



Dom Maklerski BDM S.A.

## VOXEL

### RAPORT ANALITYCZNY

**Utrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów Voxel i podwyższamy cenę docelową z 106,6 PLN/akcję do 111,2 PLN/akcję. Widzimy potencjał dalszego wzrostu wolumenów oraz perspektywę na coroczne wzrosty wycen badań refundowanych. Dobry okres ma też Alteris, który korzysta m. in. na prowadzonych modernizacjach szpitali.**

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy wzrost wycen MR i TK o +2% oraz PET i SPECT na poziomie +10%. Ostatecznie wyceny te wzrosną odpowiednio o +4% i +6%. W związku z tą modyfikacją nieznacznie spadły prognozy przychodów w diagnostyce w kolejnych okresach, jednak założenia dotyczące wzrostu wycen oraz wolumenów w długim okresie i tak mogą okazać się konserwatywne (wzrost o 1% rocznie zarówno wolumenów, jak i jednostkowych cen badań). Jednocześnie zwracamy uwagę na ryzyko związane z przeprowadzaniem nadwykonań w badaniach limitowanych (PET i SPECT). W ostatnich miesiącach pojawiły się informacje o problemach NFZ z wypłacaniem wynagrodzeń za ponadlimitowe procedury. Spółka jak dotąd terminowo otrzymywała płatności z tytułu wykonanych badań, dlatego oceniamy, że ryzyko jest niewielkie, jednak należy monitorować dalszy rozwój wydarzeń.

W 1H'24 spółka prowadziła upgrade sprzętów oraz pracowała nad rozwiązaniami, które mają poprawić efektywność poszczególnych placówek. Spodziewamy się, że proces ten może też skutkować zamykaniem najmniej rentownych lokalizacji. Dodatkowo, Voxel kontynuuje inwestycje w nowe pracownie w Warszawie i Wadowicach. W planach na 2024 r. są także pracownie w Bydgoszczy i Łodzi.

Podtrzymujemy dobre nastawienie do Alterisa, który zanotował mocny początek roku i w naszej ocenie ponownie przekroczy backlog zakładany na 2024 r., a w kolejnych latach powinien zwiększać sprzedaż. W związku z wymianą części urzędzeń w segmencie diagnostyki, spodziewamy się wzrostu zamówień realizowanych do grupy. Wycena nie obejmuje nowej linii biznesowej, którą zapowiadała spółka ze względu na brak decyzji w tym obszarze.

Istotną rolę w podniesieniu wyceny DCF ma obniżenie stopy wolnej od ryzyka z 5,6% do 5,3%, co związane jest ze spadkiem rentowności 10-letnich obligacji rządowych.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	442,7	360,6	424,2	497,0	568,0	617,4
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	120,3	141,6	154,9
EBITDA [mln PLN]	134,4	106,3	147,1	169,4	196,6	213,5
Wynik netto [mln PLN]	71,7	55,5	82,2	91,3	107,7	119,6
P/E	13,5	17,5	11,8	10,6	9,0	8,1
P/BV	4,2	4,0	3,3	2,7	2,3	2,1
EV/EBIT	11,0	13,4	9,2	8,2	6,5	5,7
EV/EBITDA	8,1	10,1	7,0	5,9	4,7	4,1
DPS w okresie	2,0	3,1	1,4	2,8	4,1	7,7
DY	2,2%	3,3%	1,6%	3,0%	4,4%	8,3%

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 111,2 PLN**

19 SIERPNIĄ 2024, 10:45 CEST

Wycena końcowa [PLN]	111,2
Wycena DCF [PLN]	106,6
Wycena porównawcza [PLN]	152,6
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>20,3%</b>
Koszt kapitału	13,2%
Cena rynkowa [PLN]	92,4
Kapitalizacja [mln PLN]	970,4
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	99,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	87,0
Stopa zwrotu za 3 mc	0,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	56,6%
Struktura akcjonariatu*:	
Voxel International S.a.r.l	51,3%
TFI PZU S.A.	7,4%
PTE Allianz Polska S.A.	5,1%
Pozostali	36,1%

\*- liczba głosów na WZA

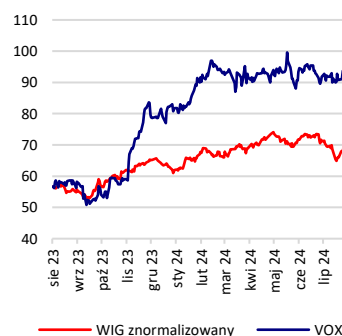
**Anna Tobiasz, DI**

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (032) 208 14 35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 1Q'24.....	8
PROGNOZY NA 2Q'24.....	9
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	10
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	12

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>443</b>	<b>361</b>	<b>424</b>	<b>497</b>	<b>568</b>	<b>617</b>
w tym COVID-19	129	28	0	0	0	0
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>128</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>169</b>	<b>185</b>
Koszty sprzedaży	2	2	2	3	3	3
Koszty zarządu	23	20	22	24	25	27
<b>EBIT</b>	<b>98</b>	<b>80</b>	<b>113</b>	<b>120</b>	<b>142</b>	<b>155</b>
<b>EBITDA</b>	<b>134</b>	<b>106</b>	<b>147</b>	<b>169</b>	<b>197</b>	<b>213</b>
Diagnostyka	83	115	154	173	198	216
Neurochirurgia	5	6	6	8	8	8
IT i wyposażenie pracowni	39	20	14	15	15	16
Szpitalnictwo	35	-6	-1	0	0	0
Wyłączenia	-28	-28	-26	-26	-24	-27
<b>Zysk brutto</b>	<b>90</b>	<b>69</b>	<b>102</b>	<b>114</b>	<b>136</b>	<b>151</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>72</b>	<b>56</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>108</b>	<b>120</b>

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>337</b>	<b>335</b>	<b>347</b>	<b>356</b>	<b>349</b>	<b>343</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	248	249	263	266	259	252
Aktywa niematerialne	15	15	16	16	16	16
Wartość firmy	61	61	61	61	61	61
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>158</b>	<b>132</b>	<b>182</b>	<b>203</b>	<b>238</b>	<b>272</b>
Zapasy	19	22	21	21	21	23
Należności handlowe oraz pozostałe należności	84	71	88	101	113	123
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	54	33	64	78	100	122
<b>Aktywa razem</b>	<b>495</b>	<b>467</b>	<b>529</b>	<b>560</b>	<b>587</b>	<b>614</b>
Kapitał własny	231	244	295	357	422	461
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>167</b>	<b>132</b>	<b>121</b>	<b>77</b>	<b>65</b>	<b>57</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	33	21	7	2	0	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	55	40	30	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	46	44	56	47	37	29
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>98</b>	<b>91</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>99</b>	<b>96</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	22	12	9	8	7	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	0	10	10	29	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	11	12	15	13	10	8
<b>Pasywa razem</b>	<b>495</b>	<b>467</b>	<b>529</b>	<b>560</b>	<b>587</b>	<b>614</b>

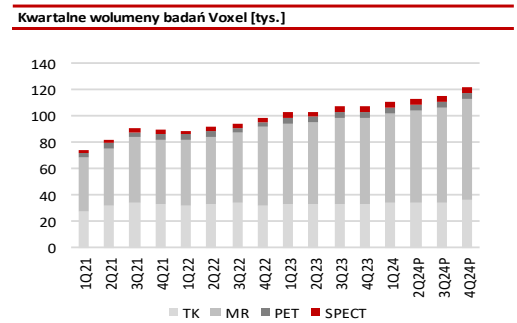
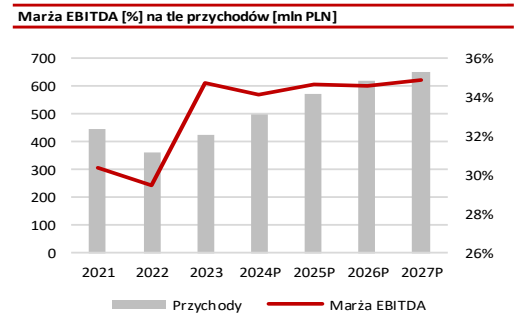
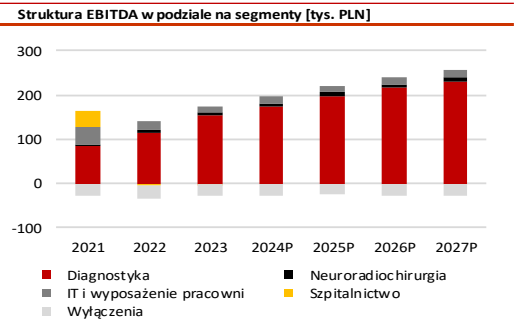
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>106</b>	<b>96</b>	<b>129</b>	<b>136</b>	<b>163</b>	<b>176</b>
Amortyzacja	36	38	39	49	55	59
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-32</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-52</b>	<b>-48</b>	<b>-52</b>
CAPEX	-32	-31	-44	-52	-48	-52
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-36</b>	<b>-87</b>	<b>-58</b>	<b>-70</b>	<b>-93</b>	<b>-102</b>
Dywidenda	-21	-32	-15	-29	-43	-81
Odsetki	-6	-11	-11	-7	-6	-4
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>38</b>	<b>-21</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>54</b>	<b>33</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>100</b>	<b>122</b>

Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	35%	-19%	18%	17%	14%	9%
Wolumeny badań						
TK	36%	4%	2%	5%	7%	8%
MR	31%	16%	19%	12%	13%	8%
PET	27%	13%	10%	8%	13%	14%
EBITDA	59%	-21%	38%	15%	16%	9%
Zysk netto	110%	-23%	48%	11%	18%	11%

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%	26%	26%	26%
ROA	14%	12%	16%	16%	18%	19%
DPS w okresie	2,0	3,1	1,4	2,8	4,1	7,7
Stopa dywidendy	2,2%	3,3%	1,6%	3,0%	4,4%	8,3%
P/E	13,5	17,5	11,8	10,6	9,0	8,1
P/BV	4,2	4,0	3,3	2,7	2,3	2,1
EV/EBITDA	8,1	10,1	7,0	5,9	4,7	4,1



- 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 92,4 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 106,6 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 152,6 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 111,2 PLN.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena DCF [PLN]	90%	106,6	15%
Wycena porównawcza [PLN]	10%	152,6	65%
Wycena końcowa [PLN]		<b>111,2</b>	20%

Źródło: BDM S.A.

## 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 5,3% (poprzednio 5,6%). 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 przy inwestycji w podmiot o średniej kapitalizacji jakim jest Voxel.

### Główne założenia i zmiany w modelu:

- Diagnostyka – Voxel, Scanix, Rezonans Powiśle**  
 Utrzymujemy założenie niskiego dwucyfrowego wzrostu wolumenów w 2024 r. (ok. 10%). Spodziewamy się, że podobny poziom utrzyma się także w 2025 r., natomiast w kolejnych latach zakładamy spowolnienie dynamik, a w długim okresie szacujemy wzrosty rzędu 1% rocznie. Od lipca'24 obowiązują nowe wyceny badań refundowanych – w MR i TK wzrosły o 4%, a w PET i SPECT średnio +6%. Ceny i rentowność w SPECT są zróżnicowane ze względu na liczne warianty tego badania, dlatego w średnim terminie nasze założenia w tym zakresie mogą okazać się konserwatywne. Pod koniec roku spodziewamy się wprowadzenia podwyżek dla personelu, co ograniczy skalę wzrostu rentowności w 2H'24.
- IT i wyposażenie pracowni – Alteris**  
 Ostatni zapowiadany backlog opiewał na 85 mln PLN. Biorąc jednak pod uwagę mocny początek roku i dobre perspektywy na pozostałe kwartały, a także fakt, że spółka historycznie przekraczała zakładany backlog, w całym 2024 r. spodziewamy się, że sprzedaż segmentu przekroczy 100 mln PLN.
- Neuroradiochirurgia – Exira Gamma Knife**  
 W 2024 r. oczekujemy dalszego wzrostu liczby wykonywanych procedur. W kolejnych okresach spodziewamy się stopniowego wzrostu zainteresowania tego typu terapią.
- W 1Q'24 nastąpił wzrost amortyzacji z jednej strony spowodowany wzrostem czynszów, a z drugiej likwidacją nie w pełni zamortyzowanych środków trwałych. W naszych prognozach zakładamy, że wyższy poziom amortyzacji zostanie zachowany w kolejnych okresach. Wzrost czynszów w naszej ocenie powinien co roku wzrastać proporcjonalnie do inflacji. Dodatkowo, patrząc na niezamortyzowane środki, które zostały zlikwidowane, racjonalne wydawałoby się skrócenie użytkowania środków trwałych, które posiada spółka, w taki sposób, który pozwoli zamortyzować sprzęt do czasu jego likwidacji lub sprzedaży. Równocześnie podnosimy prognozy odtworzeniowych wydatków inwestycyjnych.
- W związku z brakiem decyzji odnośnie nowej linii biznesowej, która ma powstać w Alterisie, nie uwzględniamy jej w naszej wycenie.
- W grudniu'24 spółka wypłaci akcjonariuszom 29,2 mln PLN dywidendy, co daje 2,78 PLN/akcję. Dzień dywidendy został ustalony na 20 września 2024 r.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 106,6 PLN.**

**Metoda DCF**

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	497,0	568,0	617,4	650,7	670,4	682,4	694,6	707,1	719,8	732,7
EBIT [mln PLN]	120,3	141,6	154,9	165,9	172,1	175,7	179,3	183,0	186,8	190,6
Stopa podatkowa	19,7%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	23,8	29,7	32,5	34,8	36,1	36,9	37,6	38,4	39,2	40,0
NOPLAT [mln PLN]	96,6	111,8	122,4	131,0	136,0	138,8	141,6	144,6	147,5	150,6
Amortyzacja [mln PLN]	49,1	55,1	58,6	61,1	61,8	62,5	63,2	63,8	64,5	65,2
CAPEX [mln PLN]	-51,9	-47,8	-52,1	-54,9	-57,6	-60,5	-63,4	-64,1	-64,9	-65,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	17,1	8,8	-2,6	-1,8	-1,0	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7
FCF [mln PLN]	110,8	127,9	126,2	135,4	139,1	140,1	140,7	143,7	146,5	149,9
DFCF [mln PLN]	106,3	109,0	95,3	90,6	82,3	73,3	65,1	58,7	52,9	47,8
Suma DFCF [mln PLN]	781,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 351,4									
										<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	430,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 211,7									
Dług netto [mln PLN]	92,2									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>1 119,5</b>									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>106,6</b>									

Przychody zmiana r/r	17,2%	14,3%	8,7%	5,4%	3,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	6,7%	17,6%	9,4%	7,1%	3,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
<b>FCF zmiana r/r</b>	<b>24,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,3%</b>
Marża EBITDA	34,1%	34,6%	34,6%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Marża EBIT	24,2%	24,9%	25,1%	25,5%	25,7%	25,7%	25,8%	25,9%	25,9%	26,0%
Marża NOPLAT	19,4%	19,7%	19,8%	20,1%	20,3%	20,3%	20,4%	20,4%	20,5%	20,6%
CAPEX / Przychody	10,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%	9,1%	9,0%	8,9%
CAPEX / Amortyzacja	105,8%	86,8%	89,0%	89,9%	93,2%	96,9%	100,4%	100,4%	100,6%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	3,4%	1,6%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	23,5%	12,4%	-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	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	82,4%	90,8%	94,0%	95,5%	96,6%	97,4%	98,1%	98,6%	98,9%	99,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Udział kapitału obcego	17,6%	9,2%	6,0%	4,5%	3,4%	2,6%	1,9%	1,4%	1,1%	0,8%
<b>WACC</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,8%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,2%</b>

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	113,9	117,9	122,6	128,3	135,3	144,0	155,3	170,4	191,8
	0,8	106,7	110,0	113,9	118,6	124,1	131,0	139,7	150,9	166,2
	0,9	100,3	103,1	106,4	110,2	114,7	120,2	127,0	135,6	146,9
	1,0	94,6	97,0	99,7	102,9	106,6	111,0	116,5	123,2	131,8
	1,1	89,5	91,5	93,8	96,5	99,6	103,2	107,6	112,9	119,6
	1,2	84,9	86,6	88,6	90,8	93,4	96,4	100,0	104,3	109,5
	1,3	80,7	82,2	83,8	85,7	87,9	90,4	93,4	96,9	101,1

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%	119,9	124,5	130,0	136,7	145,0	155,6	169,5	188,8	217,1
	6%	110,2	113,8	118,1	123,2	129,5	137,2	147,0	160,1	178,0
	7%	101,9	104,8	108,2	112,2	116,9	122,7	129,9	139,1	151,3
	8%	94,6	97,0	99,7	102,9	106,6	111,0	116,5	123,2	131,8
	9%	88,3	90,3	92,5	95,0	97,9	101,4	105,6	110,6	116,9
	10%	82,7	84,3	86,1	88,2	90,6	93,3	96,5	100,4	105,1
	11%	77,8	79,1	80,6	82,3	84,2	86,4	89,0	92,0	95,6

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%	190,7	176,8	164,7	154,2	145,0	136,8	129,5	122,9	116,9
	6%	174,2	160,4	148,5	138,3	129,5	121,6	114,7	108,5	103,0
	7%	160,4	146,7	135,3	125,4	116,9	109,5	103,0	97,1	91,9
	8%	148,5	135,3	124,1	114,7	106,6	99,6	93,4	87,9	83,0
	9%	138,3	125,4	114,7	105,7	97,9	91,2	85,4	80,3	75,7
	10%	129,5	116,9	106,6	97,9	90,6	84,2	78,7	73,8	69,5
	11%	121,6	109,5	99,6	91,2	84,2	78,2	72,9	68,3	64,2

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 19 sierpnia 2024 roku. Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 152,6 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 92,4 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych i krajowych konkurentów.

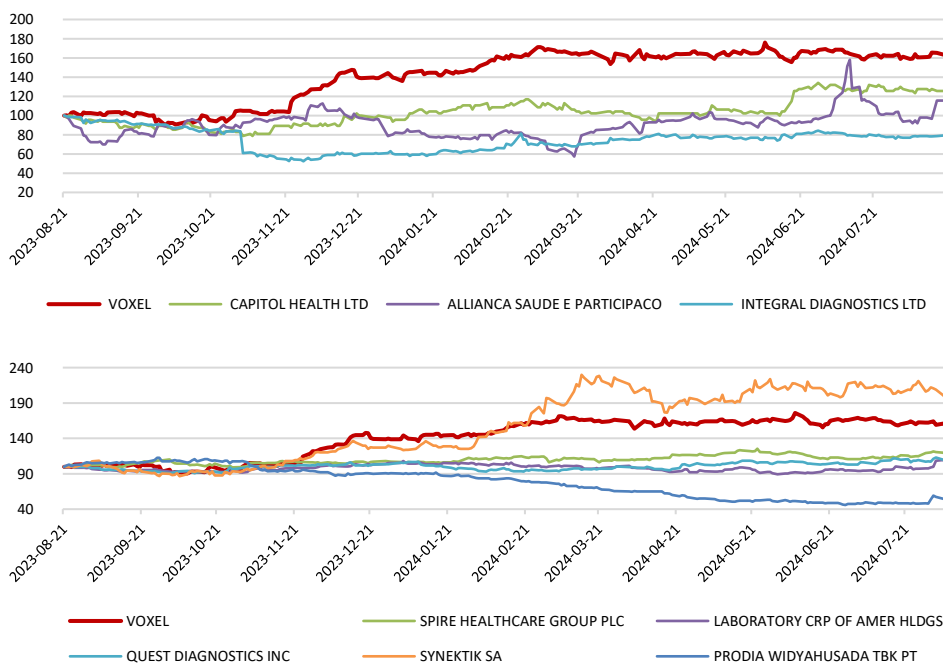
Ze względu na istotne różnice w ofercie oraz skali działalności, metodzie przypisaliśmy 10% w ostatecznej wycenie.

### Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
<b>Spółki diagnostyka obrazowa</b>									
Capitol Health	30,8	22,9	18,9	7,8	7,0	6,4	17,6	14,1	12,3
Allianca				9,5	8,8	8,1	15,8	14,0	12,4
Integral Diagnostics	31,4	20,9	15,9	8,5	7,4	7,1	16,6	13,5	11,2
<b>Spółki ochrona zdrowia</b>									
Synektik	15,1	12,2	10,0	8,8	7,2	5,9	10,4	8,3	6,7
Spire Healthcare Group	24,1	16,8	12,6	5,8	5,0	4,3	9,7	8,2	6,8
Laboratory Corporation of America	15,4	14,5	13,2	10,4	9,7	8,7	12,8	11,8	10,4
Quest Diagnostics	16,9	15,8	14,6	11,3	10,2	9,4	14,3	12,7	11,9
Prodia Widyahusada	11,7	10,5	9,4	4,7	4,4	4,0	7,1	6,5	5,8
<b>Mediana</b>	<b>16,9</b>	<b>15,8</b>	<b>13,2</b>	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>13,5</b>	<b>12,3</b>	<b>10,8</b>
<b>Voxel</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,5</b>	<b>5,7</b>
Premia/dyskonto grupa	-37%	-43%	-39%	-32%	-35%	-39%	-39%	-47%	-47%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>146,8</b>	<b>162,3</b>	<b>150,3</b>	<b>137,3</b>	<b>140,8</b>	<b>145,6</b>	<b>153,0</b>	<b>170,1</b>	<b>167,4</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>153,2</b>			<b>141,3</b>			<b>163,5</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>152,6</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.08.2024

### Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## WYNIKI 1Q'24

### Diagnostyka

W 1Q'24 w grupie wykonano 110,8 tys. badań, z czego 33,9 tys. TK (+8,3% r/r), 67,8 tys. MR (+10,8% r/r), 4,3 tys. PET (+4,7% r/r) oraz 11,8 tys. SPECT (+21,1% r/r). Przychody z tytułu ww. badań wyniosły 87,4 mln PLN (+19,7% r/r). Cały segment diagnostyczny (badania i sprzedaż radiofarmaceutyków) odnotował 92,7 mln PLN (+18,4% r/r) przychodów oraz 41,1 mln PLN EBITDA (+12,9% r/r). Należy jednak zauważyć, że marża EBITDA została podbita przez rozliczenie nadwykonań PET i SPECT, jakie miały miejsce w 1Q'24.

### IT i wyposażenie pracowni

W 1Q'24 Alteris odnotował 18,1 mln PLN przychodów i 3,2 mln PLN EBITDA wobec naszych prognoz, które zakładały odpowiednio 13,5 mln PLN przychodów i 1,9 mln PLN EBITDA.

### Neuroradiochirurgia

W omawianym okresie Exira wykonała 145 procedur, wypracowując 3,6 mln PLN przychodów i 1,9 mln PLN EBITDA. W prognozach zakładaliśmy 137 procedur, sprzedaż w wysokości 3,2 mln PLN i 1,6 mln PLN EBITDA.

Wyniki 1Q'24 okazały się zgodne z naszymi prognozami. Ponownie, ze względu na wzrost wycen świadczeń refundowanych, który miał miejsce w lipcu'23, dynamika wzrostu przychodów (+20% r/r w Voxelu) była wyższa od dynamiki wzrostu wolumenów (+9% r/r w jednostce dominującej). Przychodowo pozytywnie zaskoczył Alteris, który zazwyczaj w pierwszej połowie roku notuje niską sprzedaż. W 1Q'24 przychody spółki informatycznej wzrosły +63% r/r do 18,1 mln PLN. Było to spowodowane przede wszystkim wzrostem liczby zrealizowanych projektów. Spadek marży brutto na sprzedaży dotyczył głównie spółek diagnostycznych. Wynikało to głównie ze wzrostu kosztów medycznych i wynagrodzeń oraz amortyzacji (wzrost czynszów).

Negatywny wpływ na wynik operacyjny miały zdarzenia jednorazowe – ujęcie straty ze zbycia środków trwałych oraz kosztów likwidacji w wysokości 3,8 mln PLN, w związku z wymianą sprzętu medycznego, który nie był w pełni zamortyzowany. Rok wcześniej odpisy związane z likwidacją zapasów towarów wykorzystywanych do badań laboratoryjnych wyniosły 4,9 mln PLN. Pozytywnie zaskoczyły też przychody finansowe, które wyniosły 0,9 mln PLN (vs 0,3 mln PLN w 1Q'23) głównie ze względu na dodatnie różnice kursowe, wyższe przychody z tytułu odsetek z lokat oraz niższe koszty obsługi długu. W 1Q'24 spodziewaliśmy się podatku na poziomie 23% zysku brutto, tymczasem stopa podatkowa wyniosła 19%, w wyniku czego zysk netto grupy wyniósł 19,6 mln PLN.

Spółka utrzymuje backlog Alterisu na 2024 r. na poziomie 85 mln PLN (vs 70 mln PLN po 1Q'23).

### Wyniki 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	r/r	1Q'24P BDM	różnica
Przychody	88,6	108,6	22,6%	104,9	3,5%
Wynik brutto na sprzedaży	31,2	35,4	13,3%	34,6	2,3%
EBITDA	28,4	37,5	32,0%	38,0	-1,3%
Diagnostyka	36,4	41,1	12,9%	40,7	1,0%
Neurochirurgia	1,7	1,9	14,5%	1,6	19,6%
IT i wyposażenie pracowni	1,7	3,2	89,8%	1,9	70,8%
Szpitalnictwo	-1,3	-	-	-	-
Wyłączenia	-10,1	-8,7	-	-6,1	-
EBIT	21,3	25,9	21,6%	28,2	-7,9%
Zysk brutto	18,4	24,3	32,0%	26,1	-7,0%
Zysk netto	12,0	19,6	62,9%	19,5	0,6%
dz. kontynuowana	14,2	19,6	37,9%	19,5	0,6%
dz. zaniechana	-2,2	0,0	-	-	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,3%	32,6%		33,0%	
Marża EBITDA	32,1%	34,6%		36,2%	
Marża EBIT	24,1%	23,9%		26,8%	
Marża zysku netto	13,6%	18,0%		18,6%	

Źródło: BDM, spółka



## PROGNOZY NA 2Q'24

### Diagnostyka

W 2Q'24 zakładamy wzrost wolumenów kluczowych badań (TK, MR, PET i SPECT) w grupie o +9,7% r/r. W Voxelu szacujemy wykonanie 29,6 tys. badań TK (+1,4% r/r), 57,7 tys. MR (+13,5% r/r), 4,6 tys. PET (+10,4% r/r) i 4,6 tys. SPECT (+21,7% r/r). Rezonans Powiśle I Scanix wg naszych prognoz powinny wykonać ok. 4,5 tys. TK (+10,1% r/r) i 11,8 tys. MR (+9,5% r/r). Przy wycenach badań refundowanych, obowiązujących w 2Q'24 prognozujemy wzrost przychodów z tytułu wykonanych badań do 88,5 mln PLN (+21,3% r/r). Od 3Q'24 zakładamy wzrost wycen o ok. +4% dla TK i MR oraz +6% dla PET i SPECT w stosunku do 2Q'24. Biorąc pod uwagę pozostałą sprzedaż segmentu (głównie radiofarmaceutyki), szacujemy przychody na 93,7 mln PLN (+19,9% r/r).

### IT i wyposażenie pracowni

Alteris w 1Q'24 pokazał mocne wyniki jak na początek roku, a w 2Q'24 spodziewamy się kontynuacji dobrej passy. Prognozujemy przychody na poziomie 25,0 mln PLN (+30,7% r/r). Wynika to z jednej strony z zakupów do grupy, w związku z wymianą części urządzeń, głównie rezonansów magnetycznych, oraz wyposażaniu dwóch nowych pracowni, z drugiej strony ze zwiększonych inwestycji w modernizację szpitali.

### Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 2Q'24 zakładamy wykonanie 137 procedur wobec 127 rok wcześniej. Implikuje to wzrost przychodów do 3,3 mln PLN (+16,0% r/r).

W 2Q'24 spodziewamy się poprawy wyników r/r, przy lekkim spadku w stosunku do 1Q'24. Spowodowane jest to rozliczeniem nadwykonań, jakie miało miejsce w 1Q'24. Na poziomie grupy spodziewamy się 114,0 mln PLN przychodów (+13,0% r/r) oraz 28,0 mln PLN EBIT (+13,4%). Zysk EBITDA szacujemy na 40,1 mln PLN (+16,5% r/r). W 1Q'24 widoczny był wzrost amortyzacji, który powinien utrzymać się w kolejnych okresach. Spowodowany jest głównie wzrostem czynszów oraz zakupem nowego sprzętu. Zysk netto w 2Q'24 szacujemy na ok. 21,1 mln PLN (+22,0% r/r). Na ostatniej konferencji wynikowej spółka informowała o możliwości odpisów spowodowanych wymianą sprzętu, który nie został jeszcze w pełni zamortyzowany, dlatego wskazujemy, że może być to czynnik, który obniży wynik 2Q'24.

### Prognozy wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23*	2Q'24P	r/r	1H'23*	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	100,9	114,0	13,0%	189,5	222,7	17,5%	424,2	497,0	17,2%
Wynik brutto na sprzedaży	29,8	34,0	14,0%	61,1	69,4	13,7%	140,3	149,9	6,8%
EBITDA	34,4	40,1	16,5%	62,8	77,6	23,5%	147,1	169,4	15,1%
Diagnostyka	35,9	40,7	13,2%	72,4	81,8	13,1%	154,0	173,3	12,5%
Neurochirurgia	1,6	1,8	13,0%	3,3	3,7	13,8%	6,4	7,7	20,1%
IT i wyposażenie pracowni	2,4	3,0	25,7%	4,0	6,2	52,3%	14,1	15,0	6,2%
Szpitalnictwo	-0,4	0,0		-1,7	0,0		-1,2	0,0	
Wyłączenia	-5,1	-5,4		-15,1	-14,1		-26,1	-26,5	
EBIT	24,7	28,0	13,4%	46,0	53,9	17,2%	112,7	120,3	6,7%
Zysk brutto	22,2	26,1	17,7%	40,6	50,4	24,2%	102,2	113,8	11,3%
Zysk netto	17,3	21,1	22,0%	31,5	40,7	29,2%	75,5	91,3	20,9%
dz. kontynuowana							82,2	91,3	11,1%
dz. zaniechana							-6,7	0,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	29,5%	29,8%		32,2%	31,2%		33,1%	30,2%	
Marża EBITDA	34,1%	35,1%		33,2%	34,9%		34,7%	34,1%	
Marża EBIT	24,4%	24,5%		24,3%	24,2%		26,6%	24,2%	
Marża zysku netto	17,1%	18,5%		16,6%	18,3%		17,8%	18,4%	

\* W 2Q'23 i 1H'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.05.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	495,9	497,0	0,2%	568,7	568,0	-0,1%	624,4	617,4	-1,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	153,1	149,9	-2,1%	175,5	169,0	-3,7%	190,7	184,7	-3,1%
EBITDA	168,1	169,4	0,8%	193,6	196,6	1,6%	210,3	213,5	1,5%
EBIT	126,2	120,3	-4,6%	146,9	141,6	-3,6%	159,2	154,9	-2,7%
Wynik brutto	119,0	113,8	-4,3%	141,5	136,4	-3,6%	155,6	151,4	-2,7%
Wynik netto	94,1	91,3	-3,0%	112,0	107,7	-3,8%	123,1	119,6	-2,9%
Marża brutto	30,9%	30,2%		30,9%	29,7%		30,5%	29,9%	
Marża EBITDA	33,9%	34,1%		34,0%	34,6%		33,7%	34,6%	
Marża EBIT	25,4%	24,2%		25,8%	24,9%		25,5%	25,1%	
Marża netto	19,0%	18,4%		19,7%	19,0%		19,7%	19,4%	

Źródło: BDM

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Aktywa trwałe	335,2	347,0	356,4	349,2	342,7	336,6	332,3	330,4	330,6	330,9	331,2	331,2
Rzeczowe aktywa trwałe	248,5	263,1	265,8	258,8	252,3	246,5	242,5	240,8	241,1	241,3	241,7	241,7
Aktywa niematerialne	15,5	16,5	16,3	16,0	16,0	15,7	15,4	15,2	15,2	15,2	15,2	15,2
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	132,1	182,0	203,4	237,7	271,7	312,7	350,3	385,3	419,9	456,1	493,7	533,0
Zapasy	21,9	21,2	21,5	21,2	23,0	24,2	25,0	25,4	25,9	26,3	26,8	27,3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	70,5	88,5	100,6	113,1	122,9	129,6	133,5	135,9	138,3	140,8	143,3	145,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	33,2	64,1	77,8	99,9	122,2	155,4	188,4	220,5	252,2	285,5	320,1	356,4
Aktywa razem	467,4	529,0	559,8	586,8	614,4	649,3	682,7	715,7	750,5	787,0	825,0	864,3
<b>Kapitał własny</b>	<b>243,9</b>	<b>295,4</b>	<b>357,3</b>	<b>422,4</b>	<b>461,1</b>	<b>499,7</b>	<b>536,7</b>	<b>572,8</b>	<b>609,6</b>	<b>647,3</b>	<b>685,7</b>	<b>724,9</b>
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	76,5	65,4	57,2	51,1	46,2	42,4	39,4	37,1	35,2	33,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	20,7	7,3	1,8	0,5	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	46,8	36,9	29,1	23,0	18,2	14,3	11,3	8,9	7,1	5,6
Zobowiązania krótkoterminowe	91,0	112,3	125,9	99,1	96,1	98,5	99,7	100,5	101,4	102,6	104,0	105,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	12,4	9,2	7,8	6,7	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	12,8	10,1	8,0	6,3	5,0	3,9	3,1	2,4	1,9	1,5
Pasywa razem	467,4	529,0	559,8	586,8	614,4	649,3	682,7	715,7	750,5	787,0	825,0	864,3
<b>Rachunek wyników [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przychody	360,6	424,2	497,0	568,0	617,4	650,7	670,4	682,4	694,6	707,1	719,8	732,7
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	149,9	169,0	184,7	197,3	204,5	208,6	212,8	217,1	221,5	226,0
Koszty sprzedaży	2,4	2,4	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3
Koszty zarządu	20,1	21,8	24,0	25,2	27,3	28,8	29,7	30,2	30,8	31,3	31,9	32,4
EBIT	80,3	112,7	120,3	141,6	154,9	165,9	172,1	175,7	179,3	183,0	186,8	190,6
EBITDA	106,3	147,1	169,4	196,6	213,5	226,9	233,9	238,1	242,4	246,8	251,3	255,8
Diagnostyka	114,6	154,0	173,3	197,7	216,3	231,2	238,9	243,5	248,1	252,9	257,7	262,6
Neurochirurgia	5,6	6,4	7,7	7,9	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6
IT i wyposażenie pracowni	20,0	14,1	15,0	15,4	15,9	15,9	16,0	16,2	16,3	16,4	16,6	16,7
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	-26,5	-24,4	-26,7	-28,3	-29,2	-29,7	-30,3	-30,9	-31,5	-32,1
Zysk brutto	69,2	102,2	113,8	136,4	151,4	162,3	168,6	172,1	175,7	179,4	183,2	187,1
Zysk netto z dział. kont.	55,5	82,2	91,3	107,7	119,6	128,2	133,2	136,0	138,8	141,8	144,7	147,8
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
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	96,2	129,0	136,0	163,2	176,4	189,6	197,0	201,5	205,0	208,6	212,3	216,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30,5	-39,6	-51,9	-47,8	-52,1	-54,9	-57,6	-60,5	-63,4	-64,1	-64,9	-65,2
Przepływy z działalności finansowej	-86,7	-58,4	-70,4	-93,3	-101,9	-101,6	-106,4	-108,8	-109,9	-111,2	-112,8	-114,5
Przepływy pieniężne netto	-21,0	31,0	13,7	22,1	22,4	33,1	33,0	32,1	31,7	33,3	34,6	36,3
Środki pieniężne na początek okresu	54,1	33,2	64,1	77,8	99,9	122,2	155,4	188,4	220,5	252,2	285,5	320,1
Środki pieniężne na koniec okresu	33,2	64,1	77,8	99,9	122,2	155,4	188,4	220,5	252,2	285,5	320,1	356,4

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%	17,2%	14,3%	8,7%	5,4%	3,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	4,2%	1,6%	5,0%	7,5%	7,7%	3,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	15,8%	18,6%	12,1%	13,2%	7,5%	6,7%	3,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	12,9%	10,1%	8,2%	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%	15,1%	16,1%	8,6%	6,3%	3,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	-18,4%	40,4%	6,7%	17,6%	9,4%	7,1%	3,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Zysk netto zmiana r/r	-22,6%	48,1%	11,1%	17,9%	11,0%	7,3%	3,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża brutto na sprzedaży	29,8%	33,1%	30,2%	29,7%	29,9%	30,3%	30,5%	30,6%	30,6%	30,7%	30,8%	30,8%
Marża EBITDA	29,5%	34,7%	34,1%	34,6%	34,6%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Marża EBIT	22,3%	26,6%	24,2%	24,9%	25,1%	25,5%	25,7%	25,7%	25,8%	25,9%	25,9%	26,0%
Marża brutto	19,2%	24,1%	22,9%	24,0%	24,5%	24,9%	25,1%	25,2%	25,3%	25,4%	25,5%	25,5%
Marża netto	15,4%	19,4%	18,4%	19,0%	19,4%	19,7%	19,9%	19,9%	20,0%	20,0%	20,1%	20,2%
COGS / przychody	70,2%	66,9%	69,8%	70,3%	70,1%	69,7%	69,5%	69,4%	69,4%	69,3%	69,2%	69,2%
SG&A / przychody	6,2%	5,7%	5,4%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
SG&A / COGS	8,9%	8,5%	7,7%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
ROE	22,8%	27,8%	25,6%	25,5%	25,9%	25,7%	24,8%	23,7%	22,8%	21,9%	21,1%	20,4%
ROA	11,9%	15,5%	16,3%	18,4%	19,5%	19,8%	19,5%	19,0%	18,5%	18,0%	17,5%	17,1%
Dług	138,5	127,1	98,6	54,1	37,1	29,3	23,1	18,3	14,4	11,4	9,0	7,1
D / (D+E)	36,2%	30,1%	21,6%	11,4%	7,4%	5,5%	4,1%	3,1%	2,3%	1,7%	1,3%	1,0%
D / E	56,8%	43,0%	27,6%	12,8%	8,0%	5,9%	4,3%	3,2%	2,4%	1,8%	1,3%	1,0%
Dług netto	105,3	63,0	20,8	-45,8	-85,1	-126,1	-165,2	-202,2	-237,8	-274,1	-311,1	-349,3
Dług netto / kapitał własny	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	1,0	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4
Dług netto / EBIT	1,3	0,6	0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,5	-1,7	-1,8
EV	1 075,7	1 033,4	991,3	924,7	885,3	844,4	805,2	768,2	732,7	696,3	659,3	621,2
Dług / EV	12,9%	12,3%	10,0%	5,9%	4,2%	3,5%	2,9%	2,4%	2,0%	1,6%	1,4%	1,1%
CAPEX / Przychody	8,6%	10,4%	10,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%	9,1%	9,0%	8,9%
CAPEX / Amortyzacja	81,4%	114,3%	105,8%	86,8%	89,0%	89,9%	93,2%	96,9%	100,4%	100,4%	100,6%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	10,6%	9,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	1,0%	-3,4%	-1,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	16,2%	6,6%	-23,5%	-12,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
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	10,6	9,0	8,1	7,6	7,3	7,1	7,0	6,8	6,7	6,6
P/BV*	4,0	3,3	2,7	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4
P/CE*	10,4	8,0	6,9	6,0	5,4	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,6
EV/EBITDA*	10,1	7,0	5,9	4,7	4,1	3,7	3,4	3,2	3,0	2,8	2,6	2,4
EV/EBIT*	13,4	9,2	8,2	6,5	5,7	5,1	4,7	4,4	4,1	3,8	3,5	3,3
EV/S*	3,0	2,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8
BVPS	23,0	27,9	33,6	39,6	43,0	46,4	49,6	52,7	55,9	59,2	62,5	65,9
EPS	5,3	7,8	8,7	10,3	11,4	12,2	12,7	12,9	13,2	13,5	13,8	14,1
CEPS	8,9	11,5	13,4	15,5	17,0	18,0	18,6	18,9	19,2	19,6	19,9	20,3
FCFPS	6,2	8,1	8,0	11,0	11,8	12,8	13,3	13,4	13,5	13,8	14,0	14,4
DPS w okresie	3,1	1,4	2,8	4,1	7,7	8,5	9,2	9,5	9,7	9,9	10,1	10,3
DY	3,3%	1,6%	3,0%	4,4%	8,3%	9,2%	9,9%	10,3%	10,5%	10,7%	11,0%	11,2%
Payout ratio	58,1%	18,4%	32,0%	39,6%	67,6%	69,9%	72,2%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 92,4 PLN

## 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**

W tym zakresie istnieje ryzyko w obie strony. Wysokość nakładów na służbę zdrowia w kolejnych latach oraz zmiany legislacyjne mogą zarówno napędzać, jak i hamować rozwój spółek medycznych.
- **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**

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. 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 błędów lekarskiego**

W procesie wykonywania badań, jak i interpretacji wyników istnieje ryzyko popełnienia błędów. 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.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [andrzej.wodecki@bdm.pl](mailto:andrzej.wodecki@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedejus**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji Voxel**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>111,2</b>	<b>Kupuj</b>	<b>106,6</b>	<b>19.08.2024</b>	<b>10:45 CEST</b>	<b>92,4</b>	<b>84 504,87</b>
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 3Q'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	6	75%	0	0%
Akumuluj	1	13%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	13%	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: 2024-08-19.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-08-19 (10:45 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-08-26.**

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 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 19.08.2024 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 świadomym, 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.