



Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy cenę docelową akcji Voxel do 90,3 PLN, jednocześnie utrzymując zalecenie KUPUJ. Wzrosły wycen badań refundowanych najpierw w lipcu'22, potem w lipcu'23 znacząco poprawiły rentowność spółki. Zmiany stawek, inwestycje oraz działania optymalizacyjne grupy, a także sprzedaż nierentownego szpitala są głównymi powodami wzrostu wyceny spółki. W 2023 r. spodziewamy się pobicia rekordowych wyników z 2021 r., kiedy to zysk był pod wpływem wysokomarżowych badań diagnostycznych w kierunku SARS-CoV-2.

Główną przyczyną wzrostu wyników spółki w ostatnich okresach był wzrost wycen badań refundowanych, który miał na celu urealnienie kosztów wykonywania procedur. Średnie ceny poszczególnych badań różnią się w poszczególnych okresach także ze względu na ich mix – każda pracownia ma osobny kontrakt z NFZ, dlatego ceny mogą być zróżnicowane w zależności od placówki. Dodatkowo w badania PET i SPECT wpisują się procedury, których wycena może różnić się w zależności od typu badania i wykorzystywanych w nim radiofarmaceutyków.

Spółka ciągle pracuje nad wzrostem wolumenów. W tym celu przeprowadzane są ulepszenia sprzętów, obejmujące aktualizację oprogramowania i wymianę niektórych części. Planowany upgrade obejmuje większość aparatów MR. Grupa rozważa też działania optymalizacyjne, które mogą poprawić efektywność poszczególnych placówek, tj. skrócenie czasu pomiędzy badaniami, czy uruchomienie placówek w soboty. Cały czas prowadzone są także prace nad tworzeniem nowych pracowni, w lokalizacjach z największymi szansami na pozyskanie kontraktu z NFZ.

Długie kolejki do badań MR, TK i PET w Polsce są wyzwaniem dla spółek diagnostycznych. Podmiot, który będzie efektywnie zwiększał wolumeny wykonywanych procedur może poszerzyć swój udział w rynku. Ograniczeniem jest jednak dostęp do lekarzy radiologów, którzy takie badania muszą opisać. W naszej ocenie spółka ma szansę na rozwój w tym zakresie, a szansą na przyspieszenie opisów w długim okresie może być technologia wykorzystująca sztuczną inteligencję, nad którą pracuje Alteris.

Istotną zmianą w Grupie jest sprzedaż udziałów w Vito-Med w październiku'23. Od początku pandemii działalność szpitalna przynosiła straty, a wprowadzone w lipcu'23 zmiany w wycenach procedur oraz działania restrukturyzacyjne spółki pozwoliły jedynie na ich ograniczenie. W naszej ocenie pozbycie się nierentownego podmiotu pozwoli spółce na intensywniejszy rozwój w pozostałych segmentach.

W środowisku wysokich stóp procentowych spółka ogranicza udział finansowania zewnętrznego. W 2Q'23 spłaciła 10 mln PLN obligacji, a w 2024 r. planuje spłatę kolejnej takiej transzy, co ograniczy koszty finansowe.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	327,6	442,7	414,8	444,3	467,8	516,3
w tym COVID-19	63,1	128,9	27,7	0,0	0,0	0,0
EBIT [mln PLN]	50,4	98,3	68,2	107,3	118,7	131,2
EBITDA [mln PLN]	84,5	134,4	106,3	145,7	157,5	174,5
Wynik netto [mln PLN]	34,1	71,7	45,6	74,4	86,3	97,2
P/E	24,1	11,5	18,0	11,0	9,5	8,5
P/BV	4,6	3,6	3,4	3,0	2,6	2,2
EV/EBIT	18,9	9,5	13,6	8,3	7,2	6,2
EV/EBITDA	11,3	6,9	8,7	6,1	5,5	4,7
DPS w okresie	0,9	2,0	3,1	2,3	3,5	4,1
DY	1,2%	2,6%	3,9%	2,9%	4,5%	5,3%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 90,3 PLN

21 GRUDNIA 2023, 11:15 CET

Wycena końcowa [PLN]	90,3
Wycena DCF [PLN]	84,9
Wycena porównawcza [PLN]	138,4
Potencjał do wzrostu / spadku	15,4%
Koszt kapitału	12,9%
Cena rynkowa [PLN]	78,2
Kapitalizacja [mln PLN]	821,3
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	83,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	48,4
Stopa zwrotu za 3 mc	36,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	59,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	88,6%
Struktura akcjonariatu*:	
Voxel International S.a.r.l	51,3%
TFI PZU S.A.	11,4%
PTE Allianz Polska S.A.	5,1%
Pozostali	32,2%

*- liczba głosów na WZA

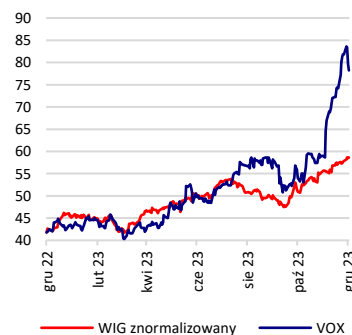
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

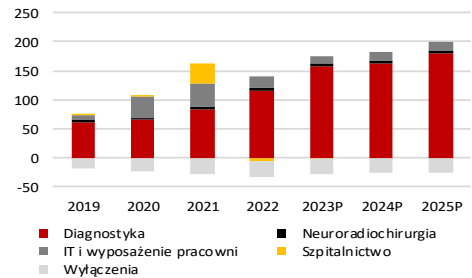
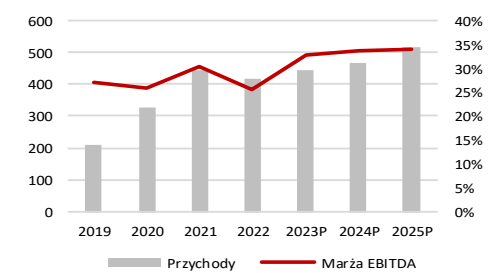
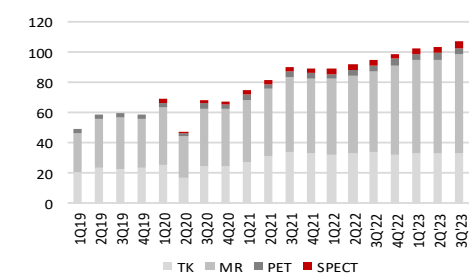


SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI 3Q'23.....	12
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	328	443	415	444	468	516
w tym COVID-19	63	129	28	0	0	0
Wynik brutto na sprzedaży	68	128	98	136	145	160
Koszty sprzedaży	3	2	2	2	2	2
Koszty zarządu	25	23	22	23	25	26
EBIT	50	98	68	107	119	131
EBITDA	84	134	106	146	157	174
Diagnostyka	65	83	115	157	162	180
Neurochirurgia	4	5	6	6	6	7
IT i wyposażenie pracowni	35	39	20	11	13	15
Szpitalnictwo	4	35	-6	-2	-	-
Wyłączenia	-24	-28	-28	-27	-25	-26
Zysk brutto	45	90	57	97	113	127
Zysk netto	34	72	46	74	86	97
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	320	337	335	350	351	351
Rzeczowe aktywa trwałe	231	248	249	266	267	267
Aktywa niematerialne	12	15	15	16	16	16
Wartość firmy	66	61	61	61	61	61
Aktywa obrotowe	118	158	132	153	151	167
Zapasy	30	19	22	19	18	20
Należności handlowe oraz pozostałe należności	69	84	71	77	78	89
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	16	54	33	49	46	50
Aktywa razem	438	495	467	502	501	518
Kapitał własny	181	231	244	272	321	375
Zobowiązania długoterminowe	101	167	132	119	73	63
Oprocentowane kredyty i pożyczki	39	33	21	6	1	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	0	55	40	30	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	36	46	44	51	39	30
Zobowiązania krótkoterminowe	156	98	91	112	108	81
Oprocentowane kredyty i pożyczki	25	22	12	8	5	2
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	36	0	10	10	29	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	11	11	12	13	10	8
Pasywa razem	438	495	467	502	501	518
Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	59	106	96	125	115	140
Amortyzacja	34	36	38	38	39	43
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-37	-32	-30	-36	-40	-44
CAPEX	-30	-32	-31	-39	-40	-44
Przepływy z działalności finansowej	-14	-36	-87	-74	-78	-92
Dywidenda	-10	-21	-32	-24	-37	-43
Odsetki	-6	-6	-11	-10	-7	-5
Zmiana środków pieniężnych	9	38	-21	16	-3	4
Środki pieniężne	16	54	33	49	46	50
Dynamiki [%]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	55%	35%	-6%	7%	5%	10%
Wolumeny badań						
TK	2%	36%	4%	1%	1%	3%
MR	13%	31%	16%	20%	7%	10%
PET	-1%	27%	13%	11%	4%	11%
EBITDA	48%	59%	-21%	37%	8%	11%
Zysk netto	49%	110%	-36%	63%	16%	13%
Wybrane dane i wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Liczba akcji [mln]	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
ROE	19%	31%	19%	27%	27%	26%
ROA	8%	14%	10%	15%	17%	19%
DPS w okresie	0,9	2,0	3,1	2,3	3,5	4,1
Stopa dywidendy	1,2%	2,6%	3,9%	2,9%	4,5%	5,3%
P/E	24,1	11,5	18,0	11,0	9,5	8,5
P/BV	4,6	3,6	3,4	3,0	2,6	2,2
EV/EBITDA	11,3	6,9	8,7	6,1	5,5	4,7

Struktura EBITDA w podziale na segmenty [tys. PLN]

Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]

Kwartalna wolumeny badań Voxel [tys.]

Czynniki ryzyka

- 1) Zmiany w systemie finansowania służby zdrowia na korzyść publicznych placówek ochrony zdrowia
- 2) Zmiany w polityce z zakresu służby zdrowia
- 3) Brak nowych kontraktów z NFZ i spadek rentowności pracowni
- 4) Niezaakceptowanie przez NFZ badań ponadkontraktowych, konieczność pokrycia kosztów tych badań funduszami spółki
- 5) Niewykonanie założonej strategii
- 6) Błędy lekarskie i wynikające z nich straty finansowe oraz wizerunkowe
- 7) Nasilenie konkurencji
- 8) Presja na wzrost wynagrodzeń
- 9) Nietrafione inwestycje lub zbyt duża skala inwestycji
- 10) Pojawienie się dodatkowych kosztów związanych z wyłączeniem Vito-Med z konsolidacji

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 78,2 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycenę spółki oparliśmy na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 84,9 PLN. Wycenę porównawczą do spółek zagranicznych, które wykonują badania diagnostyczne z zakresu radiologii, oraz spółek zajmujących się szerszą diagnostyką oparliśmy na prognozach wyników na lata 2023-2025. Uzyskaliśmy w ten sposób wartość 138,4 PLN. Wycena końcowa została stworzona przy użyciu wag 90% dla wyceny metodą DCF oraz 10% dla wyceny porównawczej. Niska waga wyceny porównawczej wynika z braku na rynku kapitałowym dostatecznie podobnych podmiotów pod względem produktów/usług oraz skali działalności. Finalnie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 90,3 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

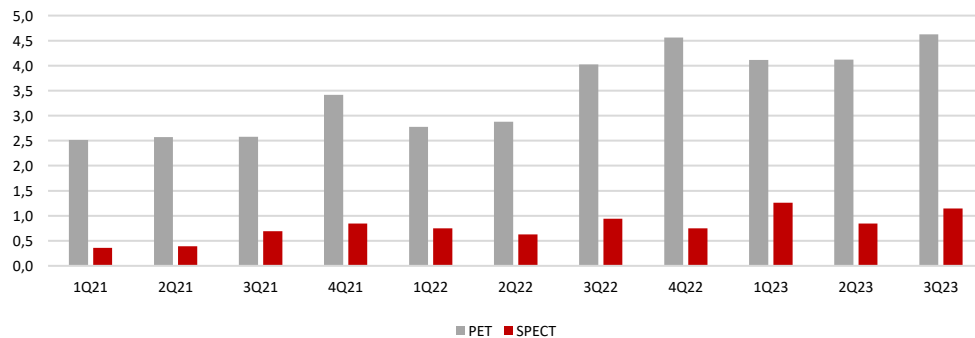
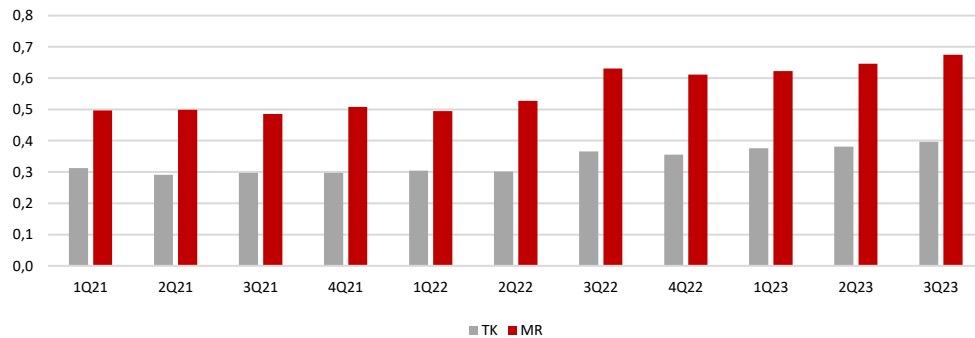
	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	90%	84,9
Wycena metodą porównawczą [PLN]	10%	138,4
Wycena spółki [PLN]		90,3

Źródło: BDM S.A.

Wzrost wyceny świadczeń z NFZ

Głównym motorem napędowym dynamiki wzrostu wyników grupy w ostatnich okresach był wzrost wycen badań refundowanych. Pierwsze, najistotniejsze podwyżki zostały wprowadzone w lipcu'22 i miały na celu urealnienie cen świadczeń. Po roku, wraz ze wzrostem minimalnego wynagrodzenia w ochronie zdrowia, stawki zostały ponownie podniesione, chociaż już nie tak mocno, jak poprzednio.

Srednia cena badań przeprowadzanych w grupie [tys. PLN]



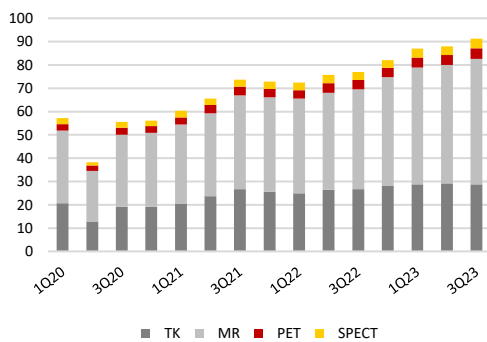
Źródło: BDM

Różnice w średniej cenie wykonywanych badań pomiędzy kwartałami wynikają przede wszystkim z mixu w danym okresie. Ceny badań refundowanych, komercyjnych i prywatnych mogą się między sobą różnić. W ramach poszczególnych kontraktów z NFZ (każde urządzenie ma osobną umowę) ceny również nie są równe. Dodatkowo, pod pojęciem SPECT kryją się trzy różne procedury, a badania PET mają różną wycenę w zależności od specyfikacji, np. badanie z wykorzystaniem znaczników specjalnych jest wyceniane w wysokości 6,0 tys. PLN.

Upgrade sprzętów, nowe pracownie

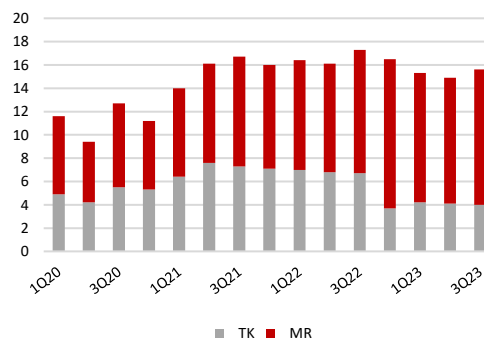
Spółka dąży do wzrostu wolumenów badań diagnostycznych. Pomagają w tym nowe pracownie i dokładanie dodatkowych aparatów w już istniejących placówkach. Istotnym czynnikiem wpływającym na wzrosty liczby wykonywanych badań w poszczególnych placówkach jest upgrade sprzętów. Polega on na aktualizacji systemu informatycznego oraz wymianie części w urządzeniach. Dzięki tym zabiegom spółka może skrócić czas wykonania pojedynczego badania i tym samym zwiększyć liczbę badań wykonywanych w ciągu dnia przez poszczególne aparaty. Planowane ulepszenia sprzętu dotyczą większości urządzeń MR.

Wolumeny badań wykonywanych w spółce Voxel



Źródło: BDM, spółka

Wolumeny badań wykonywanych w Scanix i RP



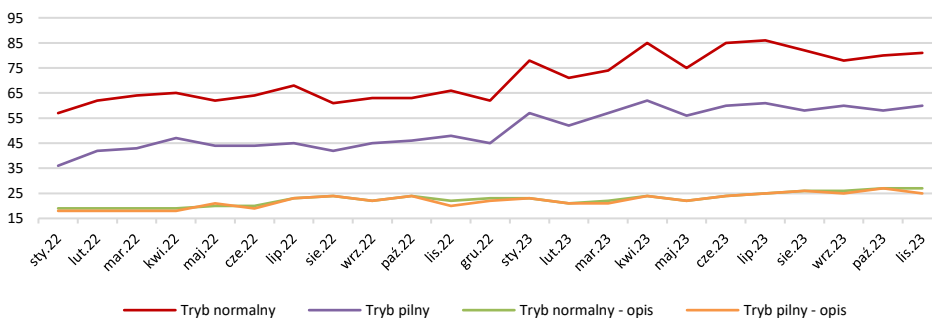
Źródło: BDM, spółka

Spółka optymalizuje liczbę pracowni. Otwiera nowe placówki tam, gdzie w swojej ocenie może liczyć na nowy kontrakt z NFZ i zamyka nierentowne pracownie. Ostatnio zamkniętą placówką była pracownia TK w Sosnowcu, gdzie znajdowały się 2 urządzenia. Doprowadziło to do spadku wolumenów i przychodów z TK w spółce Scanix, natomiast z drugiej strony nastąpiła znaczna poprawa rentowności tego podmiotu.

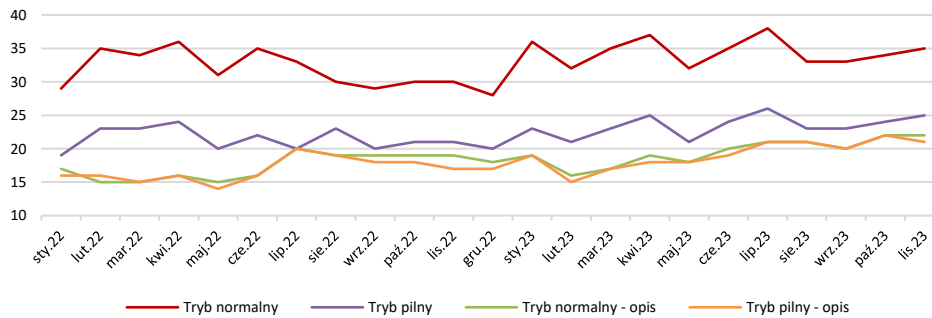
Szanse na wzrost wolumenów

Moce przerobowe spółki w zakresie wykonywania badań są głównym czynnikiem wzrostu wolumenów. Warunkiem wykonywania procedur jest jednak wystarczająca ilość pacjentów, którzy potrzebują takiej diagnostyki. W tym zakresie spółka ma szerokie pole do rozwoju, ponieważ w Polsce kolejki do badań wykonywanych przez grupę pozostają długie. Różnią się w zależności od regionów kraju i rodzaju badania. W listopadzie'23 średni czas oczekiwania na badanie RM wynosiło 81 dni w trybie normalnym i 60 dni w trybie pilnym. Dodatkowo czas oczekiwania na opis tych badań wynosił odpowiednio 27 i 25 dni. W przypadku TK na przeprowadzenie badania Polacy czekali średnio 35 dni w trybie normalnym i 25 dni w trybie pilnym, a na PET odpowiednio 29 dni i 20 dni. Dodatkowo na opis tych badań czas oczekiwania wynosił dla TK 22 i 21 dni, a dla PET 14 dni w obu trybach.

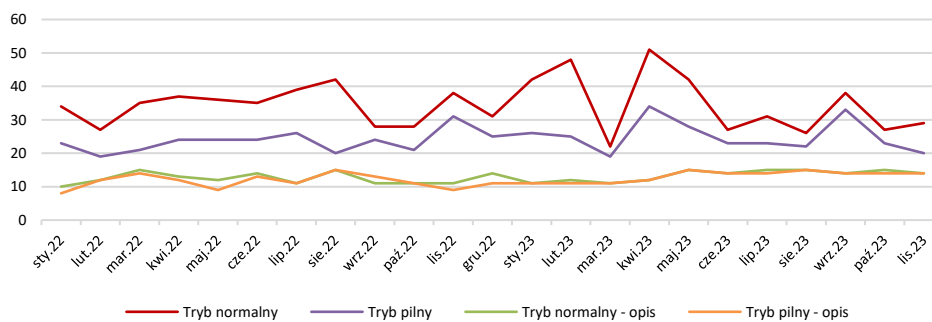
Średni czas oczekiwania na badanie i opis rezonansu magnetycznego



Źródło: Alivia Onkofundacja

Średni czas oczekiwania na badanie i opis tomografii komputerowej


Źródło: Alivia Onkofundacja

Średni czas oczekiwania na badanie i opis PET-TK


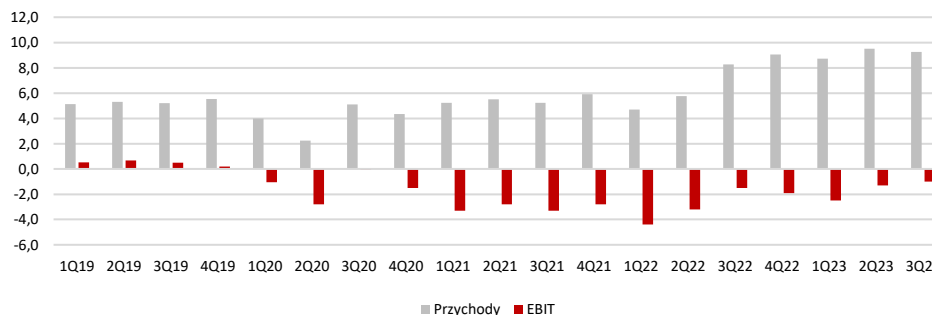
Źródło: Alivia Onkofundacja

Ograniczeniami w zwiększaniu wolumenów wykonywanych badań i skróceniu kolejek jest m. in. liczba lekarzy radiologów w Polsce, którzy mogą opisać badania. Kształcenie i budowa nowej kadry jest procesem długoterminowym, dlatego w krótkim okresie hamuje potencjał wzrostu. Wsparciem w skróceniu procesu opisu pojedynczego badania może być technologia rozwijana przez spółkę, która wykorzystuje sztuczną inteligencję.

Sprzedaż szpitala

31 października 2023 r. Voxel sprzedał 100% udziałów w kapitale zakładowym Vito-Med za cenę 1 PLN Szpitalowi Miejskiemu nr 4 w Gliwicach. Umożniono 1 mln PLN pożyczek udzielonych szpitalowi przez grupę, natomiast za resztę pożyczek spółka przejęła zorganizowaną część przedsiębiorstwa obejmującą działalność laboratoryjną, związaną z wykonywaniem badań w kierunku Covid-19 oraz część aktywów trwałych.

Od początku pandemii działalność szpitalna (bez uwzględnienia testów w kierunku SARS-CoV-2) przynosiła straty. Specjalizacja placówki (szpital neurologiczny) zawężyła pole możliwych do wykonywania badań, a wzrost kosztów, ograniczenia w liczbie przyjmowanych w pandemii pacjentów i zbyt niskie wyceny świadczeń refundowanych uniemożliwiły generowanie zysków. Wprowadzone od 3Q'22 wzrosty wycen procedur refundowanych pozwoliły poprawić rentowność i ograniczyć straty, natomiast nadal było to niewystarczające. W naszej ocenie pozbycie się nierentownego biznesu pozytywnie wpłynie na rozwój pozostałych segmentów grupy.

Wyniki działalności szpitalnej 1Q'19-3Q'23


Źródło: BDM, spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zmian w systemie finansowania służby zdrowia**

Spółka, jako podmiot prywatny, konkuruje ze szpitalami publicznymi. Najkrócej obowiązujące umowy kończą się w grudniu'23. W długim terminie nie można wykluczyć podejmowania przez rząd prób zmiany zasad finansowania na korzyść placówek publicznych, faworyzowania ich w procesie zawierania umów czy ustalania stawek.
- **Ryzyko zmian polityki zdrowotnej**

Nie jest znany jeszcze konkretny plan nowego rządu co do kształtowania się wynagrodzeń personelu medycznego i wycen badań refundowanych przez NFZ. W tym zakresie istnieje ryzyko w obie strony.
- **Ryzyko makroekonomiczne**

Istotny wpływ na kształtowanie się kosztów spółki ma poziom inflacji – co roku następuje aktualizacja czynszów w oparciu o wzrost cen w poprzednim roku. Dodatkowo wpływa to na presję wzrostu wynagrodzeń dla pracowników. Utrzymujące się wysokie stopy procentowe negatywnie wpływają na poziom kosztów finansowych. Niekorzystne zmiany makro w kolejnych latach mogą odbić się na rentowności grupy.
- **Ryzyko współpracy z NFZ oraz odzyskiwalności przychodów z tzw. nadwykonań**

Około 60% przychodów grupy pochodzi bezpośrednio z realizacji kontraktów na rzecz NFZ. Długoterminowe umowy (najdłuższe do 06.2033) skutecznie ograniczają wystąpienie opisywanego ryzyka. Spółka, oprócz planowanych badań, wykonuje także ponadkontraktowe usługi medyczne w zakresie PET-TK oraz SPECT. Decyduje się na ich wykonanie na własne ryzyko, płatność przez NFZ następuje z reguły raz w roku. Dotychczas wszystkie badania ponadkontraktowe były akceptowane przez NFZ i opłacane w wysokości co najmniej zakładanej przez grupę.
- **Ryzyko realizacji strategii**

Zarówno czynniki zewnętrzne jak i wewnętrzne mogą negatywnie wpływać na stopień realizacji strategii grupy. Może być to sytuacja makroekonomiczna, lecz także niewłaściwa ocena otoczenia lub nieumiejętne dostosowywanie się do zmian w otoczeniu przez spółkę.
- **Ryzyko błędu lekarskiego**

W procesie wykonywania badań, jak i interpretacji wyników istnieje ryzyko popełnienia błędu. Konsekwencjami, wynikającymi z niewłaściwych działań, mogą być nie tylko straty finansowe, lecz także wizerunkowe, które w przyszłości mogą wpłynąć na zmniejszenie ilości wykonywanych badań. W celu ograniczenia ryzyka grupa wdrożyła odpowiednie procedury realizacji badań. Dodatkowo posiada obowiązkowe ubezpieczenie OC oraz polisy dobrowolnego ubezpieczenia OC.
- **Ryzyko związane z nasileniem konkurencji**

Zarówno rynek diagnostyki obrazowej, jak też sprzętu medycznego i rozwiązań informatycznych dla branży medycznej, stają się coraz bardziej nasycone. Spółka na bieżąco monitoruje możliwości otwarcia pracowni w nowych lokalizacjach. Podobne działania konkurencji mogą spowolnić rozwój organiczny grupy.
- **Ryzyko znacznych zmian kosztów wynagrodzeń**

Spółka zatrudnia m. in. wykwalifikowany personel medyczny, specjalistów z obszaru IT oraz doświadczonych managerów. W związku z obecną sytuacją makroekonomiczną występuje presja na wzrost wynagrodzeń oraz zachowania konkurencyjności względem innych pracodawców działających w podobnym obszarze. Wyższe od założeń spółki oczekiwania pracowników i konieczność utrzymania wysoko wykwalifikowanej kadry w celu utrzymania jak najwyższej jakości usług, może w znacznym stopniu obciążyć wyniki finansowe.
- **Ryzyko realizacji projektów inwestycyjnych**

Spółka systematycznie analizuje nowe możliwości inwestycyjne i akwizycyjne. Wiąże się to z ryzykiem, że wybrany projekt nie przyniesie oczekiwanych efektów, co może negatywnie odbić się na finansach grupy.
- **Ryzyko pojawienia się dodatkowych kosztów przy wyłączeniu Vito-Med z konsolidacji**

Istnieje ryzyko pojawienia się wyższych od zakładanych przez nas kosztów rozliczenia Vito-Medu. W naszym modelu nie uwzględniamy straty z tytułu rozliczenia aktywów netto, które mogą się pojawić w 4Q'23. Dodatkowo istnieje ryzyko nierozliczenia przez NFZ nadwykonań szpitala, co wiązałoby się z nieotrzymaniem zwrotu pożyczki w wysokości 0,2 mln PLN.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5% (poprzednio 7%). Przyjęty przez nas współczynnik beta wynosi 1,0. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Voxel.

Główne zmiany w modelu:

- **Diagnostyka – Voxel, Scanix, Rezonans Powiśle**

Korygujemy nasze założenia dotyczące wolumenów badań. W 2023 i 2024 spodziewamy się wykonania odpowiednio 132 tys. / 133 tys. TK, 256 tys. / 275 tys. MR, 18 tys. / 18 tys. PET oraz 16 tys. / 17 tys. SPECT (vs 138 tys. / 148 tys. TK, 219 tys. / 255 tys. MR, 18 tys. / 21 tys. PET i 14 tys. / 15 tys. SPECT poprzednio). Obniżenie prognoz dla TK wynika głównie z zamknięcia nierentownych placówek Scanix, natomiast wzrosty w pozostałych badaniach to wynik wyższej bazy z 2022 r. oraz prowadzonych działań inwestycyjnych i optymalizacyjnych, które przyniosły wzrosty wolumenów w 2023 r. W naszym modelu uwzględniamy otwarcie w 2024 dwóch nowych pracowni MR. Nowo otwarte pracownie potrzebują kilku miesięcy na „nabranie rozpędu”, dlatego zostały uwzględnione w wolumenach badań dwa kwartały po rozpoczęciu działalności.

Zakładamy, że wyceny badań refundowanych będą podnoszone w kolejnych latach, lecz z niższą dynamiką, niż miało to miejsce w 2022 i 2023 r. W 4Q'23 spodziewamy się rozliczenia ok. 2 mln PLN z tytułu nadwykonań PET i SPECT.

Od listopada'23 spółka wprowadziła podwyżki dla personelu z pracowni TK, MR, RTG i USG (+1 mln PLN miesięcznie). W związku z tym, wg naszych szacunków, obniżeniu ulegnie marża EBITDA tych badań z 28% TK i 47% MR w 3Q'23 do 22% TK i 42% MR w 1Q'24. W pracowniach PET i SPECT spodziewamy się stopniowych podwyżek w 2024 r., które nie będą w tak dużym stopniu wpływać na marżę.
- **IT i wyposażenie pracowni – Alteris**

Po bardzo mocnych latach „kowidowych” sprzedaż spółki spadła. Ostatni podany backlog na 2023 r. opiewał na 85 mln PLN. W naszym modelu zakładamy 88 mln PLN przychodów w bieżącym roku oraz wzrosty w kolejnych latach (109 mln PLN w 2024 r. oraz 119 mln PLN w 2025 r.) W ostatnim raporcie kwartalnym spółka zapowiedziała przeprowadzenie znaczącej inwestycji, która ma na celu uruchomienie nowej linii biznesowej, jednak ze względu na brak dalszych informacji na ten temat, nie uwzględniamy jej w modelu.
- **Szpitalnictwo – Vito-Med**

31 października 2023 r. Voxel sprzedał udziały w spółce Vito-Med. Będzie ona konsolidowana do końca października'23. Zakładamy wystąpienie w tym czasie 3,4 mln PLN przychodów oraz -0,2 mln PLN EBITDA. W 4Q'23 spodziewamy się wystąpienia odpisu aktualizującego wartość pożyczki w wysokości 0,8 mln PLN (w kosztach finansowych, bez wpływu na EBIT). Wartość udziałów w Vito-Med została odpisana w poprzednich okresach.
- **Neuroradiochirurgia – Exira Gamma Knife**

W 2023 spodziewamy się wykonania 534 procedur (płasko r/r). Oczekujemy stabilnych wolumenów w tym segmencie z dynamikami przychodów (uwzględniającymi także MR wykonywane w ramach procedury) w wysokości +4%/+3% w 2024 i 2025 r. oraz +1% w długim okresie.
- **Na poziomie grupy**
 - Spodziewamy się, że w celu obniżenia kosztów finansowych spółka spłaci przed terminem wymagalności jeszcze jedną część obligacji (10 mln PLN w 2Q'24), a pozostałe 30 mln PLN zostanie zwrócone zgodnie z planem w 2Q'25.
 - Spółka w ogłoszonej polityce dywidendowej zakłada wypłatę co najmniej 50% jednostkowego zysku netto, jednak warunki emisji obligacji nie pozwalają na wypłatę więcej niż 50% skonsolidowanego zysku netto. Spodziewamy się, że do czasu spłaty zobowiązań z tytułu obligacji spółka będzie wypłacać maksymalny poziom dywidendy, na jaki pozwalają kowenanty, natomiast od 2026 r. wypłata dla akcjonariuszy wzrośnie do 75% skonsolidowanego zysku netto za poprzedni rok.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 0,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 84,9 PLN.

Metoda DCF

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	444,3	467,8	516,3	567,7	601,4	621,3	634,6	648,2	662,1	676,3
EBIT [mln PLN]	107,3	118,7	131,2	139,2	148,0	152,6	154,7	156,8	159,0	161,2
Stopa podatkowa	23,4%	23,3%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%
Podatek od EBIT [mln PLN]	25,1	27,7	30,7	32,5	34,6	35,6	36,1	36,6	37,1	37,6
NOPLAT [mln PLN]	82,2	91,0	100,6	106,7	113,4	116,9	118,6	120,2	121,9	123,5
Amortyzacja [mln PLN]	38,4	38,8	43,3	47,1	50,3	52,0	53,7	55,6	57,4	59,4
CAPEX [mln PLN]	-34,7	-39,8	-44,1	-48,5	-51,6	-53,3	-54,9	-56,6	-58,3	-59,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,6	-0,2	-6,1	-5,6	-3,7	-2,2	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6
FCF [mln PLN]	87,5	89,8	93,6	99,7	108,4	113,5	115,9	117,7	119,5	121,7
DFCF [mln PLN]	87,2	80,2	74,4	70,4	67,9	63,0	57,0	51,3	46,1	41,6
Suma DFCF [mln PLN]	639,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 114,5									
										<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	381,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 020,1									
Dług netto [mln PLN]	105,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	892,0									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	84,9									

Przychody zmiana r/r	7,1%	5,3%	10,4%	10,0%	5,9%	3,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	57,3%	10,7%	10,6%	6,1%	6,3%	3,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
FCF zmiana r/r	16,6%	2,6%	4,3%	6,5%	8,7%	4,7%	2,1%	1,5%	1,6%	1,9%
Marża EBITDA	32,8%	33,7%	33,8%	32,8%	33,0%	32,9%	32,8%	32,8%	32,7%	32,6%
Marża EBIT	24,1%	25,4%	25,4%	24,5%	24,6%	24,6%	24,4%	24,2%	24,0%	23,8%
Marża NOPLAT	18,5%	19,4%	19,5%	18,8%	18,9%	18,8%	18,7%	18,5%	18,4%	18,3%
CAPEX / Przychody	7,8%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%
CAPEX / Amortyzacja	90,2%	102,5%	102,0%	102,9%	102,7%	102,4%	102,2%	101,9%	101,4%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,4%	0,0%	-1,2%	-1,0%	-0,6%	-0,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,4%	-0,9%	-12,5%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	82,4%	83,2%	92,2%	94,7%	96,2%	97,2%	97,9%	98,5%	98,9%	99,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Udział kapitału obcego	17,6%	16,8%	7,8%	5,3%	3,8%	2,8%	2,1%	1,5%	1,1%	0,8%
WACC	11,6%	11,7%	12,4%	12,6%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
Beta	0,7	90,2	93,8	98,0	103,2	109,5	117,5	128,0	142,2	162,6
	0,8	84,2	87,2	90,7	94,9	99,9	106,2	114,2	124,7	139,1
	0,9	78,9	81,4	84,3	87,7	91,8	96,8	103,1	111,0	121,6
	1,0	74,2	76,3	78,7	81,6	84,9	89,0	93,9	100,1	108,1
	1,1	69,9	71,7	73,8	76,2	78,9	82,3	86,2	91,1	97,3
	1,2	66,1	67,6	69,4	71,4	73,7	76,5	79,7	83,6	88,5
	1,3	62,6	63,9	65,4	67,2	69,1	71,4	74,1	77,3	81,2

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
Premia za ryzyko	5%	95,3	99,4	104,3	110,4	117,9	127,7	140,7	158,9	186,4
	6%	87,1	90,4	94,2	98,9	104,5	111,6	120,7	132,8	149,9
	7%	80,2	82,8	85,8	89,4	93,7	99,0	105,6	114,2	125,6
	8%	74,2	76,3	78,7	81,6	84,9	89,0	93,9	100,1	108,1
	9%	68,9	70,7	72,6	74,9	77,6	80,7	84,5	89,1	94,9
	10%	64,3	65,7	67,4	69,2	71,3	73,8	76,8	80,3	84,7
	11%	60,2	61,4	62,8	64,3	66,0	68,0	70,3	73,1	76,4

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Premia za ryzyko	5%	158,1	145,8	135,2	126,0	117,9	110,8	104,5	98,8	93,7
	6%	143,5	131,3	121,0	112,2	104,5	97,8	91,8	86,6	81,8
	7%	131,3	119,5	109,5	101,0	93,7	87,4	81,8	76,9	72,5
	8%	121,0	109,5	99,9	91,8	84,9	78,9	73,7	69,1	65,0
	9%	112,2	101,0	91,8	84,1	77,6	71,9	67,0	62,7	58,9
	10%	104,5	93,7	84,9	77,6	71,3	66,0	61,4	57,3	53,7
	11%	97,8	87,4	78,9	71,9	66,0	60,9	56,6	52,7	49,3

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę porównawczą dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2023-2025 i konsensus prognoz wybranych spółek zagranicznych wykonujących badania diagnostyczne z zakresu radiologii oraz spółek zajmujących się szerszą diagnostyką. W pierwszej grupie znajdują się spółki wykonujące badania diagnostyki obrazowej, m. in. istotne w działalności Voxel MR, TK i PET. Drugą grupę stanowią szpitale i placówki medyczne świadczące usługi diagnostyczne nie tylko z zakresu radiologii, ale także badania alergiczne, kardiologiczne, genetyczne i inne oraz Synektik, który jest konkurencją dla Voxela w zakresie radiofarmaceutyków i dystrybucji sprzętu medycznego.

Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 21 grudnia 2023 roku.

Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 138,4 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 78,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych i krajowych konkurentów.

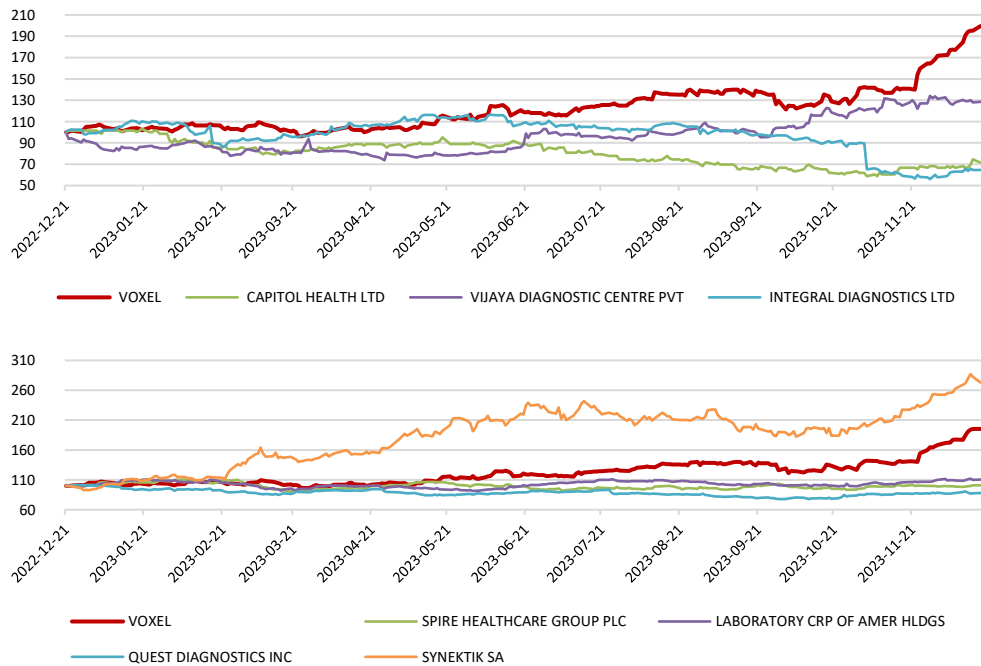
Ze względu na istotne różnice w ofercie oraz skali działalności, metodzie przypisaliśmy 10% w ostatecznej wycenie.

Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Spółki diagnostyka obrazowa									
Capitol Health	34,6	24,2	17,9	7,6	6,6	6,1	19,1	14,8	12,5
Vijaya Diagnostic Centre	84,9	55,7	44,4	36,0	29,4	24,5	58,6	40,2	32,0
Integral Diagnostics	22,4	23,6	16,6	8,0	6,9	6,2	15,2	13,6	11,2
Spółki ochrona zdrowia									
Synektik	15,1	11,6	10,6	9,5	7,6	6,4	11,9	9,4	7,5
Spire Healthcare Group	37,5	21,6	16,3	5,8	4,3	4,4	10,3	7,4	7,3
Laboratory Corporation of America	15,8	15,4	14,3	10,8	10,2	9,3	13,5	12,8	11,6
Quest Diagnostics	15,4	15,0	14,2	10,3	9,5	8,8	12,7	12,0	11,1
Mediana	22,4	21,6	16,3	9,5	7,6	6,4	13,5	12,8	11,2
Voxel	18,0	11,0	9,5	8,7	6,1	5,5	13,6	8,3	7,2
Premia/dyskonto grupa	-20%	-49%	-42%	-9%	-20%	-15%	1%	-35%	-36%
Wycena wg wskaźnika	158,8	177,7	150,6	125,9	110,3	107,5	131,5	141,5	141,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		162,4			114,6			138,2	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	138,4								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 21.12.2023

Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 3Q'23

Diagnostyka

Wyniki segmentu w 3Q'23 zaskoczyły pozytywnie. Oczekiwaliśmy płaskich k/k wolumenów, tymczasem w MR, PET i SPECT spółka odnotowała wzrosty. Większy wpływ miała też podwyżka wycen badań refundowanych. Średnia cena procedury PET w 3Q'23 wyniosła 4,6 tys. PLN (4,5 tys. ocz.), a SPECT 1,1 tys. PLN (0,9 tys. ocz.) Różnice te mogą wynikać z rozliczenia nadwykonań przeprowadzonych we wcześniejszych okresach. W rezultacie przychody z badań diagnostycznych przewyższyły nasze prognozy o 5,7 mln PLN (82,7 mln PLN vs 77,0 mln PLN ocz.) Dodatkowo pozostała sprzedaż (radiofarmaceutyki) wyniosła 5,5 mln PLN wobec prognozowanych 5,0 mln PLN.

IT i wyposażenie pracowni

Alteris zaliczył mocny kwartał. Przychody ze sprzedaży wyniosły 31,8 mln PLN (vs 26,4 mln PLN ocz.), w tym 27,3 mln PLN do klientów zewnętrznych. Jest to zgodne z naszymi założeniami dotyczącymi sezonowości w 2H'23 – w naszej opinii wzrost zamówień w bieżącym roku nastąpił wcześniej, dlatego w 4Q'23 spodziewamy się nieco niższej sprzedaży. Spółka poinformowała też o dużym projekcie inwestycyjnym, którego celem jest uruchomienie nowej linii biznesowej (nie podano szczegółów).

Szpitalnictwo

W 3Q'23 trwały prace restrukturyzacyjne, mające na celu ograniczenie strat placówki. Przychody wzrosły o 2,0 mln PLN r/r, dzięki wyższej wycenie procedur oraz zwiększeniu ich liczby. Strata EBITDA okazała się mniejsza od naszych założeń (-0,2 mln PLN vs -1,0 mln PLN ocz.)

Wyniki 3Q'23 oceniamy pozytywnie. W segmencie diagnostyka zaskoczył wzrost wolumenów (zakładaliśmy płaskie k/k), co w połączeniu ze wzrostem wycen badań refundowanych dało solidny wzrost przychodów. Dodatkowo Scanix, dzięki zamknięciu nierentownej pracowni TK w Sosnowcu nadal notuje poprawę rentowności. Bardzo pozytywnie zaskoczył także Alteris, który już w 3Q'23 pokazał mocny wzrost sprzedaży poza grupą, co przełożyło się na 3,9 mln PLN EBITDA. Backlog spółki wzrósł do 85 mln PLN (wcześniej 70 mln PLN). Dużym zaskoczeniem jest też ograniczenie straty w Vito-Med., do czego przyczyniła się większa liczba pacjentów i procedur oraz wyższa wycena świadczeń. Szpital od 01.11.23 nie będzie konsolidowany w związku z jego sprzedażą w październiku'23. Jedynym obszarem, w którym wyniki były słabsze r/r okazała się neuroradiologia – w tym segmencie utrzymuje się stabilna liczba terapii, jednak wzrost kosztów wynagrodzeń spowodował pogorszenie rentowności. W naszej ocenie jest to neutralne, spodziewamy się dalszego utrzymywania stabilnej liczby zabiegów. W 3Q'23 miał miejsce one-off w postaci kosztów likwidacji zapasów w wysokości -0,4 mln PLN oraz odpisu aktywa na podatek odroczone od strat podatkowych Vito-Med (-2,0 mln PLN). Mimo to wyniki spółki znacznie przewyższyły nasze, i tak ambitne, prognozy.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'22	3Q'23	r/r	3Q'23P BDM	r/r	1-3Q'22	1-3Q'23	r/r
Przychody	98,6	127,9	29,7%	120,3	6,4%	274,7	325,6	18,5%
Wynik brutto na sprzedaży	29,6	39,2	32,2%	30,5	28,7%	67,1	98,2	46,3%
EBITDA	32,9	43,1	30,9%	35,5	21,3%	77,5	105,9	36,6%
Diagnostyka	35,3	42,9	21,3%	36,5	17,5%	80,7	115,2	42,7%
Neurochirurgia	1,8	1,6	-15,2%	1,8	-14,5%	4,3	4,8	13,8%
IT i wyposażenie pracowni	2,6	3,9	53,0%	2,7	47,6%	14,9	8,0	-46,6%
Szpitalnictwo	-1,1	-0,2	---	-1,0	---	-4,8	-1,9	---
Wyłączenia	-5,7	-5,0	---	-4,5	---	-17,6	-20,2	---
EBIT	23,5	33,4	42,2%	25,5	31,0%	48,8	76,9	57,6%
Zysk brutto	20,2	31,3	54,9%	23,3	34,2%	40,8	69,4	70,3%
Zysk netto	16,4	23,6	43,3%	18,2	29,5%	33,1	52,9	59,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,0%	30,6%		25,3%		24,4%	30,2%	
Marża EBITDA	33,4%	33,7%		29,5%		28,2%	32,5%	
Marża EBIT	23,8%	26,1%		21,2%		17,8%	23,6%	
Marża zysku netto	16,7%	18,4%		15,1%		12,0%	16,2%	

Źródło: BDM, spółka.

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Diagnostyka

Spodziewamy się dalszego wzrostu wolumenów wykonywanych badań. Przeprowadzane ulepszenia sprzętów mają prowadzić do zwiększania efektywności poszczególnych placówek poprzez skrócenie czasu wykonywania procedur. Dodatkowo spółka szuka rozwiązań, które usprawniłyby działalność placówek. W połączeniu ze wzrostem wycen świadczeń refundowanych, które obowiązują od 3Q'23, oczekujemy dalszego wzrostu przychodów w tym segmencie. W naszym modelu zakładamy kolejne podwyżki wycen od lipca'24 i lipca'25, jednak w mniejszej skali niż dotychczas (w granicach 1% do 2%).

Spółka wprowadziła do swojej oferty nowy farmaceutyk V-Ga68, który uniezależnia spółkę od kosztownego i trudno dostępnego generatora galowego oraz zapewnia większą elastyczność w wykonywaniu wysoko rentownych badań specjalistycznych PET.

W 4Q'23 segment zostanie obciążony kosztami podwyżek wynagrodzeń dla personelu w pracowniach TK, MR, RTG i USG (+1 mln PLN miesięcznie od listopada'23). W naszym modelu obniża to marżę EBITDA z 28% dla TK i 47% dla MR w 3Q'23 do 24% dla TK i 44% dla MR w 4Q'23 (dotyczy to pracowni Voxel). Z drugiej strony oczekujemy ok. 2 mln PLN przychodów z tytułu rozliczenia nadwykonań PET i SPECT.

IT i wyposażenie pracowni

Backlog Alterisu wg ostatniego opublikowanego odczytu wynosi 85 mln PLN. Historycznie jednak podawany przez spółkę backlog był przewyższany, w 2023 r. zakładamy przychody segmentu w wysokości 88 mln PLN (26 mln PLN w 4Q'23). W kolejnych okresach spodziewamy się wzrostu przychodów r/r przy utrzymaniu sezonowości (spokojna pierwsza połowa roku i mocna druga połowa).

Szpitalnictwo

Vito-Med będzie konsolidowany do końca października'23, czyli do momentu sprzedaży udziałów w spółce. Oczekujemy negatywnego wpływu na EBITDA w tym okresie (-0,2 mln PLN). Na poziomie grupy pojawi się też odpis na wartość udzielonych pożyczek, natomiast ze względu na wcześniejszy odpis na wartość udziałów w spółce, nie będzie już wpływu na wynik grupy z tego tytułu.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24P	2Q24P	3Q24P	4Q24P	2022	2023P	2024P
Przychody	96,8	100,9	127,9	118,7	104,9	113,5	128,7	120,8	414,8	444,3	467,8
w tym testy COVID-19	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,7	0,0	0,0
Wynik brutto na sprzedaży	29,2	29,8	39,2	37,3	33,4	34,7	36,5	40,9	98,3	135,5	145,4
EBITDA	28,4	34,4	43,1	39,8	36,1	37,8	40,0	43,5	106,3	145,7	157,5
Diagnostyka	36,4	35,9	42,9	41,7	38,7	38,9	39,5	45,3	114,6	156,9	162,4
Neurochirurgia	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,7	5,6	6,4	6,4
IT i wyposażenie pracowni	1,7	2,4	3,9	3,2	2,1	3,3	4,6	3,4	20,0	11,2	13,4
Szpitalnictwo	-1,3	-0,4	-0,2	-0,2	-	-	-	-	-5,6	-2,2	-
Wyłączenia	-10,1	-5,1	-5,0	-6,5	-6,3	-5,9	-5,8	-6,9	-28,4	-26,7	-24,8
EBIT	18,9	24,7	33,4	30,3	26,8	28,3	30,1	33,6	68,2	107,3	118,7
Zysk brutto	15,9	22,2	31,3	27,7	25,0	26,7	28,6	32,2	56,9	97,1	112,5
Zysk netto	12,0	17,3	23,6	21,5	18,9	20,9	21,5	25,0	45,6	74,4	86,3
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,2%	29,5%	30,6%	31,4%	31,8%	30,5%	28,4%	33,8%	23,7%	30,5%	31,1%
Marża EBITDA	29,4%	34,1%	33,7%	33,5%	34,4%	33,3%	31,1%	36,0%	25,6%	32,8%	33,7%
Marża EBIT	19,5%	24,4%	26,1%	25,6%	25,6%	24,9%	23,4%	27,8%	16,4%	24,1%	25,4%
Marża zysku netto	12,4%	17,1%	18,4%	18,1%	18,0%	18,4%	16,7%	20,7%	11,0%	16,7%	18,4%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 07.10.2022 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	452,2	444,3	-1,7%	511,4	467,8	-8,5%	558,3	516,3	-7,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	102,8	135,5	31,9%	119,0	145,4	22,2%	133,1	159,5	19,9%
EBITDA	96,4	145,7	51,1%	109,2	157,5	44,2%	121,3	174,5	43,9%
EBIT	57,6	107,3	86,3%	67,4	118,7	76,1%	76,7	131,2	71,2%
Wynik brutto	52,0	97,1	86,7%	62,3	112,5	80,6%	76,5	126,8	65,7%
Wynik netto	42,1	74,4	76,6%	50,5	86,3	70,9%	62,0	97,2	56,8%
marża brutto	22,7%	30,5%		23,3%	31,1%		23,8%	30,9%	
marża EBITDA	21,3%	32,8%		21,4%	33,7%		21,7%	33,8%	
marża EBIT	12,7%	24,1%		13,2%	25,4%		13,7%	25,4%	
marża netto	9,3%	16,7%		9,9%	18,4%		11,1%	18,8%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	337,1	335,2	349,6	350,6	351,4	352,8	354,1	355,4	356,6	357,6	358,5	358,7
Rzeczowe aktywa trwałe	247,9	248,5	265,6	266,5	267,3	268,7	270,0	271,2	272,3	273,3	274,1	274,3
Aktywa niematerialne	14,7	15,5	15,8	15,8	15,8	15,8	15,9	16,0	16,0	16,1	16,1	16,2
Wartość firmy	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3	61,3
Aktywa obrotowe	157,9	132,1	152,6	150,9	166,8	191,2	220,0	247,5	274,6	303,3	333,4	365,1
Zapasy	19,5	21,9	18,6	18,2	19,9	21,9	23,2	24,0	24,5	25,0	25,6	26,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	83,7	70,5	76,8	78,2	88,8	97,6	103,4	106,8	109,1	111,4	113,8	116,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54,1	33,2	49,0	46,2	49,8	63,4	85,1	108,4	132,7	158,5	185,7	214,4
Aktywa razem	495,0	467,4	502,2	501,5	518,2	544,0	574,1	602,9	631,2	660,9	691,8	723,8
Kapitał własny	230,5	243,9	271,5	320,6	374,6	405,9	438,7	469,9	500,2	530,8	561,9	593,4
Kapitał podstawowy	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Zobowiązania długoterminowe	166,7	132,4	119,2	72,7	62,9	55,9	50,6	46,6	43,5	41,2	39,5	38,2
Oprocentowane kredyty i pożyczki	32,8	20,7	6,0	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	54,6	39,8	29,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	45,6	43,8	51,1	39,1	30,0	23,0	17,6	13,5	10,3	7,9	6,0	4,6
Zobowiązania krótkoterminowe	97,8	91,0	111,5	108,2	80,7	82,2	84,9	86,4	87,5	88,9	90,4	92,2
Oprocentowane kredyty i pożyczki	22,5	12,4	8,4	4,5	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	0,1	10,0	9,9	29,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	11,3	11,8	13,1	10,0	7,7	5,9	4,5	3,4	2,6	2,0	1,5	1,2
Pasywa razem	495,0	467,4	502,2	501,5	518,2	544,0	574,1	602,9	631,2	660,9	691,8	723,8
Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	442,7	414,8	444,3	467,8	516,3	567,7	601,4	621,3	634,6	648,2	662,1	676,3
w tym testy COVID-19	128,9	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto na sprzedaży	127,7	98,3	135,5	145,4	159,5	170,5	181,2	186,9	189,8	192,7	195,7	198,7
Koszty sprzedaży	2,2	2,4	2,0	1,9	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6
Koszty zarządu	22,5	22,2	23,4	25,1	26,4	29,0	30,7	31,7	32,4	33,1	33,8	34,5
EBIT	98,3	68,2	107,3	118,7	131,2	139,2	148,0	152,6	154,7	156,8	159,0	161,2
EBITDA	134,4	106,3	145,7	157,5	174,5	186,4	198,3	204,6	208,5	212,4	216,4	220,5
Diagnostyka	82,9	114,6	156,9	162,4	179,5	192,9	206,2	213,1	217,2	221,3	225,6	229,9
Neurochirurgia	5,3	5,6	6,4	6,4	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,1
IT i wyposażenie pracowni	39,1	20,0	11,2	13,4	14,6	15,8	16,2	16,6	17,0	17,5	17,9	18,4
Szpitalnictwo	35,1	-5,6	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wylączenia	-28,0	-28,4	-26,7	-24,8	-26,3	-29,0	-30,9	-32,0	-32,7	-33,4	-34,2	-34,9
Zysk brutto	89,5	56,9	97,1	112,5	126,8	136,0	144,7	149,3	151,4	153,6	155,7	157,9
Zysk netto	71,7	45,6	74,4	86,3	97,2	104,2	110,9	114,4	116,0	117,7	119,3	121,0
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	105,7	96,2	125,3	115,5	139,9	150,2	162,0	168,7	172,8	176,3	179,8	183,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-31,7	-30,5	-35,5	-39,8	-44,1	-48,5	-51,6	-53,3	-54,9	-56,6	-58,3	-59,6
Przepływy z działalności finansowej	-36,0	-86,7	-73,9	-78,4	-92,2	-88,1	-88,7	-92,2	-93,6	-93,9	-94,4	-95,1
Przepływy pieniężne netto	38,0	-21,0	15,8	-2,7	3,6	13,6	21,7	23,3	24,3	25,8	27,2	28,7
Środki pieniężne na początek okresu	16,2	54,1	33,2	49,0	46,2	49,8	63,4	85,1	108,4	132,7	158,5	185,7
Środki pieniężne na koniec okresu	54,1	33,2	49,0	46,2	49,8	63,4	85,1	108,4	132,7	158,5	185,7	214,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	35,1%	-6,3%	7,1%	5,3%	10,4%	10,0%	5,9%	3,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	36,4%	4,2%	1,3%	0,6%	3,5%	8,2%	3,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	31,4%	15,8%	19,7%	7,5%	10,0%	7,6%	6,7%	3,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	27,3%	12,9%	10,8%	4,1%	10,7%	14,4%	6,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	59,1%	-20,9%	37,1%	8,1%	10,8%	6,8%	6,4%	3,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	95,0%	-30,6%	57,3%	10,7%	10,6%	6,1%	6,3%	3,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Zysk netto zmiana r/r	110,3%	-36,4%	63,1%	15,9%	12,6%	7,2%	6,5%	3,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Marża brutto na sprzedaży	28,8%	23,7%	30,5%	31,1%	30,9%	30,0%	30,1%	30,1%	29,9%	29,7%	29,6%	29,4%
Marża EBITDA	30,4%	25,6%	32,8%	33,7%	33,8%	32,8%	33,0%	32,9%	32,8%	32,8%	32,7%	32,6%
Marża EBIT	22,2%	16,4%	24,1%	25,4%	25,4%	24,5%	24,6%	24,6%	24,4%	24,2%	24,0%	23,8%
Marża brutto	20,2%	13,7%	21,9%	24,1%	24,6%	23,9%	24,1%	24,0%	23,9%	23,7%	23,5%	23,3%
Marża netto	16,2%	11,0%	16,7%	18,4%	18,8%	18,4%	18,4%	18,4%	18,3%	18,2%	18,0%	17,9%
COGS / przychody	71,2%	76,3%	69,5%	68,9%	69,1%	70,0%	69,9%	69,9%	70,1%	70,3%	70,4%	70,6%
SG&A / przychody	5,6%	5,9%	5,7%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
SG&A / COGS	7,8%	7,8%	8,2%	8,4%	8,0%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
ROE	31,1%	18,7%	27,4%	26,9%	25,9%	25,7%	25,3%	24,3%	23,2%	22,2%	21,2%	20,4%
ROA	14,5%	9,8%	14,8%	17,2%	18,7%	19,2%	19,3%	19,0%	18,4%	17,8%	17,2%	16,7%
Dług	166,9	138,5	118,1	84,1	40,2	28,8	22,1	16,9	12,9	9,9	7,6	5,8
D / (D+E)	42,0%	36,2%	30,3%	20,8%	9,7%	6,6%	4,8%	3,5%	2,5%	1,8%	1,3%	1,0%
D / E	72,4%	56,8%	43,5%	26,2%	10,7%	7,1%	5,0%	3,6%	2,6%	1,9%	1,4%	1,0%
Dług netto	112,7	105,3	69,1	37,9	-9,5	-34,6	-63,0	-91,5	-119,8	-148,6	-178,1	-208,6
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Dług netto / EBITDA	0,8	1,0	0,5	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9
Dług netto / EBIT	1,1	1,5	0,6	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3
EV	934,0	926,6	890,4	859,2	811,8	786,7	758,3	729,8	701,5	672,7	643,2	612,7
Dług / EV	17,9%	14,9%	13,3%	9,8%	5,0%	3,7%	2,9%	2,3%	1,8%	1,5%	1,2%	0,9%
CAPEX / Przychody	7,2%	7,5%	8,8%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,8%
CAPEX / Amortyzacja	87,8%	81,4%	101,8%	102,5%	102,0%	102,9%	102,7%	102,4%	102,2%	101,9%	101,4%	100,4%
Amortyzacja / Przychody	8,1%	9,2%	8,6%	8,3%	8,4%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%
Zmiana KO / Przychody	3,7%	-3,2%	-0,4%	0,0%	1,2%	1,0%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	14,2%	47,8%	-5,4%	0,9%	12,5%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
MC/S*	1,9	2,0	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
P/E*	11,5	18,0	11,0	9,5	8,5	7,9	7,4	7,2	7,1	7,0	6,9	6,8
P/BV*	3,6	3,4	3,0	2,6	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5
P/CE*	7,6	9,8	7,3	6,6	5,8	5,4	5,1	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6
EV/EBITDA*	6,9	8,7	6,1	5,5	4,7	4,2	3,8	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8
EV/EBIT*	9,5	13,6	8,3	7,2	6,2	5,7	5,1	4,8	4,5	4,3	4,0	3,8
EV/S*	2,1	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
BVPS	21,8	23,0	25,6	30,1	35,0	37,7	40,6	43,3	45,8	48,5	51,1	53,8
EPS	6,8	4,3	7,1	8,2	9,3	9,9	10,6	10,9	11,0	11,2	11,4	11,5
CEPS	10,3	8,0	10,7	11,9	13,4	14,4	15,3	15,8	16,2	16,5	16,8	17,2
FCFPS	7,1	6,2	8,2	7,2	9,1	9,7	10,5	11,0	11,2	11,4	11,6	11,8
DPS w okresie	2,0	3,1	2,3	3,5	4,1	6,9	7,4	7,9	8,2	8,3	8,4	8,5
DY	2,6%	3,9%	2,9%	4,5%	5,3%	8,9%	9,5%	10,1%	10,4%	10,6%	10,7%	10,9%
Payout ratio	29,3%	70,7%	31,8%	43,1%	44,4%	69,9%	70,5%	72,7%	74,0%	74,0%	74,0%	74,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 78,2 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji Voxel

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	90,3	Kupuj	49,5	21.12.2023	11:15 CET	78,2	78 519,95
Kupuj	49,5	Kupuj	58,7	07.10.2022	11:45 CEST	33,6	47 153,75
Kupuj	58,7	---	---	23.03.2022	07:00 CET	38,8	64 318,55

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahał wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'23*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	86%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2023-12-21.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-12-21 (11:15 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-02.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Investor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 21.12.2023 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych*
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki: VOXEL

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.