

9/2020/GPW (28) 14 kwietnia, 2020

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

Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Voxel

Sektor: Ochrona zdrowia
Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (→)
Rekomendacja relatywna: Przeważaj (→)
Kurs: 27,00 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 34,0 zł (↓)

Kapitalizacja: 68,1 mln US\$
Bloomberg: VOX PW
Średni obrót dzienny: 0,0255 mln US\$
12M przedział kursowy: 25,10-34,00 zł
Free float: 51%

Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy naszą długoterminową rekomendację fundamentalną Kupuj dla Spółki, a także krótkoterminowe relatywne zalecenie Przeważaj.

Krótkoterminowy wpływ pandemii COVID-19 na wyniki Spółki jest znaczący. Aktualnie realizowane są jedynie najbardziej pilne świadczenia medyczne. Zatem po prawdopodobnie słabszych r/r wynikach Grupy w I kw. 2020P, nie zdziwi nas strata na poziomie netto w II kw. Jednak pandemia nie ograniczy potrzeb medycznych społeczeństwa, a wręcz przeciwnie – może je zwiększyć. Grupa jest sprawna operacyjnie i może, w dużym stopniu, wykonywać badania całodobowo. Zatem po opanowaniu pandemii zmaterializuje się, w naszej opinii, odroczonego popytu na badania oferowane przez Spółkę, który naszym zdaniem powinien pojawić się bezzwłocznie po uruchomieniu podmiotów podstawowej opieki medycznej i przychodni specjalistycznych, które wydają skierowania. Może się ujawnić dodatkowy popyt na badania TK w związku ze specyfiką COVID-19.

Zakładając, że Grupa będzie otrzymywała na bieżąco zaliczki na poczet świadczeń NFZ (na poziomie 1/12 rocznego planu) nie spodziewamy się problemów w sytuacji płynnościowej. Uważamy, że w obecnej sytuacji epidemiologicznej kluczowe będą dalsze rozwiązania w zakresie pomocy medycznej. Pomocny dla Grupy byłby wydłużony czas rozliczeń zaliczek oraz wydłużenie okresu pożyczek. Zakładamy, że Spółka będzie przesuwiała inwestycje i skupi się na akumulowaniu środków w obecnej chwili. Wydaje się, że brak pełnej aktywności do około 3 miesięcy Spółka jest w stanie „odrobić” w kolejnych miesiącach bez dużego wpływu na wynik. Pomimo tego, zachowujemy ostrożność i obniżamy nasze krótkoterminowe prognozy dla

Skorygowane zyski

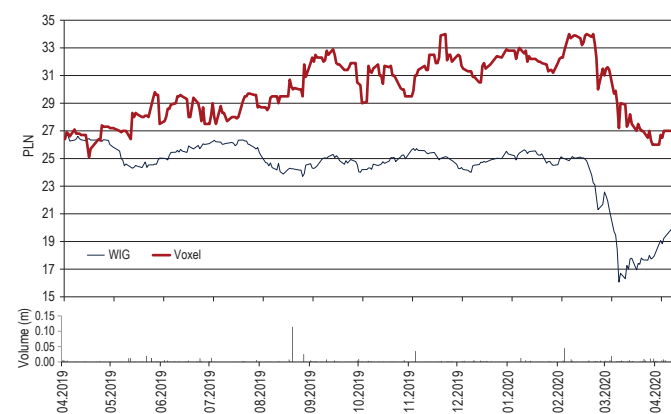
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	211,7	237,5	258,9	268,4
EBITDA	mln zł	57,2	59,0	70,3	72,9
EBIT	mln zł	34,3	31,2	41,4	41,4
Zysk netto	mln zł	22,9	20,4	28,8	29,3
EPS	zł	2,2	1,9	2,7	2,8
Zmiana EPS r/r	%	-2	-11	41	2
Dług netto	mln zł	106,4	112,8	91,1	74,0
P/E	x	12,4	13,9	9,9	9,7
P/CE	x	6,2	5,9	4,9	4,7
EV/EBITDA	x	6,8	6,7	5,3	4,9
EV/EBIT	x	11,4	12,7	9,1	8,6
DPS	zł	0,99	0,44	0,85	1,21
Stopa dywidendy brutto	%	3,7	1,6	3,2	4,5
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

Grupy. Pragniemy też zwrócić uwagę, że dopóki problem pandemii nie zostanie rozwiązany poprzez wynalezienie leku lub szczepionki, obecna sytuacja może się powtórzyć, chociażby jesienią. Zatem nasze prognozy finansowe obciążone są dużym ryzykiem.

Wycena

Uaktualnienie prognoz finansowych skutkuje spadkiem wyceny w horyzoncie 12 miesięcy, będącej złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, do 34 (z 39,5) zł na akcję Spółki (o 14%). Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości

39 (poprzednio 41) zł, zaś wycena metodą porównawczą 29 (poprzednio 38) zł na akcję. Wydaje się, że aktualnie wycena Spółki oparta o prognozy na 2020 rok nie jest optymalna, co wynika z dwóch powodów, mianowicie jednorazowego wpływu pandemii (i) na wyniki Spółki oraz (ii) na notowania i wskaźniki innych podmiotów w sektorze.

Tabela 1. Voxel; Model DCF

	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%
Premia za ryzyko na rynku akcji	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
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Wymagana stopa zwrotu	9,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,4%	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%
Efektywna stopa podatkowa	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)								
Udział kapitału akcyjnego	77%	82%	82%	83%	83%	83%	83%	86%
Udział długu	23%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	14%
Koszt kapitału własnego	9,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,4%	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%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	8,3%	8,5%	8,4%	8,3%	8,4%	8,1%	8,1%	8,2%
Prognozy finansowe (mln zł)								
Sprzedaż	258,9	268,4	277,8	287,4	295,5	304,0	312,7	321,7
EBIT	41,4	41,4	43,3	44,4	45,0	45,5	46,3	46,8
NOPLAT (PLN m)	33,5	33,5	35,1	36,0	36,5	36,9	37,5	37,9
Amortyzacja (PLN m)	29,0	31,5	32,1	33,6	35,3	37,1	38,6	40,6
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	21,1	23,4	23,8	24,9	26,3	27,9	29,2	30,8
Leasing	7,8	8,1	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,7
Zmiana kapitału pracującego	-3,2	-0,8	-1,1	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Wydatki inwestycyjne	-19,2	-22,1	-24,7	-25,0	-26,7	-28,2	-29,8	-31,3
Płatności leasingowe	-7,8	-8,1	-8,4	-8,7	-8,9	-9,2	-9,5	-9,7
FCFF	32,2	34,0	33,1	34,9	35,4	35,8	36,0	36,7

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 2. Voxel; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	8,2%
Wartość rezydualna	512,1
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	278,0
Bieżąca wartość FCFF	201,1
Udziały mniejszości	4,0
Wartość Firmy	475,1
Zadłużenie netto (bez uwzgl. IFRS 16)	72,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	4,6
Wartość kapitału akcyjnego	407,3
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	38,8

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

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

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%
0,0%	36,5	35,9	35,3	34,8	34,3
0,5%	38,3	37,6	36,9	36,3	35,7
1,0%	40,3	39,5	38,8	38,1	37,4
1,5%	42,7	41,8	40,9	40,1	39,3
2,0%	45,5	44,4	43,3	42,4	41,5

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Medica Group	14,3	12,4	10,7	8,1	6,5	b.d.	8,5	7,1	b.d.
Integral Diagnostics	18,5	16,1	13,6	10,4	8,9	7,7	15,2	12,7	10,4
Centro De Imagem Diagnosticos	19,2	16,7	12,6	6,1	5,9	5,4	10,8	8,7	7,5
Medpace Holdings	24,5	20,2	18,3	18,4	14,4	12,2	17,0	14,7	13,0
BML	17,2	16,2	15,3	4,3	3,7	3,1	b.d.	b.d.	b.d.
Spire Healthcare Group	13,7	11,5	13,7	6,8	5,7	8,0	14,4	10,6	14,7
Laboratory Corporation of America	13,5	12,4	11,4	7,2	8,9	8,1	8,7	10,8	9,4
Cardinal Health	9,3	9,1	8,7	6,7	6,5	6,3	7,9	8,1	7,8
Amerisourcebergen	11,4	10,9	10,2	7,3	6,3	5,6	8,3	7,3	6,3
Alfresa	13,6	13,5	12,9	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
China National Accord Medi-B	10,9	9,4	b.d.	4,9	4,2	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Jointown Pharmaceuticals	16,6	14,7	b.d.	11,9	12,4	b.d.	14,6	18,5	b.d.
Medipal Holdings	14,9	14,2	12,3	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Mckesson	8,0	8,3	8,0	6,4	6,0	5,6	7,4	6,8	6,3
Bayer	8,1	7,2	6,6	6,9	6,1	5,4	10,8	9,0	7,5
Synektik	7,3	5,9	b.d.	4,0	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Mediana	13,6	12,4	12,3	6,8	6,3	6,0	10,8	9,0	7,8
Voxel	13,9	9,9	9,7	6,7	5,3	4,9	12,7	9,1	8,6
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	26,5	33,9	34,3	27,7	33,8	34,3	21,3	26,9	23,7
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	29,2								

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Sektor ochrony zdrowia; rentowności spółek

Spółka	marża EBITDA			marża EBIT			marża ZN		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Medica Group	26%	26%	25%	25%	24%	22%	16%	16%	17%
Integral Diagnostics	23%	23%	24%	16%	16%	18%	10%	10%	11%
Centro De Imagem Diagnosticos	25%	23%	22%	14%	16%	16%	6%	6%	7%
Medpace Holdings	17%	18%	17%	18%	17%	16%	14%	14%	13%
BML	13%	13%	14%	b.d.	b.d.	b.d.	6%	6%	6%
Spire Healthcare Group	14%	16%	17%	7%	9%	9%	3%	3%	3%
Laboratory Corporation of America	17%	18%	18%	14%	14%	15%	9%	9%	10%
Cardinal Health	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Amerisourcebergen	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Alfresa	2%	2%	2%	b.d.	b.d.	b.d.	1%	1%	1%
China National Accord Medi-B	4%	4%	b.d.	4%	4%	b.d.	3%	3%	b.d.
Jointown Pharmaceuticals	4%	4%	b.d.	3%	3%	b.d.	2%	2%	b.d.
Medipal Holdings	2%	2%	2%	2%	2%	b.d.	1%	1%	1%
Mckesson	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
Bayer	28%	29%	30%	18%	20%	22%	15%	17%	18%
Synektik	17%	18%	b.d.	14%	15%	b.d.	11%	12%	b.d.
Mediana	13%	15%	17%	10%	12%	10%	4%	5%	6%
Voxel	25%	27%	27%	13%	16%	15%	9%	11%	11%

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Prognoza wyników na I kw. 2020

Skonsolidowany raport Spółki za I kw. 2020 r. zostanie opublikowany 16 maja.

Wyniki Grupy znalazły się pod wpływem pandemii już w I kw. 2020. O ile zakładamy, że w styczniu i lutym Grupa pracowała przy pełnych mocach (wyższych r/r), to w marcu przyjmujemy stopniowe obniżanie popytu na badania. Zakładamy, że jedynie pilne badania wykonywane były na bieżąco. Ponadto Grupa prowadzi pracownie na terenie 4 szpitali zakaźnych, a jedna pracownia jest podwykonawcą dla takiego szpitala, co również ograniczyło zasoby Grupy. Dodatkowo badania zostały wstrzymane w jednej pracowni zlokalizowanej w Warszawie i jednej w Łąncucie. Warto też zwrócić uwagę, że liczba badań zmniejszyła się z uwagi na dezynfekcje i wydłużenie przerw między badaniami. Spółka starała się neutralizować powyżej wymienione negatywne czynniki zmianą grafików, a także wysyłaniem pracowników na urlopy.

Zakładamy ograniczony wpływ pandemii na działalność Vito-Medu i Exiry z uwagi na zakres terapii pacjentów (świadczenia pilne i onkologiczne), zwłaszcza jeszcze w marcu. Nie zakładamy wpływu pandemii na Alteris w I kw. 2020, gdyż prace budowlane i dostawy sprzętu odbywały się w sposób niezakłócony. Jednak należy pamiętać, że I kw. jest sezonowo słaby dla tego podmiotu, a ubiegłoroczna baza wysoka.

Prognozujemy wolumeny badań TK/ MR/ PET na poziomie 22 634/ 28 074/ 2 908, +10%/ +10%/ +6%, w sumie 53 615 badań, +10% r/r, w I kw. 2020. Prognozujemy 35,7 mln zł przychodów jednostkowych w Voxelu, +14% r/r. Ponadto zakładamy, że Rezonans Powiśle i Scanix (konsolidowane od tego roku) dołożą odpowiednio 1 mln zł i 4 mln zł. Zakładamy około 2 mln zł przychodów dodanych przez Exirę i 5 mln zł przez Vito-Med w I kw. 2020 r. Alteris miał dość wysokie przychody w I kw. 2019 r., a w I kw. 2020 r. spodziewamy się ich 44% spadku r/r, do 7 mln zł. Reasumując prognozujemy w omawianym kwartale 56 mln zł przychodów Grupy, po 13% wzroście r/r.

Rentowność będzie pod wpływem zmian struktury Grupy i wykonywanych badań (przesunięcie badań z prywatnych do mniej rentownych refundowanych, które stanowiły 68% przychodów Voxel w 2019 r. wobec 61% w 2018 r.). Jednak kluczowy wpływ będzie miało ograniczenie wzrostu przychodów w marcu. Jedynie część kosztów usług obcych i wynagrodzenia personelu może zostać ograniczona (koszty usług medycznych w ramach działalności gospodarczej stanowiły 17% przychodów i 21% kosztów rodzajowych w ub. r.). Ponadto Grupa musiała zwiększyć znacząco wydatki na środki ochrony osobistej.

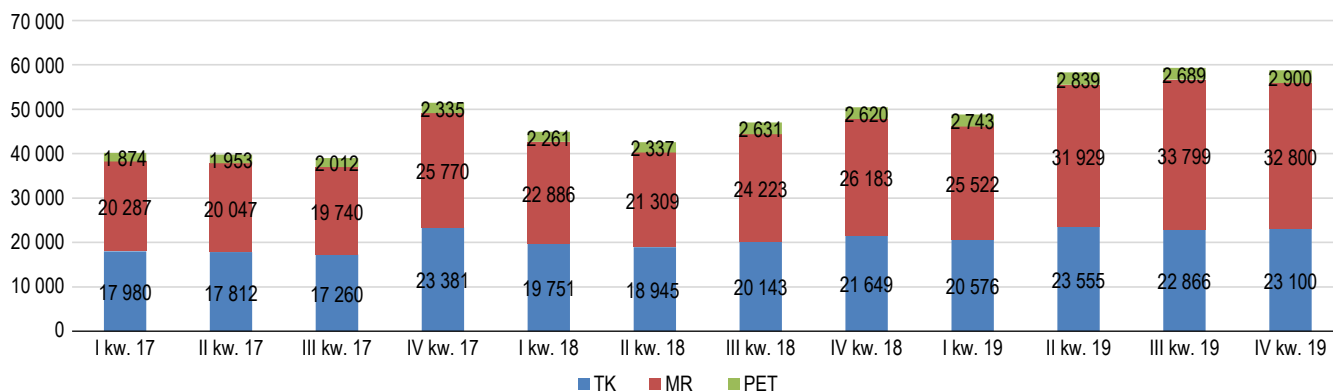
Prognozujemy EBIT/ ZN Grupy w wysokości 6 mln zł/ 4 mln zł w I kw. 2020, po 15%/ 16% spadku r/r.

Tabela 6. Voxel; Prognozy finansowe na I kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw. 19	II kw. 19	III kw. 19	IV kw. 19	I kw. 20P	zmiana r/r	2019	2020P	zmiana r/r
Sprzedaż	49,1	46,6	48,6	67,3	55,6	13%	211,7	237,5	12%
Zysk na sprzedaży	7,2	7,8	8,5	10,0	6,1	-15%	33,6	30,2	-10%
Marża zysku na sprzedaży	14,7%	16,8%	17,5%	14,9%	11,0%	-	15,9%	12,7%	-
EBITDA	12,8	13,7	14,6	16,2	13,2	3%	57,2	59,0	3%
Marża EBITDA	26,1%	29,3%	30,0%	24,0%	23,8%	-	27,0%	24,9%	-
EBIT	7,4	8,1	8,8	10,0	6,3	-15%	34,3	31,2	-9%
Marża EBIT	15,1%	17,4%	18,1%	14,8%	11,4%	-	16,2%	13,1%	-
Zysk przed opodatkowaniem	6,2	6,9	7,6	7,8	5,2	-15%	28,5	25,5	-10%
Marża zysku przed opodatkowaniem	12,5%	14,8%	15,6%	11,6%	9,4%	-	13,4%	10,7%	-
Zysk netto	5,0	5,5	6,0	6,4	4,2	-16%	22,9	20,4	-11%
Marża zysku netto	10,1%	11,8%	12,4%	9,5%	7,5%	-	10,8%	8,6%	-

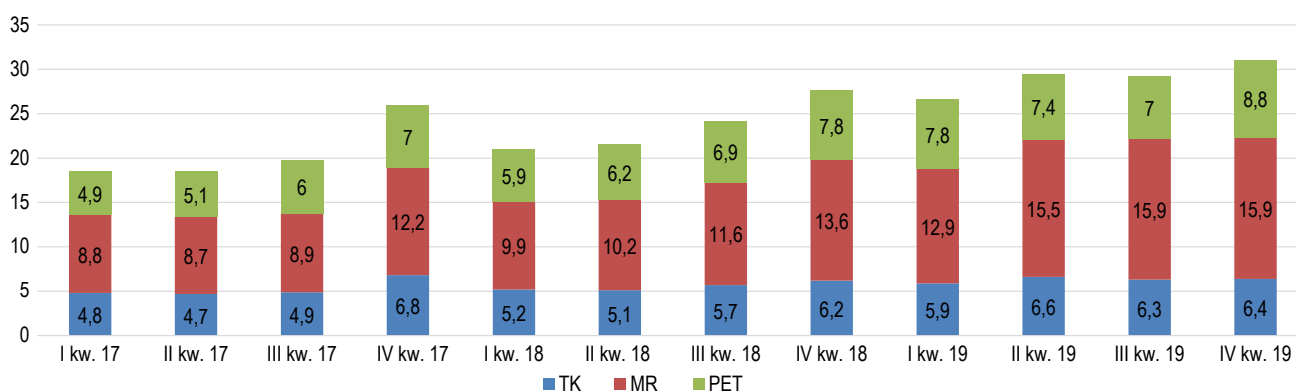
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Wykres 1. Voxel; Kwartalna liczba badań



Źródło: Spółka

Wykres 2. Voxel; Kwartalne przychody z badań (mln PLN)



Źródło: Spółka

Prognozy finansowe na 2020 rok

Aktualizujemy nasze prognozy finansowe dla Grupy uwzględniając: (i) obecną sytuację epidemiologiczną (zmniejszenie liczby badań do czerwca), (ii) kontynuację obecnie obowiązujących umów z NFZ, (iii) limity dla procedur TK/ MR w ramach badań refundowanych ustalane na bazie wykonania za ub.r., kiedy były czasowo zniesione, (iv) utrzymanie wycen świadczeń NFZ, (v) zwiększenie liczby placówek, (vi) konsolidację nowo nabytego podmiotu Rezonans Powiśle oraz Scanixu od stycznia. Prognozujemy wzrost tegorocznych przychodów Grupy do 237,5 mln zł, o 12% r/r, uwzględniając przychód rzędu 23 mln zł wynikający z akwizycji (Scanix i Rezonans Powiśle). Zakładamy 2% organiczny wzrost przychodów r/r Grupy w br.

Obecnie obniżony popyt uważamy za odroczony, a nie utracony. Sposób uzyskiwania płatności przez Spółkę znacząco się poprawił w ujęciu r/r. Ponadto zmianie uległ sposób finansowania badań

PET przez szpitale, co powinno pobudzać wzrost liczby ich wykonywania. Zatem zakładamy duży organiczny wzrost przychodów w kolejnym roku (nie zakładamy akwizycji).

Pragniemy zwrócić uwagę, że limity na badania TK i MR w br. zostały ustalone na bazie wykonania za 2019 r., czyli na wysokim poziomie i Spółka powinna dostawać takie zaliczki, co zabezpiecza jej sytuację płynnościową. Ponadto wpływ pandemii na działalność Vito-Med i Exira jest ograniczony z uwagi na zakres terapii pacjentów (świadczenia pilne i onkologiczne). Alteris nie odczuwa, jak na razie, ograniczenia zakresu prac budowlanych i dostaw sprzętu. Jednak logiczne wydaje się w obecnej sytuacji kumulowanie środków gotówkowych. Zatem zakładamy niższe niż uprzednio wydatki na program inwestycyjny w 2020 roku i obniżamy nasze oczekiwania odnośnie dywidendy. Wydaje się, że będzie ona uzależniona od tempa powrotu do stanu „normalnego”, co jest obecnie trudne do przewidzenia.

Tabela 7. Voxel; Zmiana prognoz DM BOS SA

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2020P			2021P		
	obecne	poprzednie	zmiana	obecne	poprzednie	zmiana
Sprzedaż	237,5	256,8	-8%	258,9	266,9	-3%
EBITDA	59,0	68,4	-14%	70,3	73,3	-4%
EBIT	31,2	40,3	-23%	41,4	42,8	-3%
ZN	20,4	27,4	-26%	28,8	29,7	-3%
Dług netto	112,8	102,2	10%	91,1	85,6	6%

Źródło: prognozy DM BOS SA

Prognozujemy EBIT/ zysk netto Grupy na poziomie 31/ 20 mln zł (niżej o 23%/ 26% w stosunku do poprzedniej prognozy) w 2020 r.

Rentowność Grupy w dłuższym okresie 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 (vii) poprawą struktury badań (większa dynamika wzrostu przychodów z MR niż z TK). Jednak cały czas odczuwalna będzie silna presja na wzrost kosztów wynagrodzeń ze strony personelu medycznego (lekarzy, pielęgniarek) oraz pracowników IT. Ponadto nowe placówki potrzebują czasu na uzyskanie oczekiwanych parametrów wynikowych. Jednak w br. rentowność będzie pod presją kosztów stałych i zwiększonych wydatków na zakup materiałów dezynfekujących oraz środków ochrony osobistej.

Czynniki rozwoju w 2020; podsumowanie wyników za 2019 rok

Popyt. Spółce sprzyja: (i) wprowadzenie w ub. r. nielimitowanych procedur TK i MR w ramach badań refundowanych, które zostały utrzymane w 2020 r., (ii) przedłużenie wszystkich dotychczasowych i zawarcie 4 nowych umów z NFZ (do 2024 r.), (iii) utrzymanie wycen na obecnym poziomie, (iv) wzrost wycen badań PET-TK i SPECT o 3% od lipca 2019 r., (v) wprowadzenie od 1 października 2019 r. przepisów zmieniających zasady rozliczania pakietu onkologicznego (realizacja badania PET-TK w ramach diagnostyki pogłębionej i jego rozliczenie w ramach pakietu), co powinno przełożyć się na wzrost wolumenów tych badań.

Rosnąca infrastruktura. W skład Grupy wchodziło na koniec 2019 r. (i) 15 pracowni TK, (ii) 18 pracowni MR, (iii) 7 pracowni PET-TK, z których 5 wykonywało badania refundowane, (iv) 4 pracownie SPECT,

z których 3 z umowami z NFZ, a kolejna do tego przygotowywana. Infrastruktura Spółki była sukcesywnie powiększana: (i) w IV kw. 2018 r. o 3 MR (Limanowa, Gliwice, Warszawa), 1 TK (Warszawa), 2 PET-TK (Warszawa, Jelenia Góra), 2 urządzenia SPECT (Jelenia Góra, Kraków), (ii) w I kw. 2019 r. o SPECT w szpitalu w Krakowie, (iii) w II kw. ub. r. o 3T MR w szpitalu w Warszawie (iv) w III kw. ub. r. o MR i TK w Elblągu. Ponadto infrastruktura została powiększona o pracownie diagnostyczne Scanix (4 TK i 3 MR) w 5 lokalizacjach na terenie Śląska i Rezonans Powiśle (docelowo 3 MR). Efekty pracy poszczególnych urządzeń są stopniowo widoczne w wynikach Grupy.

Voxel wykonał 275 tys. badań, +15% r/r w 2019 r., z czego ponad 225 tys. stanowiły badania TK, MR, PET-TK (odpowiednio 90 tys./ 124 tys./ 11 tys. i 6 tys. procedur SPECT). Przychody jednostkowe Voxel w ub. roku wzrosły 21% r/r.

Exira zrealizowała w ub. r. 477 procedur gamma, po 23% wzroście r/r. Ponadto wykonała 4,2 tys. badań MR, płasko r/r. Spowodowało to wzrost przychodów i EBITDA odpowiednio o 21% r/r i 24% r/r do 8,5 mln zł i 4,3 mln zł, a marża EBITDA osiągnęła 51%. W podmiocie tym jest planowana wymiana źródła GK i unowocześnienie aparatu MR w br. Może to oznaczać zamknięcie placówki w okresie wakacyjnym, ale powinno skutkować znacznie wyższą efektywnością aparatu. Zakładamy w 2020 r. ok. 9 mln zł na wydatki inwestycyjne związane z tym projektem.

Vito-Med wygenerował przychody w wysokości 21 mln zł i EBITDA w okolicy zera w 2019 r. Zakładamy stabilizację przychodów, przy docelowej poprawie rentowności. Podmiot ten rozszerzył ofertę diagnostyczną o usługi terapeutyczne w ub. r., uruchomił oddział rehabilitacji neurologicznej od 1 lipca ub. r. i prowadzi restrukturyzację kosztową. Planowane wydatki inwestycyjne Vito-Medu w 2020 wynoszą 1 mln zł.

Alteris zrealizował w ub. roku 11 kompleksowych projektów (tyle samo, co w 2018 r.), przy spadku przychodów o 8% r/r z uwagi na przesunięcie realizacji niektórych projektów na 2020 r. Przychody Alterisu z tytułu dostaw sprzętu medycznego, oprogramowania, budowy pracowni medycznych pod klucz, klatek Faradaya oraz pozostałych usług wyniosły w ub. roku 50 mln zł.

W styczniu br. Voxel nabył 60% udziałów w **Rezonansie Powiśle**, który prowadzi usługi diagnostyki rezonansowej w dwóch ośrodkach – szpitalu w Dąbrowie Tarnowskiej i Brzesku na bazie umów z NFZ. Podmiot ten wygenerował 4,6 mln zł przychodów i 2,4 mln zł EBITDA w 2019 r. Grupa planuje uruchomić jeszcze jeden MR w ramach tego podmiotu.

Scanix, konsolidowany metodą pełną od stycznia 2020 roku (Grupa posiada 82% udziałów), prowadzi działalność w pięciu lokalizacjach, gdzie wykonuje badania MR i TK w ramach umów z NFZ i komercyjnie. Scanix w 2019 roku wygenerował przychody w wysokości 16,9 mln zł.

Wyniki finansowe Grupy za 2019 r. Przychody Grupy wyniosły 211,7 mln zł w 2019 r., rosnąc 24% r/r. Zysk na sprzedaży Grupy wyniósł 33,6 mln zł w 2019 r., +15% r/r. Wzrost tej pozycji

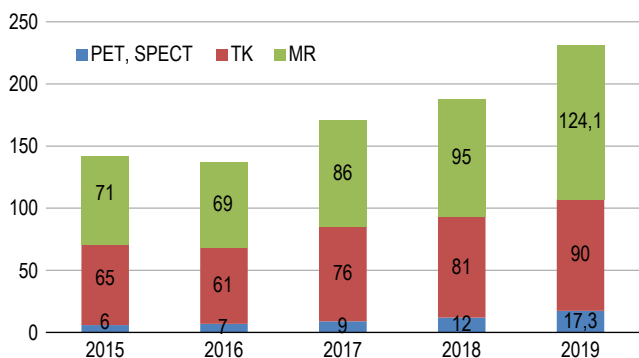
wynikał ze wzrostu wolumenu badań i efektów skali, a spadek rentowności ze zmiany w strukturze badań – zwiększenie liczby badań refundowanych względem prywatnych (68% w 2019 vs 61% w 2018).

Marża EBITDA/ EBIT wyniosła 27,0%/ 16,2% w 2019 r. wobec 26,6%/ 18,2% w 2018 r. Spadek marży operacyjnej wynikał 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, wprowadzenia standardu MSSF16. Po skorygowaniu EBITDA Grupy o zdarzenia jednorazowe (0,5 mln zł kary umownej w 2019; 1,2 mln zł odszkodowania w 2018 r.) EBITDA za 2019 rok byłaby wyższa r/r o 13,6 mln zł, +31% r/r. Skorygowana wg MSR17 EBITDA wyniosła 50,5 mln zł w 2019 r., rosnąc 15% r/r.

Koszty finansowe netto Grupy wyniosły 5,9 mln zł w 2019 w porównaniu do 2,4 mln zł rok wcześniej. Wzrost ten wynikał z rosnącego zadłużenia i wprowadzenia standardu MSSF16. Efektywna stopa podatkowa wyniosła 19,4% w 2019 (19,7% w 2018).

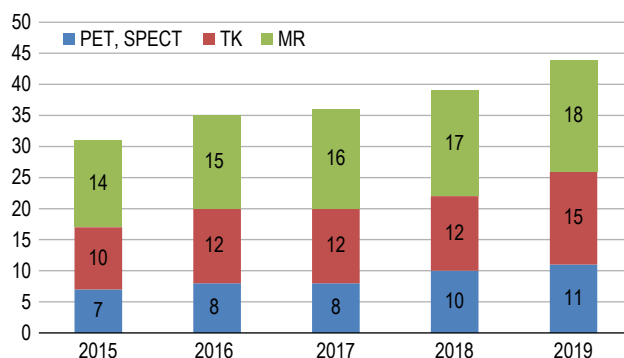
Zysk netto Grupy wyniósł 22,9 mln zł w 2019 (-2% r/r). Dług netto Grupy wyniósł 106 mln zł na koniec 2019 r.

Wykres 3. Voxel; Liczba badań (tys.)



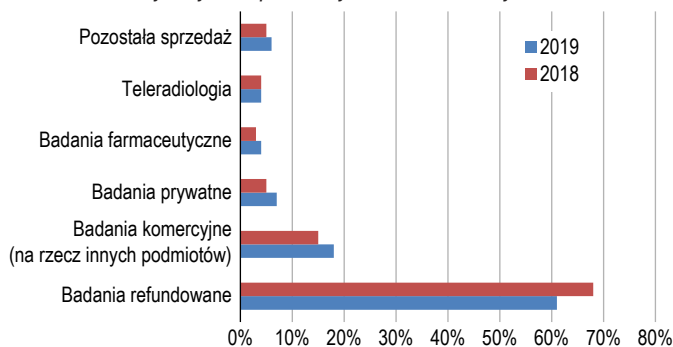
Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. Voxel; Liczba urządzeń



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 5. Voxel; Struktura przychodów segmentu usług medycznych i sprzedaży radiofarmaceutyków



Źródło: Spółka

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)
Tabela 8. Voxel; Bilans

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	172,7	206,0	260,7	282,8	284,5	284,9
Rzeczowe aktywa trwałe	124,4	136,4	183,1	204,9	205,5	205,7
Aktywa niematerialne	8,4	7,9	9,9	10,2	11,3	11,5
Wartość firmy	39,4	59,4	59,8	59,8	59,8	59,8
Majątek finansowy	0,5	2,4	7,9	7,9	7,9	7,9
Majątek obrotowy	66,4	76,3	77,2	81,3	96,8	98,1
Zapasy	4,8	6,3	7,3	8,5	8,9	9,3
Należności handlowe	31,5	42,8	46,2	51,8	56,5	58,6
Pozostałe należności	2,5	5,4	0,2	0,2	0,3	0,3
Inwestycje krótkoterminowe	8,5	14,2	16,1	16,1	16,1	16,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	19,1	7,6	7,5	4,7	15,1	13,8
Aktywa	239,1	282,3	337,9	364,1	381,4	382,9
Kapitały własne	130,5	143,3	155,8	171,9	191,9	208,9
Zobowiązania	108,6	139,1	182,1	192,3	189,5	174,1
Zobowiązania długoterminowe	51,1	84,8	116,5	120,4	114,9	97,5
Dług odsetkowy	11,1	19,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Obligacje	10,0	34,8	34,9	34,9	20,0	0,0
Leasing	1,7	1,9	28,4	32,1	35,8	37,4
Rezerwy, inne	28,4	28,9	27,9	28,2	33,9	34,9
Zobowiązania krótkoterminowe	57,5	54,3	65,6	71,9	74,6	76,6
Dług odsetkowy	13,3	5,7	16,1	16,1	16,1	16,1
Obligacje	10,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Leasing	0,7	1,1	8,3	8,3	8,3	8,3
Rezerwy, inne	9,6	22,4	9,4	10,4	11,2	11,5
Zobowiązania handlowe	23,7	24,3	31,0	36,3	38,2	39,9
Pasywa	239,1	282,3	337,9	364,1	381,4	382,9
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	1,2	1,4	1,2	1,1	1,3	1,3
Wskaźnik szybki	1,1	1,3	1,1	1,0	1,2	1,2
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	12,6	9,1	9,0	10,2	10,1	9,7
Rotacja zapasów w dniach	17	17	16	16	17	17
Rotacja należności w dniach	69	80	77	75	76	78
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	73	72	65	67	71	71
Cykl obrotu gotówki w dniach	14	24	28	24	22	24
ROA	8,6%	9,0%	7,4%	5,8%	7,7%	7,7%
ROE	16,0%	17,1%	15,3%	12,5%	15,8%	14,6%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	152,2	170,4	211,7	237,5	258,9	268,4
Koszt własny sprzedaży	-110,5	-122,1	-156,0	-182,4	-192,0	-200,5
Zysk brutto ze sprzedaży	41,7	48,3	55,7	55,1	66,9	67,9
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-18,8	-19,1	-22,1	-24,8	-26,6	-27,5
Zysk na sprzedaży	22,9	29,3	33,6	30,2	40,4	40,4
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	3,0	1,7	0,7	0,9	1,0	1,0
EBITDA	39,1	45,3	57,2	59,0	70,3	72,9
EBIT	25,8	31,0	34,3	31,2	41,4	41,4
Przychody finansowe	0,3	0,7	0,4	0,1	0,2	0,2
Koszty finansowe	-2,8	-3,1	-6,3	-5,8	-5,7	-5,1
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	23,3	29,1	28,5	25,5	35,8	36,6
Podatek dochodowy	-3,5	-5,7	-5,5	-4,8	-6,8	-6,9
Zyski mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Zysk netto	19,8	23,4	22,9	20,4	28,8	29,3
Marże:						
Marża EBITDA	25,7%	26,6%	27,0%	24,9%	27,2%	27,2%
Marża operacyjna	17,0%	18,2%	16,2%	13,1%	16,0%	15,4%
Marża zysku przed opodatkowaniem	15,3%	17,1%	13,4%	10,7%	13,8%	13,6%
Marża zysku netto	13,0%	13,7%	10,8%	8,6%	11,1%	10,9%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	26,1%	12,0%	24,2%	12,2%	9,0%	3,7%
EBITDA	33,8%	15,8%	26,3%	3,1%	19,2%	3,7%
EBIT	54,7%	20,0%	10,7%	-9,2%	32,7%	0,1%
Zysk przed opodatkowaniem	57,9%	24,7%	-2,3%	-10,3%	40,5%	2,0%
Zysk netto	80,0%	18,0%	-1,9%	-11,0%	41,0%	2,0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 10. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	35,3	30,3	49,2	53,7	66,8	66,5
Zysk brutto	23,3	29,1	28,5	25,5	35,8	36,6
Amortyzacja	13,3	14,3	22,9	27,9	29,0	31,5
Zmiana majątku obrotowego	-0,1	-11,3	0,5	-1,6	-3,2	-0,8
Pozostałe	-1,2	-1,9	-2,6	2,0	5,3	-0,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,8	-29,2	-42,3	-39,0	-19,0	-21,9
Nakłady inwestycyjne	-5,8	-29,2	-37,8	-39,1	-19,2	-22,1
Pozostałe	-1,0	0,0	-4,5	0,1	0,2	0,2
Przepływy finansowe	-14,1	-12,5	-7,1	-17,5	-37,4	-45,9
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-6,0	0,0	8,2	-7,2	-22,8	-28,1
Wypłata dywidend	-5,8	-10,5	-10,4	-4,6	-9,0	-12,7
Pozostałe	-2,3	-2,0	-4,8	-5,8	-5,7	-5,1
Zmiana środków pieniężnych	14,4	-11,5	-0,1	-2,8	10,4	-1,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Przedłużająca się pandemia COVID-19
2. Spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
3. Obniżenie limitów na badania TK i MR
4. Spadek wycen świadczeń, głównie TK, MR, PET
5. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami (np. dotyczących najmu na terenie szpitali – większość lokalizacji Spółki)
6. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ (obowiązujące w większości do 2023/2024)
7. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
8. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
9. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
10. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
11. Pogorszenie jakości opisów badań
12. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
13. Utrata/ mała dostępność pracowników
14. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
15. Ponadwymiarowe inwestycje
16. 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. Wysokie limity NFZ na badania TK/ MR, skrócenie terminów płatności przez NFZ
4. Zmiana sposobu finansowania badań PET w ramach opieki szpitalnej (wydzielenie z ryczałtu)
5. Wzrost wyceny świadczeń
6. Potencjalna zmiana regulacji wskazujących na konieczność wykonania badania PET (jako kontrola chemioterapii; standard w krajach rozwiniętych)
7. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
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)
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

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 odroczonej.

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	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	39	3	13	0
Procenty	38%	44%	3%	15%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	33	30	12	13	0
Procenty	38%	34%	14%	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 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	2	7	0	3	0
Procenty	17%	58%	0%	25%	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	2	5	2	3	0
Procenty	17%	42%	17%	25%	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	Nie później niż 21.07.2020	0%	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 ↓

* 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	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 -

* 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: 15 kwietnia 2020 r., godz. 8:00.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 15 kwietnia 2020 r., godz. 8:10.

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)

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)

Lukasz 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