

28/2023/GPW (65) 2 sierpnia 2023

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

Voxel

Rekomendowane działanie	2
Prognozy finansowe na II kw. 2023 r.	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

28/2023/GPW (65) 2 sierpnia 2023

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

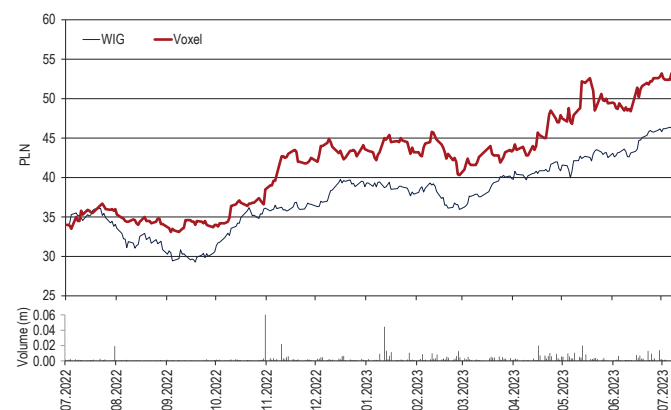
Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)
Kurs: 53,60 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 66,3 zł (↑)

Kapitalizacja: 139 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,05 mln US\$
12M przedział kursowy: 33,10-53,20 zł
Free float: 51%

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy nasze rekomendacje: długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj podnosząc wycenę w horyzoncie 12M o 12% do 66,3 zł z 59,2 zł na akcję. Uważamy, że wyniki finansowe za II kw. 2023 powinny być bardzo dobre, głównie za sprawą istotnie wyższych niż rok wcześniej wolumenów i wycen badań oraz niższej straty w Vito-Medzie. Od lipca Grupa powinna być beneficjentem kolejnego wzrostu wycen świadczeń (średni wpływ na przychody i EBIT segmentu diagnostyki może wynieść ok. 4%). Aktualizujemy nasze założenia finansowe podnosząc prognozę zysku operacyjnego na 2023 rok o 20% (+24% r/r).

Prognozy finansowe na II kw. 2023 r.

W I kw. 2023 Voxel wykonał 87 tys. badań (+20% r/r). W II kw. br. oczekujemy 88 tys. badań (+16% r/r). Spodziewamy się utrzymania wysokiego popytu na diagnostykę MR, TK, PET i SPECT (zakładamy odpowiednio 51 tys., 29 tys., 4 tys. i 4 tys. badań (wzrost r/r odpowiednio o 22%, 11%, 3% i 8%). Dodatkowo zakładamy 15 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix oraz 110 procedur w Exirze (nieco mniej niż w I kw. br. w związku z sezonowością; Exira wykonuje najwięcej procedur zwykle w marcu i październiku).

Skorygowane zyski

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

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	414,8	436,9	472,9	490,4
EBITDA	mln zł	106,3	123,9	135,4	140,3
Skor. EBITDA	mln zł	114,0	128,8	135,4	140,3
EBIT	mln zł	68,2	84,5	92,6	95,7
Skor. EBIT	mln zł	76,0	89,4	92,6	95,7
Zysk netto	mln zł	44,4	55,6	67,0	72,0
Skor. zysk netto	mln zł	53,4	60,5	67,0	72,0
EPS	zł	4,23	5,30	6,37	6,86
Zmiana EPS r/r	%	-37	25	20	8
Skor. EPS	zł	5,09	5,76	6,37	6,86
Skor. zmiana EPS r/r	%	-33	13	11	8
Dług netto	mln zł	105,3	83,9	62,3	40,7
P/E	x	12,7	10,1	8,4	7,8
Skor. P/E	x	10,5	9,3	8,4	7,8
P/CE	x	6,8	5,9	5,1	4,8
Skor. P/CE	x	6,2	5,6	5,1	4,8
EV/EBITDA	x	6,3	5,2	4,6	4,3
Skor. EV/EBITDA	x	5,9	5,0	4,6	4,3
EV/EBIT	x	9,8	7,7	6,8	6,3
Skor. EV/EBIT	x	8,8	7,2	6,8	6,3
DPS	zł	3,00	2,17	2,65	3,19
Stopa dywidendy brutto	%	5,6	4,0	4,9	5,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2022: 28 marca
2. Skonsolidowany raport za I kw. 2023: 24 maja

Najbliższe wydarzenia

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

Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 69 mln zł (+41% r/r) w II kw. br. Zakładamy przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu/ Alterisu w wysokości 3/7/2/10/18 mln zł w omawianym okresie vs 2/6/2/6/18 mln zł w II kw. 2022. Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 98 mln zł w II kw. br. (+28% r/r).

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

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	zmiana	I pol.	I pol.	zmiana	Realizacja całorocznej prognozy w:			
	22	22	22	22	23P	23P	r/r	2022	2023E	r/r	II kw. 22	II kw. 23P	I pol. 2022	I pol. 2023E
Sprzedaż	99,9	76,1	98,6	140,1	96,8	97,7	28%	176,0	194,5	10%	18%	22%	42%	45%
EBITDA	26,9	17,7	32,9	28,7	28,4	31,5	78%	44,6	60,0	34%	17%	25%	42%	48%
Marża EBITDA	26,9%	23,2%	33,4%	20,5%	29,4%	32,3%	-	25,3%	30,8%	-	-	-	-	-
Skor. EBITDA	26,9	19,0	34,0	34,1	33,3	31,5	66%	45,9	64,9	41%	17%	24%	40%	50%
Skor. marża EBITDA	26,9%	25,0%	34,5%	24,4%	34,4%	32,3%	-	26,1%	33,3%	-	-	-	-	-
EBIT	17,1	8,2	23,5	19,4	18,9	21,8	165%	25,3	40,7	60%	12%	26%	37%	48%
Marża EBIT	17,1%	10,8%	23,8%	13,8%	19,5%	22,3%	-	14,4%	20,9%	-	-	-	-	-
Skor. EBIT	17,1	9,5	24,5	24,8	23,8	21,8	128%	26,6	45,6	71%	13%	24%	35%	51%
Skor. marża EBIT	17,1%	12,5%	24,9%	17,7%	24,6%	22,3%	-	15,1%	23,4%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	14,6	5,9	20,2	16,2	15,9	18,8	219%	20,5	34,7	69%	10%	26%	36%	48%
Marża zysku brutto	14,7%	7,7%	20,5%	11,5%	16,4%	19,2%	-	11,7%	17,8%	-	-	-	-	-
Zysk netto	11,5	4,6	16,1	12,2	11,6	14,8	225%	16,1	26,5	65%	10%	27%	36%	48%
Marża zysku netto	11,5%	6,0%	16,3%	8,7%	12,0%	15,2%	-	9,1%	13,6%	-	-	-	-	-
Skor. ZN	11,5	6,2	17,5	17,9	16,5	14,8	139%	17,7	31,4	77%	12%	25%	33%	52%
Skor. marża ZN	11,5%	8,1%	17,8%	12,8%	17,1%	15,2%	-	10,1%	16,1%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozujemy EBIT Grupy na 22 mln zł (+165% r/r). Zakładamy kontynuację wzrostu wynagrodzeń personelu medycznego w obszarze SPECT i wzrost czynszów, jednak wydatki na energię elektryczną (uwzgl. korekty) mogą być niższe, zatem koszty mają szansę być płaskie kw./kw. Nie zakładamy zdarzeń jednorazowych w omawianym okresie. Prognozujemy wynik operacyjny zbliżony do raportowanego w ub. kwartale.

Wg naszych szacunków, koszty finansowe netto w II kw. br. powinny być wyższe od ubiegłorocznych, ale na poziomie porównywalnym do tych z poprzedniego kwartału (-3 mln zł). W II poł. br. koszty finansowe powinny spaść o ok. 0,5 mln zł w związku ze spłatą części obligacji. Prognozujemy zysk netto Grupy na 15 mln zł (+139% r/r) w II kw. 2023.

Działalność szpitalna Vito-Medu może nadal przynosić straty; zakładamy -2 mln zł w II kw. 2023, co oznacza spadek kw./kw., gdyż w styczniu miały miejsce remonty i wyłączenia (szacujemy dodatkowy koszt z tym związany na 0,5 mln zł).

Prognozy finansowe

Na koniec I kw. 2023 Grupa posiadała 66 urządzeń diagnostycznych i terapeutycznych, w tym 30/ 17/ 7 urządzeń do badań MR/ TK/ PET-TK, 4 do badania SPECT, 1 pracownię biopsji fuzyjnej, 6 pracowni RTG i USG.

Grupa spodziewa się większego wolumenu świadczeń diagnostycznych w br. W ubiegłym roku wykonano 373 tys. kluczowych badań diagnostycznych (Voxel, RP, Scanix), tymczasem w br. może to być ponad 385 tys. badań (2x II poł. 2022). Zakładamy wolumeny przekraczające 420 tys. Od lipca 2023 Spółka korzysta z nowego RM w Sędziszowie z zawartą umową z NFZ. Wiele kontraktów Spółki zostało przedłużonych o rok.

Rentowność jest wspierana wyższymi wycenami świadczeń, lepszym wykorzystaniem istniejących pracowni oraz przyspieszeniem opisów badań. Prognozujemy na 2023 rok EBIT i EBITDA Grupy w wysokości odpowiednio 85 mln zł i 124 mln zł (oznacza to podwyższenie odpowiednio o 20% i 13% w stosunku do poprzednich prognoz), uwzględniając 5 mln zł odpisów na testy w kierunku SARS-CoV-19 w I kw. 2023. Zatem powtarzalne wyniki powinny być wyższe. Adekwatnie modyfikujemy także prognozy na kolejne lata.

Voxel prowadzi restrukturyzację szpitala w celu zwiększenia przychodów przy obecnym zatrudnieniu i bazie sprzętowej. Nie wykluczamy sprzedaży szpitala. Wydaje się, że istotne podwyżki wycen świadczeń omijają szpital, natomiast koszty wynagrodzeń rosną. Zakładamy w 2023P 38 mln zł przychodów i -8 mln zł EBIT Vito-Medu (odpowiednio 56 mln zł i -12 mln zł w 2022).

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	436,9	434,7	1%	472,9	467,6	1%	490,4	485,0	1%
EBITDA	123,9	109,8	13%	135,4	124,1	9%	140,3	128,7	9%
EBIT	84,5	70,5	20%	92,6	81,9	13%	95,7	84,9	13%
Zysk netto	55,6	44,3	26%	67,0	55,9	20%	72,0	62,2	16%
Dług netto	83,9	101,1	-17%	62,3	75,9	-18%	40,7	47,6	-14%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

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

Grupa prowadzi inwestycje w pracowni MR w Będzinie. Ponadto planuje wymiany/modernizacje w kilku placówkach, analizuje potencjalne cele akwizycyjne oraz uważa za sensowne nabywanie nieruchomości, w których prowadzi działalność (potencjalnie większa elastyczność). Zatem podwyższamy prognozę wydatków inwestycyjnych na ten rok do 40 mln zł (poprzednio 33 mln zł) i modyfikujemy także wydatki inwestycyjne na kolejne lata.

Wycena

Nasza wycena Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 66,3 zł z 59,2 zł na akcję, o 12%. Główną przyczyną jest podwyższenie prognoz finansowych, uaktualnienie stopy wolnej od ryzyka (do 5,4% z 5,8%) i premii za ryzyko na rynku akcji (do 6,3% z 7,0%). Ponadto zaktualizowaliśmy wskaźniki uwzględnione w wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 62 zł (poprzednio 53 zł), a wycena metodą porównawczą 71 zł (poprzednio 65 zł; nadal uwzględniamy 20% dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych).

Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Integral Diagnostics	36,3	23,0	18,5	11,0	9,2	8,2	21,5	16,1	13,5
Medpace Holdings	28,2	24,5	21,4	21,5	17,9	14,6	23,3	19,3	16,3
BML	8,3	14,3	14,3	0,9	1,3	4,2	1,1	2,1	6,3
Spire Healthcare Group	38,7	22,2	16,9	4,8	4,7	4,2	8,7	7,2	7,0
Laboratory Corporation of America	13,5	12,6	11,8	9,6	8,7	8,1	12,0	10,8	10,2
China National Accord Medi-B	10,4	9,0	8,0	4,7	4,1	3,5	5,3	4,5	3,8
Jointown Pharmaceuticals	10,7	9,0	7,6	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Medipal Holdings	15,0	16,1	15,8	4,7	4,2	3,7	6,1	5,6	5,0
McKesson	14,8	15,5	14,2	10,7	10,7	9,9	11,6	12,0	11,0
Bayer	7,9	7,6	6,8	7,6	6,4	5,9	11,0	9,4	8,6
Synektik	19,0	17,1	11,4	10,9	10,7	7,2	15,0	13,1	8,1
Mediana	14,8	15,5	14,2	8,6	7,6	6,6	11,3	10,1	8,4
Voxel	9,3	8,4	7,8	5,0	4,6	4,3	7,2	6,8	6,3
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	85,3	98,8	97,4	97,5	91,4	83,7	88,3	83,1	72,2
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela z uwzględnieniem 20% dyskonta (zł)	70,9								

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	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,5%
Koszt długu							
Koszt długu przed opodatkowaniem	7,7%	6,2%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,3%	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)							
Udział kapitału akcyjnego	89%	93%	98%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	11%	7%	2%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	6,3%	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,1%	11,3%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,5%
Prognozy finansowe (mln zł)							
Sprzedaż	472,9	490,4	505,8	519,7	532,4	544,3	555,7
EBIT	92,6	95,7	98,0	99,9	101,5	102,7	103,7
NOPLAT	75,0	77,5	79,4	80,9	82,2	83,2	84,0
Amortyzacja	42,7	44,6	46,7	48,8	50,9	53,0	55,4
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	29,9	31,6	33,4	35,2	37,0	38,9	40,9
Leasing	12,8	13,1	13,4	13,6	13,9	14,2	14,5
Zmiana kapitału pracującego	-8,2	-6,1	-5,7	-5,3	-5,0	-4,7	-4,5
Wydatki inwestycyjne	-40,6	-45,1	-42,9	-45,4	-48,0	-50,4	-53,0
Płatności leasingowe	-12,8	-13,1	-13,4	-13,6	-13,9	-14,2	-14,5
FCFF	56,1	57,9	64,2	65,4	66,2	67,0	67,4

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,5%
WACC w okresie rezydualnym	11,5%
Wartość rezydualna	685,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	340,1
Bieżąca wartość FCFF	309,4
Wartość firmy	649,5
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	23,8
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	22,8
Wartość kapitału akcyjnego	648,5
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	61,7

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				
	11,1%	11,3%	11,5%	11,7%	11,9%
0,5%	59,6	59,0	58,5	58,0	57,5
1,0%	61,3	60,6	60,0	59,5	58,9
1,5%	63,1	62,4	61,7	61,1	60,5
2,0%	65,1	64,4	63,6	62,9	62,2
2,5%	67,4	66,5	65,7	64,9	64,2

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
Integral Diagnostics	20%	22%	22%	10%	12%	14%	5%	7%	8%
Medpace Holdings	19%	19%	19%	18%	18%	17%	15%	15%	15%
BML	18%	15%	15%	15%	9%	10%	10%	6%	6%
Spire Healthcare Group	18%	19%	19%	10%	11%	12%	2%	3%	4%
Laboratory Corporation of America	16%	17%	18%	13%	14%	14%	9%	10%	10%
China National Accord Medi-B	4%	4%	4%	3%	3%	4%	2%	2%	2%
Jointown Pharmaceuticals	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%
Medipal Holdings	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
McKesson	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Bayer	24%	25%	26%	16%	17%	18%	13%	14%	15%
Synektik	16%	15%	20%	11%	12%	18%	9%	10%	14%
Mediana	16%	15%	18%	10%	11%	12%	5%	6%	6%
Voxel	28%	29%	29%	19%	20%	20%	13%	14%	15%

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	352,6	366,2	381,0
Rzeczowe aktywa trwałe	230,6	247,9	248,5	263,8	275,5	288,2
Aktywa niematerialne	12,1	14,7	15,5	17,6	19,5	21,6
Wartość firmy	65,6	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3
Majątek finansowy	11,5	13,2	10,0	10,0	10,0	10,0
Majątek obrotowy	118,4	157,9	132,1	136,0	148,7	165,3
Zapasy	30,4	19,5	21,9	22,1	24,4	25,3
Należności handlowe	69,1	83,1	64,8	68,3	73,9	76,6
Pozostałe należności	0,5	0,6	6,2	0,6	0,6	0,7
Inwestycje krótkoterminowe	2,3	0,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	16,2	54,1	33,2	39,0	43,8	56,7
Aktywa	438,2	495,0	467,4	488,6	515,0	546,3
Kapitały własne	181,2	230,5	243,9	278,3	318,9	359,0
Zobowiązania	257,1	264,5	223,4	210,3	196,0	187,3
Zobowiązania długoterminowe	101,0	166,7	132,4	122,4	107,3	110,5
Dług odsetkowy	38,8	32,8	20,7	20,7	20,7	20,7
Obligacje	0,0	54,6	39,8	19,8	0,0	0,0
Leasing	35,6	45,6	43,8	48,2	51,2	52,5
Rezerwy, inne	26,6	33,7	28,2	33,7	35,4	37,4
Zobowiązania krótkoterminowe	156,0	97,8	91,0	87,9	88,7	76,8
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	0,0
Leasing	11,3	11,3	11,8	11,8	11,8	11,8
Rezerwy, inne	28,8	23,4	15,3	15,9	17,0	17,5
Zobowiązania handlowe	55,1	40,5	41,5	37,7	37,5	35,0
Pasywa	438,2	495,0	467,4	488,6	515,0	546,3
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3
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	1,5	1,7	2,2
Wskaźnik szybki	0,6	1,4	1,2	1,3	1,4	1,8
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaz / Kapitał pracujący netto	9,8	8,3	7,7	8,9	8,3	7,7
Rotacja zapasów w dniach	26	29	24	23	22	23
Rotacja należności kr. w dniach	64	63	65	56	55	56
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	60	55	47	45	39	36
Cykl obrotu gotówki w dniach	30	36	42	34	38	43
ROA	8,8%	15,1%	9,2%	11,6%	13,3%	13,6%
ROE	20,2%	34,3%	18,7%	21,3%	22,4%	21,3%

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	436,9	472,9	490,4
Koszt własny sprzedaży	-260,0	-315,0	-316,5	-319,4	-352,3	-365,7
Zysk brutto ze sprzedaży	67,6	127,7	98,3	117,5	120,6	124,7
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-27,2	-24,7	-24,6	-345,3	-380,3	-394,7
Zysk na sprzedaży	40,4	102,9	73,7	91,6	92,6	95,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	10,0	-4,6	-5,5	-7,1	0,0	0,0
EBITDA	84,5	134,4	106,3	123,9	135,4	140,3
Skor. EBITDA	75,8	140,6	114,0	128,8	135,4	140,3
EBIT	50,4	98,3	68,2	84,5	92,6	95,7
Skor. EBIT	41,7	104,5	76,0	89,4	92,6	95,7
Przychody finansowe	0,5	0,5	0,6	0,3	1,2	1,5
Koszty finansowe	-6,4	-9,4	-11,1	-11,4	-9,3	-6,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	0,1	-0,8	-0,8	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	44,7	89,5	56,9	72,6	84,5	90,8
Podatek dochodowy	-10,6	-17,8	-11,3	-15,5	-16,1	-17,3
Zyski mniejszości	0,1	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5
Zysk netto	34,0	70,5	44,4	55,6	67,0	72,0
Skor. ZN	27,6	79,7	53,4	60,5	67,0	72,0
Marże:						
Marża EBITDA	25,8%	30,4%	25,6%	28,4%	28,6%	28,6%
Skor. marża EBITDA	23,1%	31,8%	27,5%	29,5%	28,6%	28,6%
Marża operacyjna	15,4%	22,2%	16,4%	19,4%	19,6%	19,5%
Skor. marża operacyjna	12,7%	23,6%	18,3%	20,5%	19,6%	19,5%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,6%	20,2%	13,7%	16,6%	17,9%	18,5%
Marża zysku netto	10,4%	15,9%	10,7%	12,7%	14,2%	14,7%
Skor. marża zysku netto	8,4%	18,0%	12,9%	13,9%	14,2%	14,7%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54,8%	35,1%	-6,3%	5,3%	8,2%	3,7%
EBITDA	47,6%	59,1%	-20,9%	16,6%	9,2%	3,7%
Skor. EBITDA	31,3%	85,6%	-18,9%	12,9%	5,1%	3,7%
EBIT	47,0%	95,0%	-30,6%	24,0%	9,6%	3,3%
Skor. EBIT	19,8%	150,6%	-27,3%	17,7%	3,6%	3,3%
Zysk przed opodatkowaniem	56,9%	100,4%	-36,4%	27,6%	16,4%	7,4%
Zysk netto	48,1%	107,7%	-37,0%	25,2%	20,3%	7,6%
Skor. ZN	13,7%	189,0%	-33,0%	13,3%	10,6%	7,6%

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	112,5	113,9	119,4
Zysk brutto	44,7	89,5	56,9	72,6	84,5	90,8
Amortyzacja	34,0	36,1	38,1	39,4	42,7	44,6
Zmiana majątku obrotowego	-23,4	-14,6	11,8	-1,8	-8,2	-6,1
Pozostałe	4,1	-4,7	-10,6	2,3	-5,2	-9,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,9	-31,7	-30,5	-39,7	-39,3	-43,6
Nakłady inwestycyjne	-36,9	-34,7	-32,0	-40,0	-40,6	-45,1
Pozostałe	0,1	3,0	1,5	0,3	1,2	1,5
Przepływy finansowe	-13,8	-36,7	-86,7	-66,8	-69,8	-62,9
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	-20,0	-19,8	-10,0
Wypłata dywidend	-9,6	-21,6	-32,2	-22,8	-27,8	-33,5
Pozostałe	-17,0	-18,7	-27,3	-24,0	-22,2	-19,5
Zmiana środków pieniężnych	8,7	38,0	-21,0	5,9	4,8	12,9

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Relatywny spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Nieadekwatny wzrost wycen świadczeń (szpital)
3. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami
4. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ
5. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
6. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
7. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
8. Błędy lekarskie – ryzyko reputacji
9. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
10. Utrata/ mała dostępność pracowników
11. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
12. Ponadwymiarowe inwestycje
13. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

Katalizatory

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

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona 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 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 odroczonek.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	39	31	9	9	0	2
Procenty	43%	34%	10%	10%	0%	2%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	33	33	13	9	0	2
Procenty	37%	37%	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.

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

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

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

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

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	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 dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	7	3	3	1	0	2
Procenty	44%	19%	19%	6%	0%	13%

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 3 sierpnia 2023 r., godz. 7:40.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 3 sierpnia 2023 r., godz. 7:50.

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