

13/2019/GPW (102) 10 września, 2019

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

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

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 32,0 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 35,7 zł (↑)

Kapitalizacja: 85,7 mln US\$

Bloomberg: VOX PW

Średni obrót dzienny: 0,01 mln US\$

12M przedział kursowy: 20,10-32,50 zł

Free float: 51%

Opinia inwestycyjna

Aktualizacja naszego modelu finansowego skutkuje 5% wzrostem wyceny Spółki w horyzoncie 12 miesięcy do 35,7 zł z 34,1 zł na akcję. Oczekując dobrych wyników w III kw. br. podtrzymujemy naszą krótkoterminową relatywną rekomendację Przeważaj i fundamentalną Kupuj dla Spółki.

Po dobrych wynikach Grupy w I/II kwartale br., ze wzrostem przychodów i zysku netto odpowiednio o 51%/38% i 28%/30% spodziewamy się silnych wyników w kolejnych kwartałach bieżącego roku. Wyniki za III kw. 2019 powinny być wspierane (i) wzrostem liczby placówek, (ii) wzrostem wycen świadczeń PET-TK i SPECT (BMN, TI, BI) o 3% od 1 lipca, (iii) konsolidacją Vito-Medu i Exiry oraz (iv) obiecującym portfelem zamówień w Alterisie. Ponadto spodziewamy się w tym roku 5%/10% premii za skrócenie kolejek do badań TK i MR.

Spółka oczekuje w br. 22% wzrostu r/r wolumenu badań TK/MR/PET, w tym wzrostu w zakresie MR/TK odpowiednio o 28%/15%, co oznaczałoby także poprawę struktury badań i wydaje się, że te oczekiwania nie są zagrożone. Liczba badań w I połowie 2019 r. wyniosła 107 164 (+22% r/r; odpowiednio 9% i 37% wzrostu r/r w I i II kw.).

Alteris, którego sprzedaż w I poł. 2019 r. wyniosła 21 mln zł, zwykle generuje około 60-70% przychodów w II półroczu, co oznaczałoby 53-70 mln zł przychodów w br. Portfel zamówień Alterisu o wartości ponad 60 mln zł na 2019 rok jest dość zdywersyfikowany. Oczekujemy zatem znaczącej poprawy wyników tego podmiotu w II półroczu w stosunku do I poł. br.

Grupa, po nabyciu w czerwcu br. 15% udziałów w Radpoint (25% po umorzeniu udziałów własnych) za 0,9 mln zł (obligacje objęte za 1,1 mln zł), analizuje dodatkowe cele akwizycyjne, w tym

Skorygowane zyski

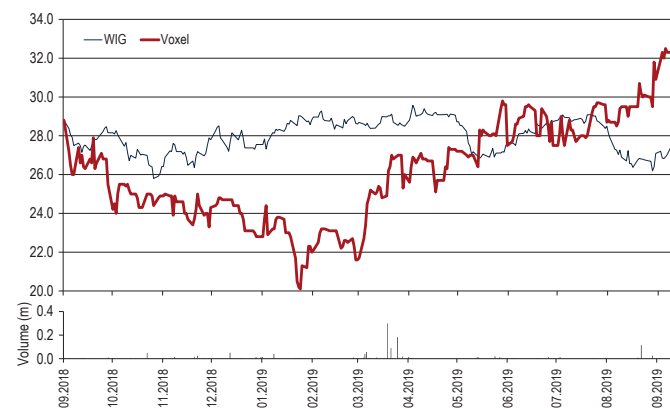
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	170,4	206,6	237,6	249,8
EBITDA	mln zł	45,3	57,6	63,1	67,0
EBIT	mln zł	31,0	34,8	37,7	40,0
Zysk netto	mln zł	23,4	23,8	26,2	28,5
EPS	zł	2,2	2,3	2,5	2,7
Zmiana EPS r/r	%	18	2	10	9
FCFF	mln zł	-2,9	-9,7	34,6	29,9
Dług netto	mln zł	80,7	100,3	75,1	58,0
P/E	x	14,4	14,1	12,8	11,8
P/CE	x	8,9	7,2	6,5	6,1
EV/EBITDA	x	9,2	7,6	6,5	5,9
EV/EBIT	x	13,4	12,6	10,9	9,9
DPS	zł	1,00	0,99	1,01	1,11
Stopa dywidendy brutto	%	3,1	3,1	3,2	3,5
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za III kwartał 2019: 25 listopada

dotyczące diagnostyki obrazowej, mianowicie 5/1 dodatkowych pracowni MR/TK, oraz akwizycję w zakresie sektora usług IT (podmiot tworzący innowacyjny interfejs pacjent-lekarz).

Aktualizujemy nasz model finansowy dla Grupy zwiększając wydatki inwestycyjne, co skutkuje wyższym potencjałem przychodowym na kolejne lata.

Czynniki ryzyka

1. Spadek nakładów na służbę zdrowia (40% przychodów Grupy z ekspozycją na kontrakty z NFZ)
2. Ponowne wprowadzenie limitów na badania TK i MR (czasowo zniesione do końca tego roku; jednak limity uzyskane na ten rok są znacząco wyższe r/r)
3. Spadek wycen świadczeń, głównie TK, MR, PET
4. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami (np. dotyczących najmu na terenie szpitali – większość lokalizacji Spółki)
5. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ (obowiązujące w większości do 2023)
6. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/badań
7. Spadek zamożności społeczeństwa (25% przychodów Spółki generowane jest przez klientów FFS i komercyjnych)
8. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/leczenia nowotworów
9. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
10. Pogorszenie się jakości opisów badań (lekarze kierujący na badania zwykle sugerują miejsce ich wykonania)
11. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów (według Naczelnej Izby Lekarskiej liczba lekarzy tej specjalizacji sięga 3 tys., z czego niemal co piąty jest w wieku powyżej 60 lat; w Polsce jest około 10 radiologów na 100 000 mieszkańców, poniżej średniej europejskiej)
12. Utrata/niska dostępność pracowników
13. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
14. Ponadwymiarowe inwestycje
15. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

Katalizatory

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Zwiększenie samoświadomości leczenia
3. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
4. Zniesienie limitów NFZ na TK/MR (1 kwiecień 2019), 5-10% premia za skrócenie czasu oczekiwania na badania; publikacja przez Fundację Onkologiczną (Alivia) kolejek na badania MR/TK co dwa miesiące
5. Wzrost wyceny świadczeń (determinacja Ministerstwa Zdrowia do skrócenia czasu oczekiwania na badanie do maksymalnie 30 dni)
6. Wzrost liczby badań PET (jako kontrola chemioterapii; standard w krajach rozwiniętych) – konieczna zmiana procedur finansowania przez NFZ
7. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych (około 60% badań MR/TK wykonywanych w prywatnych centrach jest finansowane z abonamentów, ubezpieczeń, środków prywatnych, reszta przez NFZ)
8. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
9. Nowe linie usług medycznych; procedury mikroinwazyjne, biopsja fuzyjna, termoablacja wątroby, TI, BI, BMN
10. Rozwój rentownego segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
11. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia – trudne uzyskanie kontraktu z NFZ bez wcześniejszej współpracy, zakup urządzenia diagnostycznego to wydatek rzędu 2-8 mln zł konieczny do poniesienia przed przystąpieniem do konkursu)
12. Akwizycje – efekt skali
13. Nowe radioznaczniki; współpraca z Uniwersytetem Warszawskim
14. Konsolidacja sektora; potencjalny cel akwizycyjny
15. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
16. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze

Przewagi konkurencyjne

1. Synergie między podmiotami Grupy
2. Własny zakład produkcji radiofarmaceutyków z drugim cyklotronem znacząco zwiększającym bezpieczeństwo i obniżającym koszty
3. Własne pracownice, co przekłada się na wzrost komplementarności świadczonych usług, możliwość specjalizacji lekarzy i pracy zdalnej, wysokie wykorzystanie sprzętu
4. Szpital o specjalizacji udarowej, który ma się stać punktem referencyjnym do prezentowania rozwiązań Alterisu

1. Wycena

- ▲ Wyceniamy akcję Spółki na 35,7 zł w horyzoncie 12 miesięcy (średnia z wyceny porównawczej i wyceny metodą DCF FCFF).
- ▲ Wycena porównawcza implikuje 23-39 zł na akcję, z wartością średnią na poziomie 33 zł na akcję. Należy jednak zwrócić uwagę, że Spółka planuje duże inwestycje w br., które będą wspierały wyniki w kolejnych latach zwiększając jednak poziom długu już na koniec br.
- ▲ Wycena w horyzoncie 12 miesięcy metodą DCF FCFF wskazuje przedział 34-44 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 38 na akcję.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E zarówno krajowych, jak i zagranicznych spółek reprezentujących sektor ochrony zdrowia.

DCF FCFF

Do konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 0,9 (średnia beta dla podmiotów z sektora ochrony zdrowia), (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 5% oraz (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 34-44 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 38 zł.

Tabela 1. Voxel; Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wymagana stopa zwrotu	9,6%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,2%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)									
Udział kapitału akcyjnego	78%	79%	84%	85%	86%	86%	86%	86%	89%
Udział długu	22%	21%	16%	15%	14%	14%	14%	14%	11%
Koszt kapitału własnego	9,6%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,2%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	8,3%	8,2%	8,4%	8,4%	8,3%	8,4%	8,3%	8,3%	8,4%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	237,6	249,8	259,2	267,3	275,8	284,5	293,6	303,1	312,9
EBIT	37,7	40,0	40,1	43,1	44,1	45,1	46,1	47,4	48,7
EBIT*(1-t)	30,6	32,4	32,5	34,9	35,7	36,5	37,4	38,4	39,5
Amortyzacja	25,4	27,0	28,7	27,2	27,5	28,5	29,3	30,3	31,5
w tym rzeczowe/niematerialne aktywa trwałe	19,3	20,9	22,5	20,9	21,2	22,1	22,9	23,9	25,0
Zmiana kapitału pracującego	-5,1	-2,2	-1,4	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7
Wydatki inwestycyjne	-10,1	-21,2	-23,0	-24,8	-23,0	-23,4	-24,3	-25,2	-26,2
Płatności leasingowe	-6,1	-6,1	-6,2	-6,2	-6,3	-6,4	-6,4	-6,5	-6,6
FCFF	34,6	29,9	30,6	29,3	32,5	33,8	34,4	35,4	36,5

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Voxel; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	8,4%
Wartość rezydualna	498,3
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	257,7
Bieżąca wartość FCFF	214,1
Wartość firmy	471,8
Zadłużenie netto (bez uwzgl. IFRS 16)	72,5
Wartość kapitału akcyjnego	399
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	38,0

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Voxel; Wrażliwość na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%
0,0%	36,0	35,4	34,9	34,4	33,9
0,5%	37,6	37,0	36,4	35,8	35,3
1,0%	39,4	38,7	38,0	37,4	36,8
1,5%	41,6	40,7	39,9	39,2	38,5
2,0%	44,0	43,1	42,1	41,3	40,5

Źródło: DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor ochrony zdrowia. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E na lata 2019, 2020, 2021. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 23-39 zł, z wartością centralną na poziomie 33 zł na akcję.

Tabela 4. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Medica Group	16,5	14,6	12,6	10,7	8,8	7,6	b.d.	b.d.	b.d.
Integral Diagnostics	20,1	17,3	14,4	12,1	10,2	8,5	16,0	13,0	10,5
Centro De Imagem Diagnosticos	32,3	23,8	19,1	10,1	8,9	8,0	16,0	13,3	11,5
Medpace Holdings	28,4	25,1	21,3	19,2	16,9	14,9	20,5	17,8	15,4
BML	19,7	18,9	17,8	8,4	4,9	4,4	b.d.	b.d.	b.d.
Spire Healthcare Group	20,0	15,8	12,5	4,5	6,9	7,3	8,9	13,4	13,3
Laboratory Corporation of America	14,9	14,1	13,3	8,2	10,6	9,9	9,7	12,6	11,5
Cardinal Health	8,7	9,0	8,8	4,9	7,1	6,6	5,7	8,2	7,7
Amerisourcebergen	12,0	11,4	10,9	7,6	7,7	6,9	8,8	8,8	7,9
Alfresa	14,1	15,6	15,2	10,6	6,5	5,9	b.d.	b.d.	b.d.
China National Accord Medi-B	14,1	12,1	10,5	9,4	5,7	4,7	12,0	7,6	6,3
Jointown Pharmaceuticals	15,2	12,4	10,7	7,3	7,9	8,6	8,7	9,5	b.d.
Medipal Holdings	16,8	15,3	15,7	8,6	5,5	4,8	12,0	7,4	6,6
Mckesson	9,8	9,8	9,6	6,5	7,4	6,9	7,6	9,1	7,8
Bayer	10,3	8,8	7,9	5,3	7,5	6,7	8,6	11,4	9,5
Synektik	8,3	6,7	6,7	9,4	b.d.	b.d.	11,5	b.d.	b.d.
Mediana	15,0	14,4	12,6	8,5	7,5	6,9	9,7	10,4	9,5
Voxel	14,1	12,8	11,8	7,6	6,5	5,9	12,6	10,9	9,9
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	34,1	35,8	34,0	37,0	37,8	38,7	22,6	30,3	30,6
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	33,4								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

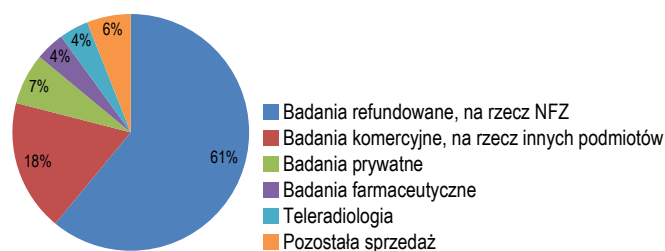
Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 35,7 zł (poprzednio 34,1 zł) na akcję Spółki.

2. Wyniki i prognozy finansowe

- ▶ Wyniki Spółki w II kw. 2019 były satysfakcjonujące, głównie z powodu wzrostu liczby badań. Spodziewamy się utrzymania tego trendu w kolejnych kwartałach i poprawy średniej ceny za badanie.
- ▶ Spółce sprzyja: (i) zniesienie limitów finansowania MR i TK, (ii) rosnący popyt ze strony klientów komercyjnych i prywatnych, (iii) wykorzystanie synergii wewnątrz Grupy i efektów skali, (iv) konsolidacja nabytych podmiotów.
- ▶ By sprostać wysokiemu popytowi i jednocześnie móc uczestniczyć w konsolidacji rynku Grupa zwiększa liczbę placówek. Zatem podwyższamy nasze prognozy wydatków inwestycyjnych, a w konsekwencji rosną prognozy wyników na kolejne lata.

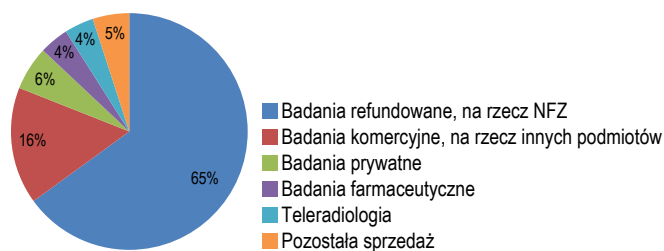
2.1. Wyniki finansowe za I poł. 2019 roku

Wykres 1. Voxel; Struktura przychodów segmentu usług medycznych/sprzedaży radiofarmaceutyków (2018)



Źródło: Spółka

Wykres 2. Voxel; Struktura przychodów segmentu usług medycznych/sprzedaży radiofarmaceutyków (I poł. 2019)



Źródło: Spółka

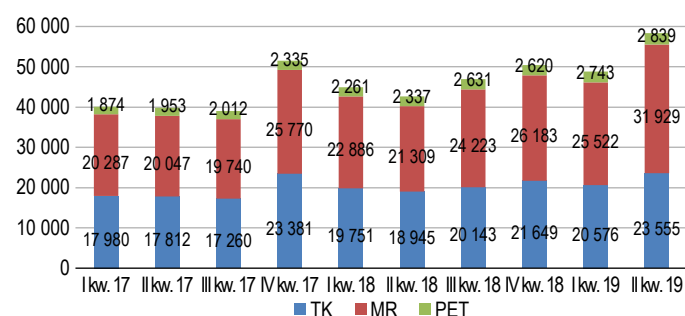
Przychody Spółki wzrosły o 44% r/r w I poł. 2019, zarówno dzięki wzrostowi organicznemu w Voxel (+27% r/r), jak i w Alteris (+7% r/r). Wzrost przychodów był pochodną wzrostu skali działania Grupy – rosnącej liczby badań, zwiększenia wolumenu sprzedaży radiofarmaceutyków, większego popytu na usługi informatyczne i dostawy sprzętu. Nabyte Exira/Vito-Med „dołożyły” 4,1/10,4 mln zł za 6 konsolidowanych miesięcy 2019 roku.

Badania refundowane/komercyjne/prywatne/farmaceutyczne/teleradiologia stanowiły 65%/16%/6%/4%/4% przychodów Voxel w I poł. 2019 r. Spółka wykonała 131 tys. badań w I poł. 2019 (+13% r/r). Liczba badań TK/MR/PET wyniosła 44 131/57 451/5 582 (+14%/+30%/+21% r/r), przy wzroście przychodów do 12,5/28,4/15,2 mln zł (+21%/+41%/+26% r/r).

Na koniec II kw. 2019 w skład Grupy wchodziły 22 centra diagnostyki obrazowej z 18/13/4/3 aparatami do MR/TK/RTG/USG i 8 centrów medycyny nuklearnej z 7/4 urządzeniami PET-TK/SPECT.

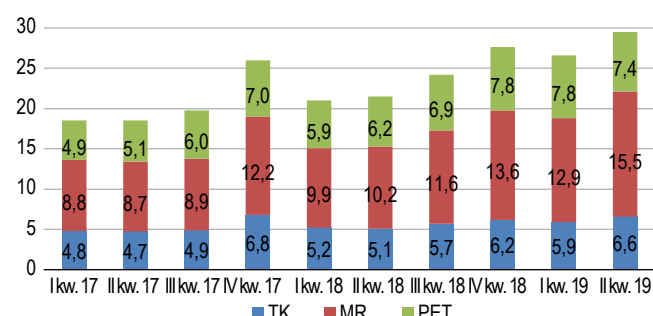
Na korzyść Spółki działało zniesienie limitów na badania TK i MR przez NFZ (od 1 kwietnia 2019). Przychody Grupy za II kw. wyniosły 46,6 mln zł (+38% r/r). Dynamika liczby wykonanych badań w II kw. była znacząco wyższa niż w I kw. 2019. Spółka wykonała łącznie 48 841/58 323 badań TK, MR i PET w I kw./II kw. 2019 (+9%/+37% r/r). Liczba badań TK/MR/PET wyniosła 23 555/31 929/2 839 (+24%/+50%/+21% r/r), przy wzroście przychodów do 6,6/15,5/7,4 mln zł (+29%/+52%/+19% r/r).

Wykres 3. Voxel; Kwartalna liczba badań



Źródło: Spółka

Wykres 4. Voxel; Kwartalne przychody z badań (mln zł)



Źródło: Spółka

Tabela 5. Voxel; Wyniki finansowe

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18	I kw. 19	II kw. 19	r/r	I pół. 18	I pół. 19	r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:			
Sprzedaż	32,6	33,8	38,5	65,6	49,1	46,6	38%	66,3	95,7	44%	20%	23%	39%	46%
Zysk na sprzedaży	4,8	5,6	7,2	11,7	7,2	7,8	39%	10,5	15,0	43%	19%	23%	36%	43%
Marża zysku na sprzedaży	14,9%	16,7%	18,6%	17,8%	14,7%	16,8%	-	15,8%	15,7%	-	-	-	-	-
EBITDA	8,8	9,2	11,8	15,6	12,8	13,7	49%	17,9	26,5	48%	20%	24%	40%	46%
Marża EBITDA	26,9%	27,2%	30,7%	23,7%	26,1%	29,3%	-	27,0%	27,7%	-	-	-	-	-
EBIT	5,3	5,7	8,3	11,8	7,4	8,1	43%	10,9	15,5	42%	18%	23%	35%	45%
Marża EBIT	16,2%	16,8%	21,6%	18,0%	15,1%	17,4%	-	16,5%	16,2%	-	-	-	-	-
Zysk przed opodatkowaniem	4,8	5,5	7,9	11,0	6,2	6,9	26%	10,3	13,0	27%	19%	23%	35%	44%
Marża zysku przed opodatkowaniem	14,8%	16,2%	20,5%	16,7%	12,5%	14,8%	-	15,5%	13,6%	-	-	-	-	-
Zysk netto	3,9	4,3	6,4	8,8	5,0	5,5	30%	8,1	10,5	29%	18%	23%	35%	43%
Marża zysku netto	12,0%	12,6%	16,6%	13,5%	10,1%	11,8%	-	12,3%	10,9%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Alteris odnotował w I pół. 2019 roku 7% wzrost przychodów, jednak w II kwartale były one niższe r/r o 30%, co wynikało z wysokiej bazy za II kw. 2018 r.

Marża operacyjna Grupy wyniosła 16,2% w I pół. 2019 wobec 16,5% w I pół. 2018. W II kw. 2019 r. marża EBIT wzrosła do 17,4% z 16,8% w II kw. 2018. Poprawa rentowności Grupy wynikała głównie z widocznego efektu skali w spółce-matce, przy jednoczesnym negatywnym wpływie Alteris i Vito-Med. Zysk operacyjny Grupy wyniósł 15,5 mln zł po I pół. 2019 rosnąc 42% r/r.

Koszty finansowe netto wzrosły w I pół. 2019 o 1,5 mln zł r/r do 2,5 mln zł, co było skutkiem wzrostu zadłużenia i wprowadzenia MSSF16.

Efektywna stopa podatku dochodowego Grupy wyniosła 20% w I pół. 2019 (płasko r/r). W efekcie zysk netto Grupy wyniósł 10,5 mln zł w I pół. 2019 r. rosnąc 29% r/r.

Spółka wygenerowała 3 mln zł przepływów operacyjnych w II kw. 2019 roku i 7 mln zł w I pół. 2019 r. Dług netto Grupy wyniósł 101 mln zł na koniec I pół. 2019 r.

W czerwcu 2019 r. Grupa nabyła 15% udziałów w spółce Radpoint (25% po umorzeniu udziałów własnych) za 0,9 mln zł (dodatkowo objęła obligacje za 1,1 mln zł). Radpoint oferuje Alterisowi możliwość wejścia na rynek chmurowych rozwiązań IT dla radiologii oferując produkty oparte na *AI* i *Deep Learning*. Potencjalny rynek obejmuje 700-800 szpitali, 400 dużych jednostek, 3 000 mniejszych wyposażonych w RTG i USG, oraz 8 000 małych podmiotów z USG.

2.2. II poł. 2019

Spodziewamy się dobrych wyników Spółki za II poł. 2019. Powinny być one wspierane dalszym rozwojem sieci (w I poł. 2019 r. Spółka rozpoczęła realizację nowej pracowni TK i MR w Elblągu, zakończyła realizację pracowni TK w Bolesławcu, uruchomiła 3T MR w Warszawie, realizowała nowe pracownie MR i TK w Łąncucie zmieniając lokalizacje). Infrastruktura Spółki na koniec br. powinna być powiększona o 4-6/2/1 aparaty MR/TK/SPECT oraz 13 pracowni diagnostyki obrazowej prowadzonych przez Scanix (5/4 TK/MR).

Ponadto wyniki Spółki powinny być wspierane (i) zniesieniem limitów na badania TK i MR (kwiecień 2019), (ii) wprowadzeniem zmiany wycen świadczeń PET-TK i SPECT (wzrost wyceny świadczeń o 3% od 1 lipca 2019 r.), (iii) 5%/10% premią za skrócenie kolejek oczekujących na badania TK i MR. Dodatkowo cały rok konsolidowane są Vito-Med i Exira, a portfel zamówień Alterisu wygląda dość obiecująco.

Tabela 6. Voxel; Kontrakty z NFZ

Oddział NFZ	Termin obowiązywania umowy	Zakres usług świadczonych na bazie umów
Mazowiecki	31.12.2019	MR, TK
Lubelski	planowane postępowania konkursowe	MR, TK
Śląski	30.06.2024	MR, MR, TK, TK, TK, MR, MR*, SPECT (BMN)*
Śląski	30.06.2022	SPECT (TI, BI)*
Podlaski	30.06.2021	PET-TK
Podlaski	30.06.2023	TK
Podkarpacki	23.06.2023	PET-TK, SPECT (BMN), MR, TK, TK, SPECT (TI, BI), MR
Kujawsko-Pomorski	31.12.2022	MR, TK
Łódzki	30.06.2023	MR
Łódzki	30.06.2022	PET-TK
Małopolski	30.06.2023	PET-TK
Małopolski	30.06.2021	MR, MR, TK, SPECT (BMN)*, MR*
Dolnośląski	31.12.2022	MR, TK, TK
Opolski	30.06.2022	PET-TK

* nowe umowy

Źródło: Spółka

2.3. Prognozy finansowe

Biorąc pod uwagę, że Spółka zrealizowała 46%/43% naszej całorocznej prognozy przychodów/zysku netto w I poł. 2019 r. w stosunku odpowiednio do 39%/35% w ub. roku, czujemy się bezpieczni z naszymi rocznymi oczekiwaniami (zakładając mniejszą niż w ub. roku sezonowość badań TK/MR i wysoką w Alterisie).

Nasze prognozy finansowe uwzględniają: (i) kontynuację obecnie obowiązujących umów z NFZ + kilka nowych, (ii) nielimitowane procedury TK i MR w ramach badań refundowanych, (iii) utrzymanie wyceny świadczeń NFZ, 10-15% premię za skrócenie kolejek oczekujących na badania (ten rok), (iv) zwiększenie liczby placówek. Powinno to umożliwić Spółce zwiększenie wolumenów badań TK/MR/PET przynajmniej o 22% r/r, w tym o 28%/15% wolumenu badań MR/TK. Alteris ma szansę na stabilizację przychodów w 2019 roku w stosunku do wysokiej bazy 2018 roku.

Tabela 7. Voxel; Zmiana prognoz DM BOŚ SA

	2019P			2020P			2021P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	206,6	206,6	0%	237,6	234,9	1%	249,8	243,9	2%
EBITDA	57,6	57,6	0%	63,1	62,3	1%	67,0	65,4	2%
EBIT	34,8	34,8	0%	37,7	37,0	2%	40,0	38,4	4%
ZN	23,8	24,2	-2%	26,2	26,3	0%	28,5	27,9	2%
Dług netto	100,3	85,3	18%	75,1	60,2	25%	58,0	43,9	32%

Źródło: DM BOŚ SA

Prognozujemy wzrost tegorocznych przychodów wynikających z akwizycji na poziomie 25 mln zł, z czego Vito-Med powinien wygenerować 19 mln zł, a Exira dołożyć kolejne 6 mln zł. Zakładamy, że udział Scanix w przyszłym roku przekroczy 17 mln zł. Podtrzymujemy naszą prognozę sprzedaży/zysku netto Spółki na poziomie 207/24 mln zł w 2019 roku.

Natomiast zwiększamy wydatki inwestycyjne przewidziane na ten rok z kwoty 34 mln zł do prawie 50 mln zł. Wydatki na działalność inwestycyjną wyniosły 21 mln zł w I poł. 2019 r. Znaczący capex jest powiązany z oczekiwanym wzrostem przychodów w kolejnych okresach. Podnosimy naszą prognozę przychodów Grupy do 238/250 mln zł w 2020/2021, o 1%/2%.

Zakładamy niższy capex w kolejnym roku, jednak należy zwrócić uwagę, że jest on w pełni powiązany z możliwościami generowania przychodów. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji, których Spółka nie ogłosiła, choć należałoby się spodziewać, że takie będą.

Rentowność Grupy powinna być wspierana (i) powstaniem centrum usług wspólnych i grupy zakupowej, (ii) unifikacją zarządów, (iii) restrukturyzacją kosztów ogólnych, (iv) konsolidacją linii produktowych, (v) optymalizacją przepływu pacjentów, (vi) większą skalą wykorzystania urządzeń oraz (vi) poprawą struktury badań (większa dynamika wzrostu przychodów z MR niż z TK).

3. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 8. Voxel; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	177,8	172,7	230,8	266,5	257,3	257,7
Rzeczowe aktywa trwałe	128,8	124,4	161,1	192,4	185,8	187,7
Aktywa niematerialne	8,3	8,4	7,9	12,0	9,5	7,9
Wartość firmy	39,4	39,4	59,4	59,8	59,8	59,8
Majątek finansowy	1,3	0,5	2,4	2,3	2,3	2,3
Majątek obrotowy	45,4	66,4	76,3	82,2	102,6	123,6
Zapasy	5,6	4,8	6,3	7,7	9,0	9,4
Należności handlowe	26,3	31,5	42,8	52,0	59,8	62,8
Pozostałe należności	1,7	2,5	5,4	6,5	7,5	7,9
Inwestycje krótkoterminowe	7,1	8,5	14,2	2,0	2,0	2,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,6	19,1	7,6	14,0	24,4	41,5
Aktywa	223,1	239,1	307,1	348,7	360,0	381,3
Kapitały własne	116,4	130,5	143,3	156,7	172,2	189,1
Zobowiązania	106,7	108,6	163,9	192,0	187,7	192,2
Zobowiązania długoterminowe	44,0	51,1	104,4	133,5	122,7	124,9
Dług odsetkowy	3,7	11,1	19,2	45,2	45,2	45,2
Obligacje	9,9	10,0	34,8	34,8	20,0	20,0
Leasing	0,0	1,7	21,6	21,6	21,6	21,6
Rezerwy, inne	30,4	28,4	28,9	32,0	36,0	38,2
Zobowiązania krótkoterminowe	62,8	57,5	59,5	58,6	65,0	67,3
Dług odsetkowy	10,1	13,3	5,7	5,7	5,7	5,7
Obligacje	10,2	10,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Leasing	0,0	0,7	6,2	6,2	6,2	6,2
Rezerwy, inne	22,2	9,6	22,4	16,1	17,6	18,1
Zobowiązania handlowe	20,3	23,7	24,3	29,8	34,7	36,4
Pasywa	223,1	239,1	307,1	348,7	360,0	381,3
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	0,7	1,2	1,3	1,4	1,6	1,8
Wskaźnik szybki	0,6	1,1	1,2	1,3	1,4	1,7
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	11,5	12,6	9,1	7,6	7,4	7,1
Rotacja zapasów w dniach	20	17	17	17	18	18
Rotacja należności w dniach	83	69	80	84	86	90
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	92	73	72	66	68	71
Cykl obrotu gotówki w dniach	11	14	24	35	36	37
ROA	5,1%	8,6%	8,6%	7,3%	7,4%	7,7%
ROE	9,7%	16,0%	17,1%	15,9%	15,9%	15,8%

* uwzgl. IFRS16

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	120,7	152,2	170,4	206,6	237,6	249,8
Koszt własny sprzedaży	-85,6	-110,5	-122,1	-149,3	-174,0	-182,5
Zysk brutto ze sprzedaży	35,1	41,7	48,3	57,3	63,7	67,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-19,5	-18,8	-19,1	-22,7	-26,1	-27,5
Zysk na sprzedaży	15,6	22,9	29,3	34,6	37,6	39,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,1	3,0	1,7	0,1	0,2	0,2
EBITDA	29,2	39,1	45,3	57,6	63,1	67,0
EBIT	16,7	25,8	31,0	34,8	37,7	40,0
Przychody finansowe	0,9	0,3	0,7	0,2	0,3	0,6
Koszty finansowe	-2,8	-2,8	-3,1	-5,6	-5,7	-5,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	14,8	23,3	29,1	29,4	32,3	35,2
Podatek dochodowy	-3,8	-3,5	-5,7	-5,6	-6,1	-6,7
Zysk netto	11,0	19,8	23,4	23,8	26,2	28,5
Marże:						
EBITDA	24,2%	25,7%	26,6%	27,9%	26,5%	26,8%
Operacyjna	13,8%	17,0%	18,2%	16,8%	15,9%	16,0%
Zysku przed opodatkowaniem	12,3%	15,3%	17,1%	14,2%	13,6%	14,1%
Zysku netto	9,1%	13,0%	13,7%	11,5%	11,0%	11,4%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	-8,6%	26,1%	12,0%	21,2%	15,0%	5,1%
EBITDA	43,7%	33,8%	15,8%	27,1%	9,6%	6,2%
EBIT	-17,9%	54,7%	20,0%	12,1%	8,5%	6,0%
Zysk brutto	-16,7%	57,9%	24,7%	0,9%	10,0%	8,7%
Zysk netto	-23,3%	80,0%	18,0%	1,8%	10,0%	8,7%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA
Tabela 10. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	22,5	35,3	30,3	50,6	57,3	60,9
Zysk brutto	14,8	23,3	29,1	29,4	32,3	35,2
Amortyzacja	12,5	13,3	14,3	22,8	25,4	27,0
Zmiana majątku obrotowego	-3,2	-0,1	-11,3	-6,2	-5,1	-2,2
Pozostałe	-1,7	-1,2	-1,9	4,6	4,8	0,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,1	-6,8	-29,2	-48,2	-9,8	-20,7
Nakłady inwestycyjne	-9,3	-5,8	-29,2	-48,4	-10,1	-21,2
Pozostałe	2,2	-1,0	0,0	0,2	0,3	0,6
Przepływy finansowe	-16,0	-14,1	-12,5	4,1	-37,1	-23,2
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-7,4	-6,0	0,0	20,0	-20,8	-6,1
Wypłata dywidend	-5,8	-5,8	-10,5	-10,4	-10,6	-11,6
Pozostałe	-2,8	-2,3	-2,0	-5,6	-5,7	-5,4
Zmiana środków pieniężnych	-0,7	14,4	-11,5	6,4	10,4	17,1

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Spis treści

1. Wycena	3
2. Wyniki i prognozy finansowe	5
2.1. Wyniki finansowe za I poł. 2019 roku.	5
2.2. II poł. 2019	7
2.3. Prognozy finansowe	7
3. Sprawozdania finansowe	
(MSSF skonsolidowane)	9

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta 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 odroczonego.

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 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	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	35	36	10	8	0
Procenty	39%	40%	11%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	40	8	8	0
Procenty	37%	45%	9%	9%	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 sklasyfikowane 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). 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 cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców 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.

Rekomendacje fundamentalne

Analitik	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	Nie później niż 21.07.2020	18%	24%	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	↑

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

Rekomendacje relatywne

Analitik	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	Nie później niż 21.07.2020	28,00	24%
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	-

* 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/gpwa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 11 września 2019 r., godz. 8:30.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 11 września 2019 r., godz. 8:40.

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

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ 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

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

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

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

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

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

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

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

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

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Marcin Sielicki
Asystent Analityka

Copyright © 2019 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