

16/2023/GPW (42) 10 maja 2023

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 I kw. 2023	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia	2
Prognozy finansowe	3
Wycena	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	7
Czynniki ryzyka	9
Katalizatory	9
Zastrzeżenia prawne	10

16/2023/GPW (42) 10 maja 2023

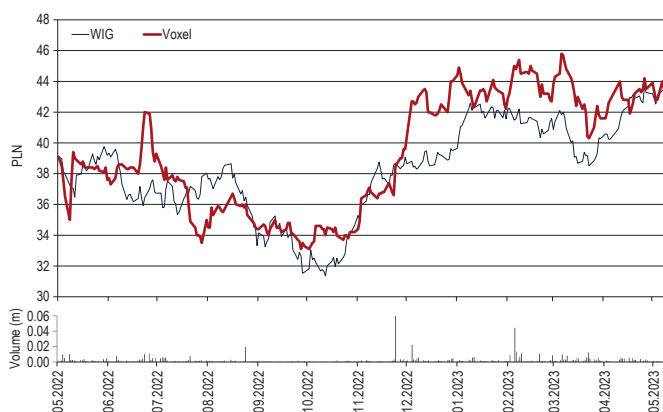
Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (↑)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (↑)
Kurs: 44,00 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 59,2 zł (↑)
Kapitalizacja: 112 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,03 mln US\$
12M przedział kursowy: 33,10-45,80 zł
Free float: 51%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działanie

Podnosimy nasze prognozy dla Spółki i wycenę w horyzoncie 12M o 24% do 59,2 zł z 47,7 zł na akcję i w konsekwencji nasze rekomendacje – długoterminową fundamentalną do Kupuj z Trzymaj i krótkoterminową relatywną do Przeważaj z Neutralnie. Uważamy, że powtarzalne wyniki finansowe w I kw. 2023 powinny być mocne. Porównanie r/r będzie zaburzone znacznym wpływem testowania w kierunku SARS-CoV-2 w I kw. 2022 (wpływ na sprzedaż/ EBIT w wysokości 28 mln zł/ 2 mln zł) i koniecznością dokonania odpisów na testy w I kw. 2023 (zakładamy 4 mln zł).

Prognozy finansowe na I kw. 2023

W I/ II/ III/ IV kw. 2022 Voxel wykonał 72 tys. (+20% r/r)/ 76 tys. (+15% r/r)/ 77 tys. (+4% r/r)/ 82 tys. (+12% r/r). W I kw. br. oczekujemy 87 tys. badań, +20% r/r. Spodziewamy się utrzymania wysokiego popytu na diagnostykę MR, PET i SPECT oraz wzrostu liczby badań TK (odpowiednio zakładamy 50/4/4/29 tys. badań). Dodatkowo zakładamy 17 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix (+4% r/r) i 143 procedur (+18% r/r) wykonanych w Exirze.

Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) odpisy na CardioCube/ Vito-Med/ środki trwałe i zapasy (1/ 1 / 4 mln zł), koszty dyskonta, wyceny kredytów i należności (3 mln zł) w 2021; (ii) koszty likwidacji środków trwałych, w tym laboratoriów Covid-19 i pracowni Scanix (3 mln zł), odpis zapasów i środków trwałych (5 mln zł) w 2022, (iii) odpisy na zapasy (7 mln zł) w 2023P.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	414,8	434,7	467,6	485,0
EBITDA	mln zł	106,3	109,8	124,1	128,7
Skor. EBITDA	mln zł	114,1	116,8	124,1	128,7
EBIT	mln zł	68,2	70,5	81,9	84,9
Skor. EBIT	mln zł	76,1	77,5	81,9	84,9
Zysk netto	mln zł	44,4	44,3	55,9	62,2
Skor. zysk netto	mln zł	53,4	50,0	55,9	62,2
EPS	zł	4,23	4,22	5,32	5,92
Zmiana EPS r/r	%	-37	-0	26	11
Skor. EPS	zł	5,09	4,76	5,32	5,92
Skor. zmiana EPS r/r	%	-33	-6	12	11
Dług netto	mln zł	105,3	101,1	75,9	47,6
P/E	x	10,4	10,4	8,3	7,4
Skor. P/E	x	8,7	9,2	8,3	7,4
P/CE	x	5,6	5,5	4,7	4,4
Skor. P/CE	x	5,1	5,2	4,7	4,4
EV/EBITDA	x	5,3	5,1	4,3	4,0
Skor. EV/EBITDA	x	5,0	4,8	4,3	4,0
EV/EBIT	x	8,3	8,0	6,6	6,0
Skor. EV/EBIT	x	7,5	7,3	6,6	6,0
DPS	zł	3,07	2,12	2,11	2,66
Stopa dywidendy brutto	%	7,0	4,8	4,8	6,0
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 poł. 2022: 24 sierpnia
2. Skonsolidowany raport za III kw. 2022: 24 listopada
3. Skonsolidowany raport za 2022: 28 marca

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2023: 24 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 23 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 22 listopada

Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na ok. 70 mln zł, (+54% r/r) w I kw. 2023. Zakładamy przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu/ Alterisu w wysokości 3 mln zł/ 7 mln zł/ 3 mln zł/ 9 mln zł/ 12 mln zł w omawianym okresie vs 2 mln zł/ 6 mln zł/ 2 mln zł/ 32 mln zł/ 35 mln zł w I kw. 2022.

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

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	zmiana	zmiana		
	21	21	21	21	22	22	22	22	23P	r/r	2021	2022	r/r
Sprzedaż	111,7	107,9	93,7	129,3	99,9	76,1	98,6	140,1	89,9	-10%	442,7	414,8	-6%
EBITDA	31,4	36,7	22,7	43,7	26,9	17,7	32,9	28,7	26,0	-3%	134,4	106,3	-21%
Marża EBITDA	28,1%	34,0%	24,2%	33,8%	26,9%	23,2%	33,4%	20,5%	28,9%	-	30,4%	25,6%	-
Skor. EBITDA	31,4	36,7	22,7	49,9	27,0	19,0	34,0	34,1	30,0	11%	140,6	114,1	-19%
Skor. marża EBITDA	28,1%	34,0%	24,2%	38,6%	27,0%	25,0%	34,5%	24,4%	33,4%	-	31,8%	27,5%	-
EBIT	22,3	27,7	13,7	34,6	17,1	8,2	23,5	19,4	16,5	-4%	98,3	68,2	-31%
Marża EBIT	20,0%	25,7%	14,6%	26,8%	17,1%	10,8%	23,8%	13,8%	18,3%	-	22,2%	16,4%	-
Skor. EBIT	22,3	27,7	13,7	40,8	17,2	9,5	24,5	24,8	20,5	19%	104,5	76,1	-27%
Skor. marża EBIT	20,0%	25,7%	14,6%	31,6%	17,2%	12,5%	24,9%	17,7%	22,8%	-	23,6%	18,3%	-
Zysk brutto	21,1	25,4	12,2	30,8	14,6	5,9	20,2	16,2	13,0	-11%	89,5	56,9	-36%
Marża zysku brutto	18,9%	23,6%	13,1%	23,8%	14,7%	7,7%	20,5%	11,5%	14,5%	-	20,2%	13,7%	-
Zysk netto	16,7	19,8	8,9	24,0	11,5	4,6	16,1	12,2	10,2	-12%	70,5	44,4	-37%
Marża zysku netto	15,0%	18,3%	9,5%	18,6%	11,5%	6,0%	16,3%	8,7%	11,3%	-	15,9%	10,7%	-
Skor. ZN	16,7	20,7	8,9	32,3	11,8	6,2	17,5	17,9	13,4	14%	79,7	53,4	-33%
Skor. marża ZN	15,0%	19,1%	9,5%	25,0%	11,8%	8,1%	17,8%	12,8%	14,9%	-	18,0%	12,9%	-

Wyniki skorygowane o odpisy, koszty likwidacji nakładów na 3 laboratoria

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 90 mln zł w I kw., -10% r/r. Spadek przychodów wynika z braku testowania w kierunku SARS-CoV-2 (209 tys. testów generujących 28 mln zł przychodów w I kw. 2022).

Prognozujemy EBIT Grupy na 17 mln zł w I kw. 2023, -4% r/r, uwzględniając odpisy na zapasy testów na SARS-CoV-2 w wysokości 4 mln zł. Poziom odpisów będzie zależał od terminów ważności testów. Kolejne odpisy mogą pojawić się w II kw. 2023 (przyjmujemy 3 mln zł). Zakładamy kontynuację wzrostu wynagrodzeń personelu medycznego w obszarze PET i SPECT, a także wzrost czynszów (oba czynniki będą powodowały wzrost kosztów kw./kw. nie tylko w I kw., ale i II kw.).

Prognozujemy wyższe r/r koszty finansowe netto i ZN Grupy w wysokości 10 mln zł, -12% r/r, w I kw. 2023 r. Po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe zakładamy ZN przekraczający 13 mln zł, +14% r/r, w I kw. 2023.

Działalność szpitalna Vito-Medu może nadal przynosić straty; zakładamy -2 mln zł w I kw. 2023. Voxel prowadzi restrukturyzację szpitala w celu zwiększenia przychodów przy obecnym zatrudnieniu i bazie sprzętowej, jednak rozważa też inne opcje strategiczne.

Prognozy finansowe

Grupa spodziewa się większego wolumenu świadczeń diagnostycznych w br. W ubiegłym roku wykonano 373 tys. kluczowych badań diagnostycznych (Voxel, RP, Scanix). W br. może to być ponad 385 tys. badań (2x II poł. 2022). Rentowność powinna być wspierana lepszym wykorzystaniem istniejących pracowni oraz przyspieszeniem opracowywania opisów. Grupa prowadzi inwestycje w dwóch nowych pracowniach MR w Będzinie i Sędziszowej oraz wymienia TK w Bydgoszczy. Na 2023 planuje nową pracownię TK w Krakowie oraz wymienia (*upgrade*) MR i TK w Warszawie, TK w Bytomiu. Ponadto analizuje kilka celów akwizycyjnych.

Grupa rozważa szereg opcji mających na celu obniżenie straty generowanej przez szpital lub jego wpływu na wyniki Grupy. Szacujemy, że szpital może obciążyć skonsolidowany EBIT Spółki o ok. 6 mln zł. Obecnie prowadzona restrukturyzacja polega na zmniejszeniu liczby łóżek na oddziale wewnętrznym, zwiększeniu na innych oddziałach, optymalizacji czasu pobytu pacjenta w szpitalu i zwiększeniu wykorzystania posiadanych łóżek, świadczeniu usług w ramach programu przesiewowego raka jelita grubego (od 1 grudnia 2022), zwiększeniu liczby personelu medycznego

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	434,7	441,0	-1%	467,6	474,6	-1%
EBITDA	109,8	106,2	3%	124,1	113,8	9%
EBIT	70,5	66,5	6%	81,9	72,8	12%
Zysk netto	44,3	43,3	2%	55,9	49,7	12%
Dług netto	101,1	107,0	-5%	75,9	87,9	-14%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

w pracowni endoskopii, restrukturyzacji kosztów wynagrodzeń, nawiązaniu współpracy w obszarze badań klinicznych.

Szacowany *backlog* Alterisu na ten rok wynosi 70 mln zł. Uważamy, że może on zostać podwyższony. Alteris kontynuuje dostawy nowych pracowni diagnostycznych i projektów pod klucz obserwując wzrost liczby projektów inwestycyjnych. We współpracy z Radpointem oferuje rozwiązania chmurowe. Rozwija regionalne projekty informatyczne dotyczące VNA (*vendor neutral archive*).

Podnosimy nasze prognozy finansowe dla Grupy uwzględniając szacunki na I kw. 2023. Wydaje się, że wyniki Grupy w I kw. będą zbliżone do wyników spółki matki. Zyski wygenerowane przez Exirę, RP, Scanix powinny pokryć stratę generowaną przez Vito-Med i Alteris. Uważamy, że Alteris powróci do swojej typowej sezonowości ze wspieraniem wyników operacyjnych Grupy głównie w IV kw.

Prognozujemy na 2023 EBIT/ EBITDA grupy w wysokości 110 mln zł/ 71 mln zł, więcej o 3%/6% vs poprzednie założenia, uwzględniając 7 mln zł odpisów na testy w kierunku SARS-CoV-19. Zatem powtarzalne wyniki powinny być wyższe. Adekwatnie zwiększamy także prognozy operacyjne na kolejne lata.

Wycena

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 59,2 zł z 47,7 zł na akcję Spółki. Główną przyczyną jest podniesienie prognoz finansowych, ale także istotny wzrost mediany wskaźników uwzględnionych w wycenie porównawczej. Ponadto uaktualniliśmy stopę wolną od ryzyka. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 53,0 zł, a wycena metodą porównawczą 65,3 zł (uwzględniamy 20% dyskonta do spółek porównywalnych).

Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Medica Group	22,4	19,0	16,4	14,1	11,7	10,0	16,2	13,4	11,2
Integral Diagnostics	39,5	24,7	20,1	11,6	9,8	8,7	22,6	17,0	14,2
Medpace Holdings	24,7	21,9	19,3	18,1	15,2	12,6	19,6	16,5	14,1
BML	8,8	18,7	18,3	1,1	1,6	1,6	1,4	2,5	2,4
Spire Healthcare Group	42,0	24,1	18,1	6,6	5,8	5,1	11,8	10,0	8,6
Laboratory Corporation of America	13,3	12,2	11,3	9,6	8,7	8,0	11,4	10,5	9,7
China National Accord Medi-B	14,1	12,4	9,9	7,1	6,2	b.d.	8,0	6,9	b.d.
Jointown Pharmaceuticals	11,5	10,5	9,7	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Medipal Holdings	13,1	14,5	13,7	3,6	3,2	2,7	4,7	4,3	3,7
McKesson	13,7	14,3	13,1	9,9	10,0	9,3	10,8	11,1	10,2
Bayer	8,1	7,6	7,4	7,1	6,4	5,9	10,5	9,2	8,2
Synektik	19,4	19,9	12,8	10,0	10,1	7,0	14,1	14,5	9,1
Mediana	13,9	16,6	13,4	9,6	8,7	7,5	11,4	10,5	9,4
Voxel	9,2	8,3	7,4	4,8	4,3	4,0	7,3	6,6	6,0
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	66,2	88,3	79,3	97,1	95,5	87,3	74,5	74,6	71,5
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela z uwzględnieniem 20% dyskonta (zł)	65,3								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego							
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,1%
Premia za ryzyko na rynku akcji	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
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,1%
Koszt długu							
Koszt długu przed opodatkowaniem	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,1%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)							
Udział kapitału akcyjnego	85%	91%	96%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	15%	9%	4%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	12,1%	12,3%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,1%
Prognozy finansowe (mln zł)							
Sprzedaż	467,6	485,0	500,3	514,0	526,6	538,4	549,7
EBIT	81,9	84,9	87,3	89,0	90,5	91,6	92,5
NOPLAT	66,3	68,8	70,7	72,1	73,3	74,2	74,9
Amortyzacja	42,2	43,7	45,5	47,4	49,2	51,2	53,4
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	29,3	30,6	32,1	33,8	35,4	37,1	38,9
Leasing	12,8	13,1	13,4	13,6	13,9	14,2	14,5
Zmiana kapitału pracującego	-4,6	-2,5	-2,2	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5
Wydatki inwestycyjne	-36,0	-36,9	-38,5	-40,4	-42,5	-44,6	-46,8
Płatności leasingowe	-12,8	-13,1	-13,4	-13,6	-13,9	-14,2	-14,5
FCFF	55,1	60,1	62,1	63,5	64,4	65,1	65,5

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	12,1%
Wartość rezydualna	628,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	289,2
Bieżąca wartość FCFF	290,4
Udziały mniejszości	4,0
Wartość firmy	575,7
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	41,1
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	22,2
Wartość kapitału akcyjnego	556,8
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	53,0

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	11,7%	11,9%	12,1%	12,3%	12,5%
0,5%	51,3	50,8	50,4	50,0	49,6
1,0%	52,6	52,1	51,6	51,2	50,7
1,5%	54,1	53,5	53,0	52,5	52,0
2,0%	55,7	55,1	54,5	54,0	53,4
2,5%	57,5	56,8	56,2	55,6	55,0

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Sektor ochrony zdrowia; Poziom rentowności

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Medica Group	22%	23%	23%	19%	20%	20%	14%	15%	15%
Integral Diagnostics	19%	22%	22%	10%	12%	14%	5%	7%	8%
Medpace Holdings	20%	20%	20%	18%	18%	18%	15%	15%	15%
BML	18%	14%	15%	15%	9%	10%	10%	5%	5%
Spire Healthcare Group	18%	19%	19%	10%	11%	12%	2%	3%	4%
Laboratory Corporation of America	17%	17%	18%	14%	14%	15%	10%	10%	11%
China National Accord Medi-B	4%	4%	4%	3%	3%	4%	2%	2%	2%
Jointown Pharmaceuticals	3%	3%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%
Medipal Holdings	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
McKesson	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Bayer	25%	26%	27%	17%	18%	19%	14%	15%	15%
Synektik	16%	15%	21%	11%	11%	16%	9%	8%	13%
Mediana	17%	16%	19%	11%	11%	13%	7%	6%	6%
Voxel	25%	27%	27%	16%	18%	18%	10%	12%	13%

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 8. Voxel; Bilans

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	319,8	337,1	335,2	345,2	354,9	362,4
Rzeczowe aktywa trwałe	230,6	247,9	248,5	257,2	265,4	271,4
Aktywa niematerialne	12,1	14,7	15,5	16,7	18,3	19,8
Wartość firmy	65,6	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3
Majątek finansowy	11,5	13,2	10,0	10,0	10,0	10,0
Majątek obrotowy	118,4	157,9	139,5	152,8	189,1	222,8
Zapasy	30,4	19,5	21,9	22,8	24,6	25,6
Należności handlowe	69,1	83,1	70,5	81,6	87,8	91,0
Pozostałe należności	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inwestycje krótkoterminowe	2,3	0,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	16,2	54,1	33,2	41,8	70,1	99,6
Aktywa	438,2	495,0	467,4	497,9	543,9	585,2
Kapitały własne	181,2	230,5	243,9	267,3	302,3	337,7
Zobowiązania	257,1	264,5	223,4	230,7	241,7	247,4
Zobowiązania długoterminowe	101,0	166,7	132,4	137,3	143,9	147,4
Dług odsetkowy	38,8	32,8	20,7	20,7	20,7	20,7
Obligacje	0,0	54,6	39,8	39,8	39,8	39,8
Leasing	35,6	45,6	43,8	48,2	51,2	52,5
Rezerwy, inne	26,6	33,7	28,2	28,6	32,2	34,4
Zobowiązania krótkoterminowe	156,0	97,8	91,0	93,4	97,8	100,1
Dług odsetkowy	25,2	22,5	12,4	12,4	12,4	12,4
Obligacje	35,6	0,1	10,0	10,0	10,0	10,0
Leasing	11,3	11,3	11,8	11,8	11,8	11,8
Rezerwy, inne	28,8	23,4	15,3	15,9	16,8	17,4
Zobowiązania handlowe	55,1	40,5	41,5	43,3	46,7	48,5
Pasywa	438,2	495,0	467,4	497,9	543,9	585,2
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	0,8	1,6	1,5	1,6	1,9	2,2
Wskaźnik szybki	0,6	1,4	1,3	1,4	1,7	2,0
Sprzedaz / Aktywa ogółem	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaz / Kapitał pracujący netto	9,8	8,3	6,9	7,3	7,4	7,3
Rotacja zapasów w dniach	26	29	24	23	23	23
Rotacja należności kr. w dniach	64	63	71	67	66	67
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	60	55	47	47	46	47
Cykl obrotu gotówki w dniach	30	36	47	43	43	43
ROA	8,8%	15,1%	9,2%	9,2%	10,7%	11,0%
ROE	20,2%	34,3%	18,7%	17,3%	19,6%	19,4%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	327,6	442,7	414,8	434,7	467,6	485,0
Koszt własny sprzedaży	-260,0	-315,0	-316,5	-329,6	-356,1	-369,3
Zysk brutto ze sprzedaży	67,6	127,7	98,3	105,1	111,5	115,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-27,2	-24,7	-24,6	-355,7	-384,1	-398,4
Zysk na sprzedaży	40,4	102,9	73,7	79,0	83,5	86,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	10,0	-4,6	-5,5	-8,5	-1,6	-1,7
EBITDA	84,5	134,4	106,3	109,8	124,1	128,7
Skor. EBITDA	75,8	140,6	114,1	116,8	124,1	128,7
EBIT	50,4	98,3	68,2	70,5	81,9	84,9
Skor. EBIT	41,7	104,5	76,1	77,5	81,9	84,9
Przychody finansowe	0,5	0,5	0,6	0,0	1,7	2,5
Koszty finansowe	-6,4	-9,4	-11,1	-12,9	-12,1	-8,2
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	0,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Zysk przed opodatkowaniem	44,7	89,5	56,9	56,7	70,5	78,3
Podatek dochodowy	-10,6	-17,8	-11,3	-11,2	-13,4	-14,9
Zyski mniejszości	0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Zysk netto	34,0	70,5	44,4	44,3	55,9	62,2
Skor. ZN	27,6	79,7	53,4	50,0	55,9	62,2
Marże:						
Marża EBITDA	25,8%	30,4%	25,6%	25,3%	26,5%	26,5%
Skor. marża EBITDA	23,1%	31,8%	27,5%	26,9%	26,5%	26,5%
Marża operacyjna	15,4%	22,2%	16,4%	16,2%	17,5%	17,5%
Skor. marża operacyjna	12,7%	23,6%	18,3%	17,8%	17,5%	17,5%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,6%	20,2%	13,7%	13,1%	15,1%	16,1%
Marża zysku netto	10,4%	15,9%	10,7%	10,2%	12,0%	12,8%
Skor. marża zysku netto	8,4%	18,0%	12,9%	11,5%	12,0%	12,8%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54,8%	35,1%	-6,3%	4,8%	7,6%	3,7%
EBITDA	47,6%	59,1%	-20,9%	3,3%	13,0%	3,7%
Skor. EBITDA	31,3%	85,6%	-18,8%	2,3%	6,2%	3,7%
EBIT	47,0%	95,0%	-30,6%	3,4%	16,1%	3,7%
Skor. EBIT	19,8%	150,6%	-27,2%	1,9%	5,6%	3,7%
Zysk przed opodatkowaniem	56,9%	100,4%	-36,4%	-0,3%	24,3%	11,0%
Zysk netto	48,1%	107,7%	-37,0%	-0,3%	26,1%	11,2%
Skor. ZN	13,7%	189,0%	-33,0%	-6,4%	11,8%	11,2%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	59,4	106,3	96,2	88,4	109,7	113,1
Zysk brutto	44,7	89,5	56,9	56,7	70,5	78,3
Amortyzacja	34,0	36,1	38,1	39,2	42,2	43,7
Zmiana majątku obrotowego	-23,4	-14,6	11,8	-10,3	-4,6	-2,5
Pozostałe	4,1	-4,7	-10,6	2,7	1,6	-6,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,9	-31,7	-30,5	-32,5	-34,4	-34,3
Nakłady inwestycyjne	-36,9	-34,7	-32,0	-32,5	-36,0	-36,9
Pozostałe	0,1	3,0	1,5	0,0	1,7	2,5
Przepływy finansowe	-13,8	-36,7	-86,7	-47,3	-47,1	-49,3
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	12,8	3,6	-27,1	0,0	0,0	0,0
Wypłata dywidend	-9,6	-21,6	-32,2	-22,2	-22,2	-27,9
Pozostałe	-17,0	-18,7	-27,3	-25,0	-24,9	-21,3
Zmiana środków pieniężnych	8,7	38,0	-21,0	8,6	28,3	29,5

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 reputacji
9. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
10. Utrata/ mała dostępność pracowników
11. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
12. Ponadwymiarowe inwestycje
13. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

Katalizatory

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
3. Wzrost wyceny świadczeń
4. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
5. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
6. Nowe linie usług medycznych
7. Rozwój segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
8. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
9. Akwizycje – efekt skali
10. Konsolidacja sektora; potencjalny cel przejęcia
11. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
12. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jest 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 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	40	32	7	9	0	2
Procenty	44%	36%	8%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	34	32	13	9	0	2
Procenty	38%	36%	14%	10%	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 rozwiązaniymi 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	6	6	1	1	0	2
Procenty	38%	38%	6%	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	6	3	4	1	0	2
Procenty	38%	19%	25%	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	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	Nie później niż 10.05.2024	-	-	44,00	59,20	↑

* 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	Przeważaj	-	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	Przeważaj	↑	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	Przeważaj	→	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	Przeważaj	↑	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	Niedoważaj	↓	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	Przeważaj	→	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	Przeważaj	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	Nie później niż 10.05.2024	44,00	-

* 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 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: 11 maja 2023 r., godz. 7:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 maja 2023 r., godz. 7:40.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Asystent analityka

Copyright © 2023 by DM BOŚ S.A.

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