



Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

RAPORT ANALITYCZNY

Podnosimy cenę docelową dla walorów Voxel do 134,3 PLN na akcję (poprzednio 111,2 PLN), obniżając zalecenie z KUPUJ do AKUMULUJ. Spółka regularnie poprawia swoje wyniki, zwiększa wolumeny badań obrazowych, jednak wzrost kursu, jaki miał miejsce w poprzednich okresach, w naszej ocenie w dużej mierze wyczerpał potencjał dalszych zwyżek.

W 2024 r. spółka spodziewa się dwucyfrowej dynamiki wolumenów, jednak patrząc na rezultaty 1-3Q'24, spodziewamy się, że wzrost na poziomie grupy w całym roku wyniesie ok. 9%. O ile badania MR, PET i SPECT wykazują kilkunastoprocentowe dynamiki, badania TK rosną w tempie ok. 3% r/r. Jest to świadoma polityka spółki, wynikająca z niższej rentowności badań tomografii. Spodziewamy się, że trwający proces wymiany sprzętu będzie wspierał dalszy wzrost wolumenów wykonywanych badań.

Grupa aktualnie posiada 15 pracowni TK, 30 MR, 7 PET i 4 SPECT. Prowadzone są inwestycje w nowe pracownie w Warszawie i Wadowicach, a w planach jest otwarcie nowych placówek w Bydgoszczy i Łodzi oraz wymiana sprzętu TK w Jeleniej Górze i Łańcutcie.

W segmencie IT i infrastruktura spodziewamy się utrzymania wysokich przychodów dzięki inwestycjom, jakie będą prowadzone do czerwca'26, w związku z finansowaniem z KPO. W 2024 r. spodziewamy się ponownego przekroczenia backlogu i przychodów w wysokości ok. 120 mln PLN oraz dalszego wzrostu w 2025 r.

Od sierpnia'24 grupa konsoliduje wyniki Radpoint. Spodziewamy się, że rozwiązania spółki przyczynią się do głębszej integracji wewnętrznej grupy oraz pozwolą w pewnym zakresie zoptymalizować koszty. W najbliższych kilku kwartałach spodziewamy się ujemnego wpływu na wyniki, natomiast w długim okresie przyjmujemy wsparcie segmentu IT z rentownością zbliżoną do Alterisu.

Aktualnie spółka realizuje inwestycję, w ramach której w Katowicach stanie nowy cyklotron oraz biura. Budżet inwestycji określono na 77 mln PLN brutto, z czego do września'24 zostało wydane 12 mln PLN. Trzeci cyklotron pozwoli spółce na dalszy rozwój badań PET.

Po sesji 20 grudnia 2024 r. spółka wejdzie w skład indeksu mWIG40. W naszej ocenie zmniejsza to ryzyko płynnościowe, dlatego w wycenie DCF nie uwzględniamy dodatkowej premii za ryzyko specyficzne (1,5%), stosowanej w poprzednich rekomendacjach.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	360,6	424,2	507,4	588,7	627,7	677,4
w tym COVID-19	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT [mln PLN]	80,3	112,7	125,5	143,6	156,6	171,3
EBITDA [mln PLN]	106,3	147,1	172,3	194,9	211,0	229,8
Wynik netto [mln PLN]	55,5	82,2	94,8	109,5	121,1	132,8
P/E	28,7	17,3	13,8	11,9	10,8	9,8
P/BV	5,4	4,5	4,0	3,4	3,1	2,8
EV/EBIT	17,6	12,2	10,9	9,5	8,5	7,6
EV/EBITDA	13,3	9,3	7,9	7,0	6,3	5,6
DPS w okresie	3,1	1,4	2,8	4,3	7,8	8,7
DY	2,5%	1,2%	2,3%	3,4%	6,3%	6,9%

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 134,3 PLN

19 GRUDNIA 2024, 13:00 CET

Wycena końcowa [PLN]	134,3
Wycena DCF [PLN]	124,3
Wycena porównawcza [PLN]	157,6
Potencjał do wzrostu / spadku	7,9%
Koszt kapitału	12,3%
Cena rynkowa [PLN]	124,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 307,6
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	127,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	89,6
Stopa zwrotu za 3 mc	15,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	37,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	33,6%
Struktura akcjonariatu*:	
Voxel International S.a.r.l	51,3%
TFI PZU S.A.	11,4%
PTE Allianz Polska S.A.	5,1%
Pozostali	32,2%

*- liczba głosów na WZA

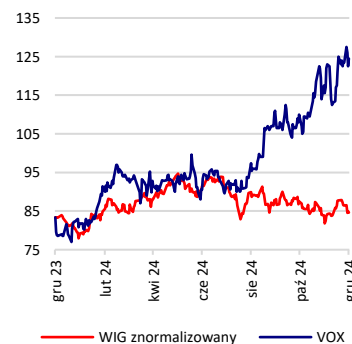
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (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

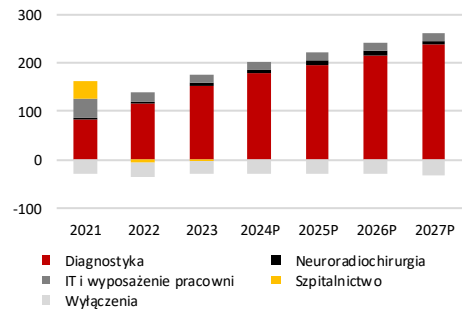
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 3Q'24.....	8
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	10
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	12

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

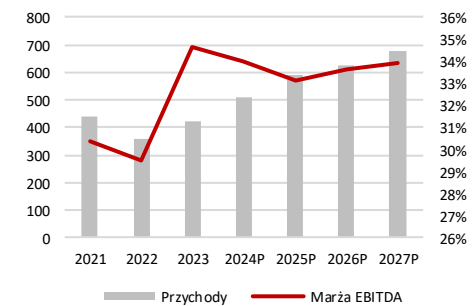
Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	361	424	507	589	628	677
w tym COVID-19	28	0	0	0	0	0
Wynik brutto na sprzedaży	107	140	158	174	189	206
Koszty sprzedaży	2	2	2	3	3	3
Koszty zarządu	20	22	26	27	29	31
EBIT	80	113	126	144	157	171
EBITDA	106	147	172	195	211	230
Diagnostyka	115	154	178	197	216	238
Neurochirurgia	6	6	8	8	8	8
IT i wyposażenie pracowni	20	14	16	18	17	17
Szpitalnictwo	-6	-1	0	0	0	0
Wyłączenia	-28	-26	-30	-28	-30	-33
Zysk brutto	69	102	118	137	152	166
Zysk netto	56	82	95	110	121	133
Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	335	347	386	430	429	426
Rzeczowe aktywa trwałe	249	263	291	333	332	329
Aktywa niematerialne	15	16	23	25	25	25
Wartość firmy	61	61	64	64	64	64
Aktywa obrotowe	132	182	189	175	191	225
Zapasy	22	21	21	22	23	25
Należności handlowe oraz pozostałe należności	71	88	99	115	123	132
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	33	64	67	36	44	65
Aktywa razem	467	529	575	605	620	650
Kapitał własny	244	295	327	392	431	473
Zobowiązania długoterminowe	132	121	102	103	84	70
Oprocentowane kredyty i pożyczki	21	7	1	0	0	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	40	30	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	44	56	71	74	55	41
Zobowiązania krótkoterminowe	91	112	146	110	106	108
Oprocentowane kredyty i pożyczki	12	9	6	4	0	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	10	10	29	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	12	15	19	20	15	11
Pasywa razem	467	529	575	605	620	650
Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	96	129	119	147	177	192
Amortyzacja	38	39	47	51	54	59
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30	-40	-62	-95	-54	-55
CAPEX	-31	-44	-64	-95	-54	-55
Przepływy z działalności finansowej	-87	-58	-55	-83	-116	-114
Dywidenda	-32	-15	-30	-45	-82	-91
Odsetki	-11	-11	-9	-8	-6	-6
Zmiana środków pieniężnych	-21	31	3	-30	7	22
Środki pieniężne	33	64	67	36	44	65
Dynamiki [%]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	-19%	18%	20%	16%	7%	8%
Wolumeny badań						
TK	4%	2%	3%	-1%	8%	4%
MR	16%	19%	11%	14%	9%	11%
PET	13%	10%	10%	19%	15%	8%
EBITDA	-21%	38%	17%	13%	8%	9%
Zysk netto	-23%	48%	15%	16%	11%	10%
Wybrane dane i wskaźniki	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
ROE	19%	26%	29%	28%	28%	28%
ROA	10%	14%	16%	18%	20%	20%
DPS w okresie	3,1	1,4	2,8	4,3	7,8	8,7
Stopa dywidendy	2,5%	1,2%	2,3%	3,4%	6,3%	6,9%
P/E	28,7	17,3	13,8	11,9	10,8	9,8
P/BV	5,4	4,5	4,0	3,4	3,1	2,8
EV/EBITDA	13,3	9,3	7,9	7,0	6,3	5,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 124,5 PLN.

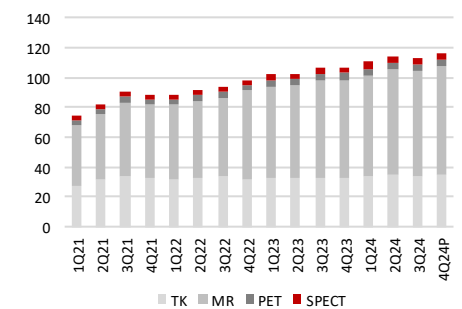
Struktura EBITDA w podziale na segmenty [tys. PLN]



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



Kwartalne wolumeny badań Voxel [tys.]



Czynniki ryzyka

- Zmiany w systemie finansowania służby zdrowia na korzyść publicznych placówek ochrony zdrowia
- Zmiany w polityce z zakresu służby zdrowia
- Brak nowych kontraktów z NFZ i spadek rentowności pracowni
- Niezaakceptowanie przez NFZ badań ponadkontraktowych, konieczność pokrycia kosztów tych badań funduszami spółki
- Niewykonanie założonej strategii
- Błędy lekarskie i wynikające z nich straty finansowe oraz wizerunkowe
- Nasilenie konkurencji
- Presja na wzrost wynagrodzeń
- Nietrafione inwestycje lub zbyt duża skala inwestycji

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycenę spółki oparliśmy na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 124,3 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 2025-2027. Uzyskaliśmy w ten sposób wartość 157,6 PLN. Wycena końcowa została stworzona przy użyciu wag 70% dla wyceny metodą DCF oraz 30% dla wyceny porównawczej. Niższa 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 134,3 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena DCF [PLN]	70%	124,3	0%
Wycena porównawcza [PLN]	30%	157,6	27%
Wycena końcowa [PLN]		134,3	8%

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 5,8% (poprzednio 5,3%). Przyjęty przez nas współczynnik beta wynosi 1,0. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Ze względu na wzrost kapitalizacji, jaki widoczny był w ostatnim czasie, zrezygnowaliśmy z dodatkowej premii 1,5%, jaką uwzględnialiśmy w poprzedniej rekomendacji.

Główne założenia i zmiany w modelu:

- Diagnostyka – Voxel, Scanix, Rezonans Powiśle**
 Obniżamy prognozę dynamiki wolumenów w 2024 r. w grupie do ok. 9% (poprzednio 10%). W 2025 r. spodziewamy się wzrostu w okolicach 9,5%, natomiast w kolejnych latach zakładamy spowolnienie dynamik, a w długim okresie szacujemy wzrosty rzędu 1% rocznie. Wzrosty wycen badań refundowanych w kolejnych latach szacujemy dosyć konserwatywnie w granicach 1-2% rocznie, a w długim terminie 1% dla wszystkich rodzajów badań. W 4Q'24 powinny wejść w życie podwyżki dla personelu medycznego, dlatego spodziewamy się lekkiego spadku marży w 4Q'24 i w 2025 r.
- IT i wyposażenie pracowni – Alteris i Radpoint**
 Ostatni zapowiadany backlog Alterisa opiewał na 110 mln PLN. Spodziewamy się jednak, że podobnie jak w poprzednich latach spółka przebijie swoje założenia. Dodatkowo, od sierpnia'24 grupa konsoliduje wyniki Radpoint. W całym 2024 prognozujemy 120 mln PLN przychodów segmentu, a w 2025 dalszych wzrostów w związku z oczekiwaną realizacją inwestycji finansowanych z KPO.
- 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 2024 r. spółka ponosi zwiększone wydatki inwestycyjne związane z upgrade'ami rezonansów oraz rozpoczęciem inwestycji w nowy cyklotron. W 2024 r. prognozujemy łączny CAPEX na 63,8 mln PLN, a w 2025 r. ok. 95 mln PLN. Spółka w ostatnim czasie częściej korzysta z leasingu finansowego, dlatego spodziewamy się, że wydatki te będą częściowo pokryte tą formą finansowania. W długim okresie zakładamy wzrost wydatków odtworzeniowych.
- Intensywne inwestycje będą powodować dalszy wzrost amortyzacji. Do tego zakładamy dalszy wzrost czynszów, proporcjonalny do rocznej inflacji.
- W grudniu'24 spółka wypłaciła akcjonariuszom 29,2 mln PLN dywidendy, co daje 2,78 PLN/akcję. W 2025 r. zakładamy utrzymanie dotychczasowego poziomu wypłaty dywidendy w wysokości ok. 50% zysku za rok poprzedni, natomiast w długim okresie przyjmujemy wzrost do 75%.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 124,3 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	588,7	627,7	677,4	715,7	736,5	758,0	780,0	794,2	808,6	823,2
EBIT [mln PLN]	143,6	156,6	171,3	184,6	192,9	200,7	209,5	213,8	218,2	222,7
Stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	28,8	31,4	34,3	37,0	38,7	40,2	42,0	42,9	43,7	44,6
NOPLAT [mln PLN]	114,8	125,2	136,9	147,6	154,3	160,4	167,5	170,9	174,4	178,0
Amortyzacja [mln PLN]	51,3	54,3	58,5	60,3	61,0	62,6	63,3	64,0	64,7	65,4
CAPEX [mln PLN]	-94,9	-53,7	-55,4	-58,4	-59,9	-61,4	-63,0	-62,9	-64,5	-65,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	7,7	-2,0	-2,6	-2,0	-1,1	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7	-0,8
FCF [mln PLN]	79,0	123,9	137,5	147,5	154,3	160,5	166,7	171,3	174,0	177,3
DFCF [mln PLN]	70,7	99,4	98,7	94,6	88,3	81,9	75,9	69,5	62,9	57,1
Suma DFCF [mln PLN]	799,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 763,3				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	567,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 366,8									
Dług netto [mln PLN]	61,1									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 305,7									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	124,3									

Przychody zmiana r/r	16,0%	6,6%	7,9%	5,6%	2,9%	2,9%	2,9%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	14,4%	9,1%	9,3%	7,8%	4,5%	4,0%	4,4%	2,1%	2,1%	2,1%
FCF zmiana r/r	-21,9%	56,8%	11,0%	7,2%	4,6%	4,0%	3,9%	2,8%	1,6%	1,9%
Marża EBITDA	33,1%	33,6%	33,9%	34,2%	34,5%	34,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Marża EBIT	24,4%	25,0%	25,3%	25,8%	26,2%	26,5%	26,9%	26,9%	27,0%	27,0%
Marża NOPLAT	19,5%	20,0%	20,2%	20,6%	20,9%	21,2%	21,5%	21,5%	21,6%	21,6%
CAPEX / Przychody	16,1%	8,5%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	7,9%	8,0%	7,9%
CAPEX / Amortyzacja	184,8%	98,8%	94,6%	96,9%	98,2%	98,2%	99,4%	98,3%	99,6%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	1,3%	-0,3%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,5%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%	-5,2%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	83,8%	88,8%	92,0%	94,4%	96,0%	97,2%	98,0%	98,6%	99,0%	99,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	16,2%	11,2%	8,0%	5,6%	4,0%	2,8%	2,0%	1,4%	1,0%	0,7%
WACC	11,3%	11,6%	11,8%	11,9%	12,0%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,3%

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	128,1	133,1	139,2	146,6	155,7	167,4	182,7	203,8	234,6
	0,8	120,6	124,9	130,0	136,2	143,7	153,2	165,3	181,6	204,3
	0,9	113,8	117,5	121,9	127,1	133,4	141,1	150,9	163,7	181,0
	1,0	107,6	110,9	114,6	119,0	124,3	130,8	138,7	148,9	162,4
	1,1	102,0	104,8	108,1	111,9	116,3	121,7	128,3	136,6	147,2
	1,2	96,9	99,4	102,2	105,4	109,3	113,8	119,3	126,1	134,6
	1,3	92,2	94,4	96,8	99,6	102,9	106,8	111,4	117,0	124,0

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%	142,1	148,7	156,8	166,8	179,6	196,4	219,6	253,7	308,6
	6%	128,7	133,8	140,0	147,4	156,7	168,6	184,2	205,7	237,3
	7%	117,3	121,4	126,2	131,9	138,8	147,4	158,4	172,8	192,8
	8%	107,6	110,9	114,6	119,0	124,3	130,8	138,7	148,9	162,4
	9%	99,2	101,8	104,8	108,3	112,4	117,3	123,3	130,7	140,2
	10%	91,9	94,0	96,4	99,2	102,5	106,3	110,8	116,4	123,3
	11%	85,5	87,2	89,2	91,4	94,0	97,0	100,6	104,8	109,9

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%	224,5	211,4	199,7	189,1	179,6	170,9	163,0	155,7	149,1
	6%	202,9	189,1	177,0	166,3	156,7	148,1	140,4	133,4	127,0
	7%	184,9	170,9	158,8	148,1	138,8	130,5	123,0	116,3	110,3
	8%	169,7	155,7	143,7	133,4	124,3	116,3	109,3	102,9	97,2
	9%	156,7	142,9	131,2	121,1	112,4	104,8	98,1	92,1	86,7
	10%	145,5	131,9	120,5	110,8	102,5	95,2	88,8	83,1	78,1
	11%	135,6	122,4	111,3	102,0	94,0	87,1	81,0	75,6	70,9

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 zestawieniu znajdują się spółki wykonujące badania diagnostyki obrazowej, m. in. istotne w działalności Voxel MR, TK i PET, a także 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 Voxelu 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 grudnia 2024 roku. Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 157,6 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 124,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych i krajowych konkurentów.

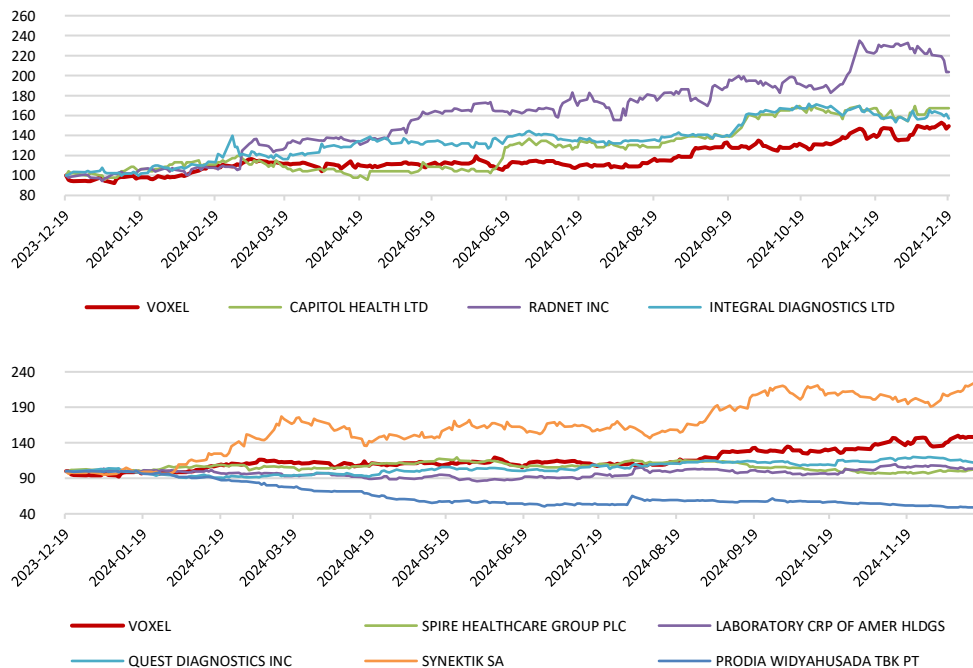
Ze względu na różnice w ofercie oraz skali działalności, metodzie przypisaliśmy 30% w ostatecznej wycenie.

Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Capitol Health	30,7	25,5	21,0	8,9	8,2	7,6	17,9	15,4	13,7
RadNet	90,1	75,7		17,5	15,6	12,6	37,6	32,5	
Integral Diagnostics	21,7	13,7	12,1	7,8	5,9	5,5	13,5	9,6	8,4
Synektik	15,2	12,4	12,6	9,1	7,5		10,9	8,7	
Spire Healthcare Group	15,2	11,3	9,2	3,9	3,9	2,8	6,4	6,1	4,2
Laboratory Corporation of America	14,1	13,0	11,8	9,9	8,9		11,9	10,7	
Quest Diagnostics	15,4	14,2	12,9	10,2	9,4	8,7	12,8	11,8	10,4
PRODIA WIDYAHUSADA TBK PT	9,3	8,6		3,6	3,3		5,0	4,6	
Mediana	15,3	13,4	12,4	9,0	7,8	7,6	12,4	10,2	9,4
Voxel	13,8	11,9	10,8	7,9	7,0	6,3	10,9	9,5	8,5
Premia/dyskonto grupa	-10%	-11%	-13%	-12%	-10%	-16%	-12%	-6%	-9%
Wycena wg wskaźnika	159,2	154,3	156,3	161,4	154,3	166,8	163,1	149,1	153,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		156,6			160,8			155,3	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	157,6								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 19.12.2024

Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 3Q'24

Diagnostyka

W 3Q'24, zgodnie z naszymi założeniami, wolumeny badań diagnostycznych lekko spadły w porównaniu do 2Q'24 (jednocześnie wzrosły +6,4% r/r). Z jednej strony wynikało to z okresu wakacyjnego, kiedy liczba badań spada przez mniejszą dostępność personelu wykonującego badania oraz lekarzy sporządzających opisy. Z drugiej strony w 3Q'24 spółka zamknęła 2 pracownię TK – w Ustrzykach i Bolesławcu. Spowodowało to spadek liczby badań TK do 33,6 tys. wobec 34,7 tys. ocz. Voxel pokazał natomiast wzrost wolumenów w badaniach MR (1 nowa pracownia), jednak zmitygował go spadek liczby tych badań w Scanixie i Rezonansie Powiśle. Ostatecznie w 3Q'24 grupa wykonała 70,8 tys. badań MR vs. 70,2 tys. ocz. Delikatnie wyższe od naszych prognoz okazały się wolumeny badań PET i SPECT, które wyniosły odpowiednio 4,9 tys. i 4,4 tys. vs. 4,8 tys. i 4,3 tys. prognozowane. Wzrost wolumenów w porównaniu do 3Q'23 oraz wycen badań refundowanych przyniósł wzrost przychodów segmentu do 100,9 mln PLN (100,2 mln PLN ocz.), czyli +14,5% r/r. EBITDA segmentu wzrosła do 47,1 mln PLN (+9,8% r/r), lekko poniżej naszych oczekiwań.

IT i wyposażenie pracowni

Od sierpnia'24 w ramach segmentu konsolidowany jest Radpoint. Ze względu na etap rozwoju, na jakim znajduje się spółka, pozytywnie wpływa na przychody (+1,6 mln PLN w sierpniu i wrześniu), natomiast obniża wynik EBITDA. Alteris zaskoczył pozytywnie pod względem przychodów. W 3Q'24 sprzedaż wyniosła 33,8 mln PLN (+6,5% r/r), z czego 3,4 mln PLN do grupy (zakładaliśmy 27,9 mln PLN, w tym 4,5 mln PLN do grupy). Niższa sprzedaż w grupie wynikała ze zwiększonej ilości dostaw sprzętu, który finansowany jest za pomocą umów leasingu finansowego, dlatego sprzedaż była realizowana do podmiotów finansujących, a nie powiązanych. Aktualny backlog na 2024 r. wynosi 110 mln PLN (vs 85 mln PLN w listopadzie'23).

Neuroradiochirurgia

W 3Q'24 spółka wykonała 147 procedur gamma knife, co oznacza wzrost o 11 procedur r/r i stabilizację k/k. Wzrost liczby badań MR o +19% r/r (-11% k/k) był niższy od naszych od naszych założeń. EBITDA segmentu wzrosła +14,6% r/r do 1,8 mln PLN (vs. 2,3 mln PLN ocz.).

Wyniki 3Q'24 oceniamy neutralnie. Pozytywnym sygnałem jest dwucyfrowy wzrost sprzedaży. Marża brutto na sprzedaży obciążona została głównie przez podwyżki wynagrodzeń, których spodziewaliśmy się dopiero w 4Q'24, oraz amortyzacji w związku ze wzrostem stawek czynszów. Dodatkowo Radpoint odnotował stratę ze sprzedaży w wysokości 0,3 mln PLN. Wynik EBITDA został obciążony zdarzeniem jednorazowym w wysokości -1,0 mln PLN z tytułu kosztów likwidacji i straty ze zbycia środków trwałych i ZCP. Wyższy od naszych oczekiwań wynik EBITDA zanotował segment IT i wyposażenie pracowni w związku z utrzymaniem sezonowości sprzedaży mimo mocnej 1H'24, natomiast ze względu na Radpoint w ujęciu r/r widoczny jest lekki spadek (3,8 mln PLN vs 3,9 mln PLN rok wcześniej). Koszty finansowe również zostały obciążone stratą Radpoint (-0,3 mln PLN), stąd wynik netto wyniósł 25,4 mln PLN (-3,0% na działalności kontynuowanej). Zwracamy uwagę, że po wyłączeniu zdarzenia jednorazowego oraz starty Radpoint, wyniki okresu są zbliżone do naszych prognoz.

Wyniki finansowe 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	r/r	3Q'24P BDM	różnica	1-3Q'23	1-3Q'24	r/r
Przychody	118,3	134,5	13,7%	127,8	5,2%	298,9	367,1	22,8%
Wynik brutto na sprzedaży	40,0	41,4	3,5%	42,3	-2,1%	102,2	114,9	12,3%
EBITDA	43,1	46,1	7,1%	47,3	-2,5%	110,7	125,7	13,5%
<i>Diagnostyka</i>	42,9	47,1	9,8%	47,6	-1,2%	115,2	131,7	14,3%
<i>Neurochirurgia</i>	1,6	1,8	14,6%	2,3	-23,8%	4,8	5,7	18,4%
<i>IT i wyposażenie pracowni</i>	3,9	3,8	-2,3%	3,5	9,3%	8,0	10,4	30,2%
<i>Szpitalnictwo</i>	-0,2	0,0	-	0,0	-	-1,9	0,0	-
<i>Wyłączenia</i>	-5,0	-6,5	-	-6,2	-	-20,2	-22,1	-
EBIT	34,4	34,2	-0,5%	35,5	-3,5%	81,7	90,8	11,0%
Zysk brutto	32,4	31,9	-1,4%	33,8	-5,5%	74,4	84,6	13,8%
Zysk netto	23,6	25,4	7,9%	27,3	-7,0%	52,9	67,9	28,5%
dz. kontynuowana	26,2	25,4	-3,0%	-	-	60,1	67,9	13,0%
dz. zaniechana	-2,7	0,0	-	-	-	-7,3	0,0	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,8%	30,8%		33,1%		34,2%	31,3%	
Marża EBITDA	36,4%	34,3%		37,0%		37,1%	34,3%	
Marża EBIT	29,1%	25,5%		27,8%		27,4%	24,7%	
Marża zysku netto	19,9%	18,9%		21,4%		17,7%	18,5%	

Źródło: BDM, Spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25P	2Q25P	3Q25P	4Q25P
Przychody	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	140,3	128,1	141,4	156,3	162,9
Wynik brutto na sprzedaży	31,2	31,0	40,0	38,1	35,4	38,0	41,4	43,2	39,0	39,8	44,3	51,2
EBITDA	30,9	35,7	44,1	41,2	37,5	42,1	46,1	46,6	45,5	44,6	49,4	55,4
Diagnostyka	36,4	35,9	42,9	38,7	41,1	43,5	47,1	46,7	45,1	45,8	50,4	55,6
Neurochirurgia	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0
IT i wyposażenie pracowni	1,7	2,4	3,9	6,1	3,2	3,4	3,8	5,6	3,8	4,3	4,3	6,0
Szpitalnictwo	-1,3	-0,4	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	34,8	33,3	31,7	36,3	42,2
Zysk brutto	18,4	23,6	32,4	27,9	24,3	28,4	31,9	32,8	31,4	29,8	35,0	40,8
Zysk netto z dział. kont.	14,8	19,1	26,2	22,1	19,6	22,9	25,4	25,8	25,4	24,1	27,9	32,2
Strata netto z dział. zan.	-2,8	-1,8	-2,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	12,0	17,3	23,6	22,7	19,6	22,9	25,4	25,8	25,4	24,1	27,9	32,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,3%	33,7%	33,8%	30,4%	32,6%	30,7%	30,8%	30,8%	30,5%	28,1%	28,4%	31,4%
Marża EBITDA	34,9%	38,8%	37,3%	32,9%	34,6%	33,9%	34,3%	33,2%	35,5%	31,5%	31,6%	34,0%
Marża EBIT	24,1%	28,3%	29,1%	24,7%	23,9%	24,7%	25,5%	24,8%	26,0%	22,5%	23,2%	25,9%
Marża zysku netto	13,6%	18,8%	19,9%	18,1%	18,0%	18,5%	18,9%	18,4%	19,8%	17,0%	17,8%	19,8%

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody	424,2	507,4	588,7	627,7	677,4	715,7	736,5	758,0	780,0	794,2	808,6	823,2
Wynik brutto na sprzedaży	140,3	158,1	174,3	189,1	206,4	221,8	231,2	240,1	250,1	255,2	260,4	265,7
EBITDA	147,1	172,3	194,9	211,0	229,8	244,9	253,9	263,2	272,8	277,8	282,9	288,1
Diagnostyka	154,0	178,4	196,8	216,4	237,8	254,7	264,6	274,8	285,3	290,8	296,5	302,2
Neurochirurgia	6,4	7,6	7,6	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4
IT i wyposażenie pracowni	14,1	16,0	18,4	16,8	16,8	16,9	17,1	17,2	17,4	17,5	17,7	17,8
Szpitalnictwo	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	112,7	125,5	143,6	156,6	171,3	184,6	192,9	200,7	209,5	213,8	218,2	222,7
Zysk brutto	102,2	118,4	137,0	151,5	166,1	179,5	187,8	195,5	204,3	208,7	213,1	217,5
Zysk netto z dział. kont.	82,2	94,8	109,5	121,1	132,8	143,5	150,1	156,3	163,4	166,8	170,3	173,9
Strata netto z dział. zan.	-6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	75,5	94,8	109,5	121,1	132,8	143,5	150,1	156,3	163,4	166,8	170,3	173,9
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,1%	31,2%	29,6%	30,1%	30,5%	31,0%	31,4%	31,7%	32,1%	32,1%	32,2%	32,3%
Marża EBITDA	34,7%	34,0%	33,1%	33,6%	33,9%	34,2%	34,5%	34,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Marża EBIT	26,6%	24,7%	24,4%	25,0%	25,3%	25,8%	26,2%	26,5%	26,9%	26,9%	27,0%	27,0%
Marża zysku netto	17,8%	18,7%	18,6%	19,3%	19,6%	20,1%	20,4%	20,6%	20,9%	21,0%	21,1%	21,1%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 19.08.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	497,0	507,4	2,1%	568,0	588,7	3,6%	617,4	627,7	1,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	149,9	158,1	5,4%	169,0	174,3	3,1%	184,7	189,1	2,4%
EBITDA	169,4	172,3	1,7%	196,6	194,9	-0,9%	213,5	211,0	-1,2%
EBIT	120,3	125,5	4,3%	141,6	143,6	1,4%	154,9	156,6	1,1%
Wynik brutto	113,8	118,4	4,0%	136,4	137,0	0,4%	151,4	151,5	0,1%
Wynik netto	91,3	94,8	3,8%	107,7	109,5	1,7%	119,6	121,1	1,3%
Marża brutto	30,2%	31,2%		29,7%	29,6%		29,9%	30,1%	
Marża EBITDA	34,1%	34,0%		34,6%	33,1%		34,6%	33,6%	
Marża EBIT	24,2%	24,7%		24,9%	24,4%		25,1%	25,0%	
Marża netto	18,4%	18,7%		19,0%	18,6%		19,4%	19,3%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	347,0	386,1	429,6	429,0	425,8	423,9	422,8	421,7	421,3	420,2	419,9	419,9
Rzeczowe aktywa trwałe	263,1	291,5	332,7	332,0	328,9	327,2	326,2	325,1	324,8	323,7	323,5	323,5
Aktywa niematerialne	16,5	22,8	25,1	25,1	25,0	24,8	24,7	24,7	24,6	24,6	24,5	24,5
Wartość firmy	61,3	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5	64,5
Aktywa obrotowe	182,0	189,2	175,2	191,3	224,7	261,8	298,4	338,7	382,7	426,1	470,7	516,8
Zapasy	21,2	21,2	21,5	22,9	24,8	26,2	26,9	27,7	28,5	29,0	29,6	30,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	88,5	99,0	115,0	122,6	132,3	139,8	143,9	148,1	152,4	155,1	157,9	160,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	64,1	66,8	36,4	43,5	65,3	93,6	125,3	160,7	199,5	239,6	280,9	323,6
Aktywa razem	529,0	575,4	604,9	620,4	650,5	685,8	721,2	760,4	804,0	846,3	890,6	936,7
Kapitał własny	295,4	327,4	391,8	430,8	472,8	516,7	559,2	602,9	649,1	693,4	738,6	784,8
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	121,3	101,8	102,8	83,9	70,0	59,6	51,9	46,1	41,8	38,6	36,3	34,5
Oprocentowane kredyty i pożyczki	7,3	1,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	29,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	55,8	71,5	73,6	54,9	40,9	30,5	22,7	16,9	12,6	9,4	7,0	5,2
Zobowiązania krótkoterminowe	112,3	146,2	110,2	105,6	107,7	109,5	110,1	111,4	113,1	114,3	115,8	117,4
Oprocentowane kredyty i pożyczki	9,2	6,4	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	9,9	29,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	15,0	19,3	19,8	14,8	11,0	8,2	6,1	4,6	3,4	2,5	1,9	1,4
Pasywa razem	529,0	575,4	604,9	620,4	650,5	685,8	721,2	760,4	804,0	846,3	890,6	936,7
Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	424,2	507,4	588,7	627,7	677,4	715,7	736,5	758,0	780,0	794,2	808,6	823,2
w tym testy COVID-19	0,0	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	140,3	158,1	174,3	189,1	206,4	221,8	231,2	240,1	250,1	255,2	260,4	265,7
Koszty sprzedaży	2,4	2,4	2,8	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7
Koszty zarządu	21,8	25,8	27,1	28,9	31,2	32,9	33,9	34,9	35,9	36,6	37,2	37,9
EBIT	112,7	125,5	143,6	156,6	171,3	184,6	192,9	200,7	209,5	213,8	218,2	222,7
EBITDA	147,1	172,3	194,9	211,0	229,8	244,9	253,9	263,2	272,8	277,8	282,9	288,1
Diagnostyka	154,0	178,4	196,8	216,4	237,8	254,7	264,6	274,8	285,3	290,8	296,5	302,2
Neurochirurgia	6,4	7,6	7,6	7,7	7,8	7,9	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4
IT i wyposażenie pracowni	14,1	16,0	18,4	16,8	16,8	16,9	17,1	17,2	17,4	17,5	17,7	17,8
Szpitalnictwo	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wylączenia	-26,1	-29,7	-27,9	-30,0	-32,6	-34,6	-35,7	-36,8	-38,0	-38,7	-39,5	-40,3
Zysk brutto	102,2	118,4	137,0	151,5	166,1	179,5	187,8	195,5	204,3	208,7	213,1	217,5
Zysk netto z dział. kont.	82,2	94,8	109,5	121,1	132,8	143,5	150,1	156,3	163,4	166,8	170,3	173,9
Zysk netto z dział. zan.	-6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	129,0	119,2	147,4	177,0	191,6	205,4	214,9	222,7	230,4	235,6	239,8	244,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-39,6	-61,6	-94,9	-53,7	-55,4	-58,4	-59,9	-61,4	-63,0	-62,9	-64,5	-65,4
Przepływy z działalności finansowej	-58,4	-54,9	-82,9	-116,2	-114,5	-118,7	-123,4	-125,9	-128,6	-132,5	-134,1	-135,9
Przepływy pieniężne netto	31,0	2,7	-30,4	7,1	21,8	28,3	31,7	35,4	38,8	40,1	41,3	42,7
Środki pieniężne na początek okresu	33,2	64,1	66,8	36,4	43,5	65,3	93,6	125,3	160,7	199,5	239,6	280,9
Środki pieniężne na koniec okresu	64,1	66,8	36,4	43,5	65,3	93,6	125,3	160,7	199,5	239,6	280,9	323,6

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	17,6%	19,6%	16,0%	6,6%	7,9%	5,6%	2,9%	2,9%	2,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	1,6%	3,1%	-1,3%	8,0%	4,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	18,6%	11,4%	13,8%	8,9%	11,4%	7,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	10,1%	10,0%	18,9%	15,4%	8,0%	6,6%	6,3%	6,1%	5,8%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	38,5%	17,1%	13,1%	8,2%	8,9%	6,6%	3,7%	3,7%	3,6%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	40,4%	11,4%	14,4%	9,1%	9,3%	7,8%	4,5%	4,0%	4,4%	2,1%	2,1%	2,1%
Zysk netto zmiana r/r	48,1%	15,3%	15,6%	10,6%	9,7%	8,0%	4,6%	4,1%	4,5%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża brutto na sprzedaży	33,1%	31,2%	29,6%	30,1%	30,5%	31,0%	31,4%	31,7%	32,1%	32,1%	32,2%	32,3%
Marża EBITDA	34,7%	34,0%	33,1%	33,6%	33,9%	34,2%	34,5%	34,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Marża EBIT	26,6%	24,7%	24,4%	25,0%	25,3%	25,8%	26,2%	26,5%	26,9%	26,9%	27,0%	27,0%
Marża brutto	24,1%	23,3%	23,3%	24,1%	24,5%	25,1%	25,5%	25,8%	26,2%	26,3%	26,3%	26,4%
Marża netto	19,4%	18,7%	18,6%	19,3%	19,6%	20,1%	20,4%	20,6%	20,9%	21,0%	21,1%	21,1%
COGS / przychody	66,9%	68,8%	70,4%	69,9%	69,5%	69,0%	68,6%	68,3%	67,9%	67,9%	67,8%	67,7%
SG&A / przychody	5,7%	5,6%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
SG&A / COGS	8,5%	8,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
ROE	25,6%	28,9%	27,9%	28,1%	28,1%	27,8%	26,8%	25,9%	25,2%	24,1%	23,1%	22,2%
ROA	14,3%	16,5%	18,1%	19,5%	20,4%	20,9%	20,8%	20,6%	20,3%	19,7%	19,1%	18,6%
Dług	127,1	127,9	97,8	69,6	51,9	38,7	28,8	21,5	16,0	11,9	8,9	6,6
D / (D+E)	30,1%	28,1%	20,0%	13,9%	9,9%	7,0%	4,9%	3,4%	2,4%	1,7%	1,2%	0,8%
D / E	43,0%	39,1%	25,0%	16,2%	11,0%	7,5%	5,2%	3,6%	2,5%	1,7%	1,2%	0,8%
Dług netto	63,0	61,1	61,4	26,1	-13,4	-54,9	-96,4	-139,2	-183,5	-227,7	-272,0	-317,0
Dług netto / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1
Dług netto / EBIT	0,6	0,5	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,4
EV	1 370,6	1 368,7	1 369,0	1 333,7	1 294,2	1 252,7	1 211,1	1 168,4	1 124,1	1 079,9	1 035,6	990,6
Dług / EV	9,3%	9,3%	7,1%	5,2%	4,0%	3,1%	2,4%	1,8%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%
CAPEX / Przychody	10,4%	12,6%	16,1%	8,5%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	7,9%	8,0%	7,9%
CAPEX / Amortyzacja	114,3%	136,4%	184,8%	98,8%	94,6%	96,9%	98,2%	98,2%	99,4%	98,3%	99,6%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	9,1%	9,2%	8,7%	8,7%	8,6%	8,4%	8,3%	8,3%	8,1%	8,1%	8,0%	7,9%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	-3,5%	-1,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	6,6%	-21,3%	-9,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	3,1	2,6	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
P/E*	17,3	13,8	11,9	10,8	9,8	9,1	8,7	8,4	8,0	7,8	7,7	7,5
P/BV*	4,5	4,0	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7
P/CE*	11,4	9,2	8,1	7,5	6,8	6,4	6,2	6,0	5,8	5,7	5,6	5,5
EV/EBITDA*	9,3	7,9	7,0	6,3	5,6	5,1	4,8	4,4	4,1	3,9	3,7	3,4
EV/EBIT*	12,2	10,9	9,5	8,5	7,6	6,8	6,3	5,8	5,4	5,1	4,7	4,4
EV/S*	3,2	2,7	2,3	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
BVPS	27,9	31,2	37,1	40,6	44,4	48,3	52,1	56,0	60,1	64,0	68,0	72,1
EPS	7,2	9,0	10,4	11,5	12,6	13,7	14,3	14,9	15,6	15,9	16,2	16,6
CEPS	10,9	13,5	15,3	16,7	18,2	19,4	20,1	20,8	21,6	22,0	22,4	22,8
FCFPS	8,1	5,3	5,0	11,7	13,0	14,0	14,8	15,4	15,9	16,4	16,7	17,0
DPS w okresie	1,4	2,8	4,3	7,8	8,7	9,5	10,2	10,7	11,2	11,7	11,9	12,2
DY	1,2%	2,3%	3,4%	6,3%	6,9%	7,6%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%	9,6%	9,8%
Payout ratio	18,4%	31,4%	41,2%	67,8%	68,4%	69,4%	71,7%	72,0%	71,8%	73,5%	73,5%	73,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 124,5 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 budowy budynku produkcyjno-biurowego, w którym znajdzie się nowy cyklotron.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: 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
[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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedejus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejus@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
Akumuluj	134,3	Kupuj	111,2	19.12.2024	13:00 CET	122,5	79 898,77
Kupuj	111,2	Kupuj	106,6	19.08.2024	10:45 CEST	92,4	84 504,87
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 4Q'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	7	50%	0	0%
Akumuluj	5	36%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	1	7%	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: 2024-12-19.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-19 (13:00 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-27.

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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 portfelową 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 19.12.2024 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 zaistnieć 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.