasowymi ograniczeniami, a także zmiana wytycznych NFZ odnośnie refundacji (konieczność opisu do pierwszych dni stycznia).

Zakładając wzrost wycen badań szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 86 mln zł (+9% r/r) w IV kw. br. Zakładamy przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Alterisu/ Radpoint w wysokości 3/ 8/ 3/ 40/ 3 mln zł w omawianym okresie wobec 3/ 8/ 3/ 40 mln zł w IV kw. 2023. Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 139 mln zł w IV kw. br. (+11% r/r).

Prognozujemy EBIT Grupy na 32 mln zł (+4% r/r). Wg naszych szacunków, powtarzalne koszty finansowe netto w IV kw. mogą być niższe r/r i wynieść 2 mln zł. Zakładamy niższą r/r efektywną stopę podatkową i prognozujemy zysk netto Grupy na 24 mln zł (+11%/ +15% r/r na poziomie raportowanym/ skorygowanym) w IV kw. 2024.

Zakładamy koszty jednorazowe w wysokości ok. 1 mln zł (likwidacja sprzętu) i rozliczenie nadwykonań w wysokości ok. 2 mln zł w IV kw. 2024.

### Prognozy finansowe

Na koniec III kw. br. Grupa posiadała 65 urządzeń diagnostycznych i terapeutycznych, w tym 31/ 15/ 7 urządzeń do badań MR/ TK/ PET-TK, 4 do badania SPECT, 1 pracownię biopsji fuzyjnej, 8 pracowni RTG i USG. Spółka prowadziła inwestycje w Wadowicach i Warszawie; mogą być one operacyjne w I kw. Planowała uruchomienie nowych pracowni w Bydgoszczy i Łodzi. Niektóre mniejsze pracownie – głównie te, w których Spółka świadczyła usługi podwykonawcze – są zamykane (powinno to mieć znikomy wpływ na wyniki, a pozytywny na rentowność).

Uaktualniamy prognozy finansowe dla Spółki uwzględniając nasze oczekiwania na IV kw. 2024. W I poł. 2025 wyceny badań będą wyższe r/r (podwyżka wprowadzona w lipcu 2024). Od połowy roku możliwe są kolejne zmiany wycen. Ponadto podwyżki wycen wpływają na ceny badań komercyjnych. Grupa zapewne planuje wzrost liczby badań diagnostycznych – zakładalibyśmy wyższą dynamikę niż w ub. roku z powodu zaawansowania modernizacji pracowni (mniej wyłączeń) i przesunięć badań z IV kw. 2024 na I kw. 2025.

**Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2024P			2025P			2026P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	506,3	506,4	0%	568,4	533,8	6%	613,7	564,1	9%
EBITDA	169,9	170,9	-1%	195,2	185,9	5%	211,2	196,7	7%
Skor. EBITDA	176,9	176,9	0%	195,2	185,9	5%	211,2	196,7	7%
EBIT	123,0	124,0	-1%	142,0	134,6	5%	153,2	142,1	8%
Skor. EBIT	130,0	130,0	0%	142,0	134,6	5%	153,2	142,1	8%
Zysk netto	91,4	91,8	0%	108,2	102,5	6%	118,8	110,1	8%
Skor. zysk netto	98,4	97,9	1%	108,2	102,5	6%	118,8	110,1	8%
Dług netto	85,9	85,6	0%	75,7	57,3	32%	24,0	21,2	13%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Spodziewamy się wzrostu sprzedaży projektów dostarczanych przez Alteris, w tym dostaw rozwiązań infrastrukturalnych, także z uwagi na środki z KPO. Niemniej należy pamiętać, że Alteris będzie skupiony na inwestycji w nowy cyklotron. Inwestycja ta ma pochłonąć 76,5 mln zł brutto i powinna być oddana do użytku w 2025. Naszym zdaniem będzie operacyjna na początku 2026, co umożliwi wyższą sprzedaż radiofarmaceutyków oraz możliwość wykonywania większej ilości badań PET.

## Wycena

Nasza wycena Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 152 zł ze 131,5 zł na akcję, o 16%. Stopa wolna od ryzyka rośnie do 5,9% z 5,6% w okresie szczegółowej prognozy. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 154 zł (poprzednio 132 zł), a wycena metodą porównawczą 151 zł (poprzednio 131 zł).

**Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą**

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Integral Diagnostics	35,0	21,8	19,1	11,7	8,3	7,8	19,8	13,7	12,0
Medpace Holdings	26,5	23,4	20,4	20,4	17,5	13,4	21,7	18,5	14,4
Spire Healthcare Group	15,4	11,5	9,3	5,0	4,6	2,8	8,1	7,3	4,2
Laboratory Corporation of America	15,3	14,1	12,8	10,6	9,6	b.d.	13,0	11,7	b.d.
China National Accord Medi-B	8,8	8,1	7,3	3,6	3,2	2,6	4,4	3,7	3,0
Jointown Pharmaceuticals	9,5	8,6	8,2	3,7	b.d.	b.d.	5,1	4,5	b.d.
Medipal Holdings	13,4	14,0	12,7	4,4	4,0	b.d.	5,8	5,2	b.d.
McKesson	18,0	16,6	15,4	13,0	11,8	10,7	14,0	12,6	11,3
Bayer	4,5	4,2	5,4	5,4	4,7	5,3	9,3	8,0	9,3
Synektik	17,3	14,1	14,4	10,5	8,7	b.d.	12,7	10,2	b.d.
<b>Mediana</b>	<b>15,4</b>	<b>14,1</b>	<b>12,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>6,5</b>	<b>11,0</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>
Voxel	13,2	12,0	11,3	7,7	6,9	6,2	10,6	9,5	8,6
Implikowana wartość akcji Spółki (zł)	158,4	159,1	153,8	140,8	165,0	143,4	141,0	130,4	163,2
<b>Średnia implikowana wartość akcji Spółki</b>	<b>150,6</b>								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 4. Voxel; Model DCF**

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	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	1,0	1,0	1,0
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>10,9%</b>
<b>Koszt długu</b>										
Koszt długu przed opodatkowaniem	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	4,8%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,9%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Udział kapitału akcyjnego	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	10,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	3,9%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>10,9%</b>
<b>Prognozy finansowe (mln zł)</b>										
Sprzedaż	613,7	650,8	687,1	722,9	762,2	803,8	847,8	894,5	943,8	996,1
EBIT	153,2	161,8	170,4	177,9	187,9	199,9	214,5	229,8	245,9	262,9
NOPLAT	124,1	131,1	138,0	144,1	152,2	162,0	173,8	186,2	199,2	212,9
Amortyzacja	58,1	61,9	65,3	69,7	72,7	74,4	74,3	74,2	74,3	74,4
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	38,5	40,4	41,7	43,7	46,2	47,3	46,7	46,1	45,6	45,1
Leasing	19,5	21,5	23,6	26,0	26,5	27,1	27,6	28,1	28,7	29,3
Zmiana kapitału pracującego	-6,9	-5,6	-5,5	-5,3	-6,0	-6,4	-6,9	-7,3	-7,8	-8,2
Wydatki inwestycyjne	-50,2	-38,9	-40,2	-40,6	-53,9	-57,0	-58,4	-57,5	-56,7	-46,8
Płatności leasingowe	-19,5	-21,5	-23,6	-26,0	-26,5	-27,1	-27,6	-28,1	-28,7	-29,3
<b>FCFF</b>	<b>105,6</b>	<b>127,0</b>	<b>134,1</b>	<b>141,9</b>	<b>138,5</b>	<b>145,9</b>	<b>155,1</b>	<b>167,4</b>	<b>180,3</b>	<b>203,0</b>

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	10,9%
Wartość rezydualna	2 191,9
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	731,7
Bieżąca wartość FCFF	817,8
<b>Wartość firmy</b>	<b>1 549,5</b>
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	-26,1
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	36,6
<b>Wartość kapitału akcyjnego</b>	<b>1 612,2</b>
Liczba akcji (m)	10,5
<b>Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)</b>	<b>153,5</b>

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				
	10,5%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%
0,5%	148,7	147,4	146,2	145,0	143,9
1,0%	152,4	151,0	149,7	148,4	147,1
1,5%	156,6	155,0	<b>153,5</b>	152,1	150,7
2,0%	161,3	159,5	157,8	156,2	154,6
2,5%	166,5	164,5	162,6	160,7	159,0

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>337,1</b>	<b>335,2</b>	<b>347,0</b>	<b>393,6</b>	<b>454,3</b>	<b>476,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	247,9	248,5	263,1	302,9	356,6	376,7
Aktywa niematerialne	14,7	15,5	16,5	22,1	28,9	30,7
Wartość firmy	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3
Majątek finansowy	13,2	10,0	6,2	7,4	7,4	7,4
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>157,9</b>	<b>132,1</b>	<b>182,0</b>	<b>178,7</b>	<b>194,8</b>	<b>259,2</b>
Zapasy	19,5	21,9	21,2	26,2	29,5	31,9
Należności handlowe	83,1	64,8	88,5	103,5	113,8	122,9
Pozostałe należności	0,6	6,2	2,0	2,3	2,5	2,8
Inwestycje krótkoterminowe	0,6	6,0	6,2	6,2	6,2	6,2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	54,1	33,2	64,1	40,4	42,6	95,4
<b>Aktywa</b>	<b>495,0</b>	<b>467,4</b>	<b>529,0</b>	<b>572,3</b>	<b>649,0</b>	<b>735,3</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>230,5</b>	<b>243,9</b>	<b>295,4</b>	<b>342,2</b>	<b>414,7</b>	<b>490,9</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>264,5</b>	<b>223,4</b>	<b>233,6</b>	<b>230,1</b>	<b>234,4</b>	<b>244,4</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>166,7</b>	<b>132,4</b>	<b>121,3</b>	<b>118,6</b>	<b>124,8</b>	<b>138,2</b>
Dług odsetkowy	32,8	20,7	7,3	7,3	7,3	7,3
Obligacje	54,6	39,8	29,9	15,0	0,0	0,0
Leasing	45,6	43,8	55,8	63,9	80,9	91,0
Rezerwy, inne	33,7	28,2	28,3	32,4	36,6	39,8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>97,8</b>	<b>91,0</b>	<b>112,3</b>	<b>111,5</b>	<b>109,6</b>	<b>106,2</b>
Dług odsetkowy	22,5	12,4	9,2	9,2	9,2	0,0
Obligacje	0,1	10,0	9,9	9,9	0,0	0,0
Leasing	11,3	11,8	15,0	21,0	21,0	21,0
Rezerwy, inne	23,4	15,3	17,2	18,6	20,0	21,0
Zobowiązania handlowe	40,5	41,5	61,0	52,7	59,4	64,2
<b>Pasywa</b>	<b>495,0</b>	<b>467,4</b>	<b>529,0</b>	<b>572,3</b>	<b>649,0</b>	<b>735,3</b>
<b>Wskaźniki</b>						
Zadłużenie/ Kapitały własne	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2
Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	1,6	1,5	1,6	1,6	1,8	2,4
Wskaźnik szybki	1,4	1,2	1,4	1,4	1,5	2,1
Sprzedaż/ Aktywa ogółem	0,9	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaż/ Kapitał pracujący netto	8,3	6,7	9,0	8,1	7,1	7,0
Rotacja zapasów w dniach	29	30	26	23	24	24
Rotacja należności w dniach	63	75	66	69	70	70
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	55	59	66	59	52	53
Cykl obrotu gotówki w dniach	36	46	26	33	42	42
ROA	15,1%	11,3%	16,2%	16,6%	17,7%	17,2%
ROE	34,3%	22,9%	30,0%	28,7%	28,6%	26,2%

*Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA*

**Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników**

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>442,7</b>	<b>360,6</b>	<b>424,2</b>	<b>506,3</b>	<b>568,4</b>	<b>613,7</b>
Koszt własny sprzedaży	-315,0	-253,3	-283,8	-350,5	-394,5	-426,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>127,7</b>	<b>107,4</b>	<b>140,3</b>	<b>155,8</b>	<b>173,9</b>	<b>187,2</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-24,7	-22,5	-308,1	-378,1	-424,0	-458,4
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>102,9</b>	<b>84,9</b>	<b>116,1</b>	<b>128,3</b>	<b>144,4</b>	<b>155,3</b>
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-4,6	-4,6	-3,4	-5,3	-2,4	-2,2
<b>EBITDA</b>	<b>134,4</b>	<b>118,4</b>	<b>151,4</b>	<b>169,9</b>	<b>195,2</b>	<b>211,2</b>
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>140,6</b>	<b>121,8</b>	<b>155,3</b>	<b>176,9</b>	<b>195,2</b>	<b>211,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>98,3</b>	<b>80,3</b>	<b>112,7</b>	<b>123,0</b>	<b>142,0</b>	<b>153,2</b>
<b>Skor. EBIT</b>	<b>104,5</b>	<b>86,5</b>	<b>118,0</b>	<b>130,0</b>	<b>142,0</b>	<b>153,2</b>
Przychody finansowe	0,5	0,6	1,5	2,5	1,2	2,1
Koszty finansowe	-9,4	-10,9	-11,7	-9,6	-8,0	-7,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	-0,8	-0,3	-1,2	-0,6	-0,6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>89,5</b>	<b>69,2</b>	<b>102,2</b>	<b>114,6</b>	<b>134,6</b>	<b>147,6</b>
Podatek dochodowy	-17,8	-13,7	-20,0	-22,4	-25,6	-28,0
Zyski mniejszości	1,2	1,2	1,3	0,8	0,8	0,8
<b>Zysk netto</b>	<b>70,5</b>	<b>54,3</b>	<b>80,9</b>	<b>91,4</b>	<b>108,2</b>	<b>118,8</b>
<b>Skor. ZN</b>	<b>79,7</b>	<b>63,3</b>	<b>88,6</b>	<b>98,4</b>	<b>108,2</b>	<b>118,8</b>
<b>Marże:</b>						
Marża EBITDA	30,4%	32,8%	35,7%	33,5%	34,3%	34,4%
Skor. marża EBITDA	31,8%	33,8%	36,6%	34,9%	34,3%	34,4%
Marża operacyjna	22,2%	22,3%	26,6%	24,3%	25,0%	25,0%
Skor. marża operacyjna	23,6%	24,0%	27,8%	25,7%	25,0%	25,0%
Marża zysku przed opodatkowaniem	20,2%	19,2%	24,1%	22,6%	23,7%	24,0%
Marża zysku netto	15,9%	15,1%	19,1%	18,1%	19,0%	19,4%
Skor. marża zysku netto	18,0%	17,6%	20,9%	19,4%	19,0%	19,4%
<b>Wzrosty nominalne:</b>						
Sprzedaż	35,1%	-18,5%	17,6%	19,4%	12,3%	8,0%
EBITDA	59,1%	-11,9%	27,9%	12,2%	14,9%	8,2%
Skor. EBITDA	85,6%	-13,4%	27,5%	13,9%	10,4%	8,2%
EBIT	95,0%	-18,4%	40,4%	9,1%	15,4%	7,9%
Skor. EBIT	150,6%	-17,2%	36,4%	10,2%	9,2%	7,9%
Zysk przed opodatkowaniem	100,4%	-22,7%	47,8%	12,1%	17,5%	9,7%
Zysk netto	107,7%	-23,0%	48,9%	13,0%	18,4%	9,7%
Skor. ZN	189,0%	-20,6%	39,9%	11,1%	10,0%	9,7%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne**

(mln zł)	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>106,3</b>	<b>96,2</b>	<b>129,0</b>	<b>125,2</b>	<b>167,4</b>	<b>179,9</b>
Zysk brutto	89,5	69,2	102,2	114,6	134,6	147,6
Amortyzacja	36,1	38,1	38,7	46,9	53,3	58,1
Zmiana majątku obrotowego	-14,6	11,8	-4,6	-28,6	-7,3	-6,9
Pozostałe	-4,7	-22,8	-7,4	-7,7	-13,2	-18,9
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-31,7</b>	<b>-30,5</b>	<b>-39,6</b>	<b>-63,0</b>	<b>-77,9</b>	<b>-48,1</b>
Nakłady inwestycyjne	-34,7	-32,0	-44,9	-64,6	-79,1	-50,2
Pozostałe	3,0	1,5	5,6	1,6	1,2	2,1
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-36,7</b>	<b>-86,7</b>	<b>-66,6</b>	<b>-85,9</b>	<b>-87,3</b>	<b>-79,1</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	3,6	-27,1	-26,6	-15,0	-24,9	-9,2
Wyplata dywidend	-21,6	-32,2	-15,1	-36,9	-36,6	-43,3
Pozostałe	-18,7	-27,3	-24,9	-34,1	-25,8	-26,6
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>38,0</b>	<b>-21,0</b>	<b>22,8</b>	<b>-23,7</b>	<b>2,2</b>	<b>52,8</b>

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
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
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
13. Przegląd opcji strategicznych



## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

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

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

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	43	29	5	5	0	5
Procenty	49%	33%	6%	6%	0%	6%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	26	41	10	5	0	5
Procenty	30%	47%	11%	6%	0%	6%

## Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 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	5	0	1	0	2
Procenty	33%	42%	0%	8%	0%	17%

### 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	1	1	0	2
Procenty	25%	42%	8%	8%	0%	17%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Voxel</b>									
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	10%	32%	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 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	32,20	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	32,30	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	31,00	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	26,50	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	14.04.2020	15.04.2020	-	-	-	27,00	34,00 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	28,10	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	27,30	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	28,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29%	26%	29,80	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	30,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	29.07.2020	-	30.07.2020	09.07.2021	23%	-5%	38,50	43,00 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	23.08.2020	24.08.2020	-	-	-	44,80	50,40 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	39,50	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	43,40	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	44,70	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	11.11.2020	12.11.2020	-	-	-	42,40	52,30 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	22.11.2020	23.11.2020	-	-	-	44,40	52,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	40,80	54,70 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	41,30	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	45,10	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	44,50	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	03.03.2021	04.03.2021	-	-	-	45,20	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	30.03.2021	31.03.2021	-	-	-	44,90	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	45,70	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	20.05.2021	21.05.2021	-	-	-	44,50	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	24.05.2021	25.05.2021	-	-	-	46,50	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	44,80	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	09.07.2021	-	09.07.2021	22.05.2022	-14%	3%	47,20	54,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	01.08.2021	02.08.2021	-	-	-	47,90	52,70 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	08.08.2021	09.08.2021	-	-	-	50,40	63,10 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	23.08.2021	24.08.2021	-	-	-	53,80	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	52,00	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	48,90	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	52,80	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	09.11.2021	10.11.2021	-	-	-	52,20	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	25.11.2021	26.11.2021	-	-	-	49,90	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	48,70	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	44,20	63,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	01.02.2022	02.02.2022	-	-	-	44,80	60,20 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	44,70	60,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	41,00	60,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	11.04.2022	12.04.2022	-	-	-	42,70	60,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	41,70	60,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	22.05.2022	-	23.05.2022	03.11.2022	-1%	8%	38,40	49,40 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	26.05.2022	27.05.2022	-	-	-	38,50	49,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.06.2022	29.06.2022	-	-	-	37,90	46,40 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	37,60	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	34,00	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-	-	36,50	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	24.08.2022	25.08.2022	-	-	-	35,80	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	34,40	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	34,60	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	34,20	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	03.11.2022	-	04.11.2022	09.03.2023	30%	9%	34,90	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	24.11.2022	25.11.2022	-	-	-	36,60	46,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	01.12.2022	02.12.2022	-	-	-	39,60	47,70 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	40,40	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	42,50	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	43,20	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	09.03.2023	-	10.03.2023	10.05.2023	-3%	-7%	45,20	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	44,80	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	28.03.2023	29.03.2023	-	-	-	41,70	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	43,00	47,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	10.05.2023	-	11.05.2023	04.04.2024	106%	56%	44,00	59,20 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	24.05.2023	25.05.2023	-	-	-	47,00	59,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	51,60	59,20 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	02.08.2023	03.08.2023	-	-	-	53,60	66,30 ↑

**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 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2023	02.11.2023	-	-	59,60	75,80 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	59,40	75,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2023	23.11.2023	-	-	58,60	75,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	74,20	85,30 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	80,60	85,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	82,20	85,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.02.2024	14.02.2024	-	-	88,60	97,70 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	92,00	97,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	88,60	97,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	→	04.04.2024	-	04.04.2024	Nie później niż 04.04.2025	53%	49%	88,60	97,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.04.2024	29.04.2024	-	-	90,40	103,00 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	93,00	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.05.2024	28.05.2024	-	-	93,00	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	94,20	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	92,60	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.08.2024	07.08.2024	-	-	91,00	107,70 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	91,00	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.08.2024	27.08.2024	-	-	95,80	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	108,00	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	106,50	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2024	24.10.2024	-	-	109,50	125,20 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	113,50	125,20 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	113,00	131,50 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	124,00	131,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2025	28.01.2025	-	-	136,00	152,00 ↑	

\* 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	Przeważają	-	21.07.2019	-	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	04.04.2024	44,00	56%
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	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	02.11.2023	02.11.2023	-	59,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	06.11.2023	06.11.2023	-	59,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	22.11.2023	23.11.2023	-	58,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	10.12.2023	11.12.2023	-	74,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	09.01.2024	09.01.2024	-	80,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	01.02.2024	01.02.2024	-	82,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	13.02.2024	14.02.2024	-	88,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	29.02.2024	29.02.2024	-	92,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	04.04.2024	04.04.2024	-	88,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj →	04.04.2024	-	04.04.2024	Nie później niż 04.04.2025	88,60	49%
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	28.04.2024	29.04.2024	-	90,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	06.05.2024	06.05.2024	-	93,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	27.05.2024	28.05.2024	-	93,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	29.05.2024	29.05.2024	-	94,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	12.07.2024	12.07.2024	-	92,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	06.08.2024	07.08.2024	-	91,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	12.08.2024	12.08.2024	-	91,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	26.08.2024	27.08.2024	-	95,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	24.09.2024	24.09.2024	-	108,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	11.10.2024	11.10.2024	-	106,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	24.10.2024	24.10.2024	-	109,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	04.11.2024	04.11.2024	-	113,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	01.12.2024	02.12.2024	-	113,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	07.01.2025	07.01.2025	-	124,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	28.01.2025	28.01.2025	-	136,00	-

\* 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: 28 stycznia 2025 r., godz. 19:20.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 28 stycznia 2025 r., godz. 19:30.

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 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.

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

#### Maklerzy

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

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

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

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

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

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

**Mikołaj Stepien**  
Analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

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