

# Voxel

**Sektor:** Ochrona zdrowia  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 40,80 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 54,7 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 116,6 mln US\$  
**Bloomberg:** VOX PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,06 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 26,00-45,90 zł  
**Free float:** 51%

## Najważniejsze zagadnienia

- Wpływ pandemii.** Wybuch pandemii odbił się na wynikach Spółki w I połowie br. obniżając je w ujęciu rok-do-roku. W czerwcu Vito-Med rozpoczął wykonywanie testów w kierunku SARS-CoV-2, a Alteris ruszył z ofertą rozwiązań modułowych związanych z walką z pandemią (budowanie infrastruktury do badań w kierunku Covid-19), co przełożyło się na znakomite wyniki finansowe za III kw. br. Oczekujemy jeszcze lepszych wyników za IV kwartał.

Chociaż trudno przewidzieć, jak rozwine się pandemia, wygląda na to, że opanowanie jej rozprzestrzeniania za pomocą szczepionki zajmie przynajmniej kilka miesięcy, które Spółka wykorzysta wykonując testy w kierunku SARS-CoV-2. Spodziewamy się, że po wygaszeniu pandemii pojawi się z kolei wysokie zapotrzebowanie na obrazową diagnostykę medyczną ograniczone wcześniej przez pandemię.

Ponadto nowe laboratoria są przystosowane do wykonywania czułych i dokładnych testów genetycznych i molekularnych RT-PCR, głównie w zakresie onkologii, co pomoże Spółce w rozbudowie oferty i przekształceniu jej w pakiet kompleksowych spersonalizowanych usług medycznych, głównie genetycznych testów molekularnych w połączeniu z obrazową diagnostyką medyczną.

- Infrastruktura.** Od 1 stycznia 2020 r. Grupa konsoliduje dwie nowe spółki, mianowicie Scanix i Rezonans Powiśle (RP), które realizują również badania refundowane. Na koniec III kw. 2020 r. w skład Grupy wchodziło 67 urządzeń diagnostycznych, między innymi, 26/ 19/ 7/ 4 urządzeń MR/ TK/ PET-TK/ SPECT. W III kwartale Voxel uruchomił 2 nowe placówki.

### Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) zysk z tytułu okazynego nabycia Scanix, (ii) sprzedaż nieruchomości oraz (iii) odszkodowanie.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	211,7	309,6	319,8	280,3
EBITDA	mln zł	57,2	91,2	96,4	83,9
Skor. EBITDA	mln zł	57,7	82,0	96,4	83,9
EBIT	mln zł	34,3	57,1	62,4	48,3
Skor. EBIT	mln zł	34,8	47,8	62,4	48,3
Zysk netto	mln zł	22,9	38,9	46,6	34,8
Skor. zysk netto	mln zł	24,2	32,0	46,6	34,8
EPS	zł	2,18	3,70	4,44	3,32
Zmiana EPS r/r	%	-2	69	20	-25
Skor. EPS	zł	2,31	3,05	4,44	3,32
Skor. zmiana EPS r/r	%	8	32	46	-25
Dług netto	mln zł	106,4	109,1	81,9	69,8
P/E	x	18,3	10,8	9,0	12,1
Skor. P/E	x	17,3	13,1	9,0	12,1
P/CE	x	9,2	5,8	5,2	6,0
Skor. P/CE	x	8,9	6,4	5,2	6,0
EV/EBITDA	x	9,2	5,8	5,2	5,8
Skor. EV/EBITDA	x	9,1	6,5	5,2	5,8
EV/EBIT	x	15,3	9,3	8,1	10,1
Skor. EV/EBIT	x	15,1	11,1	8,1	10,1
DPS	zł	0,99	0,91	1,63	1,95
Stopa dywidendy brutto	%	2,5	2,3	4,1	4,9
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Wskaźniki wyliczone przy cenie z 2 grudnia 2020 r.

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Spółka uruchamia 5 urządzeń do rezonansu magnetycznego (w Bochni, Sochaczewie, Tarnowie, Zabrze, Bielsku-Białej) oraz jedno urządzenie PET (w Warszawie).

- **Diagnostyka.** W styczniu/ lutym/ marcu/ kwietniu/ maju/ czerwcu/ lipcu/ sierpniu/ wrześniu/ październiku jednostka dominująca wykonała 20,2 tys./ 20,3 tys./ 14,2 tys./ 8,5 tys./ 12,1 tys./ 16,2 tys./ 18,0 tys./ 17,1 tys./ 17,9 tys./ 18,7 tys. badań, co oznacza zmianę o +27%/ +34%/ -21%/ -57%/ -38%/ -14%/ -13%/ -14%/ -5%/ -9% r/r. Zatem trend dużego spadku wolumenów został wyhamowany mimo drugiej fali pandemii. Exira wykonała 145 procedur (+14% r/r), głównie w następstwie modernizacji urządzenia do radiochirurgii stereotaktycznej. Oczekujemy w 2020 roku wykonania łącznie 193 805 badań (-14% r/r) i zakładamy poprawę w 2021 roku. Spodziewamy się dalszego wzrostu wolumenów badań RM i PET w porównaniu do liczby badań TK (korzystny wpływ na średnią cenę badania). Ponadto oczekujemy zwiększenia sprzedaży radiofarmaceutyków, głównie niedawno zatwierdzonej fluorocholiny.
- **Vito-Med.** Zmodernizowany oddział udarowy/ neurologiczny działa od 1 sierpnia, a szpital otrzymał 3 stopień referencyjności (najwyższy) do leczenia pacjentów z udarami. Oznacza to wyższą cenę za łóżko i za procedurę.
- **Alteris** oferuje zintegrowane nowoczesne technologie informatyczne i medyczne (w II-III kw. 2020 zrealizował 7 projektów o wartości 12 mln zł) oraz zajmuje się zaopatrzeniem Vito-Medu i dostawami związanymi z walką z pandemią (budowanie infrastruktury do badań w kierunku Covid-19). Portfel zamówień na IV kwartał opiewa na 55 mln zł.
- **Oczekiwania wyników finansowych za IV kw. 2020.** W I kw./ II kw./ III kw. br. Spółka wykonała 54,6 tys. (+12% r/r)/ 36,8 tys.(-37% r/r)/ 53 tys. (-11% r/r) procedur TK/ MR/ PET, a w IV kwartale. zakładamy 49,405 procedur (-16% r/r). W czerwcu/ lipcu/ sierpniu/ wrześniu/ październiku liczba wykonanych testów w kierunku SARS-CoV-2 wyniosła 5 100/ 14 800/ 31 100/ 26 700/ 65 485 generując przychody w wysokości 1 mln zł/ 4 mln zł/ 9 mln zł/ 8 mln zł/ 18 mln zł. Konserwatywnie zakładamy niższy wolumen miesięczny testów w listopadzie i grudniu, aczkolwiek Grupa uruchomiła nowe laboratoria w Nowym Sączu, Warszawie i Krośnie, a zdolność do przeprowadzania testów może wzrosnąć do 100 tys. miesięcznie na koniec roku. Spółka dysponuje 22 punktami i 2 autobusami do pobierania wymazów, dlatego też liczba przeprowadzanych testów w laboratoriach Voxela może być wyższa niż w innych laboratoriach. Oczekujemy łącznie 120 mln zł skons. przychodów i 33 mln zł wyniku operacyjnego w IV kw. 2020 przy założeniu 33 mln zł/ 2 mln zł/ 4 mln zł/ 2 mln zł/ 43 mln zł/ 35 mln zł przychodów Voxela/ RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu/ Alterisu.
- **Prognozy finansowe.** Sprzedaż i skor. zysk netto w I-III kw. br. wyniosły odpowiednio 190 mln zł (+31% r/r) i 7 mln zł (-56% r/r). Na koniec III kw. Spółka zanotowała 10 mln zł na poczet przyszłych przychodów (do rozliczenia do połowy 2021). Podwyższamy nasze prognozy zysku netto i skor. zysku netto na koniec br. do odpowiednio 39 mln zł (+69% r/r) i 32 mln zł (+32% r/r).
- **Perspektywy na 2021 rok.** Zakładamy w 2021 roku liczbę testów w kierunku SARS-CoV-2 na poziomie zbliżonym do tegorocznego, a większość w I połowie przyszłego roku. Nie zakładamy przeprowadzania testów w następnych latach. Wynikom za 2021 rok powinny sprzyjać następujące czynniki: (i) brak limitów dla procedur TK i MR, (ii) zwiększenie wolumenu wykonywanych badań PET (po modernizacji), (iii) nowa infrastruktura, (iv) nowe linie biznesowe (genetyczne i molekularne testy RT-PCR), (v) rozwój radiomiki oraz (vi) kolejne przejścia (bez wpływu na poziom dywidendy).
- **Ryzyko dla prognoz.** Wysokie (w obie strony).
- **Wycena.** Uaktualnienie prognoz finansowych spowodowało wzrost o 5% naszej 12-miesięcznej wyceny będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej do 54,7 zł (poprzednio 52,3 zł) na akcję Spółki. Wycena metodą DCF FCFF/ metodą porównawczą implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 59 zł/51 zł na akcję (poprzednio 57 zł/ 48 zł).

**Tabela 1. Voxel; Zmiana prognoz DM BOŚ SA**

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2020P			2021P			2022P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	309,6	301,1	3%	319,8	317,4	1%	280,3	277,1	1%
EBITDA	91,2	76,1	20%	96,4	95,7	1%	83,9	82,9	1%
Skor. EBITDA	82,0	66,9	23%	96,4	95,7	1%	83,9	82,9	1%
EBIT	57,1	44,7	28%	62,4	61,7	1%	48,3	47,6	1%
Skor. EBIT	47,8	35,5	35%	62,4	61,7	1%	48,3	47,6	1%
ZN	38,9	30,4	28%	46,6	46,6	0%	34,8	34,9	0%
Skor. ZN	32,0	23,5	36%	46,6	46,6	0%	34,8	34,9	0%
Dług netto	109,1	117,9	-7%	81,9	82,6	-1%	69,8	71,6	-3%

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

- Zalecane działanie.** Uważamy, że Voxel ma dobrą pozycję, by się wzmocnić w obecnych trudnych warunkach. Spółka oferuje nie tylko perspektywę rozwoju, ale również przyzwoitą dywidendę. Sądzymy, że obecnie obniżony popyt na badania TK i MR jest tylko przesunięty, nie stracony, a zwiększenie mocy laboratoryjnych rozszerzy ofertę Spółki w kierunku personalizowanych rozwiązań medycznych.

**Czynniki ryzyka**

1. Spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Spadek wycen świadczeń, głównie TK, RM, PET
3. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami
4. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ (obowiązujące w większości do 2023/2024)
5. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
6. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
7. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
8. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
9. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
10. Utrata/ mała dostępność pracowników
11. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
12. Ponadwymiarowe inwestycje
13. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

**Katalizatory**

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
3. Zmiana sposobu finansowania badań PET w ramach opieki szpitalnej
4. Wzrost wyceny świadczeń
5. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
6. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
7. Nowe linie usług medycznych; procedury mikroinwazyjne, biopsja fuzyjna, termoablacja wątroby, TI, BI, BMN
8. Rozwój rentownego segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
9. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
10. Akwizycje – efekt skali
11. Współpraca z Uniwersytetem Warszawskim, nowe radioznaczniki;
12. Konsolidacja sektora; potencjalny cel akwizycyjny
13. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
14. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze
15. Nowe linie biznesowe – testy COVID-19, wymazówki

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprecontowane 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.

**Stoпа 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 memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo 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). Siłą 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 wymaga tego dany przypadek.

## 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
Liczba	41	28	5	9	0
Procenty	49%	34%	6%	11%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	29	12	9	0
Procenty	40%	35%	14%	11%	0%

## 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.

**Odpisy 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). Siłą 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 rekomendacje, 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
Liczba	5	5	0	2	0
Procenty	42%	42%	0%	17%	0%

### 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
Liczba	3	5	2	2	0
Procenty	25%	42%	17%	17%	0%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	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	Nie później niż 29.07.2021	6%	0%	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 ↑

\* 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	Nie później niż 29.07.2021	38,50 0%
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 -

\* 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 SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 7 grudnia 2020 r., godz. 7:50.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 7 grudnia 2020 r., godz. 8:00.

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 SA 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-i-informacje/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-i-informacje/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.

#### Sprzedaż Instytucjonalna

**Bartosz Janczy**  
tel.: +48 (22) 504 32 46  
b.janczy@bossa.pl

**Tomasz Grabowski**  
tel.: +48 (22) 504 32 47  
t.grabowski@bossa.pl

**Grzegorz Kołodziejczyk**  
tel.: +48 (22) 504 33 34  
g.kolodziejczyk@bossa.pl

**Michał Zawada**  
tel.: +48 (22) 504 33 36  
m.zawada@bossa.pl

**Maciej Bąk**  
tel.: +48 (22) 504 33 78  
m.bak@bossa.pl

**Bartosz Zieliński**  
tel.: +48 (22) 504 33 35  
b.zielinski@bossa.pl

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

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

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

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

**Lukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

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

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

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

**Mikołaj Stepięń**  
Asystent analityka

**Michał Zamel**  
Asystent analityka

Copyright © 2020 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