



Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy cenę docelową akcji Voxel do 106,6 PLN, jednocześnie utrzymując zalecenie z KUPUJ. Wzrosty, jakie miały miejsce w ostatnich miesiącach, w naszej ocenie, nie wyczerpały jeszcze w pełni potencjału do dalszych zwyżek. Spółka nadal w perspektywie ma wzrosty wolumenów badań diagnostycznych oraz wycen procedur refundowanych. Istotnym z punktu widzenia wyceny może być nowy projekt w Alterisie, jednak ze względu na brak szczegółów odnośnie planowanej inwestycji, nie uwzględniamy go w naszej prognozie.

W naszej ocenie nadal głównym driverem wzrostu wyników spółki będą rosnące wolumeny oraz wzrost wycen badań refundowanych. Liczbę wykonywanych badań spółka zwiększa regularnie poprzez otwieranie nowych pracowni, upgrade sprzętu oraz wprowadzanie rozwiązań, które mają zwiększyć efektywność poszczególnych pracowni. Takimi działaniami są m. in. optymalizacja czasu wykonywania pojedynczego badania, czy wydłużenie czasu pracy pracowni (np. wykonywanie badań w soboty).

W badaniach MR i TK zwiększanie wolumenów wydaje się znacznie łatwiejsze niż w PET i SPECT, które mają limity finansowania z NFZ. Aktualnie jest to główne ograniczenie dla rozwoju tych pracowni. Spółka regularnie przekracza te limity, jednak NFZ historycznie rozliczał niemal 100% nadwykonań. Zniesienie ustawowych limitów mogłoby spowodować zwiększenie liczby wystawianych skierowań na ww. badania, co przyczyniłoby się do poprawy jakości diagnostyki, a spółce pozwoliłoby na zwiększenie dynamiki wzrostu wolumenów.

W Alterisie spodziewamy się utrzymania sezonowości, jaka występowała w poprzednich latach – druga połowa roku zazwyczaj była mocniejsza wynikowo od pierwszej. W bieżącym roku oczekujemy wsparcia wyników przez inwestycje dotyczące modernizacji podmiotów leczniczych, szpitalnych oddziałów ratunkowych. Spółka posiada kompetencje do realizacji tych projektów, część z nich realizowała już w 1Q'24.

W 2023 r. spółka rozliczyła sprzedaż szpitala, dlatego w 2024 r. nie będzie on już obciążać wyników grupy. Strata z działalności zaniechanej w 2023 r. wyniosła 6,7 mln PLN, przy czym obejmuje ona okres od stycznia'23 do końca października'23.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	442,7	360,6	424,2	495,9	568,7	624,4
w tym COVID-19	128,9	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT [mln PLN]	98,3	80,3	112,7	126,2	146,9	159,2
EBITDA [mln PLN]	134,4	106,3	147,1	168,1	193,6	210,3
Wynik netto [mln PLN]	71,7	55,5	82,2	94,1	112,0	123,1
P/E	13,6	17,5	11,8	10,3	8,7	7,9
P/BV	4,2	4,0	3,3	2,9	2,4	2,2
EV/EBIT	11,0	13,4	9,2	7,9	6,4	5,7
EV/EBITDA	8,1	10,1	7,0	6,0	4,8	4,3
DPS w okresie	2,0	3,1	2,3	3,6	4,4	8,0
DY	2,2%	3,3%	2,4%	3,9%	4,7%	8,6%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 106,6 PLN

13 MAJA 2024, 14:25 CEST

Wycena końcowa [PLN]	106,6
Wycena DCF [PLN]	100,4
Wycena porównawcza [PLN]	162,0
Potencjał do wzrostu / spadku	15,1%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	92,6
Kapitalizacja [mln PLN]	972,5
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	97,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	57,4
Stopa zwrotu za 3 mc	4,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	61,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	60,8%
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

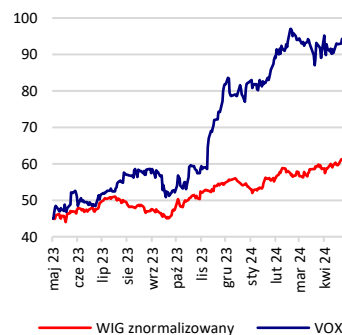
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (032) 208 14 35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

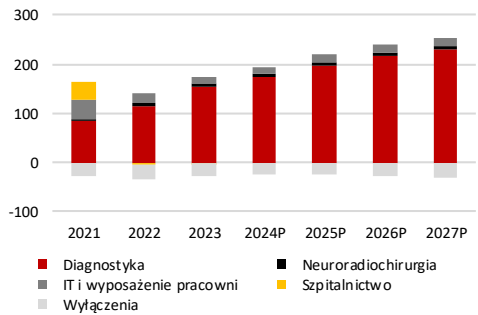
SPIS TREŚCI

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

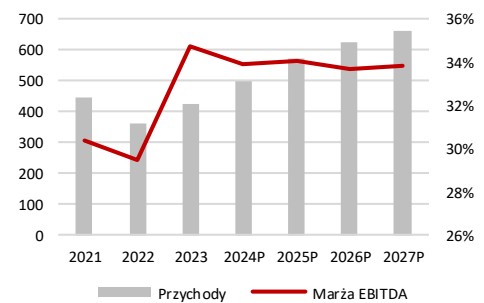
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	443	361	424	496	569	624
w tym COVID-19	129	28	0	0	0	0
Wynik brutto na sprzedaży	128	107	140	153	175	191
Koszty sprzedaży	2	2	2	3	3	3
Koszty zarządu	23	20	22	25	26	29
EBIT	98	80	113	126	147	159
EBITDA	134	106	147	168	194	210
Diagnostyka	83	115	154	172	198	216
Neurochirurgia	5	6	6	7	7	7
IT i wyposażenie pracowni	39	20	14	14	15	16
Szpitalnictwo	35	-6	-1	0	0	0
Wyłączenia	-28	-28	-26	-24	-26	-28
Zysk brutto	90	69	102	119	141	156
Zysk netto	72	56	82	94	112	123
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	337	335	347	344	341	336
Rzeczowe aktywa trwałe	248	249	263	261	257	253
Aktywa niematerialne	15	15	16	16	16	16
Wartość firmy	61	61	61	61	61	61
Aktywa obrotowe	158	132	182	196	227	261
Zapasy	19	22	21	22	21	23
Należności handlowe oraz pozostałe należności	84	71	88	102	114	125
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54	33	64	65	84	104
Aktywa razem	495	467	529	540	568	598
Kapitał własny	231	244	295	343	409	449
Zobowiązania długoterminowe	167	132	121	74	63	54
Oprocentowane kredyty i pożyczki	33	21	7	3	1	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	55	40	30	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	46	44	56	43	33	26
Zobowiązania krótkoterminowe	98	91	112	123	96	95
Oprocentowane kredyty i pożyczki	22	12	9	7	6	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	0	10	10	29	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	11	12	15	12	9	7
Pasywa razem	495	467	529	540	568	598
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	106	96	129	128	160	172
Amortyzacja	36	38	39	42	47	51
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-32	-30	-40	-39	-43	-47
CAPEX	-32	-31	-44	-39	-43	-47
Przepływy z działalności finansowej	-36	-87	-58	-88	-98	-104
Dywidenda	-21	-32	-15	-46	-46	-84
Odsetki	-6	-11	-11	-9	-6	-4
Zmiana środków pieniężnych	38	-21	31	0	19	21
Środki pieniężne	54	33	64	65	84	104
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	35%	-19%	18%	17%	15%	10%
Wolumeny badań						
TK	36%	4%	2%	2%	8%	8%
MR	31%	16%	19%	15%	15%	7%
PET	27%	13%	10%	9%	13%	14%
EBITDA	59%	-21%	38%	14%	15%	9%
Zysk netto	110%	-23%	48%	14%	19%	10%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji [mln]	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
ROE	31%	23%	28%	27%	27%	27%
ROA	14%	12%	16%	17%	20%	21%
DPS w okresie	2,0	3,1	2,3	3,6	4,4	8,0
Stopa dywidendy	2,2%	3,3%	2,4%	3,9%	4,7%	8,6%
P/E	13,6	17,5	11,8	10,3	8,7	7,9
P/BV	4,2	4,0	3,3	2,9	2,4	2,2
EV/EBITDA	8,1	10,1	7,0	6,0	4,8	4,3

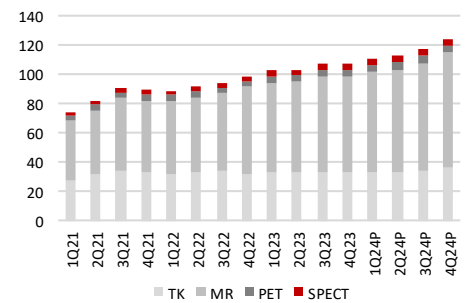
Struktura EBITDA w podziale na segmenty [tys. PLN]



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



Kwartalne 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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 92,6 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycenę spółki oparliśmy na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 100,4 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 2024-2026. Uzyskaliśmy w ten sposób wartość 162,0 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 106,6 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

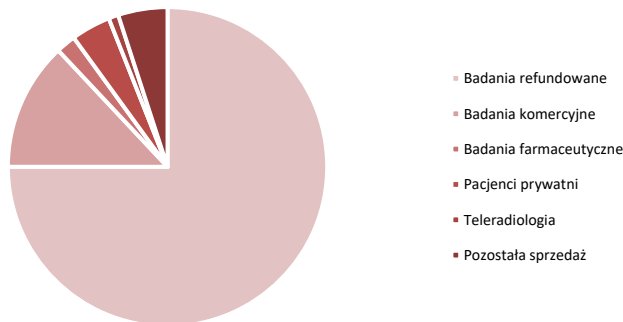
	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena DCF [PLN]	90%	100,4	8%
Wycena porównawcza [PLN]	10%	162,0	75%
Wycena końcowa [PLN]		106,6	15%

Źródło: BDM S.A.

Wzrost wyceny świadczeń z NFZ

Jednym z głównych powodów poprawy wyników spółki nadal pozostaje wzrost wyceny świadczeń refundowanych przez NFZ. Badania te w 2023 r. stanowiły 75% sprzedaży jednostki dominującej.

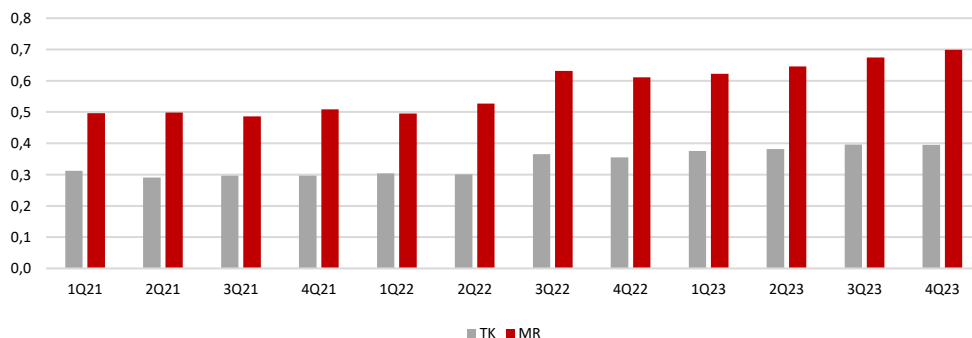
Struktura sprzedaży Voxel w 2023 r. (wg udziału wartościowego)



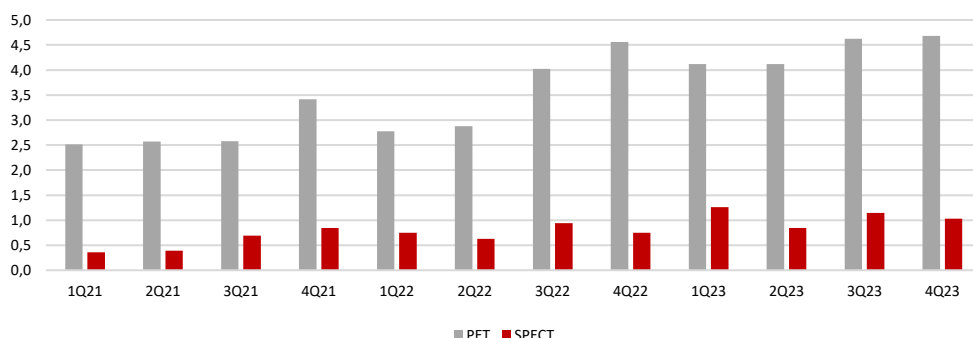
Źródło: BDM, spółka

Ostatnie podwyżki miały miejsce w lipcu'23. Zgodnie z ustawą o sposobie ustalania najniższego wynagrodzenia zasadniczego niektórych pracowników zatrudnionych w podmiotach leczniczych, corocznie na dzień 1 lipca podmioty lecznicze dokonują podwyższenia wynagrodzeń pracowników, których wynagrodzenie jest niższe od najniższego wynagrodzenia zasadniczego, ustalonego wg zasad podanych w ustawie. Zwiększa to koszty wykonywania procedur, dlatego ich wyceny w poprzednich latach były podwyższane.

Średnia cena badań TK i MR przeprowadzanych w grupie [tys. PLN]



Źródło: BDM

Średnia cena badań PET i SPECT przeprowadzanych w grupie [tys. PLN]


Źródło: BDM

Oczekujemy, że w lipcu'24 wyceny badań refundowanych ponownie zostaną podniesione. Średnie wynagrodzenie w gospodarce narodowej w 2023 r. wykazało nieco mocniejszy wzrost niż w 2022 r., co spowoduje proporcjonalne wzrosty wynagrodzeń w zawodach medycznych. Nie jest to jednak równoznaczne z proporcjonalnym wzrostem wycen badań. W naszych prognozach zakładamy podwyższenie wycen TK i MR w okolicach 2-3% oraz ok 10% w PET i SPECT.

Nowe pracownie

W 1Q'24 spółka zakończyła inwestycje w dwie nowe pracownie – MR w Jeleniej Górze (drugi aparat) oraz MR w Będzinie. Aktualnie przygotowywane są dwie kolejne nowe pracownie w Wadowicach i Warszawie, a do końca roku mają również zostać uruchomione nowe lokalizacje w Bydgoszczy i Łodzi. Oprócz tego spółka prowadzi proces upgrade'u sprzętu MR, a w 1Q'24 wymienione zostały urządzenia PET w Białymstoku oraz TK i MR w Elblągu.

Nowe pracownie, aby w pełni wykorzystać potencjał, muszą posiadać kontrakt z NFZ. W naszym modelu zakładamy, że osiągnięcie pełnej rentowności nastąpi w ciągu dwóch lub trzech kwartałów od momentu otwarcia placówki, w zależności od lokalizacji i potencjału pozyskania nowego kontraktu.

Wykaz kontraktów Voxel z NFZ

Oddział NFZ	Pracownia	Termin obowiązywania aktualnej umowy
Dolnośląski	1x Rezonans Magnetyczny	30 cze 24
	2x Tomografia Komputerowa	30 cze 24
Kujawsko-Pomorski	1x Rezonans Magnetyczny	30 cze 24
	1x Tomografia Komputerowa	30 cze 24
Lubelski	1x Rezonans Magnetyczny	30 cze 24
Łódzki	1x PET-TK	31 sie 27
	1x Rezonans Magnetyczny	31 gru 24
Małopolski	1x PET-TK	30 cze 28
	1x SPECT (BMN)	30 cze 28
	1x SPECT (TI)	30 cze 28
	1x Tomografia Komputerowa	30 cze 24
	5x Rezonans Magnetyczny	30 cze 24
Mazowiecki	2x Rezonans Magnetyczny	30 cze 26
	2x Tomografia Komputerowa	30 cze 26
Opolski	1x PET-TK	30 cze 27
	2x PET-TK	30 cze 33
Podkarpacki	1x SPECT (BMN)	30 cze 33
	1x SPECT (TI, BI)	30 cze 33
	2x Tomografia Komputerowa	30 cze 33
	3x Rezonans Magnetyczny	30 cze 33
Podlaski	1x PET-TK	30 cze 27
	1x Tomografia Komputerowa	30 cze 24
Śląski	4x Rezonans Magnetyczny	30 cze 24
	3x Tomografia Komputerowa	30 cze 24
	1x SPECT (BMN)	30 cze 24
	1x SPECT (TI, BI)	30 cze 28
	1x PET-TK	30 cze 28
Warmińsko-Mazurski	1x Tomografia Komputerowa	31 gru 24
	1x Rezonans Magnetyczny	31 gru 24
Wielkopolski	1x Rezonans Magnetyczny	31 mar 24

Źródło: BDM, spółka

Rozliczenie sprzedaży szpitala

31.10.2023 r. jednostka dominująca sprzedała spółce Szpital Miejski nr 4 w Gliwicach pakiet 100% udziałów w kapitale zakładowym VITO-MED za cenę 1 PLN. Proces sprzedaży obejmował następujące kroki:

- Utworzenie spółki celowej Serpens;
- Nabycie przez Serpens od Voxel wierzytelności z tytułu umowy pożyczki w wysokości 3,1 mln PLN przysługującej Voxel od VITO-MED;
- Nabycie przez Serpens od VITO-MED zorganizowanej części przedsiębiorstwa stanowiącej zespół składników materialnych i niematerialnych, przeznaczonych do diagnostyki laboratoryjnej w kierunku zakażenia wirusem SARS-CoV-2; miało to na celu zwolnienie VITO-MED ze zobowiązania do zapłaty kwoty pożyczki otrzymanej od Voxel w wysokości 3,1 mln PLN;
- Przeniesienie przez VITO-MED na rzecz Alteris składników majątkowych o łącznej wartości księgowej 3,3 mln PLN w celu rozliczenia zadłużenia z tytułu pożyczki przysługującego Alteris;
- Zwolnienie przez Voxel spółki VITO-MED z długu co do kwoty 1 mln PLN z tytułu udzielonej pożyczki; po przeprowadzonej transakcji zobowiązanie VITO-MED wobec jednostki dominującej z tytułu udzielonej pożyczki wyniosło 0,2 mln PLN.

Szpital Miejski nie był zainteresowany nabyciem zorganizowanej części przedsiębiorstwa obejmującej diagnostykę laboratoryjną w kierunku zakażenia wirusem SARS-CoV-2.

Aktywa i pasywa VITO-MED na dzień 31.10.2023 [tys. PLN]

Aktywa	
Rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne	2 636,6
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	671,7
Zapasy	519,0
Należności handlowe	6 628,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	307,9
<hr/>	
Zobowiązania	
Oprocentowane kredyty i pożyczki	290,9
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	3 367,5
Zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania	5 447,6
Przychody przyszłych okresów	1 575,9
<hr/>	
Wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)	82,1

Źródło: BDM, spółka

Kalkulacja straty związaniem ze zbyciem VITO-MED [tys. PLN]

Wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)	82,1
Wartość firmy	0,0
Cena sprzedaży udziałów	0,001
<hr/>	
Strata na sprzedaży jednostki zależnej	-82,1

Źródło: BDM, spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

Spółka, jako podmiot prywatny, konkuruje ze szpitalami publicznymi. 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 na 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**

Okolo 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. 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. Aktualnie prowadzona jest inwestycja, mająca na celu uruchomienie nowej linii biznesowej w ramach spółki Alteris.

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 5,6% (poprzednio 5%). 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**

Podnosimy nasze szacunki wolumenów wykonywanych badań w grupie. W 2024 i 2025 r. spodziewamy się odpowiednio 135 / 146 tys. TK, 291 / 334 tys. MR, 19 / 21,5 tys. PET oraz 18 / 20,5 tys. SPECT (vs. 133 / 137 tys. TK, 275 / 303 tys. MR, 18 / 20 tys. PET i 17 / 20 tys. SPECT poprzednio). Wzrost oczekiwanej liczby badań wynika z wyższej od wcześniejszych założeń bazy z 2023 r.

Oczekujemy, że w lipcu'24 wyceny badań refundowanych ponownie zostaną podniesione. W naszych prognozach zakładamy podwyższenie wycen TK i MR w okolicach 2-3% oraz ok 10% w PET i SPECT. W związku ze wzrostem kosztów operacyjnych (głównie wynagrodzeń i czynszów) zakładamy spadek marżowości poszczególnych badań. Marżę EBITDA na 2024 r. szacujemy na 20% dla TK, 40% dla MR, 58% dla PET i 38% SPECT (vs 22% / 43% / 59% / 42% w 2023 r.)

- **IT i wyposażenie pracowni – Alteris**

Backlog na 2024 r. wynosi 85 mln PLN. Oczekujemy przebicia tej wartości, zakładamy ok. 90 mln PLN sprzedaży poza spółką i dodatkowo ok. 20 mln PLN sprzedaży do grupy (łącznie ok. 110 mln PLN), a na 2025 r. szacujemy ok. 120 mln PLN. Pomagać w tym będą inwestycje w modernizację szpitali, które powinny być widoczne w bieżącym roku. W poprzedniej rekomendacji przyjęliśmy założenie 109 mln PLN w 2024 r. i 119 mln PLN w 2025 r.

Spółka ogłosiła plan uruchomienia nowej linii biznesowej. Z powodu braku jakichkolwiek dodatkowych informacji nie uwzględniamy tej inwestycji w naszej wycenie.

- **Neuroradiochirurgia – Exira Gamma Knife**

W 2024 r. spodziewamy się wykonania 552 procedur wobec 540 w 2023 r. Zakładamy utrzymanie stabilnej wyceny i stopniowego wzrostu wolumenów w kolejnych latach (w 2024 i 2025 r. ok. 2% r/r, w następnych latach ok. 1% r/r).

- Sprzedaż szpitala została już rozliczona, dlatego nie będzie on obciążał wyników przyszłych okresów.
- W 2024 r. zakładamy wypłatę dywidendy w wysokości ok. 37,5 mln PLN, co daje 3,57 PLN na akcję. Dodatkowo, w 2023 r. jednemu akcjonariuszowi nie wypłacono dywidendy, dlatego została wypłacona w 1Q'24 (ok. 8,5 mln PLN).
- Obniżamy założenia dotyczące podatku dochodowego. Mimo odchyień w poszczególnych kwartałach, w ujęciu rocznym stopa podatkowa oscyluje w okolicach 20%, dlatego w DCF zakładamy 20,9% wobec 23,4% poprzednio.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 100,4 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	495,9	568,7	624,4	657,8	675,8	690,2	704,9	719,9	735,3	751,0
EBIT [mln PLN]	126,2	146,9	159,2	168,2	171,6	173,7	175,7	177,7	179,7	181,7
Stopa podatkowa	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	26,4	30,7	33,2	35,1	35,8	36,2	36,7	37,1	37,5	37,9
NOPLAT [mln PLN]	99,8	116,3	126,0	133,1	135,8	137,4	139,0	140,6	142,2	143,8
Amortyzacja [mln PLN]	41,9	46,7	51,1	54,0	56,2	58,4	60,7	63,1	65,7	68,3
CAPEX [mln PLN]	-39,3	-43,1	-46,6	-49,9	-53,1	-56,4	-59,8	-64,7	-66,3	-68,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	16,7	8,9	-3,0	-1,8	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
FCF [mln PLN]	119,2	128,8	127,5	135,5	138,0	138,7	139,2	138,3	140,7	143,0
DFCF [mln PLN]	110,7	106,0	92,7	87,0	78,1	69,2	61,2	53,6	48,0	43,0
Suma DFCF [mln PLN]	749,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 253,7									
										<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	376,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 126,5									
Dług netto [mln PLN]	71,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 055,0									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	100,4									

Przychody zmiana r/r	16,9%	14,7%	9,8%	5,3%	2,7%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
EBIT zmiana r/r	12,0%	16,4%	8,4%	5,7%	2,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
FCF zmiana r/r	33,9%	8,1%	-1,0%	6,2%	1,8%	0,5%	0,3%	-0,6%	1,7%	1,6%
Marża EBITDA	33,9%	34,0%	33,7%	33,8%	33,7%	33,6%	33,5%	33,5%	33,4%	33,3%
Marża EBIT	25,4%	25,8%	25,5%	25,6%	25,4%	25,2%	24,9%	24,7%	24,4%	24,2%
Marża NOPLAT	20,1%	20,4%	20,2%	20,2%	20,1%	19,9%	19,7%	19,5%	19,3%	19,2%
CAPEX / Przychody	7,9%	7,6%	7,5%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	9,0%	9,0%	9,1%
CAPEX / Amortyzacja	93,8%	92,2%	91,2%	92,3%	94,5%	96,5%	98,5%	102,4%	101,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	3,4%	1,6%	-0,5%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	23,3%	12,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%	-5,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Udział kapitału własnego	82,6%	91,4%	94,5%	96,0%	97,1%	97,8%	98,4%	98,8%	99,1%	99,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	17,4%	8,6%	5,5%	4,0%	2,9%	2,2%	1,6%	1,2%	0,9%	0,6%
WACC	12,2%	12,9%	13,2%	13,3%	13,4%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

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	107,9	111,4	115,4	120,3	126,2	133,6	143,0	155,4	172,7
	0,8	101,3	104,2	107,6	111,5	116,3	122,1	129,4	138,7	151,2
	0,9	95,4	97,9	100,6	103,9	107,8	112,4	118,2	125,4	134,7
	1,0	90,2	92,2	94,6	97,3	100,4	104,2	108,8	114,5	121,6
	1,1	85,4	87,2	89,1	91,4	94,0	97,2	100,9	105,4	111,0
	1,2	81,1	82,6	84,3	86,2	88,4	91,0	94,0	97,7	102,1
	1,3	77,2	78,5	79,9	81,5	83,4	85,6	88,1	91,1	94,6

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%	113,5	117,4	122,1	127,8	134,9	143,7	155,3	171,1	193,7
	6%	104,5	107,7	111,4	115,7	121,0	127,6	135,8	146,6	161,2
	7%	96,9	99,4	102,3	105,7	109,8	114,7	120,8	128,5	138,5
	8%	90,2	92,2	94,6	97,3	100,4	104,2	108,8	114,5	121,6
	9%	84,3	86,0	87,9	90,0	92,6	95,5	99,1	103,3	108,6
	10%	79,1	80,5	82,0	83,8	85,8	88,2	91,0	94,2	98,2
	11%	74,5	75,6	76,9	78,4	80,0	81,9	84,1	86,7	89,7

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%	174,9	162,8	152,3	143,0	134,9	127,6	121,0	115,1	109,8
	6%	160,6	148,4	138,0	129,0	121,0	114,0	107,8	102,2	97,1
	7%	148,4	136,4	126,2	117,4	109,8	103,1	97,1	91,9	87,1
	8%	138,0	126,2	116,3	107,8	100,4	94,0	88,4	83,4	78,9
	9%	129,0	117,4	107,8	99,6	92,6	86,5	81,1	76,4	72,2
	10%	121,0	109,8	100,4	92,6	85,8	80,0	74,9	70,4	66,4
	11%	114,0	103,1	94,0	86,5	80,0	74,4	69,6	65,3	61,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę porównawczą dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2024-2026 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 13 maja 2024 roku.

Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 162,0 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 92,6 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych i krajowych konkurentów.

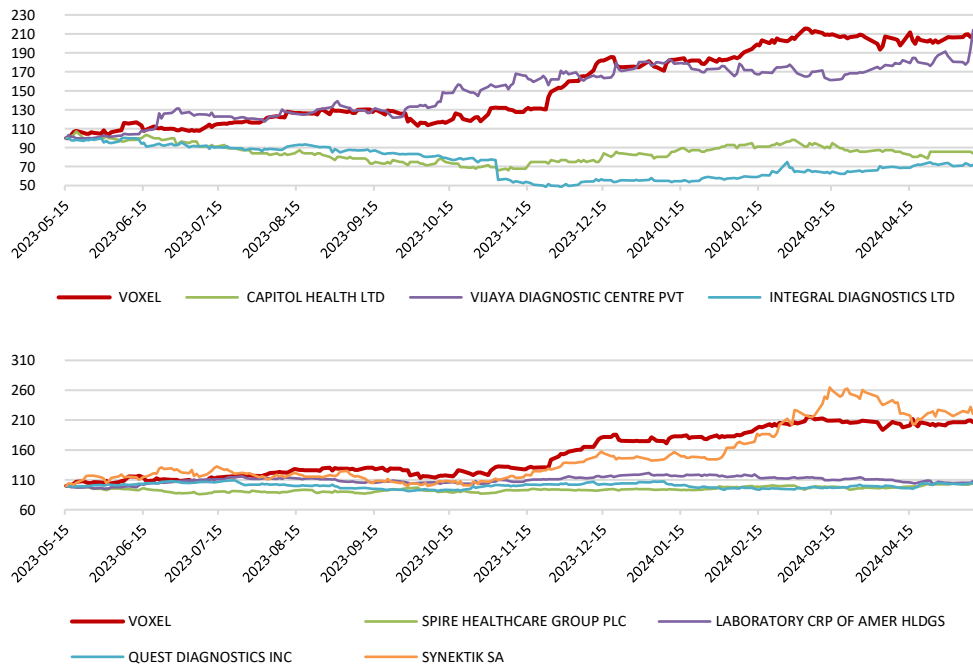
Ze względu na istotne różnice w ofercie oraz skali działalności, metodzie przypisaliśmy 10% w ostatecznej wycenie.

Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Spółki diagnostyka obrazowa									
Capitol Health	25,2	18,1	15,1	6,5	5,7	5,3	14,9	11,9	10,2
Vijaya Diagnostic Centre	67,0	52,3	41,9	35,6	28,3	23,2	48,2	35,9	28,7
Integral Diagnostics	31,8	22,5	17,3	8,4	7,4	6,8	16,5	13,7	12,0
Spółki ochrona zdrowia									
Synektik	15,4	13,1	11,2	8,9	7,4	6,0	10,6	8,7	6,9
Spire Healthcare Group	24,3	16,6	12,2	4,9	4,3	3,6	8,2	6,9	5,6
Laboratory Corporation of America	13,9	13,4	12,3	9,8	9,2	8,3	12,0	11,4	10,1
Quest Diagnostics	15,7	14,7	13,6	10,2	9,3	8,5	12,9	11,7	10,7
Mediana	24,3	16,6	13,6	8,9	7,4	6,8	12,9	11,7	10,2
Voxel	10,3	8,7	7,9	6,0	4,8	4,3	7,9	6,4	5,7
Premia/dyskonto grupa	-58%	-48%	-42%	-33%	-35%	-37%	-38%	-45%	-44%
Wycena wg wskaźnika	218,2	177,2	159,4	139,7	140,6	143,0	152,3	166,3	161,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		184,9			141,1			159,9	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	162,0								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 13.05.2024

Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 4Q'23

Diagnostyka

Wolumeny wykonywanych w 4Q'23 badań wzrosły +11,8% r/r. Jednocześnie przychody z tego tytułu wzrosły +23,8% r/r. Było to spowodowane podwyżką wycen badań refundowanych, jaka nastąpiła w lipcu'23. Najwyższą dynamikę wolumenów wykazały badania SPECT, które są drugim po PET najwyżej wycenianym badaniem wykonywanym przez spółkę. W stosunku do 3Q'23 wolumeny wykazały niewielki wzrost, głównie dzięki badaniom TK. Należy jednak zauważyć różnicę w ilości dni roboczych – 61 dni w 4Q'23 vs 64 w 3Q'23.

IT i wyposażenie pracowni

Alteris pokazał kontynuację mocnych przychodów, charakterystyczną dla drugiej połowy roku. Spadek przychodów (39,5 mln PLN vs 58,6 mln PLN w 4Q'22) wynikał z wysokiej bazy spowodowanej rozliczeniem w 4Q'22 dużego kontraktu (26 mln PLN). Mimo to, spółka zanotowała wzrost EBITDA z 5,1 mln PLN w 4Q'22 do 6,1 mln PLN (+20,6% r/r). W 4Q'22 dokonano odpisu aktualizującego wartość zapasów związanych z diagnostyką w kierunku Covid-19 oraz kosztów ich likwidacji w wysokości 3,1 mln PLN.

Całkowite przychody Alteris w 2023 r. wyniosły 101,6 mln PLN, przy ostatnim publikowanym backlogu na poziomie 85 mln PLN (w marcu'23 spółka szacowała 70 mln PLN na 2023 r.). Backlog na rok 2024 szacowany jest na 85 mln PLN.

W październiku'23 grupa sprzedała spółkę VITO-MED, dlatego jej wyniki zostały uwzględnione przez jeden miesiąc 4Q'23, natomiast tym razem pozytywnie wpłynęły na wynik (+0,6 mln PLN zysku netto z działalności zaniechanej w 4Q'23, w całym 2023 r. -7 mln PLN). Spółka w 4Q'23 odnotowała wyraźny wzrost wyników r/r i nieco wyższy od naszych prognoz. W listopadzie'23 spółka wdrożyła podwyżki dla personelu medycznego w pracowniach TK, MR, RTG i USG, co zwiększyło koszty w segmencie Diagnostyka o ok. 1 mln PLN miesięcznie. W całym 2023 r. grupa odnotowała +48% wzrostu zysku netto z działalności kontynuowanej.

Wyniki 4Q'23 oceniamy pozytywnie. W omawianym okresie wystąpiły dwa zdarzenia jednorazowe: zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych oraz koszty ich likwidacji (+0,6 mln PLN) oraz umorzenie pożyczki udzielonej VITO-MED. (-0,8 mln PLN). Łączny wpływ na EBITDA grupy wyniósł -0,3 mln PLN wobec naszych prognoz na poziomie -0,2 mln PLN.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23	r/r	4Q'23P BDM	r/r	2022	2023	r/r
Przychody	140,1	125,3	-10,6%	118,7	5,6%	360,6	424,2	17,6%
Wynik brutto na sprzedaży	31,2	38,1	22,2%	37,3	2,2%	107,4	140,3	30,7%
EBITDA kont. + zan.	28,7	41,2	43,4%	39,8	3,7%	106,3	147,1	38,5%
Diagnostyka	33,9	38,7	14,4%	41,7	-7,1%	114,6	154,0	34,3%
Neurochirurgia	1,3	1,6	17,8%	1,6	-2,3%	5,6	6,4	14,7%
IT i wyposażenie pracowni	5,1	6,1	20,6%	3,2	88,5%	20,0	14,1	-29,6%
Szpitalnictwo	-0,8	0,7	---	-0,2	---	-5,6	-1,2	---
Wyłączenia	-10,4	-5,9	---	-6,5	---	-28,4	-26,1	---
EBITDA kont.	30,4	40,6	33,4%	---	---	115,5	150,0	29,8%
EBIT	19,4	31,0	59,8%	30,3	2,1%	80,3	112,7	40,4%
Zysk brutto	16,2	27,9	72,5%	27,7	0,5%	69,2	102,2	47,8%
Zysk netto	12,6	22,7	80,5%	21,5	5,1%	45,6	75,5	65,5%
dz. kontynuowana	12,6	22,1	75,9%	---	---	55,5	82,2	48,1%
dz. zaniechana	0,0	0,6	---	---	---	-9,9	-6,7	---
Marża zysku brutto ze sprzedaży	22,3%	30,4%		31,4%		29,8%	33,1%	
Marża EBITDA	20,5%	32,9%		33,5%		29,5%	34,7%	
Marża EBIT	13,8%	24,7%		25,6%		22,3%	26,6%	
Marża zysku netto	9,0%	18,1%		18,1%		12,7%	17,8%	

Dane za 4Q'22 oraz za 2022 i 2023 przekształcone po zbyciu VITO-MED

Źródło: BDM, spółka.

PROGNOZY NA 1Q'24

Diagnostyka

W 1Q'24 zakładamy płaskie r/r wolumeny TK, czyli 28,8 tys. w Voxelu i 4,2 tys. w Scanix i Rezonansie Powiśle. Szacujemy, że liczba wykonanych w grupie badań MR wzrośnie z 61,2 tys. w 1Q'23 do 68,1 tys. w 1Q'24 (+11,4% r/r). W PET i SPECT szacujemy odpowiednio 4,5 tys. i 4,4 tys. badań w 1Q'24 vs 4,3 tys. i 3,8 tys. w 1Q'23. Dodatkowo, w naszych prognozach uwzględniamy rozliczenie nadwykonań z 2023 r., co wpłynie pozytywnie na EBITDA – 0,5 mln PLN w PET i 1,0 mln PLN w SPECT (w 1Q'23 nadwykonania wniosły +1,7 mln PLN w SPECT). W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu EBITDA segmentu o +11,7% r/r do 40,7 mln PLN. Wynika on z jednej strony ze wzrostu wolumenów, rozliczenia nadwykonań w PET i SPECT oraz podwyżki wycen badań refundowanych, jakie wystąpiły w lipcu'23. Z drugiej strony jest ograniczony przez wzrost wynagrodzeń personelu (od listopada'23 wzrost kosztów o 1 mln PLN miesięcznie).

IT i wyposażenie pracowni

Backlog Alterisa na 2024 r. spółka szacuje na 85 mln PLN. W związku z regularnym przewyższaniem szacowanych przychodów, także w bieżącym roku oczekujemy przewyższenia tej wartości. Aktualnie zakładamy 90 mln PLN sprzedaży na zewnątrz w całym roku, w tym 9,8 mln PLN w 1Q'24. Zakładamy zachowanie sezonowości działalności (mocniejsza wynikowo druga połowa roku).

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. Zakładamy wykonanie 137 badań w 1Q'24 i wzrost przychodów z 3,0 mln PLN w 1Q'23 do 3,2 mln PLN w 1Q'24. Lekki spadek EBITDA wynika ze wzrostu kosztów, głównie wynagrodzeń, od 3Q'23.

W 1Q'24 spółka musiała zmierzyć się ze wzrostem czynszów, co bezpośrednio obniża potencjał wzrostu EBITDA. Zwracamy uwagę, na niską bazę w 1Q'23 ze względu na uwzględnienie likwidacji towarów wykorzystywanych do badań laboratoryjnych w kierunku SARS-CoV-2 w kwocie 4,9 mln PLN. Dodatkowo z danych porównawczych nie jest wyłączona działalność spółki Vito-Med, która od października'23 nie wchodzi w skład grupy kapitałowej. W 1Q'24 nie spodziewamy się istotnych zdarzeń jednorazowych. Na poziomie grupy w 1Q'24 szacujemy 38,0 mln PLN EBITDA (+33,7% R/R) oraz 28,2 mln PLN EBIT (+49,1% r/r). Zysk netto szacujemy na poziomie 19,8 mln PLN (+64,5% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q23*	1Q24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	96,8	104,9	8,4%	424,2	495,9	16,9%
Wynik brutto na sprzedaży	29,2	34,6	18,3%	140,3	153,1	9,1%
EBITDA	28,4	38,0	33,7%	147,1	168,1	14,2%
Diagnostyka	36,4	40,7	11,7%	154,0	172,1	11,8%
Neurochirurgia	1,7	1,6	-4,3%	6,4	6,6	2,7%
IT i wyposażenie pracowni	1,7	1,9	11,1%	14,1	13,7	-2,8%
Szpitalnictwo	-1,3	-	-	-1,2	-	-
Wyłączenia	-10,1	-6,1	-	-26,1	-24,3	-
EBIT	18,9	28,2	49,1%	112,7	126,2	12,0%
Zysk brutto	15,9	26,1	64,3%	102,2	119,0	16,4%
Zysk netto z dział. kont.	12,0	19,8	64,3%	82,2	94,1	14,5%
Strata netto z dział. zan.	-	-	-	-6,7	-	-
Zysk netto	12,0	19,8	64,3%	75,5	94,1	24,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,2%	33,0%		33,1%	30,9%	
Marża EBITDA	29,4%	36,2%		34,7%	33,9%	
Marża EBIT	19,5%	26,8%		26,6%	25,4%	
Marża zysku netto	12,4%	18,8%		19,4%	19,0%	

* W 1Q'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.12.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	467,8	495,9	6,0%	516,3	568,7	10,1%	567,7	624,4	10,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	145,4	153,1	5,3%	159,5	175,5	10,0%	170,5	190,7	11,8%
EBITDA	157,5	168,1	6,7%	174,5	193,6	11,0%	186,4	210,3	12,8%
EBIT	118,7	126,2	6,3%	131,2	146,9	12,0%	139,2	159,2	14,3%
Wynik brutto	112,5	119,0	5,7%	126,8	141,5	11,6%	136,0	155,6	14,5%
Wynik netto	86,3	94,1	9,1%	97,2	112,0	15,2%	104,2	123,1	18,2%
Marża brutto	31,1%	30,9%		30,9%	30,9%		30,0%	30,5%	
Marża EBITDA	33,7%	33,9%		33,8%	34,0%		32,8%	33,7%	
Marża EBIT	25,4%	25,4%		25,4%	25,8%		24,5%	25,5%	
Marża netto	18,4%	19,0%		18,8%	19,7%		18,4%	19,7%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	335,2	347,0	344,4	340,7	336,2	332,1	329,0	326,9	326,0	327,6	328,2	328,2
Rzeczowe aktywa trwałe	248,5	263,1	260,6	257,1	252,6	248,6	245,7	243,8	243,0	244,6	245,2	245,2
Aktywa niematerialne	15,5	16,5	16,4	16,2	16,2	16,0	15,8	15,7	15,6	15,5	15,6	15,7
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	132,1	182,0	196,0	227,3	261,4	300,2	335,3	369,8	404,7	438,3	473,9	511,0
Zapasy	21,9	21,2	21,7	21,4	23,5	24,7	25,4	25,9	26,5	27,1	27,6	28,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	70,5	88,5	101,6	114,2	125,4	132,1	135,7	138,6	141,5	144,6	147,6	150,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	33,2	64,1	64,6	83,6	104,4	135,2	166,0	197,1	228,4	258,5	290,4	323,8
Aktywa razem	467,4	529,0	540,4	568,1	597,7	632,3	664,3	696,8	730,7	765,9	802,1	839,3
Kapitał własny	243,9	295,4	343,5	409,4	448,5	486,4	521,7	556,6	591,8	627,5	663,5	699,9
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	132,4	121,3	74,1	62,6	54,2	48,3	43,9	40,4	37,7	35,7	34,1	32,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	20,7	7,3	2,6	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	39,8	29,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	43,8	55,8	43,1	33,3	25,8	19,9	15,4	11,9	9,2	7,1	5,5	4,2
Zobowiązania krótkoterminowe	91,0	112,3	122,9	96,1	95,0	97,5	98,7	99,8	101,2	102,8	104,5	106,5
Oprocentowane kredyty i pożyczki	12,4	9,2	7,2	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	10,0	9,9	29,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	11,8	15,0	11,6	8,9	6,9	5,3	4,1	3,2	2,5	1,9	1,5	1,1
Pasywa razem	467,4	529,0	540,4	568,1	597,7	632,3	664,3	696,8	730,7	765,9	802,1	839,3
Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	360,6	424,2	495,9	568,7	624,4	657,8	675,8	690,2	704,9	719,9	735,3	751,0
w tym testy COVID-19	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto na sprzedaży	107,4	140,3	153,1	175,5	190,7	201,3	205,7	208,5	211,3	214,2	217,0	219,9
Koszty sprzedaży	2,4	2,4	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7
Koszty zarządu	20,1	21,8	24,8	26,0	28,5	30,1	30,9	31,6	32,2	32,9	33,6	34,3
EBIT	80,3	112,7	126,2	146,9	159,2	168,2	171,6	173,7	175,7	177,7	179,7	181,7
EBITDA	106,3	147,1	168,1	193,6	210,3	222,2	227,8	232,1	236,4	240,9	245,4	250,0
Diagnostyka	114,6	154,0	172,1	197,7	215,7	228,7	234,7	239,2	243,7	248,3	253,1	257,9
Neurochirurgia	5,6	6,4	6,6	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4
IT i wyposażenie pracowni	20,0	14,1	13,7	14,8	16,0	16,4	16,9	17,3	17,7	18,2	18,7	19,1
Szpitalnictwo	-5,6	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wylączenia	-28,4	-26,1	-24,3	-25,7	-28,3	-29,9	-30,8	-31,5	-32,2	-32,9	-33,6	-34,4
Zysk brutto	69,2	102,2	119,0	141,5	155,6	164,6	168,0	170,1	172,1	174,1	176,1	178,2
Zysk netto z dział. kont.	55,5	82,2	94,1	112,0	123,1	130,3	133,0	134,6	136,2	137,8	139,4	141,0
Zysk netto z dział. zan.	-9,9	-6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	96,2	129,0	127,5	159,7	171,7	184,6	191,4	195,7	199,7	203,7	207,8	212,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30,5	-39,6	-39,3	-43,1	-46,6	-49,9	-53,1	-56,4	-59,8	-64,7	-66,3	-68,3
Przepływy z działalności finansowej	-86,7	-58,4	-87,8	-97,6	-104,2	-103,9	-107,6	-108,3	-108,5	-108,9	-109,5	-110,3
Przepływy pieniężne netto	-21,0	31,0	0,4	19,0	20,8	30,8	30,8	31,1	31,3	30,1	31,9	33,4
Środki pieniężne na początek okresu	54,1	33,2	64,1	64,6	83,6	104,4	135,2	166,0	197,1	228,4	258,5	290,4
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	64,1	64,6	83,6	104,4	135,2	166,0	197,1	228,4	258,5	290,4	323,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	-18,5%	17,6%	16,9%	14,7%	9,8%	5,3%	2,7%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	4,2%	1,6%	2,3%	7,6%	7,7%	3,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	15,8%	18,6%	14,7%	14,9%	7,2%	5,0%	2,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	12,9%	10,1%	9,0%	13,4%	14,4%	6,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	-20,9%	38,5%	14,2%	15,2%	8,6%	5,7%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-18,4%	40,4%	12,0%	16,4%	8,4%	5,7%	2,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%
Zysk netto zmiana r/r	-22,6%	48,1%	14,5%	18,9%	10,0%	5,8%	2,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%
Marża brutto na sprzedaży	29,8%	33,1%	30,9%	30,9%	30,5%	30,6%	30,4%	30,2%	30,0%	29,7%	29,5%	29,3%
Marża EBITDA	29,5%	34,7%	33,9%	34,0%	33,7%	33,8%	33,7%	33,6%	33,5%	33,5%	33,4%	33,3%
Marża EBIT	22,3%	26,6%	25,4%	25,8%	25,5%	25,6%	25,4%	25,2%	24,9%	24,7%	24,4%	24,2%
Marża brutto	19,2%	24,1%	24,0%	24,9%	24,9%	25,0%	24,9%	24,6%	24,4%	24,2%	24,0%	23,7%
Marża netto	15,4%	19,4%	19,0%	19,7%	19,7%	19,8%	19,7%	19,5%	19,3%	19,1%	19,0%	18,8%
COGS / przychody	70,2%	66,9%	69,1%	69,1%	69,5%	69,4%	69,6%	69,8%	70,0%	70,3%	70,5%	70,7%
SG&A / przychody	6,2%	5,7%	5,5%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
SG&A / COGS	8,9%	8,5%	8,0%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
ROE	22,8%	27,8%	27,4%	27,3%	27,5%	26,8%	25,5%	24,2%	23,0%	22,0%	21,0%	20,1%
ROA	11,9%	15,5%	17,4%	19,7%	20,6%	20,6%	20,0%	19,3%	18,6%	18,0%	17,4%	16,8%
Dług	138,5	127,1	93,9	48,8	32,7	25,3	19,5	15,1	11,7	9,0	7,0	5,4
D / (D+E)	36,2%	30,1%	21,5%	10,6%	6,8%	4,9%	3,6%	2,6%	1,9%	1,4%	1,0%	0,8%
D / E	56,8%	43,0%	27,3%	11,9%	7,3%	5,2%	3,7%	2,7%	2,0%	1,4%	1,1%	0,8%
Dług netto	105,3	63,0	29,4	-34,8	-71,7	-109,9	-146,5	-182,0	-216,8	-249,5	-283,4	-318,4
Dług netto / kapitał własny	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Dług netto / EBITDA	1,0	0,4	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3
Dług netto / EBIT	1,3	0,6	0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8
EV	1 077,8	1 035,5	1 001,9	937,8	900,8	862,6	826,1	790,6	755,8	723,1	689,1	654,1
Dług / EV	12,8%	12,3%	9,4%	5,2%	3,6%	2,9%	2,4%	1,9%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%
CAPEX / Przychody	8,6%	10,4%	7,9%	7,6%	7,5%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	9,0%	9,0%	9,1%
CAPEX / Amortyzacja	81,4%	114,3%	93,8%	92,2%	91,2%	92,3%	94,5%	96,5%	98,5%	102,4%	101,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	10,6%	9,1%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	9,1%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	1,0%	-3,4%	-1,6%	0,5%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	16,2%	6,6%	-23,3%	-12,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Wskaźniki rynkowe												
MC/S*	2,7	2,3	2,0	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
P/E*	17,5	11,8	10,3	8,7	7,9	7,5	7,3	7,2	7,1	7,1	7,0	6,9
P/BV*	4,0	3,3	2,9	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
P/CE*	10,4	8,0	7,2	6,1	5,6	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6
EV/EBITDA*	10,1	7,0	6,0	4,8	4,3	3,9	3,6	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6
EV/EBIT*	13,4	9,2	7,9	6,4	5,7	5,1	4,8	4,6	4,3	4,1	3,8	3,6
EV/S*	3,0	2,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
BVPS	23,0	27,9	32,4	38,5	42,1	45,5	48,7	51,8	55,0	58,2	61,4	64,7
EPS	5,3	7,8	9,0	10,7	11,7	12,4	12,7	12,8	13,0	13,1	13,3	13,4
CEPS	8,9	11,5	12,9	15,1	16,6	17,5	18,0	18,4	18,7	19,1	19,5	19,9
FCFPS	6,2	8,1	8,4	11,1	11,9	12,8	13,2	13,3	13,3	13,2	13,5	13,7
DPS w okresie	3,1	2,3	3,6	4,4	8,0	8,8	9,3	9,5	9,6	9,7	9,8	10,0
DY	3,3%	2,4%	3,9%	4,7%	8,6%	9,5%	10,0%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%
Payout ratio	58,1%	28,8%	39,9%	41,1%	68,2%	70,9%	73,5%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 92,6 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	106,6	Kupuj	90,3	13.05.2024	14:25 CEST	92,6	86 874,73
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 2Q'24*:		, 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	5	55%	0	0%
Akumuluj	2	22%	0	0%
Trzymaj	2	22%	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: 2024-05-13.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-13 (14:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-20.

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 wyczytane 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 WPŁYWAĆ 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.

Inwestor 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 13.05.2024 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
- Nie 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

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.