

3/2024/GPW (8) 13 lutego 2024

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

3/2024/GPW (8) 13 lutego 2024

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

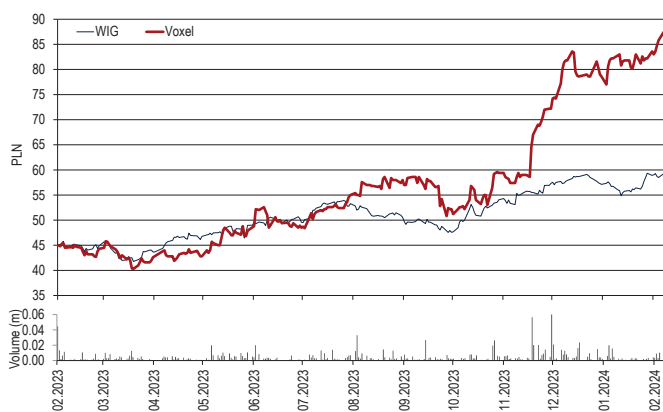
Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)
Kurs: 88,60 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 97,7 zł (↑)

Kapitalizacja: 229,6 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,15 mln US\$
12M przedział kursowy: 40,30-87,40 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 15%, do 97,7 zł z 85,3 zł na akcję.

Uważamy, że wyniki finansowe za IV kw. 2023 powinny być bardzo dobre i istotnie lepsze r/r, głównie za sprawą wyższych niż rok wcześniej wolumenów i wycen badań, konsolidacji Vito-Medu tylko przez miesiąc (strata szpitala wyniosła -2 mln zł w IV kw. 2022) i nieznacznej poprawy wyników Alterisu. W IV kw. miały miejsce wzrosty płac, jednak powinno być to wyrównane rozliczeniem nadwykonań.

Aktualizujemy nasze założenia finansowe podnosząc prognozę raportowanego zysku operacyjnego/ zysku netto na 2023 rok o 1%/ 2% (+58%/ +65% r/r).

Prognozy finansowe na IV kw. 2023 r.

W I/II/III kw. 2023 Voxel wykonał 87/ 88/ 91 tys. badań (+20%/ +16%/ +19% r/r). W IV kw. br. oczekujemy 91 tys. badań (+11% r/r). Spodziewamy się utrzymania wysokiego popytu na diagnostykę MR, TK, PET i SPECT (zakładamy odpowiednio

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), aktywo z tytułu podatku odroczonego (2 mln zł), pożyczki (1 mln zł) w 2023P.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	414,8	442,9	461,1	487,5
EBITDA	mln zł	106,3	146,3	166,6	174,4
Skor. EBITDA	mln zł	114,0	151,4	166,6	174,4
EBIT	mln zł	68,2	107,7	124,1	129,8
Skor. EBIT	mln zł	76,0	112,8	124,1	129,8
Zysk netto	mln zł	44,4	73,3	92,3	99,6
Skor. zysk netto	mln zł	53,4	81,0	92,3	99,6
EPS	zł	4,23	6,98	8,78	9,49
Zmiana EPS r/r	%	-37	65	26	8
Skor. EPS	zł	5,09	7,71	8,78	9,49
Skor. zmiana EPS r/r	%	-33	52	14	8
Dług netto	mln zł	105,3	95,9	72,2	46,6
P/E	x	20,9	12,7	10,1	9,3
Skor. P/E	x	17,4	11,5	10,1	9,3
P/CE	x	11,3	8,3	6,9	6,4
Skor. P/CE	x	10,2	7,8	6,9	6,4
EV/EBITDA	x	9,7	7,0	6,0	5,6
Skor. EV/EBITDA	x	9,1	6,8	6,0	5,6
EV/EBIT	x	15,2	9,5	8,1	7,5
Skor. EV/EBIT	x	13,6	9,1	8,1	7,5
DPS	zł	3,00	2,17	3,07	4,39
Stopa dywidendy brutto	%	3,4	2,4	3,5	5,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

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

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2023: 4 kwietnia
2. Skonsolidowany raport za I kw. 2024: 27 maja
3. Skonsolidowany raport za I poł. 2024: 26 sierpnia
4. Skonsolidowany raport za III kw. 2024: 25 listopada

54 tys., 29 tys., 4 tys. i 4 tys. badań, +16%, +3%, +10%, +10% r/r). Dodatkowo zakładamy 16 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix oraz 122 procedury w Exirze (nieco mniej niż w III kw. w związku z sezonowością).

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

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	zmiana	2022	2023P	zmiana
	22	22	22	22	23	23	23	23P	r/r			r/r
Sprzedaż	99,9	76,1	98,6	140,1	96,8	100,9	127,9	117,2	-16%	414,8	442,9	7%
Zysk na sprzedaży	16,6	8,6	24,1	24,5	22,9	23,4	33,4	31,5	29%	73,7	111,2	51%
Marża zysku na sprzedaży	16,6%	11,3%	24,4%	17,5%	23,7%	23,2%	26,1%	26,8%	-	17,8%	25,1%	-
EBITDA	26,9	17,7	32,9	28,7	28,4	34,4	43,1	40,4	40%	106,3	146,3	38%
Marża EBITDA	26,9%	23,2%	33,4%	20,5%	29,4%	34,1%	33,7%	34,4%	-	25,6%	33,0%	-
Skor. EBITDA	26,9	19,0	34,0	34,1	33,3	34,2	43,5	40,4	18%	114,0	151,4	33%
Skor. marża EBITDA	26,9%	25,0%	34,5%	24,4%	34,4%	33,9%	34,0%	34,4%	-	27,5%	34,2%	-
EBIT	17,1	8,2	23,5	19,4	18,9	24,7	33,4	30,7	59%	68,2	107,7	58%
Marża EBIT	17,1%	10,8%	23,8%	13,8%	19,5%	24,4%	26,1%	26,2%	-	16,4%	24,3%	-
Skor. EBIT	17,1	9,5	24,5	24,8	23,8	24,5	33,8	30,7	24%	76,0	112,8	48%
Skor. marża EBIT	17,1%	12,5%	24,9%	17,7%	24,6%	24,3%	26,4%	26,2%	-	18,3%	25,5%	-
Zysk brutto	14,6	5,9	20,2	16,2	15,9	22,2	31,3	27,7	72%	56,9	97,1	71%
Marża zysku brutto	14,7%	7,7%	20,5%	11,5%	16,4%	22,0%	24,5%	23,6%	-	13,7%	21,9%	-
Zysk netto	11,5	4,6	16,1	12,2	11,6	17,0	23,1	21,5	75%	44,4	73,3	65%
Marża zysku netto	11,5%	6,0%	16,3%	8,7%	12,0%	16,9%	18,1%	18,3%	-	10,7%	16,5%	-
Skor. ZN	11,5	6,2	17,5	17,9	16,5	16,8	25,3	22,3	24%	53,4	81,0	52%
Skor. marża ZN	11,5%	8,1%	17,8%	12,8%	17,1%	16,7%	19,8%	19,0%	-	12,8%	18,3%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 79 mln zł (+20% r/r) w IV kw. br. Zakładamy przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu/ Alterisu w wysokości 3/ 8/ 3/ 3/ 29 mln zł w omawianym okresie vs 3/ 7/ 3/ 9/ 59 mln zł w IV kw. 2022. Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 117 mln zł w IV kw. (-16% r/r).

Prognozujemy EBIT Grupy na 31 mln zł (+59% r/r) w IV kw. Spółka poinformowała, że podwyżka kosztów wynagrodzeń dotycząca personelu medycznego zatrudnionego i współpracującego z Grupą wprowadzona od 1 listopada 2023 roku w pracowniach TK, MR, RTG i USG będzie skutkować zwiększeniem kosztów o około 1 milion złotych miesięcznie w segmencie diagnostyki (przy założeniu wolumenów badań z III kw.). Zakładamy jednak, że Spółka rozliczy nadwykonania (podobnie, jak w III kw.), co powinno zaowocować dodatkowymi ponad 2 mln zł wspierającymi EBIT.

Wg naszych szacunków, powtarzalne koszty finansowe netto w IV kw. br. powinny być niższe od ubiegłorocznych i sięgnąć 2 mln zł, głównie z powodu spłaty części obligacji. Jednak w związku ze zwolnieniem szpitala z długu (Vito-Med nie wchodzi w skład Grupy od 1 listopada) Grupa odnotuje odpis związany z umorzeniem pożyczek

w wysokości 1 mln zł. Zakładamy niższą r/r efektywną stopę podatkową i prognozujemy zysk netto Grupy na 22 mln zł (+75%/ +24% r/r na poziomie raportowanym/ skorygowanym) w IV kw. 2023.

Prognozy finansowe

Na koniec III kw. 2023 Grupa posiadała 69 urządzeń diagnostycznych i terapeutycznych, w tym 31/ 17/ 7 urządzeń do badań MR/ TK/ PET-TK, 4 do badania SPECT, 1 pracownię biopsji fuzyjnej, 9 pracowni RTG i USG. Spółka obecnie prowadzi inwestycje: RM Jelenia Góra (2. aparat), zmiana lokalizacji w Wadowicach; planuje nowe pracownie (zmiany lokalizacji) w Bydgoszczy (nowy budynek), Łodzi, Poznaniu, *upgrade* sprzętu – większość RM, nowe pracownie RM w woj. mazowieckim.

Zmiana wycen w III kw. w porównaniu do I poł. 2023 wyniosła 4% w przypadku badań TK i MR, 10% w przypadku badań PET, 4-10% w przypadku badań SPECT. Możliwe są kolejne podwyżki wycen badań w 2024P (prawdopodobne w lipcu). Grupa planuje dalszy wzrost liczby badań diagnostycznych (zakładamy wzrost wolumenu o ok. 10% r/r w br.), przyspieszenie wykonywania opisów badań, rozwój istniejących pracowni poprzez wymianę sprzętu

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2023P			2024P			2025P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	442,9	440,9	0%	461,1	450,2	2%	487,5	475,3	3%
EBITDA	146,3	144,8	1%	166,6	159,9	4%	174,4	167,1	4%
EBIT	107,7	106,2	1%	124,1	117,6	6%	129,8	122,8	6%
Zysk netto	73,3	71,8	2%	92,3	86,9	6%	99,6	93,9	6%
Dług netto	95,9	97,0	-1%	72,2	76,2	-5%	46,6	50,6	-8%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

(lepsze wykorzystanie pracowni), inwestycje w nowe miejsca świadczenia usług. Spodziewamy się wzrostu sprzedaży projektów dostarczanych przez Alteris, w tym dostaw rozwiązań infrastrukturalnych. W obszarze tego podmiotu może mieć miejsce istotna inwestycja. Jednak obecnie nie uwzględniamy w naszej wycenie wydatków inwestycyjnych na ten projekt ani potencjalnych zysków z tego projektu z uwagi na brak szczegółów odnośnie jego realizacji, choć obniżamy możliwą dywidendę.

Prognozujemy na 2024 rok EBIT i EBITDA Grupy w wysokości odpowiednio 124 mln zł i 167 mln zł (oznacza to podwyższenie odpowiednio o 6% i 4% w stosunku do naszych poprzednich prognoz).

Wycena

Nasza wycena Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 97,7 zł z 85,3 zł na akcję, o 15%, za sprawą (i) podwyższenia prognoz finansowych, (ii) obniżenia stopy wolnej od ryzyka, (iii) obniżenia premii za ryzyko na rynku akcji (do 5,9% z 6,3%), (iv) aktualizacji wskaźników uwzględnionych w wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 96 zł (poprzednio 82 zł), a wycena metodą porównawczą 100 zł (poprzednio 89 zł; nadal uwzględniamy 20% dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych).

Tabela 3. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Integral Diagnostics	26,6	18,3	13,8	7,2	6,4	5,8	14,3	11,8	10,0
Medpace Holdings	30,4	25,4	21,0	24,9	21,4	b.d.	27,0	22,9	b.d.
Spire Healthcare Group	22,4	16,8	14,0	4,7	4,1	3,5	7,9	6,8	5,8
Laboratory Corporation of America	15,9	14,5	12,8	10,4	9,5	8,3	13,2	11,7	10,1
China National Accord Medi-B	8,7	8,1	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Jointown Pharmaceuticals	11,2	9,7	9,9	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Medipal Holdings	14,1	14,1	12,4	3,7	3,2	b.d.	4,8	4,1	b.d.
McKesson	17,7	16,5	15,1	12,7	11,5	10,3	13,9	12,4	11,1
Bayer	5,4	4,9	4,9	6,0	5,4	5,1	9,0	8,1	8,9
Synektik	13,5	12,3	12,8	9,0	7,7	6,9	11,1	9,0	8,4
Mediana	15,0	14,3	12,8	8,1	7,0	6,4	12,1	10,4	9,5
Voxel	10,1	9,3	8,9	6,0	5,6	5,2	8,1	7,5	7,0
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	131,7	135,9	128,4	121,7	112,5	108,9	136,6	123,8	120,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela z uwzględnieniem 20% dyskonta (zł)							99,6		

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Koszt kapitału własnego						
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,1%
Koszt długu						
Koszt długu przed opodatkowaniem	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%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)						
Udział kapitału akcyjnego	95%	99%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	5%	1%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,1%
Koszt długu po opodatkowaniu	5,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,1%
Prognozy finansowe (mln zł)						
Sprzedaż	487,5	511,2	532,5	552,0	570,2	587,4
EBIT	129,8	134,7	138,6	142,0	144,5	147,8
NOPLAT	105,1	109,1	112,3	115,0	117,1	119,7
Amortyzacja	44,7	46,9	49,0	51,1	53,3	55,5
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	30,2	32,1	34,0	35,7	37,6	39,5
Leasing	14,5	14,7	15,0	15,3	15,7	16,0
Zmiana kapitału pracującego	-14,2	-8,4	-7,9	-7,4	-7,0	-6,7
Wydatki inwestycyjne	-46,8	-44,0	-46,9	-49,6	-52,2	-47,5
Płatności leasingowe	-14,5	-14,7	-15,0	-15,3	-15,7	-16,0
FCFF	74,3	88,7	91,5	93,6	95,4	105,0

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	11,1%
Wartość rezydualna	1 114,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	599,2
Bieżąca wartość FCFF	384,6
Wartość firmy	983,8
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	9,1
Dywidenda	32,2
Wartość kapitału akcyjnego	1 006,9
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	95,9

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 6. Voxel; Bilans

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	319,8	337,1	335,2	356,3	378,7	396,6
Rzeczowe aktywa trwałe	230,6	247,9	248,5	267,0	286,9	302,7
Aktywa niematerialne	12,1	14,7	15,5	18,0	20,6	22,7
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	148,3	158,5	188,3
Zapasy	30,4	19,5	21,9	21,3	21,5	22,9
Należności handlowe	69,1	83,1	64,8	90,0	103,0	114,4
Pozostałe należności	0,5	0,6	6,2	0,6	0,7	0,8
Inwestycje krótkoterminowe	2,3	0,6	6,0	6,0	6,0	6,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	16,2	54,1	33,2	30,5	27,3	44,3
Aktywa	438,2	495,0	467,4	504,5	537,3	584,9
Kapitały własne	181,2	230,5	243,9	295,9	357,4	412,4
Zobowiązania	257,1	264,5	223,4	208,7	179,9	172,5
Zobowiązania długoterminowe	101,0	166,7	132,4	121,9	95,2	98,3
Dług odsetkowy	38,8	32,8	20,7	14,9	14,9	14,9
Obligacje	0,0	54,6	39,8	29,9	0,0	0,0
Leasing	35,6	45,6	43,8	48,2	51,2	52,5
Rezerwy, inne	26,6	33,7	28,2	28,9	29,0	30,9
Zobowiązania krótkoterminowe	156,0	97,8	91,0	86,8	84,7	74,3
Dług odsetkowy	25,2	22,5	12,4	11,6	11,6	11,6
Obligacje	35,6	0,1	10,0	9,9	9,9	0,0
Leasing	11,3	11,3	11,8	11,8	11,8	11,8
Rezerwy, inne	28,8	23,4	15,3	17,1	18,3	19,2
Zobowiązania handlowe	55,1	40,5	41,5	36,3	33,1	31,6
Pasywa	438,2	495,0	467,4	504,5	537,3	584,9
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Wskaźnik bieżący	0,8	1,6	1,5	1,7	1,9	2,5
Wskaźnik szybki	0,6	1,4	1,2	1,5	1,6	2,2
Sprzedaz / Aktywa ogółem	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sprzedaz / Kapitał pracujący netto	9,8	8,3	7,7	7,4	5,5	4,9
Rotacja zapasów w dniach	26	29	24	24	23	23
Rotacja należności kr. w dniach	64	63	65	64	76	81
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	60	55	47	46	41	36
Cykl obrotu gotówki w dniach	30	36	42	41	59	68
ROA	8,8%	15,1%	9,2%	15,1%	17,7%	17,8%
ROE	20,2%	34,3%	18,7%	27,1%	28,2%	25,9%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 7. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	327,6	442,7	414,8	442,9	461,1	487,5
Koszt własny sprzedaży	-260,0	-315,0	-316,5	-307,1	-311,0	-330,6
Zysk brutto ze sprzedaży	67,6	127,7	98,3	135,8	150,1	157,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-27,2	-24,7	-24,6	-331,7	-336,6	-357,6
Zysk na sprzedaży	40,4	102,9	73,7	111,2	124,5	129,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	10,0	-4,6	-5,5	-3,5	-0,4	-0,2
EBITDA	84,5	134,4	106,3	146,3	166,6	174,4
Skor. EBITDA	75,8	140,6	114,0	151,4	166,6	174,4
EBIT	50,4	98,3	68,2	107,7	124,1	129,8
Skor. EBIT	41,7	104,5	76,0	112,8	124,1	129,8
Przychody finansowe	0,5	0,5	0,6	1,4	0,9	1,1
Koszty finansowe	-6,4	-9,4	-11,1	-11,7	-9,3	-6,0
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,1	0,1	-0,8	-0,3	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	44,7	89,5	56,9	97,1	115,7	124,9
Podatek dochodowy	-10,6	-17,8	-11,3	-22,4	-22,0	-23,7
Zyski mniejszości	0,1	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5
Zysk netto	34,0	70,5	44,4	73,3	92,3	99,6
Skor. ZN	27,6	79,7	53,4	81,0	92,3	99,6
Marże:						
Marża EBITDA	25,8%	30,4%	25,6%	33,0%	36,1%	35,8%
Skor. marża EBITDA	23,1%	31,8%	27,5%	34,2%	36,1%	35,8%
Marża operacyjna	15,4%	22,2%	16,4%	24,3%	26,9%	26,6%
Skor. marża operacyjna	12,7%	23,6%	18,3%	25,5%	26,9%	26,6%
Marża zysku przed opodatkowaniem	13,6%	20,2%	13,7%	21,9%	25,1%	25,6%
Marża zysku netto	10,4%	15,9%	10,7%	16,5%	20,0%	20,4%
Skor. marża zysku netto	8,4%	18,0%	12,9%	18,3%	20,0%	20,4%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	54,8%	35,1%	-6,3%	6,8%	4,1%	5,7%
EBITDA	47,6%	59,1%	-20,9%	37,7%	13,9%	4,7%
Skor. EBITDA	31,3%	85,6%	-18,9%	32,8%	10,0%	4,7%
EBIT	47,0%	95,0%	-30,6%	57,9%	15,3%	4,5%
Skor. EBIT	19,8%	150,6%	-27,3%	48,4%	10,1%	4,5%
Zysk przed opodatkowaniem	56,9%	100,4%	-36,4%	70,6%	19,2%	7,9%
Zysk netto	48,1%	107,7%	-37,0%	64,9%	25,9%	8,0%
Skor. ZN	13,7%	189,0%	-33,0%	51,6%	13,9%	8,0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	59,4	106,3	96,2	102,5	129,3	139,2
Zysk brutto	44,7	89,5	56,9	97,1	115,7	124,9
Amortyzacja	34,0	36,1	38,1	38,6	42,5	44,7
Zmiana majątku obrotowego	-23,4	-14,6	11,8	-24,1	-16,6	-14,2
Pozostałe	4,1	-4,7	-10,6	-9,1	-12,3	-16,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36,9	-31,7	-30,5	-40,3	-46,9	-45,8
Nakłady inwestycyjne	-36,9	-34,7	-32,0	-41,7	-47,8	-46,8
Pozostałe	0,1	3,0	1,5	1,4	0,9	1,1
Przepływy finansowe	-13,8	-36,7	-86,7	-64,9	-85,5	-76,5
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	12,8	3,6	-27,1	-16,6	-29,9	-9,9
Wypłata dywidend	-9,6	-21,6	-32,2	-22,8	-32,2	-46,1
Pozostałe	-17,0	-18,7	-27,3	-25,5	-23,4	-20,4
Zmiana środków pieniężnych	8,7	38,0	-21,0	-2,7	-3,2	17,0

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 $365 / (\text{przychody ze sprzedaży} / \text{średni stan należności w danym okresie})$.

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

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

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 odroczonek.

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

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

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

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

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	45	22	10	9	1	4
Procenty	49%	24%	11%	10%	1%	4%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	27	36	14	9	1	4
Procenty	30%	40%	15%	10%	1%	4%

Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

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	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	6%	6%	0%	18%

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	5	6	2	1	0	3
Procenty	29%	35%	12%	6%	0%	18%

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	106%	68%	44,00	59,20	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2023	25.05.2023	-	-	-	47,00	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	51,60	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	-	-	53,60	66,30	↑

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2023	24.08.2023	-	-	56,20	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	58,00	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.09.2023	28.09.2023	-	-	54,63	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	52,80	66,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.10.2023	30.10.2023	-	-	53,00	73,90 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2023	02.11.2023	-	-	59,60	75,80 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	59,40	75,80 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2023	23.11.2023	-	-	58,60	75,80 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	74,20	85,30 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	80,60	85,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	82,20	85,30 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.02.2024	14.02.2024	-	-	88,60	97,70 ↑

* 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	09.03.2023	34,90	9%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.11.2022	25.11.2022	-	36,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	39,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	40,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	42,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	43,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	09.03.2023	-	10.03.2023	10.05.2023	45,20	-7%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.03.2023	29.03.2023	-	41,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	43,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	Nie później niż 10.05.2024	44,00	68%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2023	25.05.2023	-	47,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	51,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	53,60	-

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	23.08.2023	24.08.2023	-	56,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	31.08.2023	31.08.2023	-	58,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	12.10.2023	12.10.2023	-	54,63	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	27.09.2023	28.09.2023	-	52,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	29.10.2023	30.10.2023	-	53,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	02.11.2023	02.11.2023	-	59,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	06.11.2023	06.11.2023	-	59,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	22.11.2023	23.11.2023	-	58,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	10.12.2023	11.12.2023	-	74,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	09.01.2024	09.01.2024	-	80,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	01.02.2024	01.02.2024	-	82,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	- →	-	13.02.2024	14.02.2024	-	88,60	-

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

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 14 lutego 2024 r., godz. 7:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 14 lutego 2024 r., godz. 7:30.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

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

Maklerzy

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

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

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

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stepien
Młodszy analityk

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2024 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