

**8/2024/GPW (17)** 4 kwietnia 2024

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
Wyniki finansowe w IV kw. 2023 .....	2
Ostatnie wydarzenia .....	2
Najbliższe wydarzenia .....	2
Oczekiwania na kolejne okresy/ Prognozy .....	3
Czynniki ryzyka .....	4
Katalizatory .....	4
Zastrzeżenia prawne .....	5

8/2024/GPW (17) 4 kwietnia 2024

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

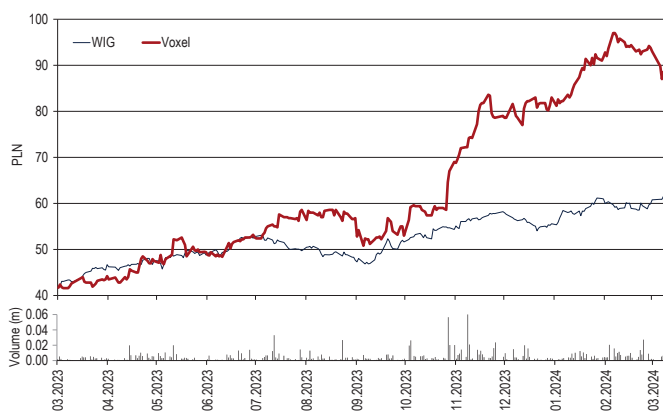
Analityk: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

# Voxel

**Sektor:** Ochrona zdrowia & biotechnologia  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (→)  
**Rekomendacja relatywna:** Przeważaj (→)  
**Kurs:** 88,60 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 97,7 zł (↑)

**Kapitalizacja:** 235,8 mln US\$  
**Bloomberg:** VOX PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,13 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 41,60-97,00 zł  
**Free float:** 51%

## Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

## Rekomendowane działanie

Podtrzymujemy naszą wycenę w horyzoncie 12M na poziomie 97,7 zł na akcję oraz rekomendacje – długoterminową fundamentalną Kupuj i krótkoterminową relatywną Przeważaj. Wyniki finansowe w IV kw. 2023 są mocne i zgodne z naszymi oczekiwaniami (niższy jest poziom długu netto, część przychodów z nadwykonań ma być rozliczona w 2024). Są one wspierane wyższymi r/r wolumenami i wycenami badań. Zysk netto Grupy z działalności kontynuowanej wyniósł 82 mln zł w 2023 r.

## Wyniki finansowe w IV kw. 2023

Segment diagnostyki Grupy wykonał 107 tys. badań w IV kw. 2023, więcej 8% r/r, w tym 33 tys. badań TK, +5% r/r, 65 tys. badań MR, +10% r/r, 4 tys. badań PET, +7% r/r, 4 tys. SPECT, +16% r/r. Przychody netto ze sprzedaży segmentu diagnostyki wyniosły 83 mln zł, więcej 21% r/r.

Jednostkowe przychody Spółki wyniosły 79 mln zł w IV kw. 2023 (+20% r/r) i były nieco wyższe niż zakładaliśmy (74 mln zł). Przychody RP/ Scanixu/ Exiry/ Alterisu wyniosły 3/ 8/ 3/ 40 mln zł; zakładaliśmy 3/ 7/ 3/ 30 mln zł w omawianym okresie vs 3/ 8/ 3/ 59 (29 jeden kontrakt) mln zł w IV kw. 2022.

## Skorygowane zyski

Wyniki skorygowane o (i) koszty likwidacji środków trwałych, w tym laboratoriów Covid-19 i pracowni Scanix (3 mln zł), odpis zapasów i środków trwałych (5 mln zł) w 2022, (ii) odpisy na zapasy (5 mln zł), aktywo z tytułu podatku odroczonego (2 mln zł), pożyczki (1 mln zł) w 2023, zysk ze zbycia aktywów (1 mln zł).

## Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2022	2023	2024P	2025P
Sprzedaż	mln zł	360,6	424,2	461,1	487,5
EBITDA	mln zł	115,5	150,0	166,6	174,4
Skor. EBITDA	mln zł	121,8	155,3	166,6	174,4
EBIT	mln zł	80,3	112,7	124,1	129,8
Skor. EBIT	mln zł	86,6	118,0	124,1	129,8
Zysk netto	mln zł	44,4	74,2	92,3	99,6
Skor. ZN	mln zł	61,8	88,4	92,3	99,6
Zysk netto z działalności kontynuowanej	mln zł	55,5	82,2	92,3	99,6
EPS	zł	4,23	7,07	8,78	9,49
Zmiana EPS r/r	%	-37	67	24	8
Skor. EPS	zł	5,89	8,41	8,78	9,49
Skor. zmiana EPS r/r	%	-22	43	4	8
Dług netto	mln zł	105,3	63,0	72,2	46,6
P/E	x	20,9	12,5	10,1	9,3
Skor. P/E	x	15,1	10,5	10,1	9,3
P/CE	x	11,3	8,2	6,9	6,4
Skor. P/CE	x	9,3	7,3	6,9	6,4
EV/EBITDA	x	9,0	6,6	6,0	5,6
Skor. EV/EBITDA	x	8,5	6,4	6,0	5,6
EV/EBIT	x	12,9	8,8	8,1	7,5
Skor. EV/EBIT	x	12,0	8,4	8,1	7,5
DPS	zł	3,00	2,17	3,07	4,39
Stopa dywidendy brutto	%	3,4	2,4	3,5	5,0
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 I kw. 2023: 24 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 23 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 22 listopada
4. Skonsolidowany raport za 2023: 4 kwietnia 2024

## Najbliższe wydarzenia

1. Skonsolidowany raport za I kw. 2023: 27 maja
2. Skonsolidowany raport za I poł. 2023: 26 sierpnia
3. Skonsolidowany raport za III kw. 2023: 25 listopada

Skonsolidowane przychody Grupy wyniosły 125 mln zł w IV kw. 2023, -5% r/r, przekraczając nasze założenia (117 mln zł) o 7%. Wzrost przychodów r/r z podstawowej działalności wynikał z wyższych wolumenów oraz wyższej wyceny badań refundowanych.

**Tabela 1. Voxel; Wyniki finansowe w IV kw. 2023\***

MSSF skonsolidowane (mln PLN)	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	Wyniki vs prognoza	IV kw. zmiana 23P	zmiana r/r	2022	2023	zmiana r/r
	22	22	22	22	23	23	23	23						
Sprzedaż	99,9	76,1	98,6	131,4	96,8	100,9	127,9	125,3	→	117,2	-5%	360,6	424,2	18%
EBITDA	26,9	17,7	32,9	30,5	28,4	34,4	43,1	40,6	→	40,4	33%	115,5	150,0	30%
Marża EBITDA	26,9%	23,2%	33,4%	23,2%	29,4%	34,1%	33,7%	32,4%	-	34,4%	-	32,0%	35,4%	-
Skor. EBITDA	26,9	19,0	34,0	35,6	33,3	34,2	43,5	40,0	→	40,4	12%	121,8	155,3	27%
Skor. marża EBITDA	26,9%	25,0%	34,5%	27,1%	34,4%	33,9%	34,0%	31,9%	-	34,4%	-	33,8%	36,6%	-
EBIT	17,1	8,2	23,5	21,6	18,9	24,7	33,4	31,0	→	30,7	43%	80,3	112,7	40%
Marża EBIT	17,1%	10,8%	23,8%	16,4%	19,5%	24,4%	26,1%	24,7%	-	26,2%	-	22,3%	26,6%	-
Skor. EBIT	17,1	9,5	24,5	26,8	23,8	24,5	33,8	30,4	→	30,7	13%	86,6	118,0	36%
Skor. marża EBIT	17,1%	12,5%	24,9%	20,4%	24,6%	24,3%	26,4%	24,2%	-	26,2%	-	24,0%	27,8%	-
Zysk brutto	14,6	5,9	20,2	18,4	15,9	22,2	31,3	27,9	→	27,7	51%	69,2	102,2	48%
Marża zysku brutto	14,7%	7,7%	20,5%	14,0%	16,4%	22,0%	24,5%	22,2%	-	23,6%	-	19,2%	24,1%	-
Zysk netto	11,5	4,6	16,1	14,4	11,6	17,0	23,1	22,1	→	21,5	54%	55,5	82,2	48%
Marża zysku netto	11,5%	6,0%	16,3%	10,9%	12,0%	16,9%	18,1%	17,6%	-	18,3%	-	15,4%	19,4%	-
Skor. ZN	11,5	6,2	17,5	19,6	16,5	16,8	25,3	22,3	→	22,3	14%	61,8	88,4	43%
Skor. marża ZN	11,5%	8,1%	17,8%	14,9%	17,1%	16,7%	19,8%	17,8%	-	19,0%	-	17,1%	20,8%	-

\* suma wyników kwartalnych nie równa się wynikom rocznym z powodu zmian w strukturze Grupy, IV kw. 22; IV kw. 23; 2022 i 2023 wyniki na działalności kontynuowanej  
Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

EBIT Grupy wyniósł 31 mln zł w IV kw. 2023, +43% r/r. Marża operacyjna istotnie wzrosła i wyniosła 25% w IV kw. 2023. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w Grupie wzrosły 19% r/r.

Koszty finansowe netto wyniosły 3 mln zł, nieznacznie spadając r/r. Zysk netto Grupy dla jednostki dominującej wyniósł 22 mln zł i był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Skorygowany zysk netto Grupy z działalności kontynuowanej wyniósł 22 mln zł, więcej 14% r/r. Grupa odnotowała dwa zdarzenia jednorazowe w IV kw.: (i) zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych oraz koszt ich likwidacji (+0,6 mln zł) oraz (ii) umorzenie pożyczki udzielonej Vito-Med (-0,8 mln zł).

Na zysk netto Grupy wpływ miała strata netto z działalności zaniechanej za 10 miesięcy konsolidowania Vito-Medu, która wyniosła 7 mln zł w 2023 i zysk netto w wysokości 0,6 mln zł w IV kw. 2023. Zysk netto z działalności kontynuowanej wyniósł w 2023 r. 82 mln zł.

Grupa pokazała przepływy operacyjne/inwestycyjne w wysokości 51/-13 mln zł w IV kw. 2023 wobec 49/-13 mln zł w IV kw. 2022. Zadłużenie netto wyniosło 63 mln zł na koniec IV kw. 2023, po 40% spadku r/r (zakładaliśmy 96 mln zł).

### Oczekiwania na kolejne okresy/ Prognozy

Spółka oczekuje w 2024 roku wyższych wolumenów badań oraz wyższych przychodów r/r. Na wyniki

będzie wpływała wprowadzona przez NFZ od 1 lipca 2023 roku zmiana wyceny świadczeń refundowanych (wzrost w TK i MR średnio o około 4%, a w PET o około 10% w porównaniu do wycen z I poł. 2023), która miała na celu kolejne urealnienie kosztów świadczeń. Ponadto miała miejsce podwyżka cen badań komercyjnych.

Po stronie kosztowej widać będzie podwyżkę kosztów wynagrodzeń dotyczącą personelu medycznego zatrudnionego i współpracującego z Grupą, która została wprowadzona 1 listopada 2023 roku w pracowniach TK, MR, RTG i USG i skutkująca zwiększeniem kosztów o około 1 mln zł miesięcznie w segmencie diagnostyki. Od 1 lipca 2024, na skutek zniesienia cen maksymalnych dla podmiotów wrażliwych, spodziewany jest wzrost kosztów energii elektrycznej.

Szacowany *backlog* Alterisu na ten rok wynosi 85 mln zł. W marcu 2023 zakładano *backlog* na 2023 r. w wysokości 70 mln zł, a sprzedaż za ub. rok wyniosła 102 mln zł. Grupa planuje istotną inwestycję w tym obszarze.

Uważamy, że nasze prognozy na 2024 rok, które obecnie podtrzymujemy, są realistyczne, a być może nawet konserwatywne, jeśli będzie miała miejsce podwyżka wycen świadczeń w obszarze diagnostyki. Grupa ma niższy poziom długu netto niż zakładaliśmy. Czekamy na więcej informacji odnośnie istotnej inwestycji w obszarze Alterisu.

**Czynniki ryzyka**

1. Relatywny spadek nakładów na służbę zdrowia (wysoka ekspozycja na kontrakty z NFZ)
2. Nieadekwatny wzrost wycen świadczeń (szpital)
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 (do 20% przychodów Spółki pochodzące od klientów FFS i komercyjnych)
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

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

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem 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 odroczonej.

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

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	45	23	10	9	0	4
Procenty	49%	25%	11%	10%	0%	4%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	28	36	14	9	0	4
Procenty	31%	40%	15%	10%	0%	4%

## 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.

**Odписы 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 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.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	8	4	1	1	0	3
Procenty	47%	24%	6%	6%	0%	18%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA dla Spółek, którym DM BOŚ SA dostarczała usług inwestycyjnych w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji	Bez rekomendacji
Liczba	5	6	2	1	0	3
Procenty	29%	35%	12%	6%	0%	18%

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji <sup>f</sup>	Wycena w horyzoncie 12M
<b>Voxel</b>									
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	21.07.2019	-	22.07.2019	25.06.2020	10%	32%	28,00	35,10 -
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	30.07.2019	31.07.2019	-	-	-	29,60	35,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	18.08.2019	19.08.2019	-	-	-	29,50	34,10 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	21.08.2019	22.08.2019	-	-	-	30,20	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	01.09.2019	02.09.2019	-	-	-	30,90	34,10 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	10.09.2019	11.09.2019	-	-	-	32,00	35,70 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	13.10.2019	14.10.2019	-	-	-	31,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	24.10.2019	25.10.2019	-	-	-	31,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	17.11.2019	18.11.2019	-	-	-	32,50	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	25.11.2019	26.11.2019	-	-	-	34,00	35,70 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	04.12.2019	05.12.2019	-	-	-	32,40	38,40 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	08.12.2019	09.12.2019	-	-	-	31,50	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	09.01.2020	10.01.2020	-	-	-	32,70	38,40 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	02.02.2020	03.02.2020	-	-	-	31,20	39,50 ↑
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	04.02.2020	05.02.2020	-	-	-	32,20	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	06.02.2020	07.02.2020	-	-	-	32,30	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	03.03.2020	04.03.2020	-	-	-	31,00	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	30.03.2020	31.03.2020	-	-	-	26,50	39,50 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	14.04.2020	15.04.2020	-	-	-	27,00	34,00 ↓
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	22.04.2020	23.04.2020	-	-	-	28,10	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	19.05.2020	20.05.2020	-	-	-	27,30	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	15.06.2020	16.06.2020	-	-	-	28,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Trzymaj	25.06.2020	-	26.06.2020	29.07.2020	29%	26%	29,80	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	-	-	13.07.2020	14.07.2020	-	-	-	30,60	34,00 →
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	29.07.2020	-	30.07.2020	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	Nie później niż 10.05.2024	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)**

Analitik	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 →

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



**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
<b>Voxel</b>								
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważają	-	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	Przeważają	↑	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	Przeważają	→	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	Przeważają	↑	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	Niedoważają	↓	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	Przeważają	→	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	Przeważają	↑	10.05.2023	-	11.05.2023	Nie później niż 10.05.2024	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)**

Analitik	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	-

\* 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: 4 kwietnia 2024 r., godz. 22:45.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 4 kwietnia 2024 r., godz. 22:55.

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 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](mailto: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, energetyka)

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

**Mikołaj Stepien**  
Młodszy analityk

**Michał Zamel**  
Młodszy analityk

---

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

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