

**39/2020/GPW (137)** 23 listopada, 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:** 42,40 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 52,3 zł (→)

**Kapitalizacja:** 124 mln US\$  
**Bloomberg:** VOX PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,07 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 26.00-45.90 zł  
**Free float:** 51%

## Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy nasze krótkoterminowe relatywne zalecenie Przeważaj i długoterminowe fundamentalne Kupuj dla Grupy.

Po znacząco słabszych r/r wynikach Grupy w II kw. spodziewaliśmy się istotnej poprawy w III kw. 2020 r. i Spółka nas nie zawiodła. Zysk netto Grupy wyniósł niemal 12 mln zł, więcej 94% r/r, podczas gdy my spodziewaliśmy się 11 mln zł, w III kw. 2020 r. Poprawa wyników wynika przede wszystkim z wykonywania testów w kierunku SARS-CoV-2 oraz oferowania rozwiązań modułowych przez Alteris, choć widoczna jest też znacząco większa kw./kw. liczba procedur PET/TK/MR.

## Wyniki finansowe za III kw. 2020

Od 1 stycznia 2020 r. Grupa konsoliduje dwie nowe spółki, mianowicie Scanix i Rezonans Powiśle (RP), które realizują również badania refundowane. Na koniec III kw. 2020 r. w skład Grupy wchodziło, między innymi, 25/ 19/ 7/ 4 urzędzeń MR/ TK/ PET-TK/ SPECT.

W styczniu/ lutym/ marcu/ kwietniu/ maju/ czerwcu/ lipcu/ sierpniu/ wrześniu/ październiku jednostka dominująca wykonała 20,2 tys./ 20,3 tys./ 14,2 tys./ 8,5 tys./ 12,1 tys./ 16,2 tys./ 18,0 tys./ 17,1 tys./ 17,9 tys./ 18,7 tys. badań, co oznacza zmianę o +27%/ +34%/ -21%/ -57%/ -38%/ -14%/ -13%/ -14%/ -5%/ -9% r/r. Zatem trend dużego spadku wolumenów został wyhamowany.

W I kw. br. Spółka wykonała 54,6 tys., zaś w II kw. zaledwie 36,8 tys. procedur TK/ MR/ PET. W III kw. widoczna była już znaczna poprawa kw./kw., a liczba procedur wyniosła 53 tys., po 11% spadku r/r (19 tys./ 31 tys./ 3 tys. TK/ MR/ PET, -16%/ -9%/ +12% r/r). My zakładaliśmy 53,2 tys. procedur, -10% r/r, w III kw. 2020 r. Jednostkowe przychody Spółki wyniosły 35 mln zł, 2% więcej r/r, wobec naszych założeń w wysokości 33 mln, niemal płasko r/r, w III kw. 2020 r.

## Skorygowane zyski

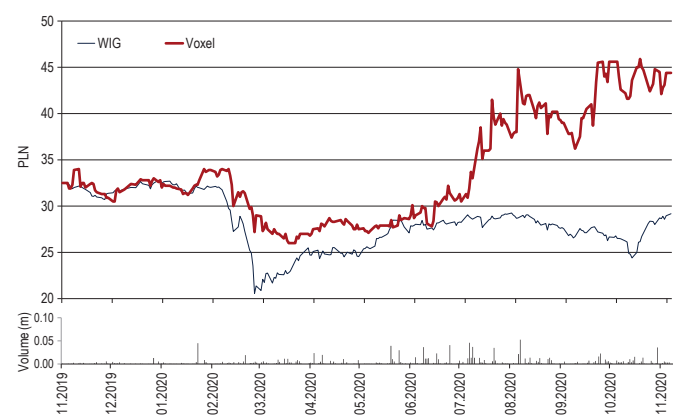
Wyniki skorygowane o zysk z tytułu okazynego nabycia Scanix, sprzedaż nieruchomości, odszkodowanie.

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	mln zł	211,7	301,1	317,4	277,1
EBITDA	mln zł	57,2	76,1	95,7	82,9
Skor. EBITDA	mln zł	57,7	66,9	95,7	82,9
EBIT	mln zł	34,3	44,7	61,7	47,6
Skor. EBIT	mln zł	34,8	35,5	61,7	47,6
Zysk netto	mln zł	22,9	30,4	46,6	34,9
Skor. zysk netto	mln zł	24,2	23,5	46,6	34,9
EPS	zł	2,18	2,89	4,43	3,33
Zmiana EPS r/r	%	-2	33	53	-25
Skor. EPS	zł	2,31	2,24	4,43	3,33
Skor. zmiana EPS r/r	%	8	-3	98	-25
Dług netto	mln zł	106,4	117,9	82,6	71,6
P/E	x	20,3	15,3	10,0	13,3
Skor. P/E	x	19,2	19,8	10,0	13,3
P/CE	x	10,2	7,5	5,8	6,6
Skor. P/CE	x	9,9	8,5	5,8	6,6
EV/EBITDA	x	10,0	7,7	5,7	6,5
Skor. EV/EBITDA	x	9,9	8,7	5,7	6,5
EV/EBIT	x	16,7	13,1	8,9	11,3
Skor. EV/EBIT	x	16,4	16,5	8,9	11,3
DPS	zł	0,99	0,91	1,27	1,95
Stopa dywidendy brutto	%	2,2	2,0	2,9	4,4
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

Przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Vito-Medu wyniosły 2 mln zł/ 4 mln zł/ 2 mln zł/ 25 mln zł podczas gdy my zakładaliśmy 2 mln zł/ 5 mln zł/ 2 mln zł/ 39 mln zł w III kw. 2020 r. Oddział w Vito-Medzie działał dwa miesiące kwartału, jednak od 1 czerwca zaczęło działać laboratorium diagnostyczne wykonujące badania w kierunku SARS-CoV-2.

Przychody Alterisu wyniosły 39 mln zł podczas gdy my zakładaliśmy 30 mln zł w III kw. 2020. Znaczący wzrost przychodów wynika z faktu, że Alteris zajmuje się zaopatrzeniem Vito-Medu i dostawami związanymi z walką z pandemią (budowanie infrastruktury do badań w kierunku Covid-19). Po wyłączeniu aktywności wewnątrz Grupy przychody Alterisu wyniosły 19 mln zł w III kw. 2020 r.

Skonsolidowane przychody Grupy wyniosły 87 mln zł w III kw. 2020 r., więcej 78% r/r, wobec naszych oczekiwań w wysokości 80 mln zł.

Rentowność operacyjna Grupy wzrosła do 18,8% w III kw. 2020, z 18,1% w III kw. 2019, będąc powyżej naszych oczekiwań. Grupa zamknęła III kw. 2020 r. zyskiem operacyjnym/ zyskiem netto

w wysokości 16,3 mln zł/ 11,7 mln zł, czyli 14%/ 12% powyżej naszych oczekiwań.

Dług netto wzrósł na koniec III kw. br. do 146 mln zł (108 mln zł na koniec III kw. 2019) na skutek wzrostu zatowarowania związanego ze spodziewanym popytem na testy diagnostyczne. Jednak sytuacja taka jest przejściowa, w naszej opinii. Wydatki inwestycyjne wyniosły zaledwie 9 mln zł w III kw. 2020 r. (26 mln zł w I-III kw.). Wydaje się, że Grupa skupiła się na rozwoju możliwości świadczenia usług w kierunku diagnostyki SARS-CoV-2 odsuwając inwestycje w pozostałe segmenty w czasie. Rozwój nowej usługi związany jest bardziej z wydatkami operacyjnymi niż inwestycyjnymi.

Nasze nadzieje, że po III kw. br. realizacja prognozy rocznej nie będzie już na tak niskim poziomie, jak po I poł. roku, zmaterializowały się. Zakładamy, że IV kw. przyniesie kontynuację poprawy wyników. W październiku liczba wykonanych testów w kierunku SARS-CoV-2 wyniosła 65 485 wobec ok. 27 tys. we wrześniu. Naszym zdaniem Grupa powinna być w stanie wykonać 100 000 testów w grudniu.

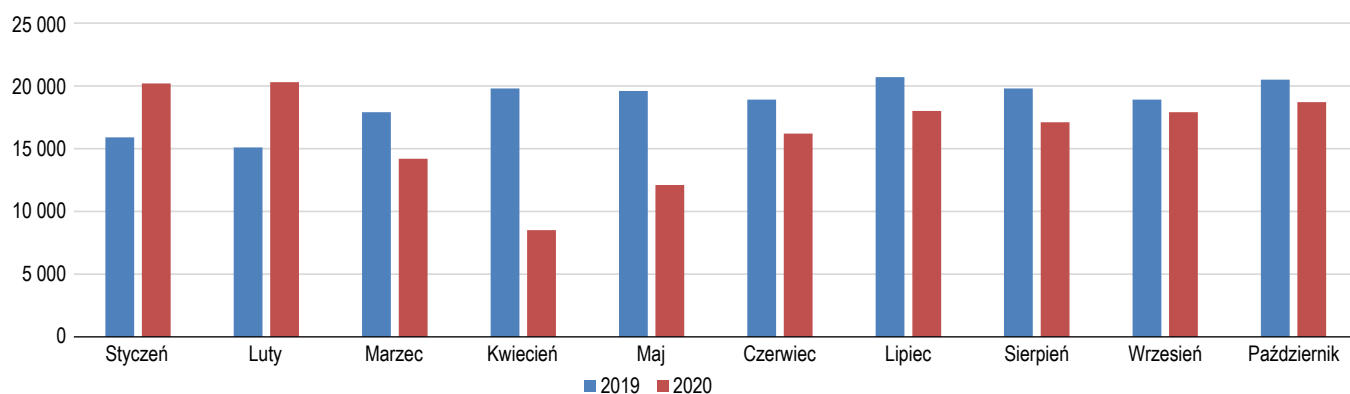
Tabela 1. Voxel; Wyniki finansowe w III kw. 2020

MSSF skonsolidowane (mln zł)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	III kw.	zmiana r/r	Realizacja całorocznej prognozy w:						
	19	19	19	19	20	20	20	20P		I-III kw.	I-III kw.	zmiana r/r	III kw.	III kw.	I-III kw.	I-III kw.
Sprzedaż	49,1	46,6	48,6	67,3	50,4	52,6	86,7	80,2	78%	144,3	189,7	31%	23%	29%	68%	63%
Zysk na sprzedaży	7,2	7,8	8,5	10,0	1,5	-3,4	16,1	14,0	88%	23,5	14,2	-40%	25%	47%	70%	41%
Marża zysku na sprzedaży	14,7%	16,8%	17,5%	14,9%	3,0%	-6,4%	18,5%	17,4%	-	16,3%	7,5%	-	-	-	-	-
EBITDA	12,8	13,7	14,6	16,2	17,3	6,8	25,3	22,0	74%	41,1	49,5	21%	25%	33%	72%	65%
Marża EBITDA	26,1%	29,3%	30,0%	24,0%	34,4%	13,0%	29,2%	27,4%	-	28,4%	26,1%	-	-	-	-	-
Skor. EBITDA	12,8	13,7	14,6	16,7	10,2	4,7	25,3	22,0	74%	41,1	40,3	-2%	25%	38%	71%	60%
Skor. marża EBITDA	26,1%	29,3%	30,0%	24,8%	20,2%	9,0%	29,2%	27,4%	-	28,4%	21,2%	-	-	-	-	-
EBIT	7,4	8,1	8,8	10,0	9,0	-0,8	16,3	14,3	85%	24,3	24,5	1%	26%	36%	71%	55%
Marża EBIT	15,1%	17,4%	18,1%	14,8%	17,8%	-1,5%	18,8%	17,8%	-	16,9%	12,9%	-	-	-	-	-
Skor. EBIT	7,4	8,1	8,8	10,5	1,9	-2,9	16,3	14,3	85%	24,3	15,3	-37%	25%	46%	70%	43%
Skor. marża EBIT	15,1%	17,4%	18,1%	15,6%	3,7%	-5,5%	18,8%	17,8%	-	16,9%	8,1%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	6,2	6,9	7,6	7,8	7,4	-2,1	14,9	13,2	96%	20,6	20,1	-2%	27%	37%	72%	50%
Marża zysku brutto	12,5%	14,8%	15,6%	11,6%	14,7%	-4,1%	17,1%	16,4%	-	14,3%	10,6%	-	-	-	-	-
Zysk netto	5,0	5,5	6,0	6,5	3,6	-1,2	11,7	10,5	94%	16,5	14,1	-14%	26%	39%	72%	46%
Marża zysku netto	10,1%	11,8%	12,4%	9,6%	7,2%	-2,4%	13,5%	13,1%	-	11,4%	7,4%	-	-	-	-	-
Skor. ZN	5,0	5,5	6,0	7,8	-1,1	-3,3	11,7	10,5	94%	16,5	7,3	-56%	25%	50%	68%	31%
Skor. marża ZN	10,1%	11,8%	12,4%	11,5%	-2,2%	-6,4%	13,5%	13,1%	-	11,4%	3,8%	-	-	-	-	-

Wyniki skorygowane o zysk z tytułu okazynego nabycia Scanixu i sprzedaż nieruchomości

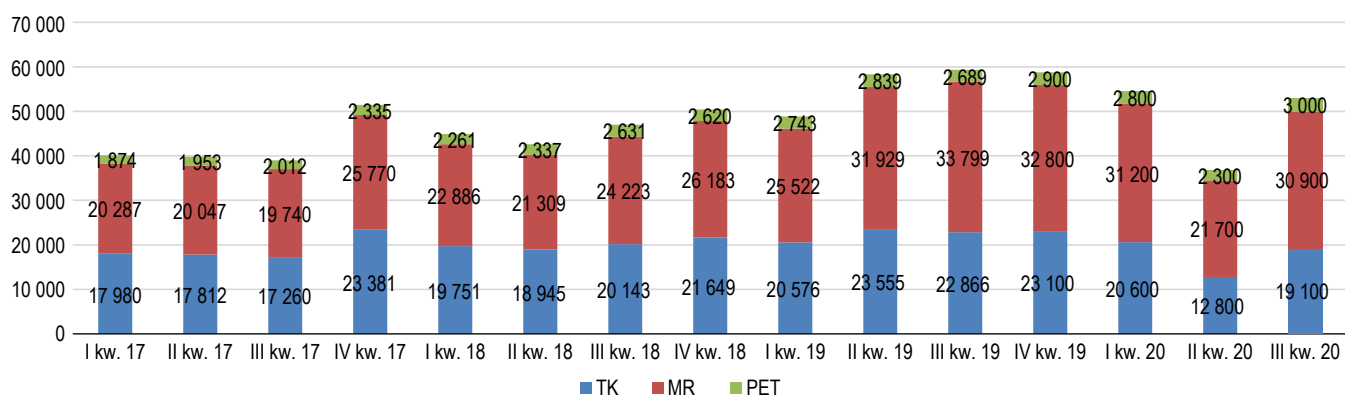
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Wykres 1. Voxel; Liczba badań**



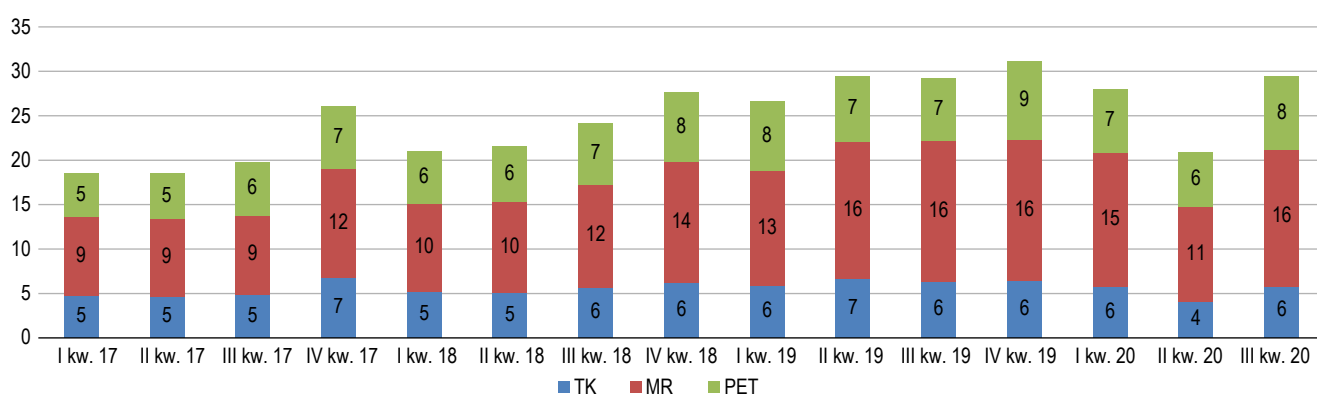
Źródło: Spółka

**Wykres 2. Voxel; Kwartalna liczba badań**



Źródło: Spółka

**Wykres 3. Voxel; Kwartalne przychody z badań (mln zł)**



Źródło: Spółka

**Czynniki ryzyka**

1. Spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Obniżenie limitów na badania TK i MR
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 2023/2024)
6. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
7. Spadek zamożności społeczeństwa (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
8. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
9. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
10. Pogorszenie jakości opisów badań
11. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
12. Utrata/ mała 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. 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
17. Nowe linie biznesowe – testy COVID-19, wymazówki

## PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**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 odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli 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	35	33	5	9	0
Procenty	43%	40%	6%	11%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	31	27	15	9	0
Procenty	38%	33%	18%	11%	0%

## Banki

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

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

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

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

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

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

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

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

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). 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.

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
<b>Voxel</b>										
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	-	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	10%	32%	28,00	35,10 -
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	29,60	35,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.08.2019	19.08.2019	-	-	-	29,50	34,10 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	21.08.2019	22.08.2019	-	-	-	30,20	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	30,90	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	32,00	35,70 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	31,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	31,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	32,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	-	-	34,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	-	-	32,40	38,40 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	31,50	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	32,70	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.02.2020	03.02.2020	-	-	-	31,20	39,50 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	32,20	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	32,30	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	31,00	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	26,50	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2020	15.04.2020	-	-	-	27,00	34,00 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	28,10	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	27,30	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	28,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29%	26%	29,80	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	30,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	29.07.2020	-	30.07.2020	Nie później niż 29.07.2021	15%	14%	38,50	43,00 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2020	24.08.2020	-	-	-	44,80	50,40 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	39,50	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	43,40	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	44,70	50,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.11.2020	12.11.2020	-	-	-	42,40	52,30 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2020	23.11.2020	-	-	-	44,40	52,30 →

\* 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	
<b>Voxel</b>								
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	-	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	28,00	32%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	29,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.08.2019	19.08.2019	-	29,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	21.08.2019	22.08.2019	-	30,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	30,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	32,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	31,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	32,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	34,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	32,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	32,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.02.2020	03.02.2020	-	31,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	32,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	32,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	31,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	26,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2020	15.04.2020	-	27,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	28,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	27,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	28,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29,80	26%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	30,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	29.07.2020	-	30.07.2020	Nie później niż 29.07.2021	38,50	14%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2020	24.08.2020	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	39,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	43,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	44,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.11.2020	12.11.2020	-	42,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2020	23.11.2020	-	44,40	-

\* 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: 24 listopada 2020 r., godz. 8:10.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 24 listopada 2020 r., godz. 8:20.

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)

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

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

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

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

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

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