



**SPRAWOZDANIE ZARZĄDU  
Z DZIAŁALNOŚCI VOXEL S.A.**

**ZA OKRES OD 1 STYCZNIA DO 31 GRUDNIA 2015 ROKU**

---

## 1. PODSTAWOWE INFORMACJE O VOXEL S.A.

### 1.1. OPIS DZIAŁALNOŚCI VOXEL S.A.

VOXEL S.A. (dalej: „VOXEL”, „Spółka”, „Emitent”) działa na rynku usług medycznych od 2005 r. Jest prężnie rozwijającą się siecią medycznych centrów diagnostycznych, które świadczą wysokospecjalistyczne usługi w dziedzinie radiologii i medycyny nuklearnej. Poza szeroko rozumianą diagnostyką obrazową, VOXEL oferuje kompleksowy zakres usług i produktów związanych z wykorzystaniem najnowszych osiągnięć technologicznych w medycynie.

Działalność Emitenta obejmuje kilka segmentów usług wydzielonych dla potrzeb zarządczych oraz sprawozdawczych. Poniżej przedstawiono obszary działalności w celu szczegółowego scharakteryzowania specyfiki świadczonych usług. Zaznaczamy jednocześnie, że nie wszystkie opisane poniżej segmenty działalności są na dzień raportu okresowego segmentami sprawozdawczymi. Staną się nimi w sytuacji rozwoju do skali uzasadniającej ich uznanie za samodzielne linie biznesowe<sup>1</sup>.

### 1.2. DIAGNOSTYKA OBRAZOWA

Diagnostyka obrazowa jest obecnie jednym z najszybciej rosnących, samodzielnych segmentów medycyny. Z jednej strony wynika to ze zmian demograficznych i rosnącej skali chorób cywilizacyjnych, z drugiej natomiast jest pochodną dużego postępu technologicznego, umożliwiającego coraz bardziej precyzyjne diagnozowanie. Z perspektywy płatnika (prywatnego, jak też publicznego) diagnostyka obrazowa znakomicie ekonomizuje proces leczenia, umożliwiając rozpoznanie choroby już na wczesnym etapie. W przypadku diagnozowania chorób w stadium zaawansowanym wspomaga podejmowanie odpowiednich, efektywnych – także z finansowego punktu widzenia – decyzji terapeutycznych.

#### a. Tomografia komputerowa (Computed Tomography, CT)

Tomografia komputerowa jest metodą diagnostyczną wykorzystującą promieniowanie jonizujące. Znajduje zastosowanie przy obrazowaniu wszystkich układów oraz segmentów ciała i jest podstawowym narzędziem diagnostyki obrazowej w medycynie. Ma szczególne zastosowanie w medycynie ratunkowej. VOXEL posiada 15 pracowni tomografii komputerowych, gdzie wykonywane jest ok. 4.800 badań CT miesięcznie. Badania refundowane są przez Narodowy Fundusz Zdrowia (dalej: „NFZ”), kupowane w ramach umów podwykonawstwa przez szpitale publiczne i niepubliczne zakłady opieki zdrowotnej – realizujące kontrakty z NFZ oraz przez podmioty świadczące komercyjnie usługi ochrony zdrowia (m.in. Luxmed Sp. z o.o., PZU Pomoc S.A., Centrum Medyczne Enel Med S.A.), a także przez pacjentów indywidualnych.

#### b. Rezonans magnetyczny (Magnetic Resonance, MR)

Rezonans magnetyczny jest metodą diagnostyczną wykorzystującą silne pole magnetyczne. Jest badaniem uzupełniającym badania CT, a metodą z wyboru w diagnostyce układu mięśniowo-szkieletowego, wielu chorób neurologicznych, neurochirurgicznych, kardiologicznych, onkologii, położnictwie i farmakologii klinicznej.

VOXEL posiada 14 pracowni rezonansu magnetycznego i wykonuje ok. 5.300 badań MR miesięcznie. Badania MR refundowane są przez NFZ, kupowane przez podmioty świadczące usługi szpitalne oraz komercyjnie świadczenia medyczne, a także przez pacjentów indywidualnych. Dodatkowo VOXEL realizuje badania w ramach 60 prób klinicznych dla sektora farmaceutycznego.

#### c. Pozytonowa tomografia emisyjna (Positron Emission Tomography, PET-CT)

PET-CT jest techniką obrazowania opartą o promieniowanie powstałe w anihilacji pozytonów. Jest urządzeniem o wyjątkowo dużej czułości, umożliwiającym wykrywanie bardzo małych ognisk nowotworowych. Pozwala zobaczyć zarówno obraz anatomiczny, jak i czynnościowy danego narządu.

<sup>1</sup> Kryteria wyodrębniania segmentów sprawozdawczych Emitenta przedstawiono szczegółowo w Śródrocznym skróconym jednostkowym sprawozdaniu finansowym za okres 6 miesięcy zakończony 30 czerwca 2015 r.

Emitent posiada 5 pracowni PET, z czego 4 posiadają kontrakt z NFZ, a jedna jest przygotowana do kontraktowania świadczeń w 2016 r. Emitent wykonuje ok. 470 badań PET-CT miesięcznie. Badania PET-CT refundowane są przez NFZ oraz przez podmioty realizujące Pakiet Onkologiczny.

#### d. Tomografia emisyjna pojedynczego fotonu (Single Photone Emmsision CT, SPECT)

SPECT jest wykorzystywany do diagnostyki chorób nowotworowych, endokrynologicznych oraz kardiologicznych. Jest to podstawowa metoda w diagnostyce nowotworów. Emitent posiada 2 pracownie SPECT, z czego 1 posiada kontrakt z NFZ, druga natomiast jest w pełni przygotowana formalnie i operacyjnie do zawarcia kontraktu z NFZ.

### 1.3 PRODUKCJA I SPRZEDAŻ RADIOFARMACEUTYKÓW

Radiofarmaceutyki są produktami leczniczymi niezbędnymi w procesie diagnozowania chorób nowotworowych metodą PET-CT oraz PET-MR. Diagnostyka tego typu rozwija się bardzo dynamicznie, a dzięki stałemu postępowi naukowemu obszary jej zastosowań rosną. Czynniki te determinowały strategię rozwoju VOXEL, zakładającą rozszerzenie zakresu świadczonych usług o diagnostykę PET-CT. Elementem tej strategii była decyzja o budowie własnego zakładu produkcji radiofarmaceutyków.

W 2011 r. nakładem ok. 56 mln złotych, przy istotnym dofinansowaniu z programów EU, wybudowano w Krakowie nowoczesny zakład produkcyjny z centrum diagnostyczno-badawczym PET-CT/MR. W 2012 r. Emitent uruchomił produkcję radiofarmaceutyków na potrzeby własne. W 2013 r., w uzupełnieniu do produkcji dla własnych pracowni PET-CT, rozpoczęto również sprzedaż komercyjną dla podmiotów zewnętrznych.

Posiadanie zakładu produkcji radiofarmaceutyków, w ramach podmiotu leczniczego, daje Emitentowi istotne przewagi konkurencyjne. Emitent przestał być biernym odbiorcą oferty rynkowej, ale współkształtuje rynek. Obecnie na polskim rynku najczęściej stosowanym radiofarmaceutykiem jest FDG (ok. 95%) oraz cholina (2-3%). Badania z użyciem FDG oraz choliny w pracowniach PET-CT Emitenta zapewniają pokrycie kosztów takiego zakładu, a sprzedaż rynkowa radiofarmaceutyków prowadzona jest z nadwyżek produkcyjnych. Emitent w krótkim czasie (w porównaniu z konkurencją) może uruchomić produkcję innych radiofarmaceutyków, jeśli pojawią się możliwości korzystnego wykonywania badań z ich użyciem. Dotyczy to zarówno zmian w finansowanej przez NFZ palecie wskazań, jak i możliwości bardzo dochodowych badań farmaceutycznych.

Ponadto Emitent staje się atrakcyjnym partnerem dla dużych podmiotów, które mogą mu zlecać wytwarzanie kontraktowe radiofarmaceutyków, których dalszą dystrybucją zajmują się same. Przykładem może być rosnący w Europie Zachodniej rynek dla radiofarmaceutyków stosowanych w diagnostyce chorób neurodegeneracyjnych. Emitent prowadzi obecnie prace przygotowawcze do rozpoczęcia produkcji jednego z 3 aktualnie zarejestrowanych na świecie radiofarmaceutyków do wczesnego wykrywania choroby Alzheimera, tj. flutemetamol (nazwa handlowa Vizamy) na licencji GEHC. W ocenie Zarządu proces wdrożenia oraz rejestracji wspomnianego radioznacznika potrwa ok. 1,5 roku a rozpoczęcie sprzedaży może nastąpić w Q4 2017.

### 1.4 TELERADIOLOGIA

Teleradiologia jest usługą polegającą na wykorzystaniu kompetencji specjalistów radiologów przy udziale odpowiednich systemów IT do interpretacji badań radiologicznych akwirowanych niezależnie od miejsca pracy lekarza opisującego. Rosnąca świadomość, co do efektywności terapeutycznej oraz ekonomicznej stosowania diagnostyki obrazowej przekłada się na rosnącą ilość oraz jakość sprzętu diagnostycznego. To z kolei oznacza większy wolumen badań, ale także większą ilość informacji do zinterpretowania w danym badaniu.

Teleradiologia umożliwia wykorzystanie dalece niewystarczających zasobów lekarzy radiologów do interpretacji rosnącej ilości informacji istotnych z medycznego punktu widzenia. Rozwiązuje także problem nierównomiernego rozmieszczenia pracowni diagnostycznych oraz miejsc pracy radiologów. Ponadto umożliwia wykorzystanie subspecializacji radiologicznych, podwyższając jakość stawianej diagnozy (z uwagi na coraz bardziej zaawansowane badania, standardem staje się bardzo wąska specjalizacja radiologów ograniczająca się do jednego narządu czy wręcz

jego części). Istotną zaletą teleradiologii jest również optymalizacja czasu pracy radiologów oraz możliwość wykorzystania potencjału ośrodków referencyjnych do interpretowania badań z pozostałych ośrodków.

Emitent był pionierem usług teleradiologicznych w Polsce, a obecnie jest największym operatorem w tym zakresie, wykonującym do 15.000 interpretacji miesięcznie.

## 1.5 BADANIA KLINICZNE

Emitent, wykonując bardzo dużą ilość badań diagnostycznych w sieci swoich pracowni jest cenionym partnerem firm farmaceutycznych w zakresie badań klinicznych leków. Wieloletnia współpraca z licznymi przedsiębiorstwami farmaceutycznymi pozwoliła wypracować Emitentowi odpowiednie procedury, w szczególności w zakresie obsługi dokumentacyjnej badań klinicznych. Badania tego typu są finansowane bezpośrednio z budżetów firm zalecających badania (tzw. sponsorów) i zapewniają Emitentowi osiągnięcie wysokiej rentowności.

## 1.6 EKSPORT WIEDZY

Posiadając zespół ekspertów z doświadczeniem w zakresie budowy zakładu produkcji radiofarmaceutyków oraz pracowni diagnostycznych Emitent rozpoczął świadczenie takich usług na rzecz podmiotów zagranicznych. Wspomniana współpraca jest potwierdzeniem wysokiej oceny kompetencji Emitenta, a posiadanie takich referencji w ocenie Zarządu Emitenta, ułatwi pozyskiwanie nowych projektów. Poza znaczeniem prestiżowym projekty tego typu mogą mieć istotny wymiar finansowy dla VOXEL z uwagi na ich wysoką rentowność oraz możliwość zaoferowania usług i produktów komplementarnych.

## 2. OMÓWIENIE PODSTAWOWYCH WIELKOŚCI EKONOMICZNO-FINANSOWYCH UJAWNIONYCH W ROCZNYM SPRAWOZDANIU FINANSOWYM

### 2.1. DZIAŁALNOŚĆ EMITENTA DO DNIA PUBLIKACJI RAPORTU OKRESOWEGO

Rok 2015 przyniósł kontynuację realizacji długoterminowej strategii VOXEL, tj. świadczenia usług medycznych w obszarze specjalistycznej diagnostyki obrazowej dla jak największej grupy pacjentów. Poniżej przedstawiono najbardziej istotne zdarzenia gospodarcze w poszczególnych segmentach działalności VOXEL. Zaznaczamy jednocześnie, że większość wskazanych zdarzeń gospodarczych nie wymagała raportowania bieżącego z uwagi na ich jednostkową wartość poniżej 10% kapitałów własnych Emitenta (wielkość ta w całym okresie sprawozdawczym przekraczała 10 mln złotych).

#### 2.1.1. Diagnostyka Obrazowa

VOXEL w 2015 wykonał ponad ok. 144.000 badań diagnostycznych (MR, CT, PET-CT, SPECT, RTG), co oznacza ok. 14,8% wzrost rdr.

Emitent podpisał aneksy do dotychczasowych umów z NFZ w zakresie finansowania świadczeń z zakresu ambulatoryjnej opieki specjalistycznej w rodzaju MR, CT oraz w zakresie świadczeń odrębnie kontraktowanych – PET. Wartość świadczeń wykonanych w okresie 1 stycznia – 31 grudnia 2015 r. wyniosła 44.676.287 zł i była o 4.666.340 zł wyższa od analogicznej wielkości poprzedniego roku.

Emitent w lipcu 2015 r. przedłużył o 5 lat umowę najmu dla pomieszczeń Pracowni MR w Zabrze, w której zarejestrowana jest jedna z większych pracowni VOXEL w Polsce. Pracownia ta realizuje kontrakt z NFZ w rodzaju ambulatoryjna opieka specjalistyczna w zakresie badania rezonansu magnetycznego.

Realizując strategię konsekwentnego zwiększenia udziału przychodów od podmiotów prywatnych Emitent w marcu 2015 r. podpisał z Luxmed Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie aneks do umowy z lutego 2014 r. przedłużający o 2 lata współpracę w zakresie realizacji badań MR oraz CT w lokalizacjach, gdzie Luxmed nie posiada własnych pracowni diagnostycznych.

Spółka wygrała postępowanie przetargowe i zawarła w dniu 25 czerwca 2015 r. umowę dzierżawy nr 54/D/2015 z Samodzielnym Publicznym Zakładem Opieki Zdrowotnej Opolskie Centrum Onkologii im. prof. Tadeusza Koszarowskiego w Opolu (jako wydzierżawiającym) nieruchomości gruntowej o łącznej powierzchni 250 m<sup>2</sup> na okres do dnia 30.06.2025 r. W drugim kwartale br. w budowanym budynku uruchomiona zostanie szósta pracownia PET Emitenta. Województwo opolskie jest jedynym w kraju, gdzie pacjenci nie mają dostępu do świadczenia PET. Było to kluczowe kryterium przy podejmowaniu decyzji o uczestnictwie we wspomnianym postępowaniu przetargowym.

### 2.1.2. Produkcja i Sprzedaż Radiofarmaceutyków

Emitent kontynuował dostawę FDG do pracowni PET-CT (głównie przyszpitalnych, przy dużych ośrodkach onkologicznych) w ramach umów podpisanych po wygranych postępowaniach przetargowych w 2014 r. Emitent zawarł umowy z Starmedica Sp. z o. o. oraz Newmedical Sp. z o. o. na dostawę FDG do 2 pracowni PET.

W 2015 r. Emitent dostarczał FDG do 10 odbiorców zewnętrznych (9 krajowych, 1 zagranicznego), skutecznie dywersyfikując swoją sprzedaż zewnętrzną (5 odbiorców miało ok. 10% udział w całkowitej sprzedaży radiofarmaceutyków Emitenta, jeden ok. 15% oraz jeden odbiorca ok. 20%).

Emitent dostarcza FDG do własnych pracowni PET-CT, co ma bardzo istotne znaczenie z uwagi na występującą presję cenową FDG w wyniku zaostrzającej się konkurencji pomiędzy producentami. Konsekwencją spadku cen dotyka Emitenta w znacznie mniejszym stopniu niż podmioty produkujące radiofarmaceutyki wyłącznie na sprzedaż.

Emitent, po uzyskaniu stosownych pozwoleń, o czym informowano w komunikacie bieżącym nr 5/2015 z 12 marca 2015 r. rozpoczął wykorzystywanie radioizotopu <sup>11</sup>C-cholina do badań specyficznych dla raka prostaty.

W pracowni w Krakowie Emitent rozszerzył spektrum wykonywanych badań o unikatowe w skali kraju badania znakowania leukocytów w badaniach stanów zapalnych.

### 2.1.3. Teleradiologia

Emitent wykonał w 2015 r. ponad 168 000 interpretacji w ramach usług teleradiologicznych, opisując co najmniej 12 000 badań każdego miesiąca.

Rok 2015 potwierdził stale rosnące zapotrzebowanie na usługi teleradiologiczne w Polsce. Wzrost rdn zarówno ilości badań jak też osiągniętych przychodów wyniósł ponad 10%. Nastąpił istotny wzrost udziału w przychodach badań o charakterze „pilne” – opisywanych ze wskazań życiowych, co wynika z rosnących braków kadrowych w sektorze publicznej służby zdrowia co się przekłada trudnością obstawy dyżurów lekarskich przez klientów Emitenta. W związku ze wspomnianą sytuacją Emitent zmodyfikował cennik usług zwiększając udział opłat ryczałtowych za utrzymanie systemu w gotowości / dostępności usług.

### 2.1.4. Badania Kliniczne

Emitent utrzymał wysoką liczbę badań w programach farmaceutycznych oraz zawarł kolejne, nowe umowy na najtrudniejszym rynku warszawskim, włączając w to najbardziej zyskowne programy neurologiczne. Wyraźnie wzrosła liczba umów na badania farmaceutyczne w zakresie medycyny nuklearnej – PET-CT w psychogeriatric, tj. w badaniach na potrzeby monitorowania działania leków w chorobie Alzheimera.

Emitent zawarł umowy w zakresie nowych, bardzo korzystnych cenowo programów farmaceutycznych w PET-CT w onkologii, w których – poza obrazowaniem – jest odpowiedzialny za przygotowanie, podanie i użycie leczniczego radioizotopu. W okresie sprawozdawczym nastąpił dalszy rozwój badań funkcjonalnych w MR w Krakowie z zespołem psychologów.

Emitent, we współpracy z firmą Novartis zainicjował rozmowy z Polskim Towarzystwem Radiologicznym w sprawie ustalenia protokołu MR dla chorych ze stwardnieniem rozsianym, co stwarza szansę na badanie 46 tysięcy pacjentów rocznie z wykorzystaniem sekwencji objętościowej 3DT1.

Emitent jest w trakcie finalizowania rozmów na temat scentralizowania w jego ośrodku prac nad kalkulacją zaniku mózgu u takich pacjentów z całej Europy Środkowo-Wschodniej.

Emitent utrzymał wiodącą pozycję w zaawansowanych badaniach w zakresie neuroradiologii zarówno na Śląsku, jak i w Małopolsce, co – w ocenie Zarządu – ułatwi planowane wdrożenie produkcji nowego radioznacznika wykorzystywanego w chorobie Alzheimera.

### 2.1.5. Eksport Wiedzy

Emitent zawarł umowę z firmą Commecer ([www.commecer.it](http://www.commecer.it)) na konsultacje w zakresie projektowanie zakładu produkcji radiofarmaceutyków oraz ośrodka diagnostycznego dla ParsIsotope Co. (wiodący producent radiofarmaceutyków w Iranie, [www.parsisotope.com](http://www.parsisotope.com)). Ponadto, Emitent uczestniczy w projekcie budowy zakładu radiofarmaceutyków w parku technologicznym Life Sciences ([www.lifesciencespark.com](http://www.lifesciencespark.com)) w San Gwann na Malcie, realizowanego przez Roots Integrated Services ([www.rootsis.com](http://www.rootsis.com)) dla spółki Malta Enterprise ([www.maltaenterprise.com](http://www.maltaenterprise.com)).

Nawiązana współpraca przebiega pomyślnie i w Q4 2015 Emitent osiągnął pierwsze, znaczące przychody z tytułu eksportu wiedzy.

## 2.2. KOMENTARZ DO OSIĄGNIĘTYCH ROCZNYCH WYNIKÓW FINANSOWYCH

### 2.2.1. Wybrane Dane Finansowe

Poniżej przedstawione zostały wybrane podstawowe dane finansowe z jednostkowego rocznego sprawozdania finansowego VOXEL.

<b><i>Całkowite dochody (w tys. PLN)</i></b>	<b><i>2015</i></b>	<b><i>2014</i></b>	<b><i>zmiana% 1H15/1H14</i></b>
Przychody ze sprzedaży	75 738	65 601	15,5%
Zysk brutto na sprzedaży	20 366	12 177	67,2%
Zysk operacyjny EBIT	15 937	5 489	190,3%
EBITDA	26 275	16 512	59,1%
Zysk przed opodatkowaniem	13 337	1 264	954,9%
Zysk netto	10 690	418	2457,4%
<b><i>Aktywa (w tys. PLN)</i></b>	<b><i>2015</i></b>	<b><i>2014</i></b>	<b><i>zmiana% 15/14</i></b>
Aktywa razem	184 455	188 853	-2,3%
Aktywa trwałe	155 594	166 144	-6,4%
Rzeczowe aktywa trwałe	100 457	110 113	-8,8%
Wartości niematerialne i prawne	7 789	8 683	-10,3%
Aktywa obrotowe	28 861	22 709	27,1%
Zapasy	1 081	748	44,6%
Należności krótkoterminowe	15 760	15 466	1,9%
Środki pieniężne	386	292	32,2%

<b>Pasywa (w tys. PLN)</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>zmiana% 15/14</b>
Kapitały własne i zobowiązana	184 455	188 853	-2,3%
Kapitały własne	105 141	95 323	10,3%
Zobowiązania razem	79 314	93 530	-15,2%
Zobowiązania długoterminowe	35 541	62 979	-43,6%
- w tym długoterminowe kredyty bankowe oraz dłużne papiery wartościowe	7 361	35 279	-79,1%
Zobowiązania krótkoterminowe	43 773	30 551	43,3%
- w tym krótkoterminowe kredyty bankowe oraz dłużne papiery wartościowe	32 798	19 163	71,2%
Zobowiązania handlowe	7 339	8 495	-13,6%
<b>Przepływy pieniężne (w tys. PLN)</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>zmiana% 15/14</b>
Przepływy netto z działalności operacyjnej	23 552	15 275	54,2%
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-4 772	-13 069	-63,5%
Przepływy netto z działalności finansowej	-18 686	-2 081	798,0%
Przepływy pieniężne netto	94	126	-25,5%

W ocenie Zarządu Emitenta wyniki finansowe osiągnięte przez Spółkę w 2015 należy uznać za bardzo satysfakcjonujące, zarówno u ujęciu nominalnym, jak też w odniesieniu do wyników uzyskanych w 2014.

Przychody ze sprzedaży wyniosły 75.738 tys. zł, co daje ponad 15% wzrost rdr. Jest to wynikiem konsekwentnego zwiększania skali działalności przez rozszerzenie sieci pracowni diagnostycznych oraz zwiększania ilości i rodzajów przeprowadzanych badań.

Niezależnie od wzrostu nominalnej wartości kontraktów z NFZ, w okresie sprawozdawczym wzrósł udział przychodów z kontraktów komercyjnych w przychodach całkowitych realizowanych przez VOXEL. Udział przychodów z kontraktów NFZ w całkowitych przychodach wzrósł z 55% w 2014 r. do 57% w 2015 r.

W porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego Spółka odnotowała 67% wzrost zysku brutto na sprzedaży. Wypracowała jednocześnie historycznie najwyższy zysk operacyjny w wysokości ok. 15 937 mln zł (nominalny wzrost o ok. 10,5 mln zł w porównaniu do 2014 r.), co oznacza wygenerowanie w 2015 r. EBITDA na poziomie ponad 26,3 mln zł.

Tak znaczący wzrost zysku operacyjnego jest konsekwencją z jednej strony znacznego wpływu dźwigni operacyjnej, z drugiej natomiast przeprowadzonej restrukturyzacji kosztów.

Ponieważ VOXEL konsekwentnie obniża zadłużenie odsetkowe oraz jego cenę, koszty finansowe w okresie sprawozdawczym spadły o ok. 29%.

Zysk przed opodatkowaniem wyniósł ponad 13,3 mln zł, natomiast zysk netto ok. 10,7 mln zł.

Jeżeli chodzi o wielkości bilansowe to w okresie sprawozdawczym nastąpiło zmniejszenie zobowiązań o ponad 14 mln zł w porównaniu do ubiegłego roku. W szczególności 2 grudnia 2015 r. Emitent wykupił obligacje zamienne o łącznej wartości nominalnej 6.600 tys. zł. Emitent utrzymuje dość wysoki poziom zobowiązań krótkoterminowych w odniesieniu do aktywów krótkoterminowych, co jest konsekwencją przyjętej polityki znacznego finansowania się kredytem kupieckim u wybranych dostawców.



Dodatkowo, na 31.12.2015 zobowiązania długoterminowe z tytułu obligacji serii D i E stały się zobowiązaniami krótkoterminowymi (terminy wykupu przypadają w lipcu br.), co istotnie zwiększyło saldo zobowiązań krótkoterminowych.

Oceniając stan posiadanych środków pieniężnych oraz wielkość przewidywanych wpływów i wydatków, Zarząd Emitenta uważa, że środki te pozwolą Spółce na sfinansowanie wydatków zarówno inwestycyjnych jak też operacyjnych, bez ryzyka zachwiania płynności finansowej. Na dzień publikacji raportu okresowego VOXEL posiada niewykorzystaną kwotę bankowych linii kredytowych w wysokości ok 3 mln zł.

## 2.2.2. Podstawowe Wskaźniki Finansowe

W poniższej tabeli przedstawiono podstawowe wskaźniki finansowe odzwierciedlające sytuację finansową w GK VOXEL w H1 2015, prezentując jednocześnie ich wielkości za/w analogicznym okresie poprzedniego roku.

<b>Wskaźniki rentowności:</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Rentowność operacyjna	zysk operacyjny / przychody ze sprzedaży	21,0%	8,4%
Rentowność EBITDA	EBITDA / przychody ze sprzedaży	34,7%	25,2%
Rentowność netto	zysk netto / przychody ze sprzedaży	14,1%	0,6%
ROA	zysk netto / aktywa razem	5,8%	0,2%
ROE	zysk netto / kapitały własne	10,2%	0,4%
<b>Wskaźniki płynności:</b>			
Płynność I	aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe	0,66	0,74
Płynność II	(aktywa obrotowe – zapasy) / zobowiązania krótkoterminowe	0,63	0,72
<b>Wskaźniki zadłużenia:</b>			
Pokrycie majątku trwałego kapitałem wł.	kapitał własny / majątek trwały	0,68	0,57
Zadłużenie ogółem	zobowiązania ogółem / aktywa razem	0,43	0,50
Zadłużenie długoterminowe	zobowiązania długoterminowe / pasywa razem	0,19	0,33
Zadłużenie krótkoterminowe	zobowiązania krótkoterminowe / pasywa razem	0,24	0,16
Zobowiązania do kapitału własnego	zobowiązania razem / kapitał własny	0,75	0,98
<b>Wskaźniki rynkowe:</b>			
EPS	zysk netto / średnia ważona liczba akcji w okresie	1,02	0,04
BVPS	kapitał własny / średnia ważona liczba akcji na koniec okresu	10,01	9,08

W okresie sprawozdawczym wszystkie wskaźniki rentowności istotnie wzrosły do poziomów, które w ocenie Zarządu należy uznać za bardzo satysfakcjonujące. Podstawowymi czynnikami powodującymi tak znaczną poprawę rentowności jest konsekwentny wzrost przychodów osiągnięty w prawie wszystkich pracowniach diagnostycznych przy obniżonych, dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji, kosztach. Celem Zarządu jest długoterminowe utrzymanie rentowności Emitenta na poziomie zbliżonym do osiągniętego w 2015.



Wskaźniki zadłużenia uległy poprawie, za wyjątkiem zadłużenia krótkoterminowego spowodowanego wspomnianą zmianą struktury pasywów, wynikającą z terminu wykupu obligacji w 2016 r. Wskaźniki rynkowe (EPS, BVPS), dzięki osiągnięciu wysokiego zysku netto przy niezmienionej liczbie wyemitowanych akcji znacznie wzrosły.

### 2.2.3. Efektywność Finansowa Segmentów

Dla celów zarządczych Spółka została podzielona na części w oparciu o wytwarzane produkty i świadczone usługi. Wyodrębniono następujące segmenty operacyjne:

#### Usługi medyczne

Segment obejmujący podstawową działalność gospodarczą Spółki czyli świadczenie usług wysokospecjalistycznej diagnostyki obrazowej, usług teleradiologicznych oraz badań klinicznych.

#### Produkcja radiofarmaceutyków

Segment obejmujący prowadzenie działalności gospodarczej przez Spółkę w zakresie produkcji radiofarmaceutyków przeznaczonych do wykorzystania przez własne pracownie PET w ramach świadczenia usług medycznych oraz produkcji i komercyjnej sprzedaży radiofarmaceutyków dla podmiotów zewnętrznych.

#### Pozostałe segmenty

Segment obejmujący eksport wiedzy w zakresie medycyny nuklearnej realizowany przez Spółkę.

Żaden z segmentów operacyjnych Spółki nie został połączony z innym segmentem w celu stworzenia segmentów sprawozdawczych. Zarząd monitoruje oddzielnie wyniki operacyjne segmentów w celu podejmowania decyzji dotyczących alokacji zasobów, oceny skutków tej alokacji oraz wyników działalności. Podstawą oceny wyników działalności jest zysk lub strata na działalności operacyjnej, które w pewnym zakresie, jak wyjaśniono w tabeli poniżej, są mierzone inaczej niż zysk lub strata na działalności operacyjnej w sprawozdaniu finansowym. Finansowanie Spółki (łącznie z kosztami i przychodami finansowymi) oraz podatek dochodowy są monitorowane na poziomie Spółki i nie ma miejsca ich alokacja do segmentów.

Ceny transakcyjne stosowane przy transakcjach pomiędzy segmentami operacyjnymi są ustalane na zasadach rynkowych podobnie jak przy transakcjach ze stronami niepowiązаныmi.

Rok zakończony	Usługi medyczne	Produkcja radiofarmaceutyków	Pozostałe	Wyłączenia	Razem
31 grudnia 2015 (dane w tys. zł)					
Przychody					
Przychody ze sprzedaży pomiędzy segmentami		5 203,9		(5 203,9)	
Przychody ze sprzedaży od odbiorców zewnętrznych	72 534,3	2 782,6	420,9		75 737,7
Przychody segmentu ogółem	72 534,3	7 986,5	420,9	(5 203,9)	75 737,7
Zysk segmentu	20 722,4	(742,4)	385,6		20 365,6

1. Przychody z tytułu transakcji pomiędzy segmentami są eliminowane przy konsolidacji.
2. Zysk segmentu nie uwzględnia kosztów ogólnego zarządu (7.351,4 tys. zł), pozostałych przychodów operacyjnych (3 561,3 tys. zł), pozostałych kosztów operacyjnych (638,4 tys. zł), przychodów finansowych (797,6 tys. zł) i kosztów finansowych (3 398 tys. zł).
3. Spółka nie monitoruje aktywów i zobowiązań poszczególnych segmentów, ponieważ aktywa i zobowiązania są zarządzane na poziomie Spółki.

### 3. SZCZEGÓŁOWE INFORMACJE O VOXEL

#### 3.1 DANE EMITENTA

**VOXEL S.A.** z siedzibą w Krakowie, 30-663, ul. Wielicka 265, zarejestrowana w Rejestrze Przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd dla Krakowa - Śródmieścia w Krakowie, XI Wydział Gospodarczy KRS pod numerem: 0000238176. Kapitał zakładowy Spółki wynosi 10 502 600 zł, jest opłacony w całości. Spółce nadano numer statystyczny REGON 120067787 oraz NIP: 679-28-54-642.

#### 3.2. INFORMACJE O KAPITALE EMITENTA

Kapitał zakładowy VOXEL wg stanu na 31.12.2015 r. wynosi 10 502 600 zł i dzielił się na 10.502.600 szt. akcji serii A, B, C, D1, D2, D3, E, F, G, I, J, K, L. W okresie sprawozdawczym nie wystąpiły zmiany wysokości tego kapitału.

#### 3.3. SKŁAD OSOBOWY I ZMIANY W OKRESIE SPRAWOZDAWCZYM ORGANÓW ZARZĄDZAJĄCYCH I NADZORUJĄCYCH ORAZ KOMITETÓW W VOXEL

W okresie sprawozdawczym Zarząd funkcjonował w następującym składzie: Jacek Liszka – Prezes Zarządu, Dariusz Pietras – Wiceprezes Zarządu oraz Grzegorz Maślanka – Członek Zarządu, pełniący jednocześnie funkcję dyrektora finansowego do dnia 29 czerwca 2015 r. kiedy zrezygnował, bez podania uzasadnienia, z zasiadania w Zarządzie Emitenta.

W ocenie Spółki wspomniana rezygnacja pozostała bez wpływu na jej działalność operacyjną. W celu zapewnienia właściwego funkcjonowania działu finansowo-księgowego Zarząd Emitenta przeprowadził postępowanie rekrutacyjne i powierzył stanowisko dyrektora finansowego VOXEL osobie o odpowiednich kompetencjach.

W okresie sprawozdawczym Rada Nadzorcza działa w następującym składzie: Marek Warzecha – Przewodniczący Rady Nadzorczej, Wojciech Włodarczyk – Członek Rady Nadzorczej, Agnieszka Kamińska – Członek Rady Nadzorczej, Wojciech Wrona – Członek Rady Nadzorczej oraz Tomasz Lalik – Członek Rady Nadzorczej. W okresie sprawozdawczym nie nastąpiły zmiany w składzie Rady Nadzorczej.

#### 3.4. OPIS ZASAD DOTYCZĄCYCH POWOŁYWANIA I ODWOŁYWANIA OSÓB ZARZĄDZAJĄCYCH ORAZ ICH UPRAWNIENI W ZAKRESIE EMISJI LUB WYKUPU AKCJI

Zarząd Spółki liczy od 1 (jednego) do 3 (trzech) osób, powoływanych na okres wspólnej kadencji trwającej 4 lata. Prezesa Zarządu Spółki oraz pozostałych członków Zarządu Spółki powołuje i odwołuje Rada Nadzorcza.

Do składania oświadczeń woli i podpisywania dokumentów w imieniu Spółki upoważnionych jest dwóch członków Zarządu działających łącznie, lub jeden członek Zarządu działający łącznie z prokurentem. Prezes Zarządu kieruje pracami Zarządu, w szczególności koordynuje, nadzoruje oraz organizuje pracę członków Zarządu a także zwołuje i przewodniczy posiedzeniom Zarządu. W przypadku równości głosów podczas głosowania na posiedzeniu Zarządu, głos Prezesa Zarządu decyduje o wyniku głosowania.

W sprawach nie przekraczających zakresu zwykłego zarządu każdy z członków Zarządu może samodzielnie prowadzić sprawy Spółki. Uchwały Zarządu zapadają w sprawach przekraczających zwykły zarząd, a także w każdej sprawie, gdy zażąda tego chociażby jeden członek Zarządu.

Decyzje o emisji lub wykupie akcji podejmuje Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy.

### 3.5. OPIS ZASAD ZMIANY STATUTU EMITENTA

Zmiana Statutu VOXEL wymaga uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy zapadają zwykłą większością głosów, chyba, że kodeks spółek handlowych lub Statut przewidują inną większość. Dla ważności uchwał Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy wymagana jest obecność na Walnym Zgromadzeniu akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 50 % kapitału zakładowego.

### 3.6. OPIS SPOSOBU DZIAŁANIA WALNEGO ZGROMADZENIA I JEGO ZASADNICZE UPRAWNIENIA

Walne Zgromadzenie Spółki obraduje jako zwyczajne lub nadzwyczajne. W Walnym Zgromadzeniu mają prawo uczestniczyć uprawnieni z akcji na okaziciela i uprawnieni z akcji imiennych. Uczestnictwo może być osobiste lub przez pełnomocnika.

Do kompetencji Walnego Zgromadzenia należy w szczególności podejmowanie uchwał w sprawach:

- 1) rozpatrzenia i zatwierdzenia sprawozdania finansowego Spółki oraz sprawozdania Zarządu z działalności Spółki w ubiegłym roku obrotowym,
- 2) podziału zysku albo pokrycia straty,
- 3) udzielenia członkom organów Spółki absolutorium z wykonania przez nich obowiązków,
- 4) tworzenia i znoszenia kapitałów rezerwowych, funduszy specjalnych oraz określenie ich przeznaczenia,
- 5) postanowień dotyczących roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu Spółki lub sprawowaniu zarządu lub nadzoru,
- 6) powołania i odwołania członków Rady Nadzorczej Spółki,
- 7) powołania i odwołania likwidatorów,
- 8) zatwierdzenia regulaminu Rady Nadzorczej,
- 9) uchwalenia regulaminu obrad Walnego Zgromadzenia.

Oprócz spraw wymienionych powyżej, uchwały Walnego Zgromadzenia wymagają inne sprawy określone w przepisach prawa i niniejszym Statucie. Nabywanie i zbywanie przez Spółkę nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości nie wymaga uchwały Walnego Zgromadzenia.

Uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy zapadają zwykłą większością głosów, chyba, że kodeks spółek handlowych lub Statut przewidują inną większość. Dla ważności uchwał Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy wymagana jest obecność na Walnym Zgromadzeniu akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 50 % kapitału zakładowego.

Walne Zgromadzenie może podejmować uchwały jedynie w sprawach objętych porządkiem obrad, chyba, że cały kapitał zakładowy jest reprezentowany na Zgromadzeniu, a nikt z obecnych nie wniósł sprzeciwu, co do odbycia Walnego Zgromadzenia ani co do postawienia poszczególnych spraw na porządku obrad.

Wniosek o zwołanie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia oraz wnioski o charakterze porządkowym mogą być uchwalone, mimo że nie były umieszczone w porządku obrad. Porządek obrad ustala podmiot zwołujący Walne Zgromadzenie.

Akcjonariusze reprezentujący, co najmniej 1/20 (jedną dwudziestą) kapitału zakładowego mogą żądać umieszczenia poszczególnych spraw w porządku obrad najbliższego Walnego Zgromadzenia. Żądanie powinno zostać zgłoszone Zarządowi nie później niż na dwadzieścia jeden dni przed wyznaczonym terminem Zgromadzenia. Akcjonariusz zgłaszający wniosek do porządku obrad Walnego Zgromadzenia, w tym wniosek o zaniechanie rozpatrywania sprawy umieszczonej w porządku obrad, powinien przedstawić uzasadnienie umożliwiające podjęcie uchwały z należytym rozeznaniem.

Głosowanie jest jawne. Tajne głosowanie zarządza się przy wyborach oraz nad wnioskami o odwołanie bądź zawieszenie członków organów Spółki lub likwidatorów, bądź o pociągnięcie ich do odpowiedzialności jak również w sprawach osobowych. Ponadto tajne głosowanie zarządza się na wniosek choćby jednego z Akcjonariuszy uprawnionych do głosowania.

Uchwała Walnego Zgromadzenia w sprawie emisji akcji z prawem poboru powinna precyzować cenę emisyjną lub mechanizm jej ustalenia albo zobowiązać organ do tego upoważniony do ustalenia jej przed dniem ustalenia prawa poboru, w terminie umożliwiającym podjęcie decyzji inwestycyjnej.

Uchwały Walnego Zgromadzenia powinny zapewniać zachowanie niezbędnego odstępu czasowego pomiędzy decyzjami powodującymi określone zdarzenia korporacyjne a datami, w których ustalane są prawa Akcjonariuszy wynikające z tych zdarzeń korporacyjnych. Dzień ustalenia praw do dywidendy oraz dzień wypłaty dywidendy powinny być tak ustalone, aby czas przypadający pomiędzy nimi był możliwie najkrótszy, nie dłuższy jednak niż 15 dni roboczych. Ustalenie dłuższego okresu pomiędzy tymi terminami wymaga szczegółowego uzasadnienia. Uchwała Walnego Zgromadzenia w sprawie wypłaty dywidendy warunkowej może zawierać tylko takie warunki, których ewentualne ziszczenie nastąpi przed dniem ustalenia prawa do dywidendy.

#### 4. STANOWISKO ZARZĄDU EMITENTA CO DO MOŻLIWOŚCI ZREALIZOWANIA WCZEŚNIEJ PUBLIKOWANYCH PROGNOZ

Emitent nie publikował prognoz dotyczących 2015 r.

#### 5. WSKAZANIE AKCJONARIUSZY POSIADAJĄCYCH CO NAJMNIEJ 5% GŁOSÓW NA WZA EMITENTA ORAZ ZMIAN W STRUKTURZE WŁASNOŚCI ZNACZĄCYCH PAKIETÓW AKCJI

Na dzień przekazania raportu okresowego struktura znaczącego akcjonariatu Emitenta przedstawiała się jak w poniższej tabeli.

Lp.	Akcjonariusz	Ilość akcji	% w kapitale zakładowym	Ilość głosów	% głosów na WZA
1.	Voxel International S.a.r.l. z siedzibą w Luksemburgu	5.173.856	49,26	8.173.956	60,54
2.	Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.	1.532.020	14,59	1.532.020	11,35
3.	First Private Equity FIZ Aktywów Niepublicznych oraz Aktivist FIZ (zarządzane przez Warsaw Equity Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.)	808.562	7,79	808.562	5,99
4.	Powszechne Towarzystwo Emerytalne Allianz Polska S.A.	680.370	6,48	680.370	5,04

W okresie od publikacji poprzedniego raportu okresowego nie nastąpiły zmiany w zakresie stanu posiadania akcji Emitenta przez znaczących akcjonariuszy.

#### 5.1 WSKAZANIE POSIADACZY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH, KTÓRE DAJĄ SPECJALNE UPRAWNIENIA

Spółka wyemitowała imienne akcje serii A w ilości 2.000.100 oraz imienne akcje serii B w ilości 1.000.000, które są uprzywilejowane co do głosu w ten sposób, że na każdą akcję przypadają dwa głosy na walnym zgromadzeniu

Spółki. Całość akcji serii A oraz serii B objął podmiot VOXEL International S.a r.l. z siedzibą w Luksemburgu.

## 5.2 WSKAZANIE WSZELKICH OGRANICZEŃ ODNOŚNIE DO WYKONYWANIA PRAWA GŁOSU

Nie występują żadne ograniczenia odnośnie wykonywania prawa głosu z papierów wartościowych Spółki.

## 5.3 WSKAZANIE WSZELKICH OGRANICZEŃ DOTYCZĄCYCH PRZENOSZENIA PRAWA Z PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Zbycie akcji imiennych uprzywilejowanych bez zachowania trybu przewidzianego w postanowieniach Statutu jest bezskuteczne wobec Spółki.

Dotychczasowym Akcjonariuszom posiadającym akcje imienne uprzywilejowane przysługuje prawo pierwszeństwa nabycia akcji imiennych uprzywilejowanych przeznaczonych do zbycia. Akcjonariusz zamierzający zbyć akcje imienne uprzywilejowane ma obowiązek:

- 1) zawiadomienia o zamiarze zbycia na piśmie wszystkich Akcjonariuszy posiadających akcje imienne uprzywilejowane oraz Zarządu Spółki, ze wskazaniem osoby nabywcy, liczby akcji przeznaczonych do zbycia oraz ustalonej z nabywcą ceny;
- 2) jednoczesnego z zawiadomieniem, zaoferowania przeznaczonych do zbycia akcji wszystkim pozostałym Akcjonariuszom posiadającym akcje imienne uprzywilejowane na warunkach określonych poniżej. Oferta Akcjonariusza winna zawierać dla swej ważności upoważnienie Spółki do odbioru oświadczeń w przedmiocie przyjęcia oferty.

W przypadku zamiaru zbycia akcji imiennych uprzywilejowanych, pozostali akcjonariusze posiadający akcje imienne uprzywilejowane mogą nabyć akcje oferowane do zbycia za cenę równą cenie zbycia określoną w zawiadomieniu, o którym mowa powyżej.

Akcjonariusze posiadający akcje imienne uprzywilejowane mogą wykonać prawo pierwszeństwa w terminie 14 dni od otrzymania zawiadomienia poprzez złożenie na ręce Zarządu Spółki oświadczenia o realizacji prawa pierwszeństwa i przyjęciu oferty. W przypadku, gdy oświadczenia o realizacji prawa pierwszeństwa obejmą akcje w liczbie przekraczającej przeznaczoną do zbycia, Zarząd Spółki dokona redukcji proporcjonalnie do liczby akcji objętej oświadczeniami o realizacji prawa pierwszeństwa i w drugiej kolejności do liczby akcji imiennych posiadanych przez Akcjonariuszy, którzy korzystają z prawa pierwszeństwa.

Zarząd Spółki w terminie 7 dni licząc od upływu terminu do złożenia oświadczeń o zamiarze skorzystania z prawa pierwszeństwa, o których mowa powyżej, przygotowuje listę osób, które złożyły takie oświadczenia i przekazuje ją Akcjonariuszowi zamierzającemu zbyć akcje oraz Akcjonariuszom korzystającym z prawa pierwszeństwa. Lista zawierać będzie wskazanie osób korzystających z prawa pierwszeństwa wraz z przypisaniem każdej z nich liczby i numerów nabywanych akcji.

Termin zapłaty za akcje nabywane w trybie prawa pierwszeństwa wynosi do 90 dni licząc od przekazania przez Zarząd Spółki zainteresowanym listy, o której mowa w ust. 5 powyżej.

W przypadku bezskutecznego upływu terminu do zapłaty za akcje Akcjonariusz może je zbyć w całości lub części na rzecz nabywcy określonego w zawiadomieniu i na wskazanych tam warunkach.

Poza powyższym ograniczeniem, nie istnieją żadne inne ograniczenia dotyczące przenoszenia prawa własności papierów wartościowych VOXEL.

## 6. ZESTAWIENIE STANU POSIADANIA AKCJI EMITENTA PRZEZ OSOBY ZARZĄDZAJĄCE I NADZORUJĄCE EMITENTA

### 6.1 OSOBY ZARZĄDZAJĄCE

Stan posiadania akcji Emitenta przez osoby zarządzające przedstawia poniższa tabela.

Lp.	Akcjonariusz	Ilość akcji na 31 grudnia 2015 r.	Ilość akcji na dzień przekazania sprawozdania finansowego za 2015 r.
1.	Dariusz Pietras	198.215	198.215
2.	Jacek Liszka	106.320	106.320

Stan posiadania akcji Emitenta przez Pana Jacka Liszkę oraz Pana Dariusza Pietrasa nie uległ zmianie w okresie od przekazania poprzedniego raportu okresowego do dnia przekazania niniejszego raportu okresowego.

## 7. WSZELKIE UMOWY ZAWARTE MIĘDZY VOXEL A OSOBAMI ZARZĄDZAJĄCYMI

W dniu 17 listopada 2015 r. zostały podpisane porozumienia o wykonywaniu funkcji członka zarządu w związku z powołaniem. Porozumienia zostały zawarte pomiędzy Panem Jackiem Liszką a Spółką reprezentowaną przez Przewodniczącego Rady Nadzorczej VOXEL Pana Marka Warzechę, jak również Panem Dariuszem Pietrasem a Spółką reprezentowaną przez Przewodniczącego Rady Nadzorczej VOXEL Pana Marka Warzechę. Porozumienia określają warunki wykonywania przez Członków Zarządu funkcji w zarządzie VOXEL, przy czym Porozumienie nie uchybia przepisowi art. 3751 KSH. Porozumienie określa m.in. wysokość ustalonego wynagrodzenia i zasady jego wypłaty, obowiązek zachowania poufności, prawo odkupu mienia przekazanego Członkom Zarządu. Treść porozumienia została przez podpisaniem zatwierdzona przez Radę Nadzorczą VOXEL.

W dniu 19 listopada 2015 r. zostały podpisane ze spółką reprezentowaną przez Przewodniczącego Rady Nadzorczej VOXEL Pana Marka Warzechę, umowy o przystąpieniu do programu motywacyjnego. Program Motywacyjny przyjęto w spółce na mocy uchwały Rady Nadzorczej VOXEL S.A. (uchwała nr 28/2015 z dnia 17 listopada 2015 r.) i określa on szczegółowe zasady jego realizacji w Spółce. Każdemu z Członków Zarządu jako Osobom Uczestniczącym w Programie Motywacyjnym, przysługiwać będzie warunkowe prawo do otrzymania od Spółki w przyszłości wypłaty gotówkowej w postaci rozliczenia pieniężnego za rok 2015, którego wysokość ustalona została jako 2,5% zysku netto Spółki za rok obrotowy 2015. Spółka może wypłacić zaliczkę na poczet Rozliczenia Pieniężnego za rok 2015 w wysokości nie wyższej jednak niż 50% kwoty obliczonej wg formuły wskazanej w Regulaminie, przy czym za Zysk Netto przyjmuje się zysk netto osiągnięty do daty wypłaty zaliczki, wykazany w raportach okresowych za pełne kwartały danego roku obrotowego.

W dniu 1 lutego br. Spółka wypłaciła tytułem zaliczki na poczet Rozliczenia Pieniężnego 120 tys. zł Prezesowi Zarządu oraz 120 tys. zł Wiceprezesowi Zarządu.

## 8. WARTOŚĆ WYNAGRODZEŃ, NAGRÓD LUB KORZYŚCI, W TYM WYNIKAJĄCYCH Z PROGRAMÓW MOTYWACYJNYCH OPARTYCH NA KAPITALE AKCYJNYM SPÓŁKI

Łączne wynagrodzenia (włączając premie) Członków Zarządu za 2015 r. wyniosły:

Imię i nazwisko	Kwota brutto (zł)
Jacek Liszka	595 000,00
Dariusz Pietras	580 000,00
Grzegorz Maślanka	190 000,00
<b>Razem</b>	<b>1 365 000,00</b>

W 2015 r. Członkowie Zarządu nie otrzymali wynagrodzenia w formie opcji na akcje.

Wynagrodzenia dla Członków Rady Nadzorczej w 2015 r. wyniosły:

Imię i nazwisko	Kwota brutto (zł)
Marek Warzecha	26 200,00
Wojciech Włodarczyk	24 800,00
Agnieszka Kamińska	24 800,00
Wojciech Wrona	20 500,00
Tomasz Lalik	24 800,00
<b>Razem</b>	<b>121 100,00</b>

## 9. WSKAZANIE POSTĘPOWAŃ SĄDOWYCH, ARBITRAŻOWYCH ORAZ PRZED ORGANAMI ADMINISTRACJI PUBLICZNEJ O WARTOŚCI SPORU STANOWIĄCEJ CO NAJMNIEJ 10% KAPITAŁÓW WŁASNYCH EMITENTA

W okresie sprawozdawczym Emitent, oraz przeciw Emitentowi nie były prowadzone postępowania przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej, których wartość stanowiłaby co najmniej 10% kapitałów własnych Emitenta.

## 10. INFORMACJA O TRANSAKCYJACH Z PODMIOTAMI POWIĄZANYMI NA WARUNKACH INNYCH NIŻ RYNKOWE

W okresie sprawozdawczym Emitent nie zawierał transakcji z podmiotami powiązаныmi na warunkach odbiegających od warunków rynkowych. Transakcje w Grupie Kapitałowej Emitenta zawierane są na warunkach rynkowych oraz dokumentowane stosownie do wymogów prawa podatkowego.

## 11. INFORMACJA O POWIĄZANIACH ORGANIZACYJNYCH LUB KAPITAŁOWYCH Z INNYMI PODMIOTAMI ORAZ OKREŚLENIE GŁÓWNYCH INWESTYCJI

Wg stanu na dzień 31.12.2015 r. Emitent posiadał 100% udziałów w „Centrum Diagnostyki Obrazowej Jelenia Góra” Sp. z o.o. oraz 100% akcji w kapitale zakładowym Alteris S.A.

W okresie sprawozdawczym Spółka rozpoczęła realizację inwestycji w Opolu obejmującą budowę budynku dla własnej pracowni PET. W związku z wprowadzaniem podziałem kompetencji w GK Emitenta (diagnostyka, budowa i wynajem pracowni dla potrzeb działalności operacyjnej Emitenta), inwestycja ta jest kontynuowana przez spółkę zależną – „Centrum Diagnostyki Obrazowej Jelenia Góra” Sp. z o.o., która docelowo będzie spółką realizującą wszystkie nowe inwestycje budowlane w zakresie przygotowania powierzchni pod pracownie diagnostyczne VOXEL.

## 12. INFORMACJA O UDZIELONYCH POŻYCZKACH, W TYM PODMIOTOM POWIĄZANYM

Poniższa tabela zawiera szczegółowe zestawienie pożyczek udzielonych przez Emitenta (w tys. zł).

	31 grudnia 2015	31 grudnia 2014
Pożyczki udzielone	11 633,7	6 203,5
Nabyte wierzytelności		-
<b>Razem pozostałe aktywa finansowe</b>	<b>11 633,7</b>	<b>6 203,5</b>





<i>(w tys. zł)</i>	<i>31 grudnia 2015</i>	<i>31 grudnia 2014</i>
Poręczenie spłaty kredytu, przystąpienie do długu, poręczenie emisji obligacji	19 000,0	18 500,0
Poręczenie spłaty weksla	1 569,6	590,8
Zobowiązania z tytułu gwarancji bankowych udzielonych w głównej mierze jako zabezpieczenie wykonania umów handlowych, gwarancji leasingodawcy	-	1 402,4
Inne zobowiązania warunkowe	83 140,3	98 783,10
Razem zobowiązania warunkowe	103 709,9	119 276,3

#### 14. OCENA ZARZĄDZANIA ZASOBAMI FINANSOWYMI

Rok obrotowy 2015 należy uznać za bardzo udany dla VOXEL. Spółka osiągnęła wysoki zysk operacyjny, zysk netto oraz wypracowała znaczną nadwyżkę gotówki operacyjnej. Prowadzono politykę finansowania działalności w ramach posiadanych środków własnych oraz środków ze źródeł zewnętrznych (obligacje, finansowanie bankowe, kredyt kupiecki). Emitent posiadał zdolność terminowego regulowania swoich zobowiązań. Osiągane wyniki finansowe powodują duże zainteresowanie nawiązaniem współpracy z Emitentem ze strony banków. Wobec braku wydatków inwestycyjnych przekraczających wartość generowanych nadwyżek operacyjnych Spółka nie planuje zwiększania poziomu zadłużenia. Co więcej, nie wyklucza się możliwości dalszego obniżania zadłużenia odsetkowego w przypadku niezidentyfikowania nowych projektów inwestycyjnych o skali przekraczającej możliwości finansowania środkami własnymi Emitenta.

Spółka w swojej polityce finansowej konsekwentnie nie stosowała opcji walutowych, ani innych ryzykownych instrumentów finansowych.

Biorąc pod uwagę stan posiadanych środków pieniężnych oraz wielkość przewidywanych wpływów i wydatków, należy stwierdzić, że środki te pozwolą Spółce na sfinansowanie zaplanowanych zamierzeń inwestycyjnych (przede wszystkim o charakterze odtworzeniowym) oraz obsługę bieżącej działalności operacyjnej.

#### 15. OCENA MOŻLIWOŚCI REALIZACJI ZAMIERZEŃ INWESTYCYJNYCH

Emitent nie realizuje w chwili obecnej istotnych zamierzeń inwestycyjnych. Sytuacja finansowa Spółki (generowane nadwyżki, dostęp do finansowania zewnętrznego) pozwalają rozpocząć realizację ewentualnych nowych projektów, o ile takie zostaną zidentyfikowane i zaakceptowane przez Zarząd.

#### 16. INFORMACJE O UMOWACH ZAWARTYCH Z PODMIOTAMI UPRAWNIONYMI DO BADANIA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

Rada Nadzorcza Emitenta w dniu 10 lipca 2015 r. dokonała wyboru Ernst & Young Audit Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. z siedzibą w Warszawie, do przeprowadzenia badania rocznego jednostkowego sprawozdania finansowego Emitenta sporządzonego według stanu na dzień 31 grudnia 2015 r. oraz przeglądu półrocznego jednostkowego sprawozdania finansowego VOXEL według stanu na dzień 30 czerwca 2015 r. Emitent poinformował o tym zdarzeniu w raporcie bieżącym nr 19/2015 z 10 lipca 2015 r.

Wynagrodzenie Ernst & Young Audit Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. ustalone zostało na następującym poziomie:

- przegląd sprawozdania finansowego oraz badanie rocznego sprawozdania finansowego – 110 tys. zł
- usługi doradztwa podatkowego – nie świadczy takich usług / 0 zł
- pozostałe usługi – nie świadczy takich usług / 0 zł

W dniu 19 sierpnia 2014 r. została zawarta umowa między VOXEL S.A. a ATAC Audytorzy i Partnerzy spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie, wpisaną na listę podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych pod nr 3565 do:

- przeglądu półrocznego jednostkowego sprawozdania finansowego VOXEL SA, sporządzonego według stanu na 30.06.2014 r.;
- przeglądu półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy VOXEL, sporządzonego według stanu na 30.06.2014 r.;
- przeprowadzenia badania jednostkowego sprawozdania finansowego VOXEL S.A., sporządzonego według stanu na 31.12.2014 r.;
- przeprowadzenia badania skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy VOXEL, sporządzonego według stanu na 31.12.2014 r.

Wynagrodzenie za powyższe wyniosło 64.206,00 zł. W 2014 r., poza wynagrodzeniem za przegląd oraz badanie jednostkowego i skonsolidowanego sprawozdania finansowego za rok 2014, ATAC Audytorzy i Partnerzy spółka z ograniczoną odpowiedzialnością z siedzibą w Warszawie nie otrzymał wynagrodzenia z innego tytułu.

## 17. OPIS GŁÓWNYCH CECH STOSOWANYCH W SPÓŁCE SYSTEMÓW KONTROLI WEWNĘTRZNEJ

Kontrola wewnętrzna to każde działanie podejmowane przez Zarząd, Radę Nadzorczą, kierownictwo i pozostałych pracowników w celu poprawy zarządzania ryzykiem i zwiększenia prawdopodobieństwa zrealizowania ustalonych celów i zadań. Kontrola wewnętrzna jest instrumentem wspomagającym kierownictwo w procesie zarządzania i podejmowania decyzji oraz w zapobieganiu i wykrywaniu błędów, nadużyć oraz wszelkich przejawów nieprawidłowości.

W Spółce funkcjonują wielostopniowe mechanizmy kontrolne, które są ze sobą ściśle powiązane i wzajemnie uzupełniają się:

- samokontrola lub kontrola funkcjonalna, czyli działania kontrolne inicjowane przez pracownika, mające na celu ujawnienie i natychmiastową likwidację niepożądanych zdarzeń, wynikających z rodzaju wykonywanej pracy, instrukcji stanowiskowych, są elementem procedur systemowych zapewniania jakości;
- kontrola wstępna, która ma charakter prewencyjny, zapobiega wykonywaniu czynności niezgodnych z prawem, planem lub zasadami gospodarności;
- kontrola bieżąca, która wykonywana jest w trakcie trwania procesów, projektów i polega na bieżącym kontrolowaniu prawidłowości ich przebiegu;
- kontrola finansowa, pion finansowy (Dyrektor Finansowy z podległymi komórkami) stanowi podstawowe ogniwo w systemie kontroli wewnętrznej w Spółce. Główny Księgowy, jako osoba nadzorująca pracę rachunkowości, sprawuje kontrolę nad innymi komórkami organizacyjnymi przedsiębiorstwa w zakresie prawidłowości i rzetelności dokumentacji niezbędnej do prowadzenia rachunkowości firmy. Pracownicy służby finansowo-księgowej oraz controllingu poprzez wykonywanie kontroli wstępnej i bieżącej, a także raportowanie bieżących informacji finansowych, oddziałują na całokształt problematyki kontroli wewnętrznej w Spółce.

W procesie sporządzania sprawozdań finansowych jednym z podstawowych elementów kontroli jest weryfikacja tych sprawozdań finansowych przez niezależnego audytora. Do zadań audytora należy w szczególności: przegląd półrocznego sprawozdania finansowego oraz badanie wstępne i badanie zasadnicze sprawozdania rocznego. Wyboru biegłego rewidenta dokonuje Rada Nadzorcza w drodze akcji ofertowej z grona renomowanych firm audytorskich, gwarantujących wysokie standardy usług i wymaganą niezależność.

Za przygotowanie sprawozdań finansowych, okresowej sprawozdawczości finansowej i bieżącej sprawozdawczości zarządczej spółki odpowiedzialny jest pion Dyrektora Finansowego. Sprawozdania finansowe są przygotowywane przez kierownictwo średniego szczebla i przed przekazaniem ich niezależnemu audytorowi sprawdzane są przez Dyrektora Finansowego. Na tym etapie następuje kontrola funkcjonalna oraz identyfikacja ewentualnych ryzyk i ich eliminacja.

Spółka posiada stosowne procedury sporządzania sprawozdań finansowych mające na celu zapewnienie kompletności i prawidłowości ujęcia wszystkich transakcji gospodarczych w danym okresie sprawozdawczym.

Dane finansowe będące podstawą sprawozdań finansowych i raportów okresowych pochodzą z miesięcznej, bądź kwartalnej sprawozdawczości finansowej. Kierownictwo średniego i wyższego szczebla, po zamknięciu ksiąg okresu rozliczeniowego, wspólnie analizuje wyniki finansowe, porównując z założeniami biznesowymi. Zidentyfikowane błędy korygowane są na bieżąco w księgach zgodnie z przyjętą polityką rachunkowości.

Funkcjonująca w spółce polityka rachunkowości w zakresie sprawozdawczości finansowej stosowana jest zarówno w procesie budżetowania, prognozowania jak i okresowej sprawozdawczości zarządczej, a więc spółka wykorzystuje spójne zasady księgowe prezentując dane finansowe w sprawozdaniach finansowych, okresowych raportach finansowych i innych raportach przekazywanych akcjonariuszom.

Organizacja procesu zarządzania ryzykiem finansowym rozdziela funkcje komórek odpowiedzialnych za zawieranie transakcji na rynku, od funkcji komórek odpowiedzialnych za ich autoryzowanie, rozliczanie i sporządzanie informacji o wycenie tych transakcji. Taka struktura organizacyjna, zgodna z najlepszymi praktykami światowymi zarządzania ryzykiem, pozwala na kontrolę procesu zawierania transakcji oraz na wyeliminowanie tych nieautoryzowanych przez organy zarządzające.

W VOXEL, zdaniem Zarządu, system kontroli wewnętrznej funkcjonuje prawidłowo, jest systemem monitorowanym i stale usprawnianym.

## **18. OŚWIADCZENIE O STOSOWANIU ŁADU KORPORACYJNEGO**

### **18.1 WSKAZANIE ZBIORÓW ZASAD ŁADU KORPORACYJNEGO, KTÓRYM PODLEGA SPÓŁKA**

Informacje dotyczące zasad ładu korporacyjnego dostępne są na stronie internetowej Spółki:

<http://www.VOXEL.pl/pl/relacje-inwestorskie/dokumenty-korporacyjne/>

Spółka nie stosuje praktyk w zakresie ładu korporacyjnego, wykraczających poza wymogi przewidziane prawem krajowym. Zarząd VOXEL oświadcza, że Spółka i jej organy w 2015 r. przestrzegały zbioru wszystkich zasad ładu korporacyjnego określonych w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW” poza poniżej opisanymi odstępzeniami.

### **18.2 INFORMACJE O ZAKRESIE, W JAKIM ODSTĄPIONO OD POSTANOWIEŃ ŁADU KORPORACYJNEGO**

Spółka przestrzegała wszystkich zasad ładu korporacyjnego, zawartych w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”, za wyjątkiem zasady II.1. pkt 5 i 7, zasady II.2. oraz zasady IV.10.

1) Zgodnie z zasadą II.1. Spółka ma prowadzić korporacyjną stronę internetową i zamieszczać na niej, oprócz informacji wymaganych przez przepisy prawa:

- w przypadku, gdy wyboru członków organu spółki dokonuje Walne Zgromadzenie – udostępnione spółce uzasadnienia kandydatur zgłaszanych do Zarządu i Rady Nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem (pkt 5),

- pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawane przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania (pkt 7).

W ocenie Zarządu stosowanie tej zasady jest uwarunkowane gotowością akcjonariuszy uprawnionych do udziału w Walnym Zgromadzeniu do dobrowolnego przyjęcia zobowiązania do przekazywania Spółce informacji o swoich zamiarach w zakresie zgłaszania kandydatów do składu Rady Nadzorczej przed odbyciem Walnego Zgromadzenia. Jeśli chodzi o pytania akcjonariuszy VOXEL stosował tę zasadę zgodnie z postanowieniami zawartymi w art. 428 § 4 Kodeksu Spółek Handlowych, tj. pytania wraz z odpowiedziami zostaną umieszczone na stronie internetowej niezwłocznie po spełnieniu warunków określonych w powołanym wyżej przepisie.

2) Zgodnie z zasadą II.2. Spółka ma zapewnić funkcjonowanie swojej strony internetowej również w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w części II. pkt 1 „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW”,

W ocenie Zarządu ponoszone w związku z tym koszty byłyby niewspółmierne wobec prawdopodobnej skali zainteresowania inwestorów tego rodzaju udogodnieniem.

3) Zgodnie z zasadą IV.10. Spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającego na: 1) transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym, 2) dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad, 3) wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia.

Ze względu na znaczne koszty VOXEL S.A. nie rejestruje ani nie transmituje obrad Walnego Zgromadzenia. W ocenie Zarządu ponoszone w związku z tym koszty byłyby niewspółmierne wobec prawdopodobnej skali zainteresowania inwestorów tego rodzaju udogodnieniem.

## 19. INNE INFORMACJE ISTOTNE DLA OCENY SYTUACJI KADROWEJ, MAJĄTKOWEJ ORAZ FINANSOWEJ EMITENTA

### 19.1 Zmiany Kadrowe

W dniu 29 czerwca 2015 roku rezygnację z pełnienia funkcji członka Zarządu złożył Grzegorz Maślanka piastujący jednocześnie stanowisko dyrektora finansowego, który nie podał przyczyn rezygnacji. Emitent poinformował o tym zdarzeniu w raporcie bieżącym nr 17/2015 z 29 czerwca 2015 r. Obecnie Zarząd funkcjonuje w składzie dwuosobowym – Jacek Liszka (Prezes Zarządu) oraz Dariusz Pietras (Wiceprezes Zarządu).

Funkcję dyrektora finansowego powierzono Hubertowi Bojdo, kierując się jego kompetencjami, znajomością GK VOXEL oraz specyfiki rynku medycyny komercyjnej. Hubert Bojdo jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie (1997), kierunku Finanse i Bankowość, gdzie ukończył również studia doktoranckie, a w 2013 r. w Zakładzie Teorii Ekonometrii Instytutu Ekonometrii Kolegium Analiz Ekonomicznych otworzył przewód doktorski pt. „Efektywność diagnostyki oraz leczenia przewlekłych chorób reumatycznych z grupy spondyloartropatii zapalnych”.

Hubert Bojdo posiada licencję maklera papierów wartościowych (egzamin Komisji Papierów Wartościowych w 1995 r.) oraz doradcy podatkowego (egzamin Ministerstwa Finansów w 2002 r.). Pracę zawodową rozpoczął w 1996 r. w DM Polskiego Banku Inwestycyjnego S. A. na stanowisku maklera. Następnie zdobywał doświadczenie w firmach Wielkiej Czwórki, tj. Arthur Andersen (1997-2002) oraz Deloitte (2002-2006). W latach 2008 -2012 pełnił funkcje kierownicze w Rubicon Partners NFI S. A. uczestnicząc w projektach rynku kapitałowego (IPO oraz NewConnect).

Zasiadał (m.in. w latach 2009 – 2011 w radzie nadzorczej Emitenta) i zasiada obecnie w radach nadzorczych spółek publicznych i prywatnych. Zainteresowania zawodowe Huberta Bojdo obejmują przede wszystkim problematykę rynku kapitałowego, finansów przedsiębiorstw, w tym kwestii podatkowych oraz M&A.

## 19.2 Zmiana Podmiotu Uprawnionego do Badania Sprawozdań Finansowych

Rada Nadzorcza Emitenta, przychyliając się do wniosku Zarządu o rozważenie możliwości zmiany dotychczasowego podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych uzasadnionego rosnącą skalą działalności GK VOXEL, a w szczególności jej rozszerzenie na rynki zagraniczne (kraje EU), dokonała wyboru Spółki Ernst & Young Audyt Polska spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp. k. z siedzibą w Warszawie, do przeprowadzenia badania rocznego jednostkowego i skonsolidowanego sprawozdania finansowego Emitenta sporządzonego według stanu na dzień 31 grudnia 2015 r. oraz przeglądu półrocznego jednostkowego oraz skonsolidowanego sprawozdania finansowego VOXEL według stanu na dzień 30 czerwca 2015 r. Emitent poinformował o tym zdarzeniu w raporcie bieżącym nr 19/2015 z 10 lipca 2015 r.

## 20. WSKAZANIE CZYNNIKÓW, KTÓRE W OCENIE EMITENTA BĘDĄ MIAŁY WPŁYW NA OSIĄGNIĘTE PRZEZ NIEGO WYNIKI W 2016

W ocenie Zarządu Emitenta do najważniejszych czynników wpływających na wyniki VOXEL w 2016 r. zaliczyć należy:

### ⇒ w zakresie przychodów ze sprzedaży:

- zawarte aneksy do umów z NFZ zwiększające kontrakty VOXEL na H1 2016 r. o ponad 8% w porównaniu do H1 2015 r. (20.151.199,75 zł vs. 18.575.661,53 zł) oraz oczekiwania istotnego zwiększenia na H2 2016,
- oczekiwany wzrostu przychodów VOXEL z tytułu świadczeń przewyższających wartości pierwotnych umów z NFZ (badania nadkontraktowe),
- presja cenowa w segmencie radiofarmaceutyków,
- dalszy rozwój projektów dot. doradztwa w zakresie medycyny nuklearnej,

### ⇒ w zakresie kosztów operacyjnych:

- stabilizacja kosztów serwisu i napraw urządzeń diagnostycznych w wyniku zawarcia kompleksowej umowy serwisowej zawartej z GE Medical Systems Polska Sp. z o.o. na okres 5 lat i obejmującej urządzenia diagnostyczne GK VOXEL (szczegóły w raporcie bieżącym nr 8/2016 z 17 marca br.),

### ⇒ w zakresie kosztów finansowych:

- refinansowanie lub spłata obligacji serii D i E, co przełoży się na zmniejszenie marż odsetkowych (obecnie WIBOR 6M+4,5% oraz WIBOR 6M+5%),

## 21. PODSTAWOWE ZAGROŻENIA I CZYNNIKI RYZYKA DOTYCZĄCE KOLEJNEGO ROKU OBROTOWEGO

### Ryzyko realizacji strategii

Wpływ na projekty realizowane przez VOXEL mogą mieć nieprzewidziane czynniki zewnętrzne, których wystąpienie może negatywnie oddziaływać na możliwość realizacji założonych celów strategicznych. Wyniki finansowe Emitenta zależą bezpośrednio od skutecznej realizacji jej strategii, stąd wszelkie działania, które okażą się chybione ze względu na niewłaściwą ocenę otoczenia bądź nieumiejętne dostosowanie się do zmiennych warunków otoczenia mogą mieć negatywny wpływ na sytuację finansową Spółki.

### Ryzyko współpracy z Narodowym Funduszem Zdrowia

VOXEL znaczącą część przychodów uzyskuje bezpośrednio z realizacji kontraktów na rzecz Narodowego Funduszu Zdrowia. Oprócz badań planowych objętych umowami, o których wspomniano powyżej, Spółka realizuje ponadkontraktowe usługi medyczne, za które zapłata przez NFZ następuje raz w roku, a ich cena nie jest z góry ustalona. Praktyka rynkowa oraz dotychczasowe, wieloletnie doświadczenie Emitenta w rozliczaniu takich świadczeń dają uzasadnione podstawy do przyjęcia, że zostaną one zaakceptowane i zapłacone przez płatnika publicznego w wysokości oczekiwanej przez Emitenta.

Niezależnie od faktu, że świadczenia nadkontraktowe za 2015 r. zostały już prawie rozliczone w całości i w chwili obecnej nie toczą się spory sądowe w tym zakresie, nie można całkowicie wykluczyć, że wystąpią problemy z ich rozliczaniem przez płatnika w kolejnych okresach.

Ryzykiem o konsekwencjach długoterminowych jest ewentualna zmiana zasad finansowania publicznej opieki zdrowotnej, będąca następstwem decyzji politycznych Rządu. Niezależnie od tego, że dotychczasowe zasady nie ulegną zmianie do połowy 2017 r., w dłuższym terminie nie można całkowicie wykluczyć podjęcia prób finansowania wyłącznie podmiotów publicznych, ich faworyzowania przy zawieraniu umów lub obniżenia stawek oferowanych podmiotom prywatnym. Zmaterializowanie się któregoś z tych scenariuszy miałyby istotny negatywny wpływ na wyniki finansowe VOXEL i możliwości rozwoju w przyszłości.

### Ryzyko błędu lekarskiego

VOXEL wykonuje wiele badań diagnostycznych z udziałem lekarzy oraz personelu technicznego. Jak w przypadku realizacji każdej procedury medycznej istnieje ryzyko popełnienia błędu w trakcie wykonywania samego badania, jak też interpretacji jego wyników. Konsekwencją ewentualnego błędu mogą być znaczne roszczenia finansowe obciążające Emitenta, jak też szkody wizerunkowe.

Emitenta wprowadził odpowiednie procedury realizacji badań, niemniej jednak nie eliminuje to całkowicie ryzyka wystąpienia wspomnianych zdarzeń. Emitent posiada obowiązkowe ubezpieczenie OC podmiotu leczniczego z sumą ubezpieczenia 350 tys. Euro oraz posiadają polisy dobrowolne ubezpieczenia OC podmiotów leczniczych dla klienta korporacyjnego z sumą gwarancyjną 500 tys. Euro.

### Ryzyko utraty kluczowych menedżerów

Sukces rynkowy VOXEL jest w bardzo dużym stopniu determinowany wiedzą oraz zaangażowaniem kluczowych menedżerów, zarówno w odniesieniu do bieżącej działalności operacyjnej, jak też przy realizacji strategicznych celów Emitenta.

Menedżerami odpowiedzialnymi za wyznaczanie kierunków rozwoju VOXEL są przede wszystkim założyciele Emitenta, zasiadający w jego Zarządzie – Panowie Jacek Liszka oraz Dariusz Pietras. Ich uzupełniające się kompetencje oraz wieloletnie doświadczenie na rynku usług medycznych mają bardzo istotne znaczenie dla działalności Spółki. Ponieważ J. Liszka i D. Pietras pozostają istotnymi akcjonariuszami Emitenta ryzyko zakończenia współpracy z VOXEL z powodów ekonomicznych jest znikome. Nie eliminuje to jednak ryzyka utraty kluczowych menedżerów z powodów zdarzeń losowych, co mogłoby mieć istotny, negatywny wpływ na działalność Spółki, szczególnie w średnim i długim terminie.

### Ryzyko związane z możliwością pojawienia się negatywnego PR/IR

Na wysoce konkurencyjnym rynku działania VOXEL istnieje ryzyko rozpowszechniania przez niektórych konkurentów nieprawdziwych informacji o Emitencie lub osobach powiązanych z Emitentem, w celu wywarcia negatywnego wpływu na rynkowy wizerunek Spółki.

Ewentualne rozpowszechnianie nieprawdziwych i negatywnych informacji mogłoby wywierać przejściowy, lecz niekorzystny wpływ na pozycję negocjacyjną, a tym samym negatywnie wpływać na sytuację finansową VOXEL. Informacje takie mogłyby mieć niekorzystny wpływ na kształtowanie się kursu akcji Emitenta, nawet jeśli nie miałyby one istotnego negatywnego wpływu na wyniki finansowe.

Kraków, 18 marca 2016 r.

.....  
*Jacek Liszka*  
 Prezes Zarządu

.....  
*Dariusz Pietras*  
 Wiceprezes Zarządu

.....  
*Hubert Bojdo*  
 Dyrektor Finansowy