

38/2022/GPW (124) 3 listopada 2022

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Voxel

Rekomendowane działanie	2
Prognozy finansowe na III kw. 2022.	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia.	2
Prognozy finansowe.	3
Wycena.	4
Sprawozdania finansowe	6
Czynniki ryzyka	8
Katalizatory	8
Zastrzeżenia prawne	9

38/2022/GPW (124) 3 listopada 2022

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)
Kurs: 34,90 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 46,4 zł (→)

Kapitalizacja: 76,2 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,01 mln US\$
12M przedział kursowy: 33,10-53,20 zł
Free float: 51%

Rekomendowane działanie

Podnosimy nasze długoterminowe fundamentalne zalecenie do Kupuj z Trzymaj i relatywne do Przeważaj z Niedoważaj dla Spółki.

Spodziewamy się lepszych r/r i znacząco lepszych kw./kw. wyników finansowych Grupy w III kw. 2022 z uwagi na wzrost wycen świadczeń refundowanych (średnio o 30% w diagnostyce od III kw.) i mniejsze straty w szpitalu. Sądzimy, że wysoki popyt jest nadal odnotowywany w badaniach MR, procedurach PET i SPECT, a badania TK nie są przez Spółkę celowo wspierane, zgodnie ze strategią. Zakładamy, że od IV kw. widoczny będzie znaczący wzrost płac personelu medycznego, jednak jego wpływ na wynik powinien być mniejszy niż wzrost wycen świadczeń. Zatem podnosimy nasze prognozy dla Grupy na ten i kolejne lata. Uważamy, że Spółka może dokonać odpisu zapasów na kwotę kilku mln zł w br.; zakładamy 4 mln zł w IV kw. i pozycję tę traktujemy jako zdarzenie jednorazowe.

Prognozy finansowe na III kw. 2022

Zakładamy 74 tys. procedur wykonanych w Voxelu w III kw. 2022, płasko r/r, uwzględniając 24 tys./42 tys./4 tys./4 tys. procedur TK/MR/PET/SPECT, -9%/+4%/+3%/+21 r/r. Spółka kładzie nacisk na rozwój w obszarze MR, PET i SPECT. Zgodnie ze strategią badania TK nie są priorytetem, co powinno być już widoczne w III kw. Zakładamy znaczący wzrost średnich cen, o 20-40% w zależności od badania. Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 58 mln zł (+29% r/r) w III kw. 2022. Zakładamy przychody RP/Scanixu/Exiry/Vito-Medu/Alterisu w wysokości 2 mln zł/6 mln zł/3 mln zł/7 mln zł/26 mln zł w omawianym okresie. Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 97 mln zł w III kw., +3% r/r. Warto zaznaczyć, że w III kw. 2021 testowanie w kierunku SARS-CoV-2 zwiększyło przychody Grupy o ok. 10 mln zł (34 tys. testów).

Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o odpisy, koszty likwidacji nakładów na 3 laboratoria, zysk z tytułu okazynego nabycia Scanix, zysk na sprzedaży nieruchomości.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2021	2022P	2023P	2024P
Sprzedaż	mln zł	442,7	383,3	402,4	429,5
EBITDA	mln zł	134,4	90,6	104,5	111,5
Skor. EBITDA	mln zł	140,6	95,9	104,5	111,5
EBIT	mln zł	98,3	51,9	64,9	70,7
Skor. EBIT	mln zł	104,5	57,2	64,9	70,7
Zysk netto	mln zł	70,5	31,0	42,6	48,7
Skor. zysk netto	mln zł	79,7	35,7	42,6	48,7
EPS	zł	6,72	2,95	4,06	4,64
Zmiana EPS r/r	%	108	-56	38	14
Skor. EPS	zł	7,59	3,39	4,06	4,64
Skor. zmiana EPS r/r	%	189	-55	19	14
Dług netto	mln zł	112,7	111,8	96,8	84,5
P/E	x	5,2	11,8	8,6	7,5
Skor. P/E	x	4,6	10,3	8,6	7,5
P/CE	x	3,4	5,3	4,5	4,1
Skor. P/CE	x	3,2	4,9	4,5	4,1
EV/EBITDA	x	3,6	5,3	4,4	4,0
Skor. EV/EBITDA	x	3,4	5,0	4,4	4,0
EV/EBIT	x	4,9	9,2	7,1	6,4
Skor. EV/EBIT	x	4,6	8,4	7,1	6,4
DPS	zł	2,00	3,00	2,00	2,75
Stopa dywidendy brutto	%	5,7	8,6	5,7	7,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I poł. 2022: 24 sierpnia

Najbliższe wydarzenia

2. Skonsolidowany raport za III kw. 2022: 24 listopada

Tabela 1. Voxel; Prognozy finansowe na III kw. 2022

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw. 21				II kw. 21				zmiana r/r	I-III kw.		zmiana r/r
	I kw. 21	II kw. 21	III kw. 21	IV kw. 21	I kw. 22	II kw. 22	III kw. 22P	2021		I-III kw. 2022P		
Sprzedaż	111,7	107,9	93,7	129,3	99,9	76,1	96,6	3%	313,4	272,6	-13%	
EBITDA	31,4	36,7	22,7	43,7	26,9	17,7	25,4	12%	90,7	70,0	-23%	
Marża EBITDA	28,1%	34,0%	24,2%	33,8%	26,9%	23,2%	26,3%	-	29,0%	25,7%	-	
Skor. EBITDA	31,4	36,7	22,7	49,9	26,9	19,0	25,4	12%	90,7	71,3	-21%	
Skor. marża EBITDA	28,1%	34,0%	24,2%	38,6%	26,9%	25,0%	26,3%	-	29,0%	26,2%	-	
EBIT	22,3	27,7	13,7	34,6	17,1	8,2	15,8	15%	63,7	41,1	-36%	
Marża EBIT	20,0%	25,7%	14,6%	26,8%	17,1%	10,8%	16,3%	-	20,3%	15,1%	-	
Skor. EBIT	22,3	27,7	13,7	40,8	17,1	9,5	15,8	15%	63,7	42,4	-33%	
Skor. marża EBIT	20,0%	25,7%	14,6%	31,6%	17,1%	12,5%	16,3%	-	20,3%	15,6%	-	
Zysk brutto	21,1	25,4	12,2	30,8	14,6	5,9	12,2	0%	58,8	32,8	-44%	
Marża zysku brutto	18,9%	23,6%	13,1%	23,8%	14,7%	7,7%	12,7%	-	18,7%	12,0%	-	
Zysk netto	16,7	19,8	8,9	24,0	11,5	4,6	9,5	8%	45,4	25,6	-43%	
Marża zysku netto	15,0%	18,3%	9,5%	18,6%	11,5%	6,0%	9,9%	-	14,5%	9,4%	-	
Skor. ZN	16,7	20,7	8,9	32,3	11,5	6,0	9,5	8%	46,3	27,1	-41%	
Skor. marża ZN	15,0%	19,1%	9,5%	25,0%	11,5%	7,9%	9,9%	-	14,8%	9,9%	-	

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozujemy EBIT Grupy na 16 mln zł w III kw. 2022, +15% r/r. Rentowność powinna być wspierana korzystną strukturą badań (więcej badań wysokomarżowych). Wzrost płac personelu medycznego powinien być widoczny od IV kw. 2022. Działalność szpitalna Vito-Med powinna nadal przynosić straty, jednak mogą być one mniejsze; zakładamy -3 mln zł w III kw. vs -5 mln zł w II kw. 2022 (-3 mln zł na działalności szpitalnej i -2 mln zł związane z Covid-19). Prognozujemy znacząco wyższe r/r koszty finansowe netto (2x większe r/r) i ZN Grupy w wysokości 10 mln zł, +8% r/r i 109% kw./ kw., w III kw. 2022 r.

Prognozy finansowe

Grupa spodziewa się większego wolumenu świadczeń diagnostycznych w br. i sądzimy, że ten segment będzie mocno wspierał wyniki tegoroczne. W Alterisie szacowany backlog na ten rok wynosi 105 mln zł; uważamy, że może on zostać nieznacznie podwyższony. W Vito-Med,

w związku ze wstrzymaniem przez NFZ od 1 kwietnia 2022 odrębnego finansowania procedury wykonywania testów do diagnostyki SARS-CoV-2 przez laboratoria i mobilne punkty pobrań, zamknięto 3 z 4 laboratoriów. Spółka prowadzi restrukturyzację szpitala w celu zwiększenia przychodów przy obecnym zatrudnieniu i bazie sprzętowej. Niemniej jednak uważamy, że działalność szpitalna będzie ciążyła na wynikach tegorocznych.

Podnosimy nasze prognozy finansowe dla Grupy uwzględniając wyższe wyceny świadczeń (podwyżka wyceny badań refundowanych o ok. 30% w III kw. 2022 vs I kw. 2022, które generują niemal 70% przychodów Voxel; w 2023 r. spodziewamy się adekwatnego wzrostu cen dla klientów komercyjnych). Zakładamy, że czynnik ten będzie przeważał wzrost kosztów, zwłaszcza płac personelu medycznego (zakładamy znaczące podwyżki od IV kw. br.). Spodziewamy się zatem poprawy rentowności r/r w kolejnym roku.

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2022P			2023P			2024P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	383,3	342,1	12%	402,4	352,2	14%	429,5	374,2	15%
EBITDA	90,6	82,9	9%	104,5	99,8	5%	111,5	106,0	5%
EBIT	51,9	46,2	12%	64,9	58,9	10%	70,7	63,8	11%
Zysk netto	31,0	28,5	9%	42,6	42,6	0%	48,7	48,1	1%
Dług netto	111,8	100,9	11%	96,8	69,2	40%	84,5	40,3	110%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Wycena

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, pozostaje na niezmiennym poziomie – w wysokości 46,4 zł na akcję Spółki. Podniesienie prognoz finansowych zostało

zrównoważone wzrostem stopy wolnej od ryzyka (do 7%, z 6,5%) i premii za ryzyko na rynku akcji (do 7%, z 6,0%), a także spadkiem mediany wskaźników uwzględnionych w wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 41 zł, a wycena metodą porównawczą 52 zł.

Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Medica Group	14,9	12,3	10,3	9,3	7,8	6,7	11,3	9,3	7,8
Integral Diagnostics	28,1	22,2	16,9	10,2	9,4	8,0	19,5	16,8	13,4
Medpace Holdings	29,5	27,6	23,4	22,8	20,2	16,8	25,1	21,8	18,1
BML	4,8	10,4	14,1	1,2	1,7	2,0	1,4	2,1	2,7
Spire Healthcare Group	b.z.	26,0	17,2	6,7	5,8	5,1	12,7	10,1	8,5
Laboratory Corporation of America	10,8	12,7	12,0	7,6	8,6	7,6	9,0	10,6	9,4
China National Accord Medi-B	9,3	8,4	7,8	4,2	3,8	3,4	5,1	4,5	4,0
Jointown Pharmaceuticals	10,4	8,9	6,8	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Medipal Holdings	12,6	12,6	12,8	3,3	2,8	2,4	4,3	3,7	3,1
McKesson	14,7	15,4	15,5	10,8	10,9	11,0	11,9	11,9	12,2
Bayer	6,8	6,8	6,2	6,5	6,2	5,7	8,7	8,2	7,8
Synektik	14,4	12,0	9,6	8,3	6,8	5,2	12,6	9,3	6,9
Mediana	12,6	12,5	12,4	7,6	6,8	5,7	11,3	9,3	7,8
Voxel	10,3	8,6	7,5	5,0	4,4	4,0	8,4	7,1	6,4
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	42,8	50,5	57,5	58,7	58,4	52,5	50,9	48,2	44,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	51,6								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Model DCF

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Koszt kapitału własnego								
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Koszt długu								
Koszt długu przed opodatkowaniem	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)								
Udział kapitału akcyjnego	82%	85%	89%	92%	94%	97%	100%	100%
Udział długu	18%	15%	11%	8%	6%	3%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,8%	14,0%	14,0%
Prognozy finansowe (mln zł)								
Sprzedaż	402,4	429,5	452,8	472,5	488,7	504,1	519,0	533,8
EBIT	64,9	70,7	75,6	79,4	82,3	84,8	87,3	89,5
NOPLAT	52,6	57,3	61,2	64,3	66,6	68,7	70,7	72,5
Amortyzacja	39,6	40,8	42,0	43,3	44,6	46,0	47,5	49,1
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	27,5	28,7	29,9	31,1	32,5	33,9	35,4	36,9
Leasing	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Zmiana kapitału pracującego	-3,7	-3,6	-3,1	-2,6	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9
Wydatki inwestycyjne	-34,0	-35,7	-37,3	-35,9	-37,3	-39,0	-40,7	-42,5
Płatności leasingowe	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1
FCFF	42,3	46,7	50,7	57,0	59,7	61,7	63,4	65,1

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	14,0%
Wartość rezydualna	528,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	213,7
Bieżąca wartość FCFF	284,4
Udziały mniejszości	4,0
Wartość firmy	494,1
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	60,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	-
Wartość kapitału akcyjnego	433,7
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	41,3

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				
	13,6%	13,8%	14,0%	14,2%	14,4%
0,5%	40,2	39,9	39,6	39,3	39,1
1,0%	41,0	40,7	40,4	40,1	39,8
1,5%	42,0	41,6	41,3	41,0	40,7
2,0%	43,0	42,6	42,2	41,9	41,6
2,5%	44,1	43,7	43,3	42,9	42,5

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	260,7	319,8	337,1	344,4	350,9	357,9
Rzeczowe aktywa trwałe	183,1	230,6	247,9	253,3	259,0	264,9
Aktywa niematerialne	9,9	12,1	14,7	15,4	16,3	17,4
Wartość firmy	59,8	65,6	61,3	61,3	61,3	61,3
Majątek finansowy	7,9	11,5	13,2	14,4	14,4	14,4
Majątek obrotowy	77,2	118,4	157,9	125,1	147,4	165,7
Zapasy	7,3	30,4	19,5	19,3	23,4	24,8
Należności handlowe	46,2	69,1	83,1	64,7	68,0	72,6
Pozostałe należności	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Inwestycje krótkoterminowe	16,1	2,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	7,5	16,2	54,1	40,0	54,9	67,2
Aktywa	337,9	438,2	495,0	469,5	498,3	523,7
Kapitały własne	155,8	181,2	230,5	231,3	252,8	272,7
Zobowiązania	182,1	257,1	264,5	238,2	245,4	251,0
Zobowiązania długoterminowe	116,5	101,0	166,7	145,7	148,0	150,1
Dług odsetkowy	25,2	38,8	32,8	26,6	26,6	26,6
Obligacje	34,9	0,0	54,6	54,7	54,7	54,7
Leasing	28,4	35,6	45,6	40,0	40,0	40,0
Rezerwy, inne	27,9	26,6	33,7	24,4	26,7	28,8
Zobowiązania krótkoterminowe	65,6	156,0	97,8	92,5	97,4	100,8
Dług odsetkowy	16,1	25,2	22,5	19,1	19,1	19,1
Obligacje	0,8	35,6	0,1	0,1	0,1	0,1
Leasing	8,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Rezerwy, inne	9,4	28,8	23,4	25,6	26,9	27,8
Zobowiązania handlowe	31,0	55,1	40,5	36,5	40,1	42,6
Pasywa	337,9	438,2	495,0	469,5	498,3	523,7
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	1,2	0,8	1,6	1,4	1,5	1,6
Wskaźnik szybki	1,1	0,6	1,4	1,1	1,3	1,4
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
Sprzedaz / Kapitał pracujący netto	9,0	9,8	8,3	7,0	8,1	8,1
Rotacja zapasów w dniach	16	26	29	24	23	24
Rotacja należności kr. w dniach	77	64	63	70	60	60
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	65	60	55	47	45	46
Cykl obrotu gotówki w dniach	28	30	36	47	38	39
ROA	7,4%	8,8%	15,1%	6,4%	8,8%	9,5%
ROE	15,3%	20,2%	34,3%	13,4%	17,6%	18,5%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	211,7	327,6	442,7	383,3	402,4	429,5
Koszt własny sprzedaży	-156,0	-260,0	-315,0	-299,8	-311,7	-331,3
Zysk brutto ze sprzedaży	55,7	67,6	127,7	83,5	90,7	98,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-22,1	-27,2	-24,7	-24,6	-337,6	-358,9
Zysk na sprzedaży	33,6	40,4	102,9	58,9	64,8	70,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,7	10,0	-4,6	-7,0	0,1	0,1
EBITDA	57,2	84,5	134,4	90,6	104,5	111,5
Skor. EBITDA	57,7	75,8	140,6	95,9	104,5	111,5
EBIT	34,3	50,4	98,3	51,9	64,9	70,7
Skor. EBIT	34,8	41,7	104,5	57,2	64,9	70,7
Przychody finansowe	0,4	0,5	0,5	0,2	1,4	1,8
Koszty finansowe	-6,3	-6,4	-9,4	-11,8	-13,5	-12,1
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Zysk przed opodatkowaniem	28,5	44,7	89,5	40,0	52,6	60,1
Podatek dochodowy	-5,5	-10,6	-17,8	-7,8	-10,0	-11,4
Zyski mniejszości	0,0	0,1	1,2	1,3	0,0	0,0
Zysk netto	22,9	34,0	70,5	31,0	42,6	48,7
Skor. ZN	24,3	27,6	79,7	35,7	42,6	48,7
Marże:						
Marża EBITDA	27,0%	25,8%	30,4%	23,6%	26,0%	26,0%
Skor. marża EBITDA	27,3%	23,1%	31,8%	25,0%	26,0%	26,0%
Marża operacyjna	16,2%	15,4%	22,2%	13,5%	16,1%	16,5%
Skor. marża operacyjna	16,5%	12,7%	23,6%	14,9%	16,1%	16,5%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,4%	13,6%	20,2%	10,4%	13,1%	14,0%
Marża zysku netto	10,8%	10,4%	15,9%	8,1%	10,6%	11,3%
Skor. marża zysku netto	11,5%	8,4%	18,0%	9,3%	10,6%	11,3%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	24,2%	54,8%	35,1%	-13,4%	5,0%	6,7%
EBITDA	26,3%	47,6%	59,1%	-32,6%	15,3%	6,7%
Skor. EBITDA	30,7%	31,3%	85,6%	-31,8%	9,0%	6,7%
EBIT	10,7%	47,0%	95,0%	-47,2%	25,1%	8,9%
Skor. EBIT	16,6%	19,8%	150,6%	-45,3%	13,5%	8,9%
Zysk przed opodatkowaniem	-2,3%	56,9%	100,4%	-55,3%	31,4%	14,3%
Zysk netto	-1,9%	48,1%	107,7%	-56,1%	37,5%	14,3%
Skor. ZN	8,5%	13,7%	189,0%	-55,3%	19,5%	14,3%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	49,2	59,4	106,3	89,1	94,2	99,3
Zysk brutto	28,5	44,7	89,5	40,0	52,6	60,1
Amortyzacja	22,9	34,0	36,1	38,7	39,6	40,8
Zmiana majątku obrotowego	0,5	-23,4	-17,7	14,6	-3,7	-3,6
Pozostałe	-2,6	4,1	-1,5	-4,2	5,7	1,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-42,3	-36,9	-31,7	-38,2	-32,6	-33,9
Nakłady inwestycyjne	-37,8	-36,9	-30,0	-38,2	-34,0	-35,7
Pozostałe	-4,5	0,1	-1,7	0,0	1,4	1,8
Przepływy finansowe	-7,1	-13,8	-36,7	-65,1	-46,6	-53,2
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	15,3	12,8	59,5	-9,6	0,0	0,0
Wypłata dywidend	-10,4	-9,6	-21,0	-31,5	-21,0	-28,9
Pozostałe	-12,0	-17,0	-75,2	-24,0	-25,6	-24,3
Zmiana środków pieniężnych	-0,1	8,7	38,0	-14,2	15,0	12,3

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 (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
7. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
8. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
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 rentownego segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
8. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
9. Akwizycje – efekt skali
10. Konsolidacja sektora; potencjalny cel akwizycyjny
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 odroczonej.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	32	7	8	0	2
Procenty	44%	36%	8%	9%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	28	11	8	0	2
Procenty	44%	32%	13%	9%	0%	2%

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 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 dostarcza usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	5	0	1	0	2
Procenty	50%	31%	0%	6%	0%	13%

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

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	3	2	1	0	2
Procenty	50%	19%	13%	6%	0%	13%

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^f	Wycena w horyzoncie 12M	
Voxel										
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	Hold	↓	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	Nie później niż 03.11.2023	-	-	34,90	46,40 →

* 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	-	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	Nie później niż 03.11.2023	34,90	-

* 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 3.0” 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: 4 listopada 2022 r., godz. 7:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 4 listopada 2022 r., godz. 7:20.

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)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2022 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