



TOP PICK NewConnect



Warszawa **wrzesień 2012**

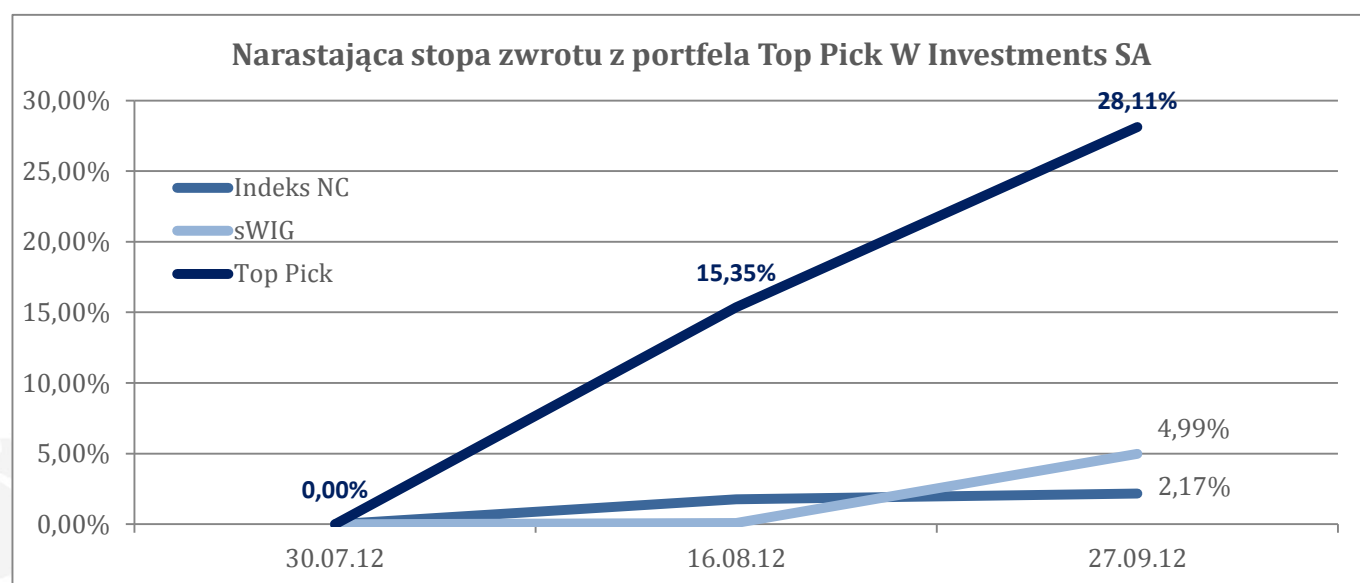


SPIS TREŚCI

Podsumowanie portfela WI SA.....	3
Aduma S.A.....	4
The Farm51 Group SA	7
Voxel S.A.	11
Metodologia ustalania ratingu	14
Nota prawna	16

PODSUMOWANIE PORTFELA WI SA

	30.07.12	27.09.12	narastająca stopa zwrotu
Biomaxima	7,00	5,59	-20,14%
Mabion	15,95	15,19	-4,76%
ZWG	2,07	4,93	138,16%
LUG	0,13	0,14	7,69%
Plasma	6,99	9,99	42,92%
Synektik	12,47	11,05	-11,39%
NC Indeks	33,98	34,72	2,18%
sWIG80	9 353,58	9 820,71	4,99%



Źródło: obliczenia własne

ADUMA S.A.

SPÓŁKA TO WEDŁUG NAS TOP PICK NEWCONNECT ZE WZGLĘDU NA OFEROWANE INNOWACYJNE PRODUKTY MARKETINGU INTERAKTYWNEGO, DUŻY POTENCJAŁ ROZWOJU RYNKU W PERSPEKTYWIE NAJBLIŻSZYCH KILKU LAT

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Aduma S.A. posiada istotny udział w polskim rynku technologii interaktywnych (reagujących na ruch) i dotykowych (reagujących na dotyk). Innowacyjność rozwiązań Adumy polega na wielowymiarowej komunikacji z odbiorcą przekazu poprzez jego aktywizację oraz zaangażowanie w proces, również fizycznie.

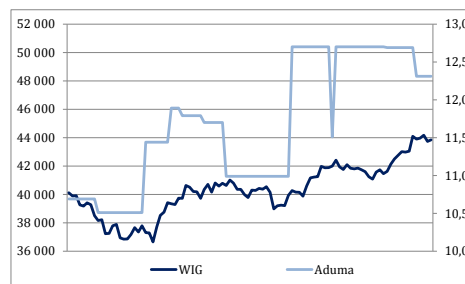
Aduma oferuje klientom szeroki wybór rozwiązań dotykowych i interaktywnych i jest operatorem jednej z pierwszych na świecie stałych sieci do reklamy interaktywnej. Spółka realizuje głównie projekty (kampanie, eventy itp.), które mają zaskoczyć odbiorcę swoją interaktywnością. Klientami spółki byli m.in. właściciele takich marek jak Cyfra+, Adidas, Sony, Bank Millennium, Volkswagen, LG. W 2012 roku spółka otrzymała pierwsze miejsce w konkursie Parkowe Orły 2012 oraz tytuł najbardziej innowacyjnej firmy zlokalizowanej na terenie Ośrodków Innowacji i Przedsiębiorczości w kraju.

Model biznesowy Adumy zakłada osiąganie przychodów z czterech podstawowych segmentów:

- Sprzedaż systemów interaktywnych i dotykowych – znajdują one zastosowanie wszędzie tam gdzie zaskoczenie, interakcja, zaangażowanie i zabawa służą skutecznej komunikacji z odbiorcą.
- Eventy – wykorzystanie produktów interaktywnych i dotykowych umożliwia uatrakcyjnianie eventów, konferencji i targów.
- Aduma Interactive Network – sieć reklamowych nośników interaktywnych umożliwiająca przeprowadzenie ogólnopolskich kampanii reklamowych o wysokiej skuteczności.
- Aplikacje - produkcja, funkcjonalnych aplikacji dotykowych i interaktywnych.

W Dokumencie Informacyjnym spółka opublikowała prognozę wyników finansowych na 2012 rok. Spółka prognozuje w niej osiągnięcie 9.877 tys. zł przychodów ze sprzedaży (wzrost o 398%) oraz 1.155 tys. zł zysku netto (wzrost o 436%). Wyniki za 1H2012 przedstawione w tabeli obok potwierdzają naszym zdaniem możliwość realizacji tej prognozy.

PRYZNANY RATING



DANE SPÓŁKI

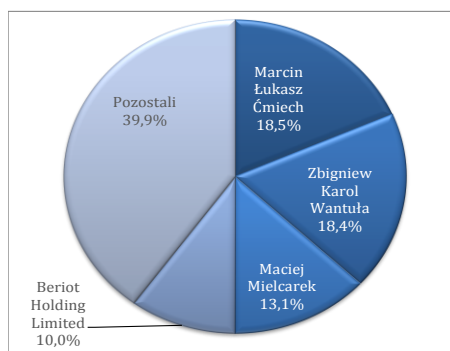
Ticker	ADU
Sektor	Media
Kurs (zł)	12,31
Kapitalizacja (mln zł)	14,80
Free float (%)	39,9%

DANE FINANSOWE [tys. zł]	2011	1H 2012
Przychody	2 478,5	3 135,8
EBIT	248,3	523,4
EBITDA	479,8	686,5
Zysk netto	267,1	383,1

WSKAŹNIKI RYNKOWE

P/E	30,88
P/BV	4,25

AKCJONARIAT



NAJBLIŻSZE RAPORTY

2012-11-14 jednostkowy - 3Q

AUTOR

Łukasz Rosiński
lukasz.rosinski@infinity8.pl

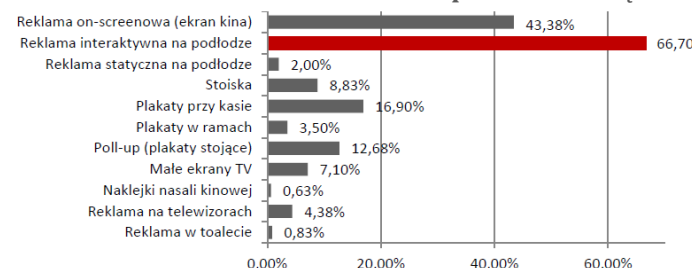
RYNEK DZIAŁANIA SPÓŁKI

Aduma działa na rynku technologii interaktywnych i dotykowych. Oba segmenty wykazują wysoką dynamikę wzrostu. Technologie interaktywne (polegające na wykrywaniu ruchu) intensywnie zdobywają rynki. Dzięki urządzeniom takim jak Nintendo Wii po raz pierwszy kontrolery ruchu weszły na rynek produktów konsumenckich. W 2010 roku przystawka interaktywna Kinect do konsoli Xbox, zdobyła rekord Guinnessa jako najszybciej sprzedające się urządzenie elektroniki konsumenckiej w historii świata. Kinect zdeklasował ipoda, iphone-a i ipada, sprzedając 8 mln szt. w ciągu 60 dni od debiutu na rynku.

Rynek reklamowy

Technologie interaktywne i dotykowe takie jak usługi oferowane przez Aduma S.A., wykorzystywane są przede wszystkim do szeroko pojętego przekazu informacji oraz dotarcia do klienta. W dobie ogromnego nasycenia rynku tradycyjnymi kampaniami reklamowymi i związanym z tym wzrostem obojętności na nie, reklamodawcy poszukują nowych, efektywnych sposobów dotarcia do odbiorcy. Według przeprowadzonych badań aż 85% Polaków nie lubi reklam.

Nośniki reklamowe – zauważalność przez odbiorcę



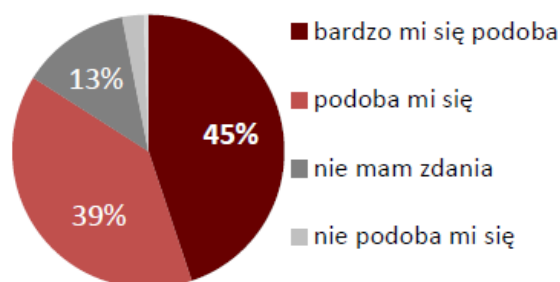
Źródło: Badanie przeprowadzone w sieci Multikino przez Business Process Institute

Microsoft a interaktywne technologie

Microsoft Envisioning Team, czyli zespół inżynierów Microsoftu, który analizuje i przewiduje prawdopodobny kierunek rozwoju technologii w najbliższych 5-10 latach, przygotowuje filmy wideo z cyklu prezentacji świata przyszłości. Film z 2011 roku jest zdominowany przez dotykowe wyświetlacze o przeróżnych rozmiarach i różnorodne inteligentne urządzenia, np. okulary z wbudowanym tłumaczem. Istotne w prezentowanej przez Microsoft wizji jest łączenie różnych pomysłów. Technologie istnieją w częściowej postaci, wystarczy je zebrać razem

Dzięki sukcesom takich produktów jak iPod i iPad technologie dotykowe są jednym z najszybciej rosnących segmentów elektroniki. W całym 2011 roku producenci wytworzyli 491,4 mln sztuk smartfonów, aż o 61,7% więcej niż w 2010 roku (w 2010 roku rynek samych telefonów dotykowych urosł o 96,8%). Gartner (leader w zakresie konsultingu dla branży IT) przewiduje, że udział urządzeń dotykowych w globalnym rynku telefonów urośnie do 58% w 2013, na rynkach rozwiniętych zaś osiągnie 80%. Technologie interaktywne i dotykowe wykorzystywane są na wielu rynkach. Główne z nich to: rynek reklamowy, rynek eventów, konferencji i targów, rynek muzeów, rynek POSów (Point of Sale).

Wynik ten kontrastuje z badaniem Business Process Institute, według którego tylko mniej niż 3% ankietowanych nie podoba się reklama interaktywna. Technologie interaktywne i dotykowe skupiają uwagę odbiorcy i gwarantują jego zaangażowanie, a tym samym zapamiętanie treści reklamowych. Dlatego kampanie realizowane przy pomocy nośników interaktywnych i dotykowych dystansują inne pod względem skuteczności.



Źródło: Business Process Institute

i otrzymamy to co przewiduje Microsoft. Jak powiedział David Jones, szef Microsoft Envisioning Team, przyszłość mają zdominować dotykowe wyświetlacze bardzo niewielkiej grubości i o szerokim zakresie rozmiarów. Od tabliczek mieszczących się jak smartfon w dłoni, poprzez duże kilkunastocalowe wyświetlacze, do co najmniej kilkudziesięciocalowych ekranów. Treść prezentowana na wyświetlaczach ma adaptować się do warunków w jakich je oglądamy, np. oddalając się od ekranu zmieniało będzie się powiększenie oglądanego obrazu, przechylając wyświetlacz można będzie zobaczyć przestrzenną strukturę.

RATING - SZCZEGÓŁY

Przyznany rating



Innowacyjność



Aduma działa na bardzo innowacyjnym rynku technologii interaktywnych, dotykowych, kinetycznych i mobilnych. Produkty typu iQube (interaktywna podłoga zamknięta w kompaktowym urządzeniu typu Plug&Play) czy IFoot Portable (kompaktowe, mobilne urządzenie projekcyjne pozwalające łatwo i szybko zmienić zwykłą podłogę w interaktywną powierzchnię dynamicznie reagującą na ruch przechodzących po niej osób) to urządzenia, które łączą w sobie interaktywne cechy kilku urządzeń. Takie połączenie spełnia założenia Microsoft Envisioning Team, czyli wizję łączenie różnych pomysłów w jednym urządzeniu.

Doświadczenie Zarządu



Marcin Ćmiech, Prezes Zarządu

Ukończył Wydział Informatyki i Zarządzania Politechniki Wrocławskiej na kierunku Informatyka. W latach 2009-2011 prowadził własną działalność gospodarczą, świadczącą usługi w zakresie nowoczesnych technologii multimedialnych w reklamie. Od początku związany ze spółką Aduma. Od 2010 roku pełni funkcję Prezesa Zarządu spółki. Współtwórca oprogramowania interaktywnych systemów multimedialnych. Odpowiada za działy badań i rozwoju oraz kreacji.

Maciej Mielcarek, Wiceprezes Zarządu

Ukończył Międzynarodową Ekonomię i Zarządzanie na Uniwersytecie Bocconi w Mediolanie. Studiował także na Erasmus Universiteit w Rotterdamie i UCD Smurfit Graduate School of Business w Dublinie. Absolwent Master of Science in General Management (Bocconi) i CEMS Master in International Management. Od 2010 w Zarządzie Adumy, gdzie odpowiada za Sprzedaż, Marketing, Relacje Inwestorskie i HR. Wcześniej w Fiat Group Automobiles S.p.A. w Turynie: w latach 2009 - 2010 odpowiedzialny za rynek Szwedzki (FIAT, Lancia,

Alfa Romeo, Fiat Professional) i projekt całościowej restrukturyzacji obecności grupy na rynku (w tym launchu nowej spółki zależnej powiązanej z Chrysler Group), w latach 2008-2009 Area Manager odpowiedzialny najpierw za markę Fiat na rynkach CIS, Australii i Nowej Zelandii, a następnie za marki Fiat, Alfa Romeo, Lancia, Fiat Professional na rynkach Australii, Nowej Zelandii i DOM-TOM. W latach 2007-2008 Strategic Marketing & Planning Manager (exports and JV markets), odpowiedzialny za markę Fiat. Karierę zawodową zaczynał w CFO Team YapiKredi Bankasi A.S. (Koc/Unicredit) w Istanbulu. W latach 2005-2006 pełnił rolę partnera zarządzającego Creative Inn Marketing & Advertising. W latach 2005-2007 Prezes Zarządu International Civic Institute w Mediolanie.

Zbigniew Wantuła, Wiceprezes Zarządu

Absolwent Wydziału Informatyki i Zarządzania Politechniki Wrocławskiej na kierunku Informatyka. Współzałożyciel i koordynator Laboratorium Interakcji działającego przy Politechnice Wrocławskiej. W latach 2006-2010 uczestniczył w realizacji zadań dotyczących projektowania urządzeń interaktywnych, projektowania i realizacji systemów audiowizualnych oraz prowadzeniu projektów inwestycyjnych. Współtwórca oprogramowania interaktywnych systemów multimedialnych. Od 2010 roku dyrektor Działu Technicznego Aduma sp. z o.o., odpowiedzialny za proces powstawiania nowych produktów, projektowanie i wdrażanie interaktywnych systemów multimedialnych na potrzeby muzeów i nowoczesnych ekspozycji, dystrybucję urządzeń AV, planowanie i realizację stałych instalacji oraz eventów. Od 2010 Członek Zarządu Aduma sp. z o.o., od 2011 Wiceprezes Zarządu Aduma S.A.

Płynność



Na ostatnich 100 sesjach średnia wartość obrotu wyniosła 0,9 tys. zł.

Wskaźnik Altmana



Wskaźnik Altmana wyniósł 11,49. Taki wynik został osiągnięty głównie za sprawą komponentu X1, mierzącego efektywność kapitału obrotowego względem aktywów.

THE FARM51 GROUP SA

SPÓŁKA TO WEDŁUG NAS TOP PICK NEWCONNECT ZE WZGLĘDU NA DUŻY POTENCJAŁ BRANŻY ORAZ OBIECUJĄCĄ NADCHODZĄCĄ PREMIERĘ GRY ADVENTURER

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

The Farm51 Group SA to spółka zajmująca się produkcją gier przeznaczonych na większość dostępnych obecnie platform, przede wszystkim komputery PC, konsole (Xbox360, PlayStation 3, Wii, Wii U) i urządzenia mobilne. Spółka pracuje nad własnymi, autorskimi projektami oraz realizuje projekty zewnętrznych partnerów.

Spółka jest w trakcie produkcji dużego projektu typu FPS (first-person-shooter) „Adventurer”, którego premiera zapowiedziana jest na I kwartał 2013. W kwietniu bieżącego roku miała miejsce oficjalna prezentacja projektu, w której wzięli udział przedstawiciele firm z branży produkcji i dystrybucji gier, instytucji rynku kapitałowego oraz inwestorzy indywidualni. W trakcie spotkania zaprezentowany został rozbudowany fragment gry. Zarząd The Farm51 Group podtrzymuje wcześniejsze przekonanie o znaczącym potencjalnie sprzedażowym gry „Adventurer”, znacznie przekraczającym poziom 150 tys. sprzedanych kopii, będącym tzw. break even projektu.

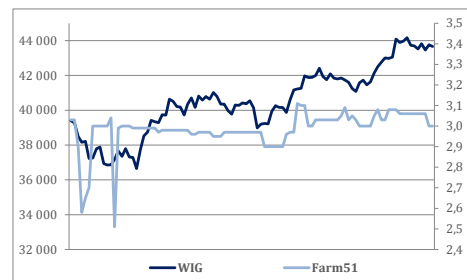
Oprócz wspomnianego tytułu The Farm51 Group na zlecenie Nordic Games, międzynarodowego wydawcy gier, przygotowuje grę FPS – „Painkiller: Hell & Damnation”. Jest to remake legendarnej gry autorstwa polskiego studia People Can Fly sprzedanej w ponad 1 mln egzemplarzy wydanej tylko w wersji na PC. Premiera gry zapowiadana jest na 23 października 2012 r. na platformy PC, PS3 oraz Xbox 360. Zgodnie z umową The Farm51 Group otrzymuje stałe wynagrodzenie z tytułu wykonania prac oraz będzie mieć udział w przyszłych zyskach ze sprzedaży. Spółka szacuje, iż do końca II kwartału 2013 r. minimalna liczba sprzedanych kopii gry pozwoli na uzyskanie przez The Farm 51 Group wynagrodzenia w wysokości nie mniejszej niż 0,3 mln EUR. Przy założeniu pozytywnego odbioru gry przez graczy wynagrodzenie może wzrosnąć do ponad 0,5 mln EUR.

W odróżnieniu od większości współczesnych remake'ów produkcja Painkiller: Hell & Damnation jest konstruowana całkowicie od podstaw, a nie polegała wyłącznie na wzbogaceniu gry o tekstury w wyższej rozdzielczości. Zastosowano w niej nowoczesny silnik graficzny napędzający grę - Unreal Engine 3. Dzięki niemu w grze pojawią się nowe tekstury w wysokiej rozdzielczości, zdecydowanie poprawiona animacja postaci oraz ulepszony system fizyki.

W kwietniu bieżącego roku Spółka podpisała umowę z Epic Games Inc., której przedmiotem jest prawo do wykorzystania nowoczesnej technologii Unreal Engine 3 przy tworzeniu projektu gry „Adventurer”.

www.winvestments.pl

PRYZNANY RATING



DANE SPÓŁKI

Ticker	F51
Sektor	informatyka
Kurs (zł)	3,00
Kapitalizacja (mln zł)	11,30
Free float (%)	27,0%

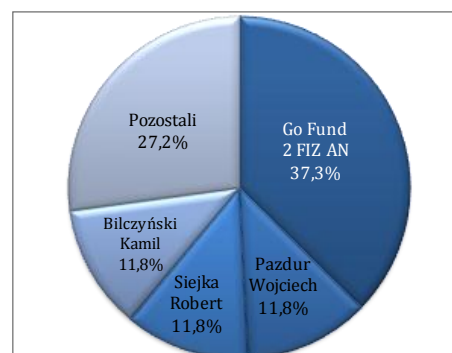
DANE FINANSOWE [tys. zł]

	2011	1H 2012
Przychody	1 237,9	1 006,3
EBIT	-82,6	-77,3
EBITDA	-4,2	24,4
Zysk netto	-90,7	-86,1

WSKAŹNIKI RYNKOWE

P/E	-
P/BV	3,89

AKCJONARIAT



NAJBLIŻSZE RAPORTY

2012-11-14	jednostkowy - 3Q
------------	------------------

AUTOR

Łukasz Rosiński, współpraca Emil Szczodruć
lukasz.rosinski@infinity8.pl

Spółka wyprodukowała dotychczas kilka własnych produkcji:

- Time Ace (2006), pojedynki lotnicze rozgrywane w różnych okresach historycznych. Gra została wydana na platformę Nintendo DS,
- NecroVisioN (2009), dynamiczny paranormalny shooter osadzony w świecie wampirów i demonów. Akcja rozgrywa podczas I wojny światowej. Gra wydana na PC, która sprzedana została w ilości 200 tys.,
- NecroVisioN: Lost Company (2010), gra wydana na PC.

The Farm51 Group współpracowała z zagranicznymi i krajowymi podmiotami m.in. przy następujących produkcjach:

- Wiedźmin (2007), The Farm51 Group był podwykonawcą dla CD-Project Red. Gra została wydana na PC, gdzie sprzedaż przekroczyła 2 mln kopii,
- StoneLoops of Jurassica (2007), gra wydana na PC oraz iPad/iPhone, wydawca: Codeminion i City Interactive,
- Two Worlds II (2010), gra wydana na PC, Xbox360 oraz PS3. The Farm51 był podwykonawcą dla Reality Pump, TopWare. Gra sprzedała się w ilości ponad 2 mln egzemplarzy.

GRA „ADVENTURER”

„Adventurer” to przygodowy shooter ukazany z perspektywy pierwszej osoby, który pozwoli graczom poczuć się jak poszukiwacze skarbów i łowcy przygód. Gra porównywana jest do takich hitów jak Uncharted i Tomb Raider. The Farm51 Group zadbało również o wiele nawiązań do filmowej serii „Indiana Jones” czy „Mumia”.

Spółka planując w pierwszej kolejności wydanie gry na PC oraz Xboxa 360. Pomysł twórców gry wydaje się przemyślany i bardzo sensowny, ponieważ starają się wypełnia lukę związaną z produkcjami osadzonymi w klimatach Indiana Jones. Wyżej wspomniana seria Uncharted stworzona przez Sony jest produkcją exclusive wyłącznie na konsolę PS3. Ta przygodowa gra akcji przedstawiona z perspektywy trzeciej osoby sprzedała się w ok. 17 mln egzemplarzy (cała seria Uncharted). Sama trzecia część przygód Nathana Drake’a, głównego

bohatera serii Uncharted, sprzedała się w dniu premiery w ilości 3,8 mln sztuk.

6 września 2012 r. Zarząd podjął decyzję o wyborze oferty Nordic Games dotyczącą m. in. współpracy w zakresie wydania i dystrybucji gry „Adventurer” na platformy PC i Xbox 360. Łączna suma porozumienia wynosi 595 000 EUR. Spółka poinformowała jednocześnie, że negocjuje zasady współpracy nad wersją gry na platformy PlayStation 3, Mac i Wii U.

The Farm51 Group pracuje również nad nową produkcją- grą „Get Even”. Jest to rozbudowana gra akcji, której fabuła toczy się w krajach Europy Wschodniej. Gra opowiada o perypetiach byłego agenta ukrywającego się przed policją i walczącego z mafią narkotykową. W grze wykorzystywane będą elementy kamuflażu. „Get Even” przeznaczona będzie wyłącznie dla dojrzałych graczy, którzy w tego typu produkcjach poszukują realizmu i głębokiej, emocjonalnej narracji. W ocenach wydawców, którym udostępniono pierwsze materiały z projektu, w tym grywalne demo. Gra według Zarządu Spółki ma duży potencjał sprzedażowy, wynoszący co najmniej 500 000 kopii. We wrześniu 2012 r. Spółka wyemitowała obligacje za 1 mln zł, co wpłynie na przyspieszenie produkcji gry, której premiera przewidziana jest na 2013/2014 r.

Twórcy gry „Adventurer” postawili nacisk na trzy elementy - eksplorację, walkę i zagadki. Gra będzie łączyła liniową rozgrywkę z bardziej otwartymi mapami i możliwością odkrycia wielu sekretów. Często znalezione skarby przynoszą nowe informacje o fabule. Odszukać je można z pomocą „szóstego zmysłu” (specjalnej zdolności bohatera), kompasu, notatnika (zawierającego także podpowiedzi) oraz map zebranych podczas gry. Zbieranie dodatkowych artefaktów będzie miało pewne przełożenie na grę, bo postać uzyska w późniejszym etapie gry dostęp do pewnych ponadnaturalnych zdolności. Ważnym i ciekawym elementem eksploracji, rzadko spotykanych w grach FPS, będą zagadki. Według twórców nie będą one przesadnie skomplikowane, ponieważ The Farm51

Group nie chce budować trudnych wyzwań, ale raczej oddać wrażenie, że gracz rozwiązuje poważne łamigłówki. Podobne podejście zastosowano w serii Uncharted z PlayStation 3.

W grze oprócz elementów przygodowych, będzie także sporo walki tak jak w klasycznym FPS. Do dyspozycji gracza będzie ok. 30 wiernie odwzorowanych broni z tamtej epoki. The Farm51 Group celuje również w fanów popularnej serii Call of Duty oferując im odskocznię od klasycznego strzelania i możliwość spróbowania czegoś trochę wolniejszego i bardziej rozbudowanego. Oprócz

tradycyjnej broni są także pułapki, które należy nie tylko omijać, ale można używać ich na wrogach.

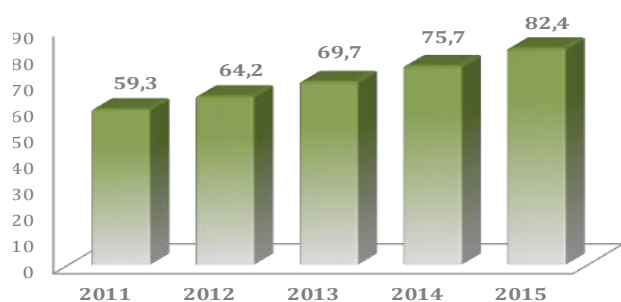
Twórcy gry szykują także tryb multiplayer (wieloosobowy tryb rozrywki). Oprócz dwóch standardowych trybów (Deathmatch, Team Deathmatch) dostępny będzie jeden unikatowy (Treasure Hunt), w którym trzeba będzie walczyć o skarby, korzystając nie tylko z broni, ale też pułapek oraz specjalnych mocy/właściwości postaci.

RYNEK DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI

W ostatnich latach rynek gier wideo przeżył prawdziwą rewolucję. Znacznie rozszerzyła się grupa odbiorców. Nie są to już tylko pasjonaci gier, ale także gracze okazjonalni, którzy stanowią obecnie największą grupę w strukturze przychodów.

Według PWC cały rynek gier wideo (na konsole, PC oraz sieciowe) będzie w okresie 2011- 2015 r. rósł średnio o 8,2% rocznie. Segment gier na konsole wzrośnie w tym czasie o 4,4%. W 2015 r. wartość światowego rynku gier sięgnie 82,4 mld USD (wzrost z 59,3 mld USD w 2011 roku), segment gier wideo w sieci przyniesie branży 28,4 mld USD, czyli ponad jedną trzecią wszystkich wpływów.

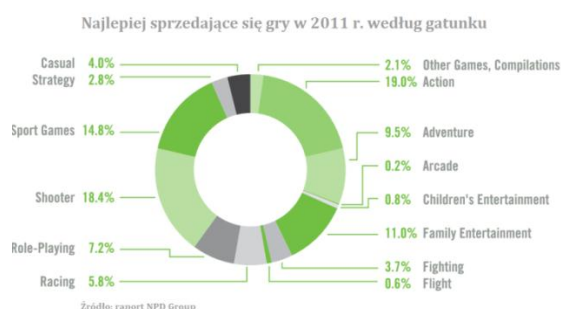
Wartość światowego rynku gier w mld \$



Źródło: PWC

Największym rynkiem gier wideo na świecie są Stany Zjednoczone, gdzie w 2010 roku w ponad 67% gospodarstwach domowych grano w różnego rodzaju gry. USA oraz kraje Europy Zachodniej, są głównymi rynkami docelowym dla produktów The Farm51 Group.

Uwzględniając poniższą kategoryzację, produkcje tworzone przez The Farm51 Group obejmują gatunki gier akcji 19%, shooter 18,4%, oraz przygodowych 9,5%, które łącznie stanowią prawie 50% udział w rynku gier.



Na 10 najlepiej sprzedających się gier w 2011 r. 6 z nich to gry typu shooter/action. Pozycję lidera zajął Call of Duty: Modern Warfare 3, który w przeciągu 5 dni sprzedał się w 11 mln egzemplarzy, generując 650 mln USD przychodu spółce Activision.

10 najlepiej sprzedających się gier w 2011 r.

Call of Duty: Modern Warfare 3
Just Dance 3
Madden NFL 12
Elder Scrolls V: SKYRIM
Battlefield 3
Call of Duty: Black OPS
Batman: Arkham City
Gears of War 3
Just Dance 2
Assassin's Creed: Revelations

Źródło: raport NPD Group

Zmianie uległ także model biznesowy. Popularne do tej pory gry pudełkowe ustępują grom dystrybuowanym cyfrowo. W cyfrowej sprzedaży gier na PC liderem jest Steam, także polski GOG zaczyna odgrywać coraz większą rolę. Również producenci konsol, m.in. Sony i Microsoft umożliwiają graczom cyfrowy zakup gier przez rozbudowane platformy. W 2009 r. sprzedaż cyfrowa gier komputerowych stanowiła 20% sprzedaży ogółem, natomiast 2011 r. wartość ta wzrosła do 31%.

RATING - SZCZEGÓŁY

Przyznany rating

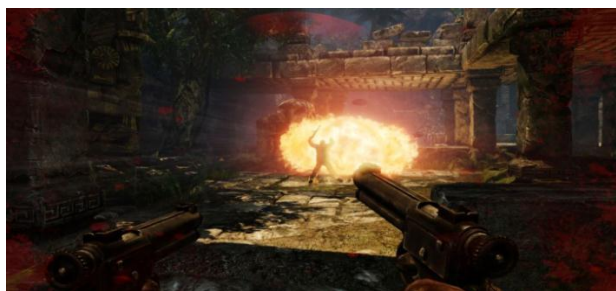


Innowacyjność



Cechy gry „Adventurer” zawierają w sobie innowacyjne rozwiązania dające duży potencjał sprzedażowy:

- atrakcyjna tematyka, na którą powstała w ostatnich latach nisza, gdzie większość tego typu gier to gry przedstawione z perspektywy trzeciej osoby. Osadzenie takiej produkcji w realiach gry akcji FPS jest pomysłem innowacyjnych i daje wszelkie przesłanki, że gra dotrze do szerokiego grona odbiorców,
- gra o wysokiej atrakcyjności audiowizualnej (architektura, krajobrazy, specyficzna muzyka),
- wykorzystanie sprawdzonej technologii (silnik gry Unreal Engine), który posiada szereg rozwiązań dedykowanych do gier tego typu i pozwala niskim kosztem dodać do gry tryby rozgrywki sieciowej czy kooperacji, a jednocześnie przy minimalnych kosztach przenosić grę na różne platformy sprzętowe (PC, Xbox 360, PS3, iPhone, iPad, Google Android).



Doświadczenie Zarządu



Robert Siejka, Prezes Zarządu

Organizator międzynarodowych warsztatów-imprezy związaną z tematyką obejmujących cyfrową edycję obrazu, efekty specjalne, opracowywanie gier oraz treści internetowych dostępnych w czasie rzeczywistym. Organizator i członek Jury Międzynarodowych Konkursów 3D, którego laureaci niejednokrotnie sięgali po najwyższe światowe laury.

Kamil Bilczyński, Członek Zarządu

Projektant i twórca scenarii singleplayer oraz multiplayer. Autor artykułów i tutoriali poświęconych modelowaniu scenarii do gier komputerowych w prasie fachowej i Internecie. Posiada bogatą wiedzę z zakresu architektury i modelowania przestrzennego, znajomości narzędzi graficznych oraz specjalizowanych edytorów służących do budowania scenarii w grach komputerowych.

Wojciech Pazdur, Członek Zarządu

Twórca tekstur sprzedawanych przez Dosch Design GmbH i wykorzystywanych przez firmy branżowe na całym świecie. Wieloletni współpracownik warszawskiego studia People Can Fly, gdzie współtworzył m.in. gry z serii „PainKiller”. W The Farm51 Group pełni funkcję Dyrektora Produkcji.

Płynność akcji



Na ostatnich 100 sesjach średnia wartość obrotu wyniosła 5,17 tys. zł.

Wskaźnik Altmana



Wskaźnik Altmana wyniósł 19,70. Największy pozytywny wpływ na otrzymany wskaźnik miał komponent X4, mierzący wielkość wspomagania finansowego w przedsiębiorstwie. Powiększył on wskaźnik o 11,47 ze względu na niskie zadłużenie.

VOXEL S.A.

SPÓŁKA TO WEDŁUG NAS TOP PICK NEWCONNECT ZE WZGLĘDU NA OFEROWANE PRODUKTY CHARAKTERYZUJĄCE SIĘ INNOWACYJNOŚCIĄ ORAZ DUŻY POTENCJAŁ ROZWOJU RYNKU W PERSPEKTYWIE NAJBLIŻSZYCH KILKU LAT

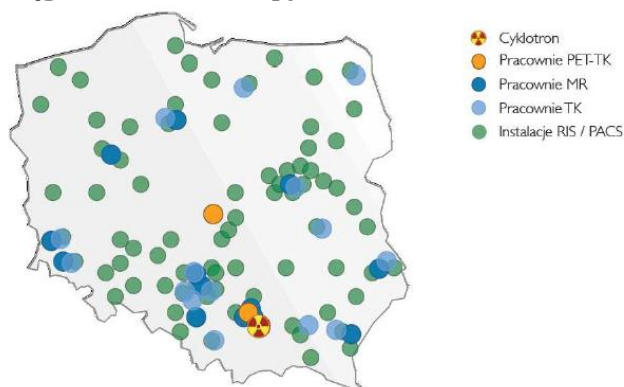
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Grupa Voxel oferuje kompleksowy zakres usług i produktów związanych z wykorzystaniem najnowszych osiągnięć technologicznych w medycynie. W ramach Grupy Voxel działają spółki:

- **Centrum Diagnostyki Obrazowej** świadczy usługi w zakresie diagnostyki obrazowej (tomografii komputerowej, rezonansu magnetycznego i PET-TK), teleradiologii i outsourcingu,
- **Alteris** dostarcza systemy informatyczne dla szpitali i centrów diagnostycznych oraz zajmuje się realizacją projektów wyposażania pracowni diagnostycznych.

Grupa Voxel skupia unikalny zespół specjalistów diagnostyki obrazowej z bogatym doświadczeniem klinicznym i uznanym dorobkiem naukowym. Dzięki ścisłej współpracy z największymi dostawcami sprzętu medycznego pracownice MCD Voxel dysponują nowoczesnymi urządzeniami diagnostycznymi (TK, MR, PET-TK) oraz świadczą specjalistyczne usługi na najwyższym światowym poziomie.

Zasięg działalności Grupy Voxel

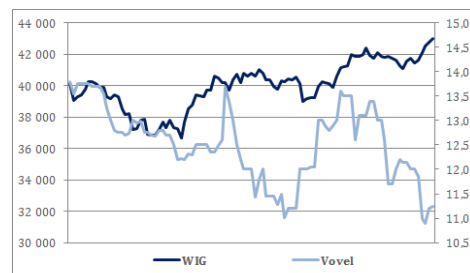


Źródło: Prezentacja Spółki

Aktualnie Grupa dysponuje jedną z największych sieci diagnostyki obrazowej. Strategia na kolejne lata zakłada dalszy rozwój poprzez otwieranie nowych centrów diagnostycznych, uruchomienie produkcji radiofarmaceutyków na potrzeby własne i zewnętrzne, rozwój badań nad nowymi technikami diagnostycznymi, świadczenie usług teleradiologii oraz rozwój kompetencji w zakresie realizacji projektów pracowni diagnostycznych i rozwój autorskich systemów informatycznych dla branży medycznej w Polsce.

www.winvestments.pl

PRYZNANY RATING



DANE SPÓŁKI

Ticker	VOX
Sektor	Ochrona zdrowia
Kurs (zł)	10,99
Kapitalizacja (mln zł)	107,0
Free float (%)	24,0%

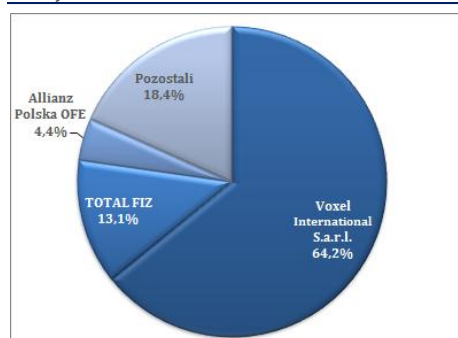
DANE FINANSOWE [tys. zł]

	2011	1H 2012
Przychody	97 460,8	46 161,2
EBIT	3 557,2	2 294,9
EBITDA	11 424,2	6 886,1
Zysk netto	-3 834,5	50,5

WSKAŹNIKI RYNKOWE

P/E	x
P/BV	1,27

AKCJONARIAT



NAJBLIŻSZE RAPORTY

2012-11-14	raport za 3Q
------------	--------------

AUTOR

Renata Miś
renata.mis@infinity8.pl

W ramach osi priorytetowej: Inwestycje w innowacyjne przedsięwzięcia, Działanie 4.4 Voxel uzyskał wsparcie finansowe ze środków Funduszy Unii Europejskiej w wysokości 31,3 mln zł.

Projekt realizowany jest na terenie 5 Wojskowego Szpitala oraz Polikliniki w Krakowie i polega na utworzeniu centrum diagnostyki obrazowej wyposażonego w skaner PET-TK i skaner rezonansu magnetycznego oraz ośrodka produkcji radiofarmaceutyków przy wykorzystaniu cyklotronu i Laboratorium Radiochemicznego.

Planowana przez Voxel S.A. inwestycja ma kluczowy charakter w sektorze usług medycznych w województwie małopolskim. Obecnie mieszkańcy regionu Polski południowo-wschodniej (województwo małopolskie i podkarpackie) są pozbawieni dostępu do diagnostyki będącej

kluczowym elementem projektu. Poza tym, w wyniku realizacji tej inwestycji Voxel S.A. ma szansę stać się najbardziej innowacyjnym ośrodkiem prowadzenia badań łączoną metodą PET-TK-MR oraz kluczowym centrum medycznym produkującym radiofarmaceutyki również dla zewnętrznych odbiorców.

Warto podkreślić, że działalność Voxel opiera się o długoterminowe umowy z NFZ (3-letnie), co gwarantuje bezpieczeństwa i stabilność prowadzonej działalności. Dodatkowo dobre perspektywy rozwoju rynku diagnostyki obrazowej w Polsce i na świecie przy rosnących wydatkach na ochronę zdrowia w zakresie diagnostyki obrazowej i wysokich barierach wejścia na rynek sprawiają, że spółka może być ciekawym przedmiotem inwestycji w najbliższych latach.

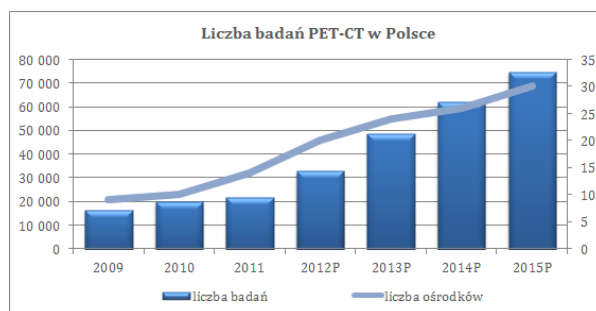
RYNEK DZIAŁANIA SPÓŁKI

Rynek medycyny nuklearnej i radiofarmaceutyków rozwija się bardzo szybko. W latach 2009-2011 średnioroczne tempo wzrostu (CAGR) liczby badań PET-CT w Polsce wynosiło 15%, a w kolejnych latach dynamika powinna być jeszcze wyższa. Według szacunków rynkowych CAGR w latach 2012-2015 wyniesie już blisko 32%, zapewniając w sumie potrojenie liczby badań do roku 2015. W 2016 roku światowe zapotrzebowanie na nowe urządzenia PET ma wynieść około 900 sztuk, czyli o 50% więcej niż w roku 2008. Urządzenia te wykonają docelowo około 5,4 mln procedur.

Zgodnie z szacunkami firmy badawczej PMR rynek diagnostyki obrazowej w Polsce w 2010 roku osiągnął wartość blisko 674 mln zł. W 2012 roku spodziewany jest wzrost do ponad 1 mld zł. Będzie to możliwe dzięki zwiększeniu inwestycji w sektorze prywatnym oraz wysokiemu finansowaniu z funduszy UE.

Zgodnie z raportem PMR „Rynek sprzętu medycznego w Polsce 2012” w kolejnych latach można się

spodziewać dynamicznego wzrostu sprzedaży sprzętu medycznego, aż do 2016 roku, kiedy to został wyznaczony termin ostateczny na dostosowanie zakładów opieki zdrowotnej do wymogów europejskich. PMR w swoich prognozach na lata 2012-2014 zakłada 3-letni CAGR na poziomie 23%, co pozwala pozytywnie oceniać także perspektywę segmentu diagnostyki obrazowej będącego istotną składową rynku sprzętu medycznego.



Źródło: Synektik SA, NFZ

RATING - SZCZEGÓŁY

Przyznany rating



Innowacyjność



Voxel posiada w swojej ofercie najnowsze technologie diagnostyki obrazowej. Diagnostyka obrazowa (obrazowanie medyczne) jest to grupa badań wykorzystująca różne rodzaje oddziaływania fizycznego do obrazowania zachodzących w ciele ludzkim zmian fizjologicznych i patologicznych. Mieści się na pograniczu radiologii i medycyny nuklearnej.

Do obrazowania wykorzystuje się:

- promieniowanie rentgenowskie – RTG i tomografia komputerowa (TK)
- promieniowanie izotopów promieniotwórczych – pozytonowa tomografia emisyjna (PET), scyntygrafia
- własności pola magnetycznego – jądrowy rezonans magnetyczny (NMR)
- własności ultradźwięków – ultrasonografia (USG)
- promieniowanie termiczne – termografia

Aktualnie w Polsce na szeroką skalę stosowane są technologie z lat 70-tych XX wieku. Grupa Voxel wykorzystuje w swojej działalności specjalistyczne urządzenia diagnostyczne i programy informatyczne. W bieżącym roku Spółka planuje uruchomić wytwórnię radiofarmaceutyków w nowoczesnym cyklotronie na potrzeby własne oraz klientów zewnętrznych.

Doświadczenie Zarządu



Jacek Liszka – PREZES ZARZĄDU

- Założyciel Voxel S.A. i Alteris Sp. z o.o.
- Założyciel Śląskiego Centrum Diagnostyki Obrazowej HELIMED
- Założyciel spółki SCANMED

Absolwent Uniwersytetu Medycznego w Katowicach (specjalizacja: obrazowanie diagnostyczne) oraz Akademii Ekonomicznej w Katowicach (kierunek: zarządzanie w służbie zdrowia).

Dariusz Pietras – WICEPREZES ZARZĄDU

Założyciel Voxel S.A.

- 1997-2001 członek zarządu CON-DOR Sp. z o.o.
- 2001-2007 wiceprezes zarządu INTEGRAL S.A.
- Od 2007 wiceprezes zarządu Voxel S.A.

Grzegorz Maślanka – CZŁONEK ZARZĄDU

Długoletnie doświadczenie na stanowisku dyrektora finansowego, w tym w latach:

- 1999-2007 dyrektor finansowy, członek zarządu w spółkach Grupy BP Polsce
- 2007-2010 członek zarządu, dyrektor finansowy w GF Premium S.A.
- Od 2010 r. członek zarządu ds. finansowych w Voxel S.A.

Płynność



Na ostatnich 100 sesjach średnia wartość obrotu wyniosła 23,4 tys. zł.

Wskaźnik Altmana



Wskaźnik Altmana wyniósł 3,99. Taki wynik został osiągnięty głównie za sprawą komponentu X4, mierzącego wielkość wspomagania finansowego w przedsiębiorstwie powiększonego o parametr 3,25. Natomiast komponent pokazujący prawdziwą produktywność aktywów przedsiębiorstwa wpływała ujemnie na wskaźnik Altmana.



METODOLOGIA USTALANIA RATINGU

Innowacyjność produktu / usługi

-  produkt / usługa schyłkowa, nie mający/a perspektywy na poprawę swojego pozycjonowania na rynku
-  produkt / usługa uznawana jako schyłkowa
-  produkt / usługa standardowa, która nie jest innowacyjna oraz nie jest uznawana jako schyłkowa, produkt / usługa masowa
-  produkt / usługa innowacyjna, dająca możliwość dalszego rozwoju
-  produkt / usługa bardzo innowacyjna lub będący/a w fazie rozwoju, której pojawienie się na rynku spowoduje przełom

Doświadczenie Zarządu

-  Zarząd związany ze spółką od poniżej 1 roku, posiadający kwalifikacje w zakresie zarządzania spółką, jednakże nie posiada doświadczenia w branży
-  Zarząd związany ze spółką od min 1 roku, posiadający kwalifikacje i doświadczenie w branży
-  Zarząd związany ze spółką od powyżej 1 roku, posiadający kwalifikacje w zakresie zarządzania spółką, posiada doświadczenia w branży

Płynność akcji

-  średnia wartość obrotu z ostatnich 100 sesji poniżej 5000 zł
-  średnia wartość obrotu z ostatnich 100 sesji w przedziale 5.001 – 9.999 zł
-  średnia wartość obrotu z ostatnich 100 sesji w przedziale 10.001 – 15.000 zł
-  średnia wartość obrotu z ostatnich 100 sesji w przedziale 15.001 - 19.000 zł
-  średnia wartość obrotu z ostatnich 100 sesji powyżej 19.000 zł

Wskaźnik Altmana

-  wartość wskaźnika poniżej 3,75
-  wartość wskaźnika w przedziale 3,75 – 4,75
-  wartość wskaźnika w przedziale 4,75 – 5,65
-  wartość wskaźnika w przedziale 5,65 – 7,00
-  wartość wskaźnika powyżej 7,00

METODOLOGIA WYLICZANIA WSKAŹNIKA ALTMANA

Wskaźnik Altmana to jeden ze sposobów oceny przedsiębiorstwa pod względem jego kondycji finansowej. W wyniku badań porównawczych E.I. Altman wybrał 5 wskaźników, najbardziej przydatnych do oceny przewidywanej zdolności płatniczej, a więc i symptomów zagrożenia spółki upadłością.

W literaturze przedmiotu model ten spotkać można zarówno pod nazwą "model Altmana", jak i "model Z-score".

Tworząc model E. Altman wyselekcjonował 22 wskaźniki przy użyciu których możliwa stawała się ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Następnie podzielone zostały na pięć grup dotyczących :

- *płynności,*
- *rentowności,*
- *wspomagania finansowego,*
- *wypłacalności,*
- *obrotowości.*

W 1990 roku Altman wychodząc naprzeciw potrzeb rynków rozwijających się (tzw. "rynków wschodzących") poprawił stworzony przez siebie model. Przekazał tym samym narzędzie oceny ryzyka bankructwa inwestorom i kredytodawcom działającym na dużo mniej stabilnych rynkach, aniżeli amerykański. Nowa formuła równania wygląda następująco:

$$\text{EM Score} = 6,56 X1 + 3,26 X2 + 6,72 X3 + 1,05 X4 + 3,25$$

Gdzie:

EM Score - wynik całkowity

X1 = *Kapitał pracujący / Aktywa* - Kapitał pracujący definiowany jest w tym wskaźniku jako różnica pomiędzy aktywami obrotowymi, a zobowiązaniami bieżącymi. Wskaźnik ten odpowiada za pomiar płynności oraz struktury aktywów.

X2 = *Zyski zatrzymane / Aktywa ogółem* - wskaźnik odpowiadający za pomiar rentowności skumulowanego zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwie.

X3 = *EBIT / Aktywa ogółem* - wskaźnik ten pokazuje prawdziwą produktywność aktywów przedsiębiorstwa, niezależną od podatków oraz odsetek

X4 = *Wartość księgowa przedsiębiorstwa / Zobowiązania całkowite* - mierzy on wielkość wspomagania finansowego w przedsiębiorstwie.

NOTA PRAWNA

Opracowanie TOP PICK NewConnect **nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku** w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715). Opracowanie TOP PICK nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinna być tak interpretowana.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym. W Investments SA nie jest zobowiązany do zapewnienia czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora.

Zawarte w TOP PICK NewConnect komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów Autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. W Investments SA nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w opracowaniu.

Inwestycja w akcje jest obarczona wieloma czynnikami ryzyka np. związanymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego. W praktyce, precyzyjna prognoza wpływu tych ryzyk na kształtowanie się kursu akcji i jego wyeliminowanie jest niemożliwe, co należy brać pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Niniejszy dokument został sporządzony przez autorów z wykorzystaniem swojej najlepszej wiedzy i z zachowaniem należytej staranności, w celu osiągnięcia rzetelności, obiektywności, jak również z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

Niniejsze opracowanie podlega ochronie na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U. z 2006 r., Nr 90, poz. 631). Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody W Investments SA jest zabronione.

Dane prezentowane w Analizie Spółki zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez W Investments SA za wiarygodne i rzetelne tj. Internet, raporty Spółki, prasa i informacje branżowe. Jednakże W Investments SA nie może zagwarantować ich dokładności, poprawności i pełności.

Pomiędzy W Investments SA, a spółką będącą przedmiotem niniejszego opracowania nie występują żadne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715), które byłyby znane autorowi niniejszego opracowania.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone przez Infinity8 SA na zlecenie W Investments SA.

Infinity8 jest Autoryzowanym Doradcą NewConnect oraz jest w trakcie procesu ubiegania się o licencję na prowadzenie Domu Maklerskiego.



Kontakt:

W Investments S.A.
ul. Prosta 32
00 – 838 Warszawa
Tel.: 022 116 66 66
Fax: 022 116 66 61