

18/2025/GPW (33) 2 maja 2025

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

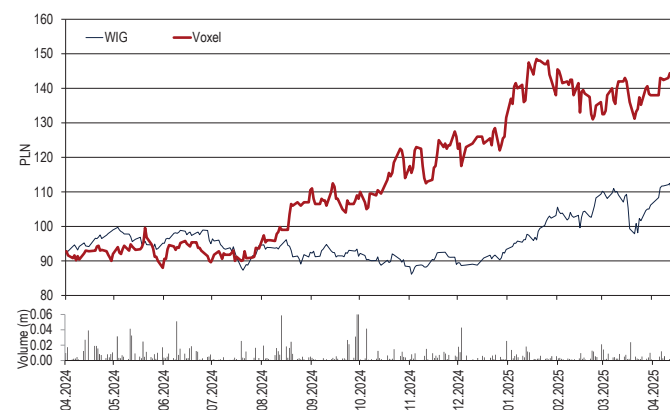
Voxel

Rekomendowane działanie	2
Prognozy finansowe na I kw. 2025 r.	2
Ostatnie wydarzenia	2
Najbliższe wydarzenia.	2
Oczekiwania finansowe.	3
Wycena	4
Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)	6
Czynniki ryzyka	8
Katalizatory	8
Zastrzeżenia prawne	9

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0

Voxel

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Rekomendowane działanie

Utrzymujemy rekomendacje: długoterminową fundamentalną Trzymaj i krótkoterminową relatywną Neutralnie. Podnosimy wycenę Spółki w horyzoncie 12M o 5% do 159,4 zł, ze 152,0 zł na akcję. Spodziewamy się pewnej poprawy r/r powtarzalnych wyników operacyjnych Spółki w I kw., głównie za sprawą wyższych wycen badań i wolumenów r/r oraz wyższej sprzedaży Alterisu (na rzecz Grupy).

Prognozy finansowe na I kw. 2025 r.

Segment diagnostyki Grupy wykonał 109 tys. badań w IV kw. 2024, więcej 2% r/r, w tym 32 tys. badań TK, -5% r/r, 69 tys. badań MR, +5% r/r, 4,4 tys. badań PET, płasko r/r, 4,2 tys. SPECT, +14% r/r. Przychody netto ze sprzedaży segmentu diagnostyka wyniosły 92 mln zł, więcej 10% r/r. Zakładamy odpowiednio 60/ 29/ 5/ 4 tys. badań MR, TK, PET i SPECT, +8%/ -3%/ +0%, -4% r/r wykonanych w Voxel. Dodatkowo prognozujemy 15 tys. badań wykonanych przez Rezonans Powiśle i Scanix (+1% r/r) oraz 140 procedur w Exirze. W sumie liczba badań może wynieść 114 tys., +3% r/r.

Szacujemy jednostkowe przychody Spółki na 92 mln zł (+10% r/r) w I kw. br., wspierane wzrostem średniej ceny z uwagi na zmianę struktury sprzedaży. Przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Alterisu

18/2025/GPW (33) 2 maja 2025

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Sektor: Ochrona zdrowia & biotechnologia

Kapitalizacja: 412,6 mln US\$

Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)

Bloomberg: VOX PW

Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)

Średni obrót dzienny: 0,2 mln US\$

Kurs: 148,00 zł

12M przedział kursowy: 88,00-148,50 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 159,4 zł (↑)

Free float: 63%

Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) odpisy na zapasy (5 mln zł), aktywo z tytułu podatku odroczonego (2 mln zł), pożyczki (1 mln zł), zysk ze zbycia aktywów (1 mln zł) w 2023, (ii) stratę ze zbycia środków trwałych i koszty ich likwidacji w związku z wymianą sprzętu (9 mln zł), odpisy na środki trwałe, zapasy, należności (2 mln zł), rozliczenie nabycia Radpoint (9 mln zł) w 2024.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2024	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	mln zł	507,8	595,2	640,0	677,3
EBITDA	mln zł	166,5	196,7	213,4	225,6
Skor. EBITDA	mln zł	177,3	196,7	213,4	225,6
EBIT	mln zł	118,8	141,5	153,2	162,3
Skor. EBIT	mln zł	129,6	141,5	153,2	162,3
Zysk netto	mln zł	96,5	108,9	119,8	128,2
Skor. ZN	mln zł	98,3	108,9	119,8	128,2
EPS	zł	9,18	10,37	11,41	12,21
Zmiana EPS r/r	%	19	13	10	7
Skor. EPS	zł	9,36	10,37	11,41	12,21
Skor. zmiana EPS r/r	%	11	11	10	7
Dług netto	mln zł	74,0	75,4	23,7	-29,8
P/E	x	16,1	14,3	13,0	12,1
Skor. P/E	x	15,8	14,3	13,0	12,1
P/CE	x	10,8	9,5	8,6	8,1
Skor. P/CE	x	10,7	9,5	8,6	8,1
EV/EBITDA	x	9,8	8,3	7,4	6,8
Skor. EV/EBITDA	x	9,2	8,3	7,4	6,8
EV/EBIT	x	13,7	11,5	10,3	9,4
Skor. EV/EBIT	x	12,6	11,5	10,3	9,4
DPS	zł	3,17	3,67	4,15	4,56
Stopa dywidendy brutto	%	2,1	2,5	2,8	3,1
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Ostatnie wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za 2024: 3 kwietnia 2025

Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2025: 28 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2025: 28 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2025: 27 listopada

prognozujemy na 3/ 8/ 4/ 45 mln zł w omawianym okresie wobec 3/ 8/ 4/ 18 mln zł w I kw. 2024. Wzrost w Alterisie powinien wynikać z prowadzonych inwestycji wewnątrz Grupy (oddawanych w leasing) – zakładamy tu dodatkowe 30 mln zł, poza 15 mln zł sprzedaży na rzecz podmiotów zewnętrznych (w I kw. ub. roku sprzedaż poza Grupę wyniosła 13 mln zł). Prognozujemy skonsolidowane przychody Grupy na 149 mln zł w I kw. br. (+37% r/r).

Tabela 1. Voxel; Prognozy finansowe na I kw. 2025

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw. 24	II kw. 24	III kw. 24	IV kw. 24	I kw. 25P	zmiana r/r
Sprzedaż	108,6	123,9	134,5	140,7	149,1	37%
Zysk na sprzedaży	29,2	31,1	34,5	32,3	33,5	15%
Marża zysku na sprzedaży	26,9%	25,1%	25,6%	22,9%	22,5%	-
EBITDA	37,5	42,1	46,1	40,8	44,5	18%
Marża EBITDA	34,6%	33,9%	34,3%	29,0%	29,8%	-
Skor. EBITDA	41,3	43,4	47,1	45,4	44,5	8%
Skor. marża EBITDA	38,1%	35,0%	35,0%	32,3%	29,8%	-
EBIT	25,9	30,6	34,2	28,1	31,2	20%
Marża EBIT	23,9%	24,7%	25,5%	20,0%	20,9%	-
Skor. EBIT	29,7	31,9	35,2	32,7	31,2	5%
Skor. marża EBIT	27,4%	25,7%	26,2%	23,2%	20,9%	-
Zysk brutto	24,3	28,4	31,9	34,9	29,2	20%
Marża zysku brutto	22,4%	22,9%	23,7%	24,8%	19,6%	-
Zysk netto	19,2	22,6	25,4	29,3	23,3	21%
Marża zysku netto	17,7%	18,2%	18,9%	20,8%	15,6%	-
Skor. ZN	23,0	23,9	26,3	25,0	23,3	1%
Skor. marża ZN	21,2%	19,2%	19,6%	17,7%	15,6%	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Prognozujemy EBIT Grupy na 31 mln zł (+20% r/r na poziomie raportowanym i +5% r/r na poziomie skorygowanym). Zakładamy rozliczenie wszystkich nadwykonań (2 mln zł), podobna kwota wspierała wyniki I kw. 2024, w naszej opinii. Zakładamy wyższy r/r wynik Alterisu (2,4 mln zł EBIT w I kw. 2025 wobec 0,5 mln zł w I kw. 2024), z uwagi na wyższą sprzedaż (istotne inwestycje w Grupie). Koszty wynagrodzeń powinny być wyższe r/r. Spółka informowała, że wzrost wynagrodzeń radiologów będzie skutkował wzrostem kosztów o 1 mln zł miesięcznie w 2025.

Zakładamy nieco wyższe r/r koszty finansowe netto w I kw. br. Prognozujemy zysk netto Grupy na 23 mln zł (+21%/ +1% r/r na poziomie raportowanym/skorygowanym) w I kw. 2025.

Oczekiwania finansowe

W 2025 Grupa oczekuje wyższych r/r wolumenów badań (dwucyfrowy wzrost) oraz przychodów. Wzrost organiczny powinien być możliwy dzięki (i) pracownikom uruchomianym w ostatnich

latach, które nie osiągnęły jeszcze pełnej rentowności, (ii) wymianie sprzętu, która miała miejsce w latach 2022-24, a także większej liczbie urządzeń w istniejących pracowniach, (iii) inwestycjom realizowanym w 2025. Grupa szacuje, że biorąc pod uwagę techniczne możliwości zainstalowanego sprzętu medycznego oraz uwzględniając jego wymianę zaplanowaną na ten rok, może zwiększyć liczbę badań o około 90% w kolejnych latach. Ponadto, kontynuuje dywersyfikację przychodów. Natomiast, po stronie kosztowej – Grupa szacuje, że wzrost wynagrodzeń radiologów będzie skutkował wzrostem kosztów o 1 mln zł miesięcznie w 2025.

Backlog Alterisu na 2025 wynosi 120 mln zł, uwzględniając 30 mln zł sprzedaży projektów w Grupie. Rok temu backlog na 2024 wynosił 85 mln zł, a finalna sprzedaż 123 mln zł. Alteris zakłada wzrost sprzedaży. Szacowany backlog Radpointu to 12 mln zł.

Nieznacznie modyfikujemy nasze założenia finansowe dla Grupy.

Tabela 2. Voxel; Zmiany prognoz DM BOŚ

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2025P			2026P		
	bieżące	poprzednie	zmiana	bieżące	poprzednie	zmiana
Przychody	595,2	568,4	5%	640,0	613,7	4%
EBITDA	196,7	195,2	1%	213,4	211,2	1%
EBIT	141,5	142,0	0%	153,2	153,2	0%
Zysk netto	108,9	108,2	1%	119,8	118,8	1%
Dług netto	75,4	75,7	0%	23,7	24,0	-1%

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Wycena

Nasza wycena Spółki w horyzoncie 12 miesięcy, będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej, rośnie do 159,4 zł ze 152,0 zł na akcję, o 5%, za sprawą obniżenia stopy wolnej

od ryzyka do 5,2% z 5,9% w okresie szczegółowych prognoz oraz modyfikacji prognoz finansowych. Wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość akcji Spółki w wysokości 161 zł (poprzednio 154 zł), a wycena metodą porównawczą 158 zł (poprzednio 151 zł).

Tabela 3. Voxel; Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Koszt kapitału własnego										
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,9%
Koszt długu										
Koszt długu przed opodatkowaniem	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)										
Udział kapitału akcyjnego	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Udział długu	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,9%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,0%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	10,9%
Prognozy finansowe (mln zł)										
Sprzedaż	640,0	677,3	714,9	751,8	790,6	831,6	874,9	920,8	969,4	1.020,8
EBIT	153,2	162,3	173,2	182,6	192,1	203,1	216,8	231,2	246,3	262,1
NOPLAT	124,1	131,4	140,3	147,9	155,6	164,5	175,6	187,3	199,5	212,3
Amortyzacja	60,2	63,4	64,7	67,3	70,2	72,5	72,7	73,0	73,4	74,0
Rzeczowe aktywa trwałe/ aktywa niematerialne	45,8	48,3	48,8	50,6	52,8	54,1	53,4	52,8	52,2	51,7
Leasing	14,4	15,1	15,8	16,6	17,5	18,3	19,3	20,2	21,2	22,3
Zmiana kapitału pracującego	-11,9	-11,0	-6,4	-6,1	-6,3	-6,8	-7,5	-7,9	-8,3	-8,8
Wydatki inwestycyjne	-58,1	-62,4	-56,2	-56,5	-58,5	-61,0	-62,3	-61,0	-59,7	-58,5
Płatności leasingowe	-14,4	-15,1	-15,8	-16,6	-17,5	-18,3	-19,3	-20,2	-21,2	-22,3
FCFF	100,0	106,3	126,6	135,9	143,5	150,9	159,2	171,1	183,6	196,6

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 4. Voxel; Wycena DCF w horyzoncie 12M (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,5%
WACC w okresie rezydualnym	10,9%
Wartość rezydualna	2 123,1
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	769,1
Bieżąca wartość FCFF	842,0
Wartość firmy	1 611,1
Zadłużenie netto, bez zobowiązań leasingowych	-44,4
Dywidenda zapłacona do momentu wyceny	38,6
Wartość kapitału akcyjnego	1 694,1
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (PLN)	161,3

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 5. Voxel; Wrażliwość na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	10,5%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%
0,5%	156,2	154,9	153,6	152,4	151,2
1,0%	160,2	158,7	157,3	155,9	154,6
1,5%	164,6	162,9	161,3	159,8	158,3
2,0%	169,5	167,6	165,8	164,1	162,5
2,5%	175,0	172,8	170,8	168,9	167,1

Źródło: prognozy DM BOŚ SA

Tabela 6. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Integral Diagnostics	30,7	18,4	15,1	9,6	7,0	6,3	19,8	12,5	10,8
Medpace Holdings	22,6	22,2	20,3	17,3	15,6	13,4	18,4	16,7	14,3
Spire Healthcare Group	18,1	12,3	9,7	3,9	3,8	3,3	6,6	6,7	5,3
Laboratory Corporation of America	15,0	13,7	12,6	10,3	9,4	8,8	12,4	11,2	11,1
China National Accord Medi-B	9,8	9,2	7,6	3,4	3,0	2,4	4,7	4,0	3,0
Jointown Pharmaceuticals	9,7	9,0	8,6	3,9	3,5	3,1	5,5	4,8	4,4
Medipal Holdings	12,2	14,6	13,3	4,3	4,2	2,9	5,6	5,6	4,3
McKesson	21,1	20,2	18,6	15,8	14,2	12,8	16,5	14,7	13,4
Bayer	5,1	4,8	4,5	5,6	5,2	4,6	10,6	9,2	8,0
Synektik	16,0	14,4	13,8	11,4	9,5	9,2	13,0	10,7	10,2
Diagnostyka	20,7	17,4	14,8	10,4	9,1	8,0	15,5	13,4	11,5
Mediana	16,0	14,4	13,3	9,6	7,0	6,3	12,4	10,7	10,2
Voxel	14,3	13,0	12,1	8,3	7,4	6,8	11,5	10,3	9,4
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	165,9	164,2	162,3	172,6	140,0	138,2	159,9	153,8	160,4
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela				157,5					

Źródło: Bloomberg, prognozy DM BOŚ SA

Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Voxel; Bilans

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	335,2	347,0	430,1	486,9	505,1	525,6
Rzeczowe aktywa trwałe	248,5	263,1	319,2	371,9	391,2	412,9
Aktywa niematerialne	15,5	16,5	37,6	41,7	40,6	39,4
Wartość firmy	61,3	61,3	67,1	67,1	67,1	67,1
Majątek finansowy	10,0	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Majątek obrotowy	132,1	182,0	209,3	237,9	303,8	373,7
Zapasy	21,9	21,2	25,4	33,1	35,6	37,7
Należności handlowe	64,8	88,5	126,9	148,7	159,9	169,2
Pozostałe należności	6,2	2,0	2,2	2,6	2,8	2,9
Inwestycje krótkoterminowe	6,0	6,2	1,9	1,9	1,9	1,9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	33,2	64,1	52,9	51,5	103,6	161,9
Aktywa	467,4	529,0	639,4	724,8	809,0	899,3
Kapitały własne	243,9	295,4	366,6	438,2	515,7	597,3
Zobowiązania	223,4	233,6	272,8	286,6	293,2	302,0
Zobowiązania długoterminowe	132,4	121,3	100,4	127,5	135,2	140,9
Dług odsetkowy	20,7	7,3	1,5	1,5	1,5	0,0
Obligacje	39,8	29,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	43,8	55,8	70,0	92,1	96,7	101,5
Rezerwy, inne	28,2	28,3	28,8	33,9	37,0	39,3
Zobowiązania krótkoterminowe	91,0	112,3	172,4	159,1	158,0	161,1
Dług odsetkowy	12,4	9,2	5,6	5,6	0,0	0,0
Obligacje	10,0	9,9	30,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	11,8	15,0	19,8	27,7	29,1	30,6
Rezerwy, inne	15,3	17,2	27,0	29,5	30,7	31,7
Zobowiązania handlowe	41,5	61,0	90,1	96,2	98,2	98,8
Pasywa	467,4	529,0	639,4	724,8	809,0	899,3
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	1,5	1,6	1,2	1,5	1,9	2,3
Wskaźnik szybki	1,2	1,4	1,1	1,3	1,7	2,1
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,7	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	6,7	9,0	9,2	8,1	7,0	6,6
Rotacja zapasów w dniach	30	26	22	24	26	26
Rotacja należności kr. w dniach	75	66	77	85	88	89
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	59	66	78	81	79	75
Cykl obrotu gotówki w dniach	46	26	22	27	35	39
ROA	11,3%	16,2%	16,5%	16,0%	15,6%	15,0%
ROE	22,9%	30,0%	29,1%	27,1%	25,1%	23,0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	360,6	424,2	507,8	595,2	640,0	677,3
Koszt własny sprzedaży	-253,3	-283,8	-353,2	-419,3	-450,4	-477,0
Zysk brutto ze sprzedaży	107,4	140,3	154,6	176,0	189,7	200,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-22,5	-308,1	-380,7	-450,1	-483,5	-512,0
Zysk na sprzedaży	84,9	116,1	127,0	145,2	156,5	165,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-4,6	-3,4	-8,2	-3,6	-3,3	-3,0
EBITDA	118,4	151,4	166,5	196,7	213,4	225,6
Skor. EBITDA	121,8	155,3	177,3	196,7	213,4	225,6
EBIT	80,3	112,7	118,8	141,5	153,2	162,3
Skor. EBIT	86,5	118,0	129,6	141,5	153,2	162,3
Przychody finansowe	0,6	1,5	2,3	1,6	2,3	4,0
Koszty finansowe	-10,9	-11,7	-9,5	-9,0	-8,1	-8,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	-0,8	-0,3	7,9	2,0	2,0	2,0
Zysk przed opodatkowaniem	69,2	102,2	119,6	136,0	149,5	159,8
Podatek dochodowy	-13,7	-20,0	-21,9	-25,8	-28,4	-30,4
Zyski mniejszości	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zysk netto	54,3	80,9	96,5	108,9	119,8	128,2
Skor. ZN	63,3	88,6	98,3	108,9	119,8	128,2
Marże:						
Marża EBITDA	32,8%	35,7%	32,8%	33,0%	33,3%	33,3%
Skor. marża EBITDA	33,8%	36,6%	34,9%	33,0%	33,3%	33,3%
Marża operacyjna	22,3%	26,6%	23,4%	23,8%	23,9%	24,0%
Skor. marża operacyjna	24,0%	27,8%	25,5%	23,8%	23,9%	24,0%
Marża zysku przed opodatkowaniem	19,2%	24,1%	23,5%	22,9%	23,4%	23,6%
Marża zysku netto	15,1%	19,1%	19,0%	18,3%	18,7%	18,9%
Skor. marża zysku netto	17,6%	20,9%	19,3%	18,3%	18,7%	18,9%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	-18,5%	17,6%	19,7%	17,2%	7,5%	5,8%
EBITDA	-11,9%	27,9%	10,0%	18,1%	8,5%	5,7%
Skor. EBITDA	-13,4%	27,5%	14,1%	10,9%	8,5%	5,7%
EBIT	-18,4%	40,4%	5,4%	19,1%	8,3%	5,9%
Skor. EBIT	-17,2%	36,4%	9,8%	9,2%	8,3%	5,9%
Zysk przed opodatkowaniem	-22,7%	47,8%	17,0%	13,8%	9,9%	6,9%
Zysk netto	-23,0%	48,9%	19,2%	12,9%	10,0%	7,0%
Skor. ZN	-20,6%	39,9%	10,9%	10,8%	10,0%	7,0%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	96,2	129,0	122,3	156,2	179,0	189,3
Zysk brutto	69,2	102,2	119,6	136,0	149,5	159,8
Amortyzacja	38,1	38,7	47,7	55,2	60,2	63,4
Zmiana majątku obrotowego	11,8	-4,6	-32,7	-23,8	-11,9	-11,0
Pozostałe	-22,8	-7,4	-12,2	-11,2	-18,8	-23,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30,5	-39,6	-69,4	-67,9	-55,7	-58,5
Nakłady inwestycyjne	-32,0	-44,9	-73,8	-69,5	-58,1	-62,4
Pozostałe	1,5	5,6	4,5	1,6	2,3	4,0
Przepływy finansowe	-86,7	-58,4	-64,2	-89,6	-71,2	-72,5
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-27,1	-18,4	-1,1	-30,0	-5,6	-1,5
Wypłata dywidend	-32,2	-15,1	-34,6	-38,6	-43,6	-47,9
Pozostałe	-27,3	-24,9	-28,5	-21,1	-22,0	-23,1
Zmiana środków pieniężnych	-21,0	31,0	-11,2	-1,4	52,0	58,3

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Czynniki ryzyka

1. Relatywny spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Nieadekwatny wzrost wycen świadczeń
3. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami
4. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ
5. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/ badań
6. Spadek zamożności społeczeństwa
7. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/ leczenia nowotworów
8. Błędy lekarskie – ryzyko reputacji
9. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów
10. Utrata/ mała dostępność pracowników
11. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
12. Ponadwymiarowe inwestycje
13. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

Katalizatory

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
3. Wzrost wyceny świadczeń
4. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych
5. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
6. Nowe linie usług medycznych
7. Rozwój segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
8. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia)
9. Akwizycje – efekt skali
10. Konsolidacja sektora; potencjalny cel przejęcia
11. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
12. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze
13. Przegląd opcji strategicznych

PODSTAWOWE POJĘCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

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

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

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	Sprzedaż	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	40	30	6	5	0	5
Procenty	47%	35%	7%	6%	0%	6%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	37	11	5	0	5
Procenty	33%	43%	13%	6%	0%	6%

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

Rekomendacje Randamennano											
Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Voxel											
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	—	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	10%	32%	28,00	35,10	—
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	29,60	35,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.08.2019	19.08.2019	-	-	-	29,50	34,10	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	21.08.2019	22.08.2019	-	-	-	30,20	34,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	30,90	34,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	32,00	35,70	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	31,50	35,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	31,00	35,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	32,50	35,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	-	-	34,00	35,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	-	-	32,40	38,40	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	31,50	38,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	32,70	38,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.02.2020	03.02.2020	-	-	-	31,20	39,50	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	32,20	39,50	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	32,30	39,50	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	31,00	39,50	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	26,50	39,50	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2020	15.04.2020	-	-	-	27,00	34,00	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	28,10	34,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	27,30	34,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	28,60	34,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29%	26%	29,80	34,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	30,60	34,00	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	29.07.2020	-	30.07.2020	09.07.2021	23%	-5%	38,50	43,00	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2020	24.08.2020	-	-	-	44,80	50,40	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	-	-	39,50	50,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	-	-	43,40	50,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	-	-	44,70	50,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.11.2020	12.11.2020	-	-	-	42,40	52,30	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2020	23.11.2020	-	-	-	44,40	52,30	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	-	-	40,80	54,70	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	-	-	41,30	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	-	-	45,10	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	-	-	44,50	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2021	04.03.2021	-	-	-	45,20	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2021	31.03.2021	-	-	-	44,90	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	-	-	45,70	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.05.2021	21.05.2021	-	-	-	44,50	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2021	25.05.2021	-	-	-	46,50	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	-	-	44,80	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	→	09.07.2021	-	09.07.2021	22.05.2022	-14%	3%	47,20	54,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.08.2021	02.08.2021	-	-	-	47,90	52,70	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.08.2021	09.08.2021	-	-	-	50,40	63,10	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2021	24.08.2021	-	-	-	53,80	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	-	-	52,00	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	-	-	48,90	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	-	-	52,80	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.11.2021	10.11.2021	-	-	-	52,20	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2021	26.11.2021	-	-	-	49,90	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.12.2021	06.12.2021	-	-	-	48,70	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	-	-	44,20	63,10	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2022	02.02.2022	-	-	-	44,80	60,20	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	-	-	44,70	60,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	-	-	41,00	60,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.04.2022	12.04.2022	-	-	-	42,70	60,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	-	-	41,70	60,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	22.05.2022	-	23.05.2022	03.11.2022	-1%	8%	38,40	49,40	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.05.2022	27.05.2022	-	-	-	38,50	49,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.06.2022	29.06.2022	-	-	-	37,90	46,40	↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	-	-	37,60	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	-	-	34,00	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	-	-	36,50	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.08.2022	25.08.2022	-	-	-	35,80	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	-	-	34,40	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	-	-	34,60	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	-	-	34,20	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	03.11.2022	-	04.11.2022	09.03.2023	30%	9%	34,90	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.11.2022	25.11.2022	-	-	-	36,60	46,40	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	-	-	39,60	47,70	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	-	-	40,40	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	-	-	42,50	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	-	-	43,20	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	09.03.2023	-	10.03.2023	10.05.2023	-3%	-7%	45,20	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	-	-	44,80	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.03.2023	29.03.2023	-	-	-	41,70	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	-	-	43,00	47,70	→
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	04.04.2024	106%	56%	44,00	59,20	↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2023	25.05.2023	-	-	-	47,00	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	-	-	47,10	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	-	-	51,60	59,20	→
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	-	-	53,60	66,30	↑

Rekomendacje fundamentalne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2023	24.08.2023	-	-	56,20	66,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	-	58,00	66,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.09.2023	28.09.2023	-	-	54,63	66,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	-	52,80	66,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.10.2023	30.10.2023	-	-	53,00	73,90 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2023	02.11.2023	-	-	59,60	75,80 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	-	59,40	75,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2023	23.11.2023	-	-	58,60	75,80 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	-	74,20	85,30 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	-	80,60	85,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	-	82,20	85,30 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.02.2024	14.02.2024	-	-	88,60	97,70 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	-	92,00	97,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	-	88,60	97,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	→	04.04.2024	-	04.04.2024	03.04.2025	57%	39%	88,60	97,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.04.2024	29.04.2024	-	-	90,40	103,00 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	-	93,00	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.05.2024	28.05.2024	-	-	93,00	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	-	94,20	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	-	92,60	103,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.08.2024	07.08.2024	-	-	91,00	107,70 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	-	91,00	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.08.2024	27.08.2024	-	-	95,80	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	-	108,00	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	-	106,50	107,70 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2024	24.10.2024	-	-	109,50	125,20 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	-	113,50	125,20 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	-	113,00	131,50 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	-	124,00	131,50 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2025	28.01.2025	-	-	136,00	152,00 ↑	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	-	142,00	152,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	-	145,00	152,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	-	135,00	152,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	↓	03.04.2025	-	03.04.2025	Nie później niż 03.04.2026	6%	-1%	139,00	152,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	-	137,40	152,00 →	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.05.2025	02.05.2025	-	-	148,00	159,40 ↑	

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

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Voxel								
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	—	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	28,00	32%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.07.2019	31.07.2019	-	29,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	18.08.2019	19.08.2019	-	29,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	21.08.2019	22.08.2019	-	30,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2019	02.09.2019	-	30,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.09.2019	11.09.2019	-	32,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.10.2019	14.10.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2019	25.10.2019	-	31,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	17.11.2019	18.11.2019	-	32,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2019	26.11.2019	-	34,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2019	05.12.2019	-	32,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.12.2019	09.12.2019	-	31,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2020	10.01.2020	-	32,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.02.2020	03.02.2020	-	31,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.02.2020	05.02.2020	-	32,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.02.2020	07.02.2020	-	32,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2020	04.03.2020	-	31,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2020	31.03.2020	-	26,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2020	15.04.2020	-	27,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.04.2020	23.04.2020	-	28,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.05.2020	20.05.2020	-	27,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.06.2020	16.06.2020	-	28,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29,80	26%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.07.2020	14.07.2020	-	30,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	29.07.2020	-	30.07.2020	09.07.2021	38,50	-5%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2020	24.08.2020	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.09.2020	02.09.2020	-	39,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.10.2020	09.10.2020	-	43,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.11.2020	09.11.2020	-	44,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.11.2020	12.11.2020	-	42,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2020	23.11.2020	-	44,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.12.2020	07.12.2020	-	40,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	05.01.2021	05.01.2021	-	41,30	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2021	29.01.2021	-	45,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2021	01.03.2021	-	44,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.03.2021	04.03.2021	-	45,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.03.2021	31.03.2021	-	44,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.04.2021	16.04.2021	-	45,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	20.05.2021	21.05.2021	-	44,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2021	25.05.2021	-	46,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.05.2021	31.05.2021	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	→	09.07.2021	-	09.07.2021	09.11.2021	47,20	5%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.08.2021	02.08.2021	-	47,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	08.08.2021	09.08.2021	-	50,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2021	24.08.2021	-	53,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2021	31.08.2021	-	52,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2021	07.10.2021	-	48,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2021	04.11.2021	-	52,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	09.11.2021	-	10.11.2021	05.12.2021	52,20	1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	25.11.2021	26.11.2021	-	49,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	05.12.2021	-	06.12.2021	22.05.2022	48,70	-4%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.01.2022	17.01.2022	-	44,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2022	02.02.2022	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.02.2022	07.02.2022	-	44,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.02.2022	28.02.2022	-	41,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.04.2022	12.04.2022	-	42,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.04.2022	14.04.2022	-	41,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	Niedowóżaj	↓	22.05.2022	-	23.05.2022	03.11.2022	38,40	8%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.05.2022	27.05.2022	-	38,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.06.2022	29.06.2022	-	37,90	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	15.07.2022	15.07.2022	-	37,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.07.2022	28.07.2022	-	34,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	16.08.2022	16.08.2022	-	36,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.08.2022	25.08.2022	-	35,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.09.2022	02.09.2022	-	34,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.10.2022	07.10.2022	-	34,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.10.2022	28.10.2022	-	34,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	→	03.11.2022	-	04.11.2022	09.03.2023	34,90	9%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.11.2022	25.11.2022	-	36,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2022	02.12.2022	-	39,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.12.2022	05.12.2022	-	40,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.01.2023	13.01.2023	-	42,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	03.02.2023	03.02.2023	-	43,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	09.03.2023	-	10.03.2023	10.05.2023	45,20	-7%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.03.2023	10.03.2023	-	44,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.03.2023	29.03.2023	-	41,70	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.04.2023	13.04.2023	-	43,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	04.04.2024	44,00	56%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.05.2023	25.05.2023	-	47,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2023	29.05.2023	-	47,10	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.07.2023	14.07.2023	-	51,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.08.2023	03.08.2023	-	53,60	-

Rekomendacje relatywne (kontynuacja)

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	23.08.2023	24.08.2023	-	56,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	31.08.2023	31.08.2023	-	58,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.10.2023	12.10.2023	-	54,63	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.09.2023	28.09.2023	-	52,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.10.2023	30.10.2023	-	53,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.11.2023	02.11.2023	-	59,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.11.2023	06.11.2023	-	59,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	22.11.2023	23.11.2023	-	58,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.12.2023	11.12.2023	-	74,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	09.01.2024	09.01.2024	-	80,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.02.2024	01.02.2024	-	82,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	13.02.2024	14.02.2024	-	88,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.02.2024	29.02.2024	-	92,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.04.2024	04.04.2024	-	88,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	→	04.04.2024	-	04.04.2024	03.04.2025	88,60	39%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.04.2024	29.04.2024	-	90,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.05.2024	06.05.2024	-	93,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	27.05.2024	28.05.2024	-	93,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	29.05.2024	29.05.2024	-	94,20	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.07.2024	12.07.2024	-	92,60	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	06.08.2024	07.08.2024	-	91,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	12.08.2024	12.08.2024	-	91,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	26.08.2024	27.08.2024	-	95,80	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.09.2024	24.09.2024	-	108,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	11.10.2024	11.10.2024	-	106,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	24.10.2024	24.10.2024	-	109,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	04.11.2024	04.11.2024	-	113,50	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	01.12.2024	02.12.2024	-	113,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	07.01.2025	07.01.2025	-	124,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	28.01.2025	28.01.2025	-	136,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	30.01.2025	30.01.2025	-	142,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	19.02.2025	19.02.2025	-	145,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	14.03.2025	14.03.2025	-	135,00	-
Sylwia Jaśkiewicz	Neutralnie	↓	03.04.2025	-	03.04.2025	Nie później niż 03.04.2026	139,00	-1%
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	10.04.2025	10.04.2025	-	137,40	-
Sylwia Jaśkiewicz	-	→	-	02.05.2025	02.05.2025	-	148,00	-

* 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 z GPW w ramach „Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 4.0” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 2 maja 2025 r., godz. 18:20.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 2 maja 2025 r., godz. 18:30.

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 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/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/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.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra konsumpcyjne,
ochrona zdrowia & biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

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

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja,
dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
(Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
media & rozrywka)

Michał Zamel
Młodszy analityk

Copyright © 2025 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104