

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

Voxel

Wyniki Spółki w IV kw. 2019

Spółka opublikowała swoje wyniki finansowe za IV kw. br. wczoraj po sesji. Są one zbliżone do naszych oczekiwań na poziomie EBITDA i nieco niższe na poziomie zysku netto, głównie z uwagi na zdarzenie jednorazowe (0,5 mln zł) i wyższe koszty finansowe niż zakładaliśmy (jednorazowa wycena/ odpis pożyczki i należności w kwocie 1,1 mln zł).

Wyniki są wspierane (i) kontynuacją obecnie obowiązujących umów z NFZ i pojawieniem się nowych, (ii) zwiększeniem liczby placówek (m.in. o pracownię MR w Limanowej, MR w Gliwicach, PET-TK w Jeleniej Górze, SPECT w Krakowie, 3T MR i TK w Warszawie, MR i TK w Elblągu, TK w Bolesławcu, MR i TK w Łąncucie (zmiana lokalizacji)), (iii) nielimitowanymi procedurami TK i MR w ramach badań refundowanych (od kwietnia 2019), (iv) wprowadzeniem zmiany wycen świadczeń PET-TK i SPECT (wzrost o 3% od 1 lipca 2019 r.).

Liczba badań. Na koniec IV kw. 2019 roku w Voxelu było: (i) 15 pracowni TK, (ii) 18 pracowni MR, (iii) 7 pracowni PET-TK i (iv) 4 pracowni SPECT. Wolumeny badań TK, MR, PET wzrosły o 17% r/r w IV kw. 2019 do 58,8 tys. badań, wobec 58,2 tys. spodziewanych przez nas (48,8 tys./ 58,3 tys./ 59,4 tys. w I kw./ II kw./ III kw. 2019, +9/ +37%/ +26% r/r). Liczba badań TK/ MR/ PET wyniosła 23,1/ 32,8/ 2,9 tys. (+7%/ +25%/ +11% r/r), przy wzroście przychodów do 6,4/ 15,9/ 8,8 mln zł (+3%/ +17%/ +13% r/r) w IV kw. ub. r.

Grupa wykonała 275 tys. badań w 2019 r., więcej 15% r/r, w tym 225 tys. badań TK, MR, PET (+22% r/r). W 2019 r. Exira zrealizowała 477 procedur gamma, 23% więcej r/r i 4,2 tys. MR, płasko r/r.

Sprzedaż. Przychody Voxela (włączając Hannah) wzrosły o 14% r/r do 36 mln zł, kolejne 2/6 mln zł zostało wygenerowane przez Exirę/Vito-Med.

7/2019/GPW (20) 23 marca, 2020

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Sektor: Ochrona zdrowia

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)

Kurs: 27,0 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 39,5 zł (→)

Kapitalizacja: 66,1 mln US\$

Bloomberg: VOX PW

Średni obrót dzienny: 0,022 mln US\$

12M przedział kursowy: 24,80-34,00 zł

Free float: 51%

Skorygowane zyski

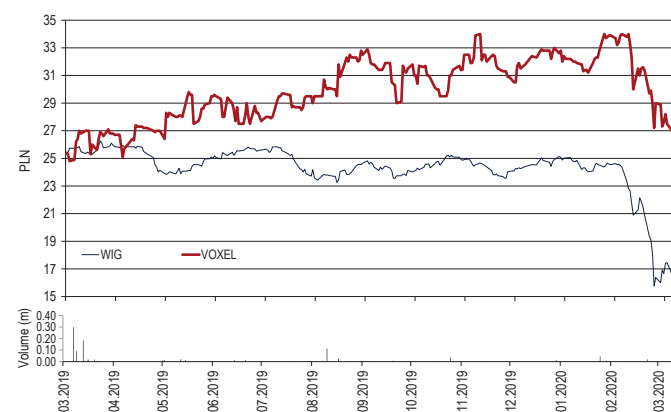
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	170,4	211,7	256,8	266,9
EBITDA	mln zł	45,3	57,2	68,4	73,3
EBIT	mln zł	31,0	34,3	40,3	42,8
Zysk netto	mln zł	23,4	23,0	27,4	29,7
EPS	zł	2,2	2,2	2,6	2,8
Zmiana EPS r/r	%	18	-2	20	8
Dług netto	mln zł	55,9	106,4	102,2	85,6
P/E	x	12,1	12,3	10,3	9,5
P/CE	x	7,5	6,2	5,1	4,7
EV/EBITDA	x	7,5	6,8	5,6	5,0
EV/EBIT	x	10,9	11,4	9,6	8,6
DPS	zł	1,00	0,99	1,04	1,16
Stopa dywidendy brutto	%	3,7	3,7	3,8	4,3
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2020: 26 maja
2. Skonsolidowany raport za I pół. 2020: 21 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2020: 23 listopada

Spadek o 13% r/r sprzedaży w Alterisie, do 33 mln zł, wynikał z wysokiej bazy w IV kw. 2018 r. i przesunięcia realizacji niektórych projektów na 2020 r. Przychody Grupy wyniosły 67 mln zł w IV kw. ub. r. rosnąc 3% r/r.

Tabela 1. Voxel; Wyniki finansowe za IV kw. 2019 vs prognozy

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2018					2019					Wyniki vs		zmiana		zmiana	
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.		I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	IV kw. P	prognozy	r/r	2018	2019	2019P	r/r
Sprzedaż w	32,6	33,8	38,5	65,6		49,1	46,6	48,6	67,3	70,4	→	3%	170,4	211,7	214,7	24%
Zysk na sprzedaży	4,8	5,6	7,2	11,7		7,2	7,8	8,5	10,0	10,8	→	-14%	29,3	33,6	34,4	15%
Marża zysku na sprzedaży	14,9%	16,7%	18,6%	17,8%		14,7%	16,8%	17,5%	14,9%	15,4%	-	-	17,2%	15,9%	16,0%	-
EBITDA	8,8	9,2	11,8	15,6		12,8	13,7	14,6	16,2	16,9	→	4%	45,3	57,2	58,0	26%
Marża EBITDA	26,9%	27,2%	30,7%	23,7%		26,1%	29,3%	30,0%	24,0%	24,1%	-	-	26,6%	27,0%	27,0%	-
EBIT	5,3	5,7	8,3	11,8		7,4	8,1	8,8	10,0	11,1	→	-15%	31,0	34,3	35,4	11%
Marża EBIT	16,2%	16,8%	21,6%	18,0%		15,1%	17,4%	18,1%	14,8%	15,8%	-	-	18,2%	16,2%	16,5%	-
Zysk przed opodatkowaniem	4,8	5,5	7,9	11,0		6,2	6,9	7,6	7,8	9,9	↓	-29%	29,1	28,5	30,5	-2%
Marża zysku przed opodatkowaniem	14,8%	16,2%	20,5%	16,7%		12,5%	14,8%	15,6%	11,6%	14,0%	-	-	17,1%	13,4%	14,2%	-
Zysk netto	3,9	4,3	6,4	8,8		5,0	5,5	6,0	6,5	7,9	↓	-27%	23,4	23,0	24,4	-2%
Marża zysku netto	12,0%	12,6%	16,6%	13,5%		10,1%	11,8%	12,4%	9,6%	11,3%	-	-	13,7%	10,9%	11,4%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wyniki. Zysk na sprzedaży Grupy wyniósł 10 mln zł w IV kw. 2019 i okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami w wysokości 10,8 mln zł. Spadek tej pozycji w ujęciu r/r wynikał z wprowadzonego w ub. roku zniesienia limitów na badania TK i MR (przychody z badań wykazywane w momencie realizacji, inaczej niż w 2018). Zakładaliśmy nieco wyższe pozostałe przychody operacyjne i nieco niższą amortyzację. Jednak zarówno EBITDA, jak i EBIT Spółki są bliskie naszym oczekiwaniam, zwłaszcza, że są one zaniżone przez karę umowną w wysokości 0,5 mln zł (zaksięgowaną w IV kw. 2019).

Marża. Marża EBIT wyniosła 14,8% w IV kw. ub. r. w stosunku do 18,0% w IV kw. 2018 i 18,1% w III kw. 2019. Spadek marży wynika ze zmian r/r w strukturze Grupy (akwizycje mniej rentownych podmiotów), wyników nowych pracowni (mniejsze wykorzystanie), wzrostu kosztów usług medycznych oraz większej liczby badań refundowanych kosztem prywatnych.

Koszty finansowe. Koszty finansowe Grupy wyniosły 2,2 mln zł (spodziewaliśmy się 1,3 mln zł) w IV kw. 2019 w porównaniu do 0,8 mln zł rok temu. Wzrost ten wynikał z rosnącego zadłużenia i wprowadzenia standardu IFRS16. Ponadto, wyższe koszty finansowe wynikały z jednorazowej wyceny/ odpisu pożyczki i należności (1,1 mln zł). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 18% w IV kw. 2019 (19% w IV kw. 2018).

Zysk netto. Zysk netto Grupy wyniósł 6 mln zł w IV kw. 2019 (-27% r/r) i był nieco niższy niż nasza prognoza. Wynikało to z kosztu jednorazowego na

poziomie 0,5 mln zł i wyższych niż zakładaliśmy kosztów finansowych.

Dług netto. Dług netto Grupy wyniósł 110 mln zł na koniec 2019 r. rosnąc z 56 mln zł na koniec 2018 r. i był w pełni zgodnym z naszymi założeniami.

COVID-19. Spółka oczekuje wpływu koronawirusa na wyniki. Spodziewana jest mniejsza liczba badań diagnostycznych – badania pilne są jednak wykonywane na bieżąco. Ponadto, Grupa prowadzi pracownię na terenie 4 szpitali zakaźnych, a jedna pracownia jest podwykonawcą dla takiego szpitala. Badania zostały wstrzymane w jednej pracowni zlokalizowanej w Warszawie i jednej w Łańcucie. Liczba badań będzie też mniejsza z uwagi na dezynfekcje i dłuższy okres przerw między badaniami.

Powyżej wymienione negatywne czynniki Spółka chce niwelować zmianą grafików, wysyłaniem pracowników na urlopy. Ponadto, Ministerstwo Zdrowia umożliwiło w okresie przejściowym utrzymanie porównywalnych miesięcznych płatności z tytułu realizacji umów z NFZ w wysokości 1/12 rocznego planu. Zatem Voxel i Vito-Med będą otrzymywały comiesięczne wpływy od NFZ za badania, które mogą być zrealizowane w kolejnych miesiącach. Dodatkowo, badania wykazują, że TK jest pomocne w diagnostyce i ocenie skutków COVID-19, co może się przełożyć na częstsze wykonywanie tych badań. Wpływ pandemii na działalność Vito-Med i Exira jest ograniczony z uwagi na zakres terapii pacjentów (świadczenia pilne i onkologiczne). Alteris może odczuwać ograniczenie zakresu prac budowlanych i dostaw sprzętu, jednak okres obecny nie jest zwykle sezonowo dobry.

Podsumowanie. Wyniki Spółki są bliskie naszym oczekiwaniom. Uważamy, że w obecnej sytuacji epidemiologicznej kluczowe będą dalsze rozwiązania w zakresie pomocy medycznej. W krótkim okresie Spółka może odczuć negatywne skutki COVID-19. Jednak zakładamy, że po ustaniu epidemii nastąpi duży wzrost liczby badań. Uważamy też, że może pojawić się większe zapotrzebowanie na badania TK. Zwracamy uwagę, że nasze krótkoterminowe prognozy dla Spółki będą musiały być zrewidowane.

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.

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 odroczonech.

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	32	38	5	13	0
Procenty	36%	43%	6%	15%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	30	31	14	13	0
Procenty	34%	35%	16%	15%	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). 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

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	Nie później niż 21.07.2020	0%	55%	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	-	→	-	23.03.2020	24.03.2020	-	-	-	27,00	39,50	→

* 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	Nie później niż 21.07.2020	28,00	55%
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	-	→	-	23.03.2020	24.03.2020	-	27,00	-

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 24 marca 2020 r., godz. 8:40.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 24 marca 2020 r., godz. 8:50.

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

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

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

Marcin Kozerski

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

Marcin Stosio

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

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylvia 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
(Budownictwo, materiały budowlane,
dobra konsumenckie)

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