



Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 58,7 PLN

23 MARCA 2022, 7:00 CET

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Voxel od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 58,7 PLN/akcję. Obserwowane w 2020 zachwianie w obszarze diagnostyki wywołane pandemią szybko ustało i aktualnie segment ten dynamicznie się rozwija. Spółka corocznie pozyskuje nowe kontrakty z NFZ, co przekłada się na wyższą rentowność pracowni. Na początku 2022 roku grupa pozyskała dwie nowe umowy na wykonywanie badań PET-TK w Rzeszowie (od 02.2022) i Katowicach (od 04.2022). Podkreślamy, że nasze prognozy, zakładające koniec pandemii w 1H'22 i dwucyfrowy wzrost kosztów plac, są konserwatywne i mogą ulec podwyższeniu. W krótkim terminie pozytywny wpływ na wyniki może mieć kryzys humanitarny związany z wojną w Ukrainie i wzrost ilości testów w kierunku SARS-CoV-2. W długim okresie spółka będzie beneficjentem rosnących nakładów na służbę zdrowia.

Voxel jest spółką skupiającą się na badaniach diagnostycznych, szczególnie tomografii komputerowej (TK), rezonansie magnetycznym (MR), pozytonowej tomografii emisyjnej (PET) i badaniach medycyny nuklearnej (SPECT). Grupa zrzesza również spółki z innych, pokrewnych obszarów działalności, które są nawzajem komplementarne.

W czasie pandemii spółka rozpoczęła diagnostykę w kierunku SARS-CoV-2, która była motorem wzrostów wyników w 2020-2021. W związku z konfliktem zbrojnym w Ukrainie dostrzegamy szanse na wzrost zapotrzebowania na usługi spółki. Według danych Straży Granicznej, od początku konfliktu granicę polsko-ukraińską w kierunku Polski przekroczyło 2,1 mln osób (średnio 82 tys. dziennie). Skokowy napływ ludności o niskim odsetku wyszczepienia (37% obywateli Ukrainy jest w pełni zaszczepionych, 2% przyjęło dawkę przypominającą) może w krótkim terminie wpłynąć na znaczny wzrost wolumenów testów.

Pandemia Covid-19 uwypukliła problemy, z jakimi zmagają się polski system ochrony zdrowia. Rodzi to oczekiwania wzrostu wydatków na służbę zdrowia. Według ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych, od 2027 roku minimalnie 7% PKB będzie przeznaczony na finansowanie tego obszaru (w 2022 jest to poziom 5,75%). Oczekujemy, że przełoży się to na wzrost liczby kontraktów zawieranych z NFZ, czego beneficjentem będzie także spółka.

2021 rok był dla spółki rekordowy. Głównymi katalizatorami wyników były dwie fale pandemii – na wiosnę i w jesieni – i znaczący wzrost liczby testów w kierunku SARS-CoV-2 oraz odbicie wolumenów w segmencie diagnostyki. Od 01.01.2022 obowiązuje nowa wycena testów PCR – 113 PLN/test, wobec 280 PLN/test w 2021 (-60%). Na rynku pojawiły się obawy, czy dalsze wykonywanie testów będzie rentowne, jednak w naszej opinii znaczący wzrost wolumenów badań na początku roku obronił rentowność tego obszaru. Szacujemy, że łączny wpływ (VITO-MED + Alteris) testów na EBITDA grupy w 2021 roku wyniósł ponad 50 mln PLN (28 mln PLN w '20), a w 2022 będzie to zaledwie 9 mln PLN.

Spółka handlowana jest obecnie na wskaźniku EV/EBITDA ok. 5x, czyli ze znacznym dyskontem do spółek porównywalnych. Dodatkowo inwestycja w Voxel może przynieść 4-5% stopę dywidendy.

Wycena DCF [PLN]	55,4
Wycena porównawcza [PLN]	71,9
Wycena końcowa [PLN]	58,7
Potencjał do wzrostu / spadku	52,5%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	38,8
Kapitalizacja [mln PLN]	407,5
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	53,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	38,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-25,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20,9%
Struktura akcjonariatu*:	
Voxel International S.a.r.l	60,6%
OFE Allianz Polska	5,1%
OFE MetLife	5,0%
TFI PZU SA	4,9%
Pozostali	24,4%

*- liczba głosów na WZA

Anna Madziar

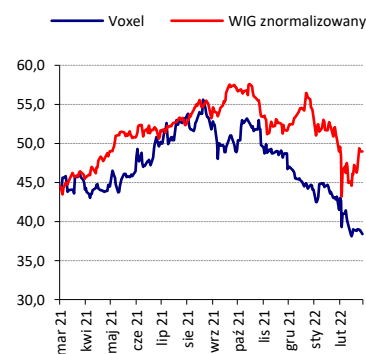
madziar@bdm.com.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	170,4	211,7	327,6	442,3	400,6	436,6
w tym testy COVID-19	0,0	0,0	63,1	129,8	46,1	0,0
EBIT [mln PLN]	31,0	34,3	50,4	91,9	49,8	54,0
EBITDA [mln PLN]	45,3	57,2	84,5	127,8	88,1	94,3
Wynik netto [mln PLN]	23,4	22,9	34,1	69,0	34,5	38,3
P/E	17,4	17,8	12,0	5,9	11,8	10,6
P/BV	2,8	2,6	2,3	1,8	1,7	1,5
EV/EBIT	14,9	15,0	10,7	5,6	9,8	8,7
EV/EBITDA	10,2	9,0	6,4	4,0	5,6	5,0
DPS w okresie	1,0	1,0	0,9	2,0	1,7	1,5
DY	2,6%	2,6%	2,3%	5,2%	4,3%	3,9%



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

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

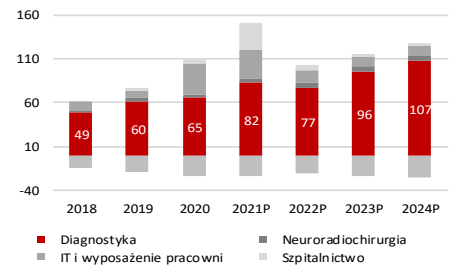
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
MODEL BIZNESOWY	12
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	12
PANDEMIA COVID-19	14
POLITYKA DYWIDENDOWA	14
AKCJONARIAT	15
OTOCZENIE RYNKOWE	16
FINANSOWANIE SYSTEMU OCHRONY ZDROWIA	16
ZAPOTRZEBOWANIE NA BADANIA	17
DIAGNOSTYKA OBRAZOWA.....	18
MEDYCYNA NUKLEARNA.....	20
PROGNOZA NA 4Q'21 I KOLEJNE OKRESY	21
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	22

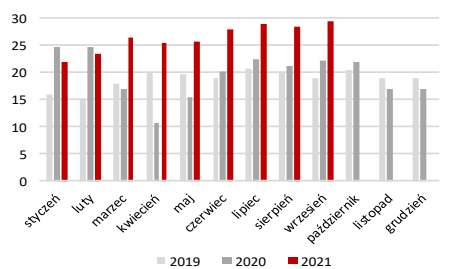
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	170	212	328	442	401	437	471
w tym testy COVID-19	0	0	63	130	46	0	0
Wynik brutto na sprzedaży	48	56	68	117	72	79	88
Koszty sprzedaży	2	2	3	2	2	1	1
Koszty zarządu	17	20	25	23	21	23	25
EBIT	31	34	50	92	50	54	62
EBITDA	45	57	84	128	88	94	105
Diagnostyka	49	60	65	82	82	98	109
Neurochirurgia	1	5	4	5	5	6	6
IT i wyposażenie pracowni	11	9	35	32	15	11	11
Szpitalnictwo	0	3	4	32	6	3	4
Wylączenia	-15	-19	-24	-23	-21	-23	-25
Zysk brutto	29	28	45	85	43	47	56
Zysk netto	23	23	34	69	35	38	45
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	206	261	320	338	338	338	338
Rzeczowe aktywa trwałe	136	183	231	248	248	248	248
Aktywa niematerialne	8	10	12	14	14	14	14
Wartość firmy	59	60	66	66	66	66	66
Aktywa obrotowe	76	77	118	151	151	159	166
Zapasy	6	7	30	28	20	22	24
Należności handlowe oraz pozostałe należności	48	46	69	65	46	51	55
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	7	16	56	82	85	85
Aktywa razem	282	338	438	490	489	498	504
Kapitał własny	143	156	181	228	245	268	293
Zobowiązania długoterminowe	85	117	101	160	160	151	136
Oprocentowane kredyty i pożyczki	19	25	39	30	30	25	20
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	35	35	0	55	55	55	50
Zobowiązania z tytułu leasingu	2	28	36	46	46	41	36
Zobowiązania krótkoterminowe	54	66	156	101	84	79	75
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6	16	25	23	23	18	13
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	1	1	36	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	1	8	11	11	11	9	7
Pasywa razem	282	338	438	490	489	498	504
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	30	49	59	106	89	82	91
Amortyzacja	14	23	34	36	38	40	43
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-42	-37	-34	-38	-40	-43
CAPEX	-10	-27	-30	-36	-38	-40	-43
Przepływy z działalności finansowej	-13	-7	-14	-32	-25	-40	-48
Dywidenda	-11	-10	-10	-21	-18	-16	-20
Odsetki	-2	-5	-6	-6	-8	-7	-6
Zmiana środków pieniężnych	-11	0	9	40	26	2	1
Środki pieniężne	8	7	16	56	82	85	85
Dynamiki [%]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	12%	24%	55%	35%	-9%	9%	8%
Wolumeny badań							
TK	5%	12%	2%	38%	10%	6%	6%
MR	10%	31%	13%	32%	16%	12%	11%
PET	20%	13%	-1%	29%	20%	31%	19%
EBITDA	16%	26%	48%	51%	-31%	7%	11%
Zysk netto	18%	-2%	49%	102%	-50%	11%	18%
Wybrane dane i wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji [mln]	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
ROE	16%	15%	19%	30%	14%	14%	15%
ROA	8%	7%	8%	14%	7%	8%	9%
DPS w okresie	1,0	1,0	0,9	2,0	1,7	1,5	1,9
Stopa dywidendy	2,6%	2,6%	2,3%	5,2%	4,3%	3,9%	4,8%
P/E	17,4	17,8	12,0	5,9	11,8	10,6	9,0
P/BV	2,8	2,6	2,3	1,8	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	10,2	9,0	6,4	4,0	5,6	5,0	4,3

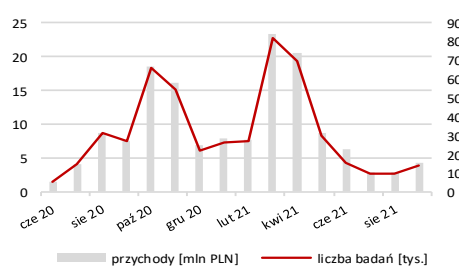
Struktura EBITDA w podziale na segmenty [tys. PLN]



Miesięczna liczba badań TK, MR, PET wykonywanych przez grupę [tys.]



Miesięczna liczba badań i przychody z badań w kierunku SARS-CoV-2



Czynniki ryzyka

- Zmiany w systemie finansowania służby zdrowia na korzyść publicznych placówek ochrony 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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 38,8 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 55,4 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek wykonujących badania diagnostyczne z zakresu radiologii, spółek zajmujących się szerszą diagnostyką oraz polskiego konkurenta w segmencie radiofarmaceutyków i IT, została oparta na prognozach wyników na lata 2021-2023 i dała wartość 1 akcji na poziomie 71,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 58,7 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	55,4
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	71,9
Wycena spółki [PLN]		58,7

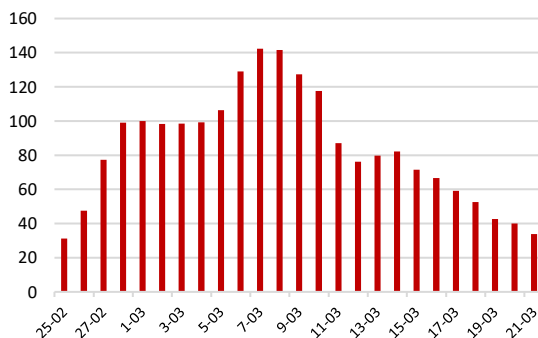
Źródło: BDM S.A.

Wpływ konfliktu w Ukrainie – więcej szans niż zagrożeń

Spółka nie przekazała informacji na temat identyfikacji ryzyk wynikających z inwazji Rosji na Ukrainę. Działalność spółki skoncentrowana jest na rynku polskim, grupa nie pozyskuje materiałów z Ukrainy ani Rosji. Materiały zużywalne, kupowane głównie w Azji, są dostępne także w Polsce, dlatego w razie problemów z łańcuchami dostaw lub niekorzystnymi kursami walut, jest możliwość zmiany źródła zakupów i ograniczenia potencjalnych strat z tego tytułu. Uważamy, że sytuacja geopolityczna nie odbije się negatywnie na działalności podmiotu.

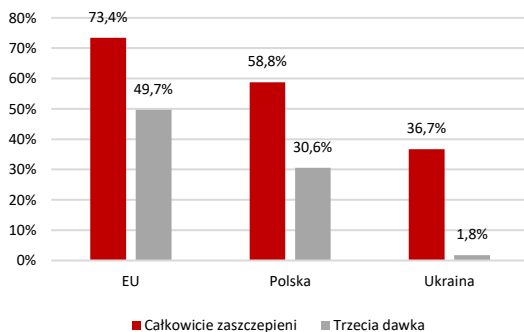
Z drugiej strony dostrzegamy szanse na wzrost zapotrzebowania na usługi spółki. Według danych Straży Granicznej, od początku konfliktu granicę polsko-ukraińską w kierunku Polski przekroczyło 2,1 mln osób. W zależności od rozwoju sytuacji, oczekujemy, że w najbliższych tygodniach sytuacja na granicy będzie się utrzymywać. Według Ośrodka Badań Nad Migracjami Uniwersytetu Warszawskiego około 60% tych osób pozostanie w kraju.

Napływ uchodźców z Ukrainy do Polski [tys.]



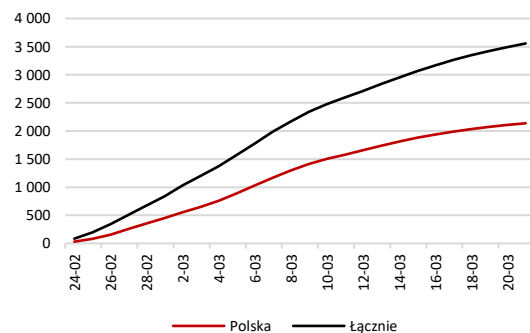
Źródło: BDM, SG

Poziom wyszczerpienia przeciwko SARS-CoV-2



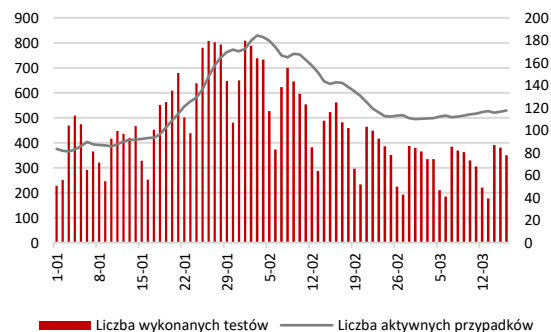
Źródło: BDM, Bloomberg

Napływ uchodźców do Polski i innych krajów [tys.]



Źródło: BDM, UNHCR

Dzienna liczba testów i aktywnych przypadków w Polsce [tys.]



Źródło: BDM, MZ (dane za okres 01.01.2022-22.03.2022)

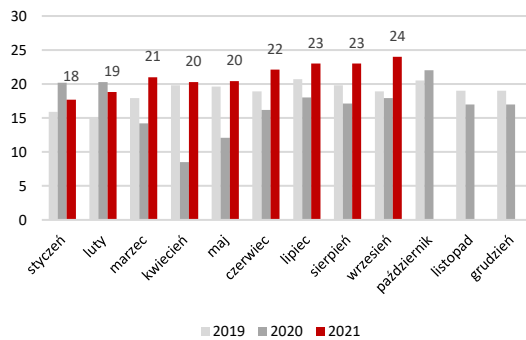
Pod względem poziomu wyszczerpienia społeczeństwa przeciwko SARS-CoV-2 Ukraina ma jeden z najniższych wyników w Europie. 36,7% społeczeństwa jest całkowicie zaszczepione, jednak trzecią dawkę przyjęło jedynie 1,8% obywateli. Dla porównania w Polsce 30,6% ludności przyjęło dawkę przypominającą, a w Unii Europejskiej odsetek ten wynosi 49,7%. Skokowy napływ ludności o małej odporności na koronawirusa może w krótkim terminie wpłynąć na znaczny wzrost wolumenów testów diagnostycznych, czego beneficjentem będzie VITO-MED.

17.03.2022 minister zdrowia przedstawił premierowi propozycję zniesienia od początku kwietnia obostrzeń dotyczących noszenia maseczek, kwarantanny i izolacji. Brak wzrostu obciążenia szpitali "otwiera pewną przestrzeń do dalszych decyzji związanych z maseczkami i przejściem ze stanu epidemii, do stanu zagrożenia epidemicznego". Naszym zdaniem może to krótkoterminowo wpłynąć na wzrost liczby zachorowań oraz liczby wykonywanych testów. Podkreślamy, że nasze założenia dla VITO-MED są bardzo konserwatywne i nie obejmują kolejnych fal Covid-19.

Wzrost wolumenów TK, MR, PET pokryje spadek diagnostyki SARS-CoV-2

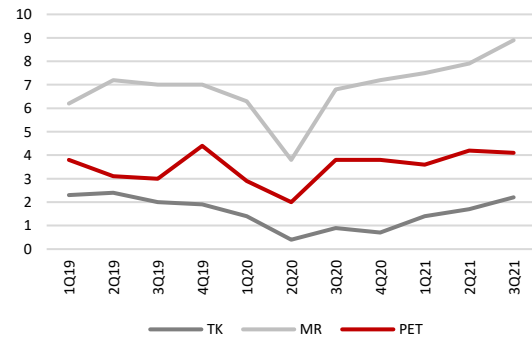
W czasie pandemii Covid-19 spółka zastosowała się do zaleceń Prezesa Narodowego Funduszu Zdrowia i wprowadziła ograniczenia działalności leczniczej. Spowodowało to czasowe wyhamowanie dynamiki wolumenów badań jednostki dominującej. Do szybkiej odbudowy liczby wykonywanych badań przyczyniły się nabyte w styczniu'20 Rezonans Powiśle i Scanix. Każda kolejna fala pandemii odbijała się mniejszym echem na działalności spółki. Ostatnia, wywołana wariantem Omicron, praktycznie nie znalazła odbicia w wynikach segmentu dzięki braku ograniczeń w dostępie do lekarzy pierwszego kontaktu oraz ciągłemu działaniu wszystkich pracowni.

Voxel – liczba wykonanych badań TK, MR, PET [tys.]



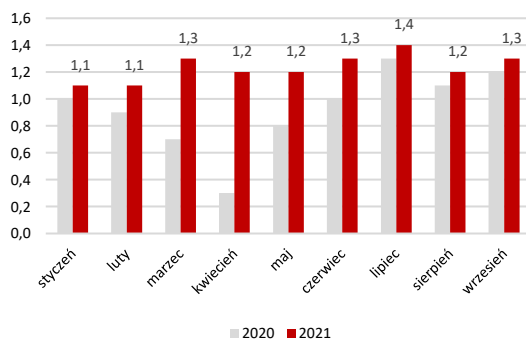
Źródło: BDM, spółka

Voxel – EBITDA w podziale na badania [mln PLN]



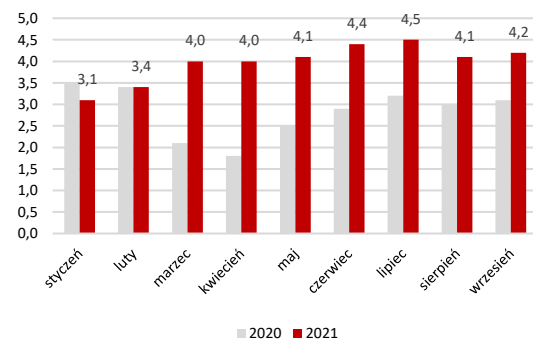
Źródło: BDM, spółka

Rezonans Powiśle – liczba wykonanych badań MR [tys.]



Źródło: BDM, spółka

Scanix – liczba wykonanych badań TK i MR [tys.]

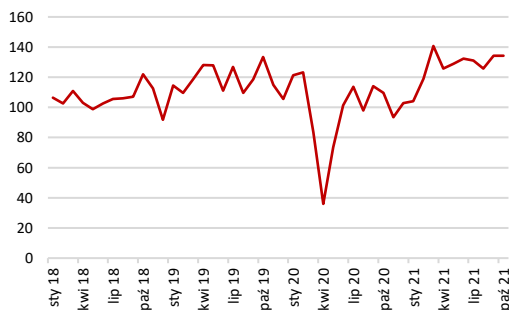


Źródło: BDM, spółka

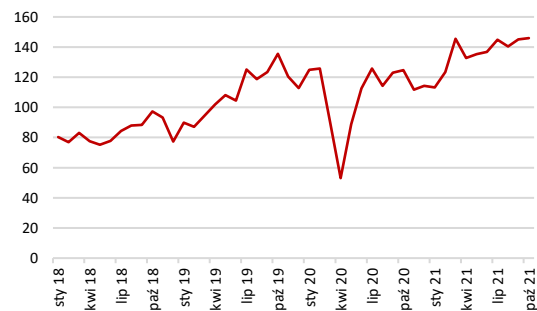
W ostatnich kwartałach spółka odnotowała również znaczące wzrosty w liczbie wykonywanych procedur SPECT (w 3Q'21 +39% r/r), co pozwala zaklasyfikować te badania jako istotne w działalności spółki. Oczekujemy, że grupa będzie kontynuować wzrosty we wszystkich typach badań, w czym dużą rolę odegrają nowe pracownice oraz kontrakty z NFZ.

Pandemia Covid-19 uwypukliła problemy, z jakimi zmagają się polski system ochrony zdrowia. Rodzi to oczekiwania wzrostu wydatków na służbę zdrowia. Według ustawy o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych, od 2027 roku minimalnie 7% PKB będzie przeznaczony na finansowanie tego obszaru (w 2022 jest to poziom 5,75%). Oczekujemy, że przełoży się to na wzrost liczby kontraktów zawieranych z NFZ, czego beneficjentem będzie także spółka. Dodatkowo, w naszej ocenie, wraz z podnoszeniem jakości wykonywanych świadczeń, poskutkuje to wzrostem ich wycen.

W długiej perspektywie spodziewamy się zniesienia przez NFZ limitów badań PET wykonywanych w ramach refundacji. Doświadczenie rynkowe w tym obszarze pokazuje, że zniesienie takich limitów w przypadku badań tomografii komputerowej i rezonansu magnetycznego uwolniło wolumeny – średnia miesięczna liczba wykonywanych badań TK i MR wzrosła w 2019 roku odpowiednio o 11,8%/32,4% r/r.

Miesięczna liczba wykonywanych badań TK [tys.]


Źródło: BDM, NFZ

Miesięczna liczba wykonywanych badań MR [tys.]


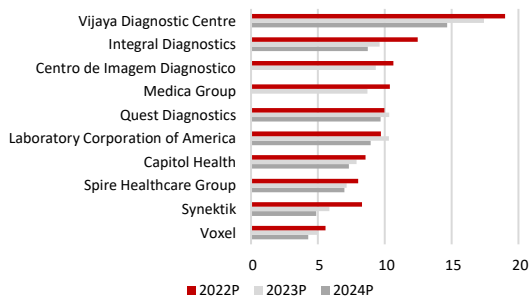
Źródło: BDM, NFZ

Możliwość rozwoju na nowych rynkach

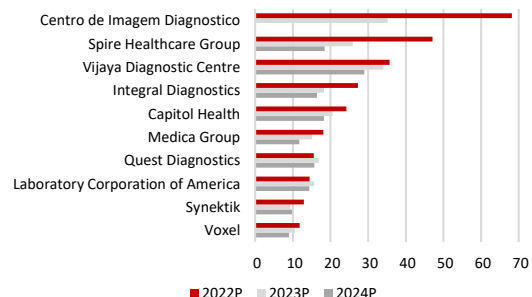
Spółka szybko i elastycznie reaguje na potrzeby rynku. W 2021 roku, jako członek konsorcjum, wspólnie ze spółką Ascend Advanced Healthcare Solutions (autoryzowany dystrybutor GE Healthcare w Arabii Saudyjskiej) i spółką Abdullatif & Mohammed Al-Fozan Company (holdingiem działającym w krajach Zatoki Perskiej i na Bliskim Wschodzie), wzięła udział w postępowaniu dotyczącym projektu partnerstwa publiczno-prywatnego w dziedzinie radiologii, organizowanym przez Ministerstwo Zdrowia Arabii Saudyjskiej. Najlepsza oferta otrzymała 10-letnią koncesję na dostarczanie usług diagnostyki obrazowej do sieci 7 szpitali w regionie Rijadu. Obejmują one TK, MR, RTG, USG, mammografię, PET i SPECT, wraz z wdrożeniem i rozwojem sieci teleradiologii. Konsorcjum Voxel – Ascend – Al-Fozan zakwalifikowało się do kolejnego etapu postępowania. Nasze założenia dotyczące rozwoju sieci są konserwatywne i nie obejmują ekspansji zagranicznej spółki, jednak liczymy, że ewentualne wyłonienie oferty konsorcjum, jako najlepszej w postępowaniu, może pozytywnie wpłynąć na wyniki osiągane przez grupę.

Atrakcyjna wycena

Zwracamy uwagę na atrakcyjną wycenę i znaczące dyskonto do spółek porównywalnych. Szacujemy wartość wskaźnika EV/EBITDA w 2022 r. na poziomie 5,7, czyli 41% poniżej mediany spółek wybranych do porównania. Podobnie jest w przypadku wskaźnika P/E, który dla 2022 r. wynosi 11,8 – 50% dyskonta do grupy.

EV/EBITDA Voxel na tle spółek z grupy porównawczej


Źródło: BDM, Bloomberg

P/E Voxel na tle spółek z grupy porównawczej


Źródło: BDM, Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

Spółka, jako podmiot prywatny, konkuruje ze szpitalami publicznymi. Najkrócej obowiązujące umowy kończą się w czerwcu'22. 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 współpracy z NFZ oraz odzyskiwalności przychodów z tzw. nadwykonań**

W 2020 roku ponad 50% przychodów grupy pochodziło bezpośrednio z realizacji kontraktów na rzecz NFZ. Długoterminowe umowy (najdłuższe do 06.2026) skutecznie ograniczają wystąpienie opisywanego ryzyka. Spółka, oprócz planowanych badań, wykonuje także ponadkontraktowe usługi medyczne w zakresie PET-TK. Decyduje się na ich wykonanie na własne ryzyko, płatność przez NFZ następuje z reguły raz w roku. Dotychczas wszystkie badania ponadkontraktowe były akceptowane przez NFZ i opłacane w wysokości co najmniej zakładanej przez grupę.
- **Ryzyko realizacji strategii**

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

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

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

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

Spółka systematycznie analizuje nowe możliwości inwestycyjne i akwizycyjne. Wiąże się to z ryzykiem, że wybrany projekt nie przyniesie oczekiwanych efektów, co może negatywnie odbić się na finansach grupy.
- **Ryzyko nadmiernego inwestowania**

Spółka aktywnie poszukuje okazji inwestycyjnych, jest otwarta na nowe akwizycje. Nietrafione lub zbyt duże na możliwości grupy inwestycje mogą długoterminowo wpłynąć na efektywność i dalszy rozwój spółki.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia modelu

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

2021 rok był okresem wzmożonego wzrostu wolumenów po okresie pandemicznego wyhamowania. Oczekujemy, że w całym 2021 grupa wykonała 247,5 tys. badań TK (+38% r/r), 164,1 tys. MR (+32% r/r) oraz 14,2 tys. PET (+29% r/r). Zakładamy, że kolejne lata również przyniosą wzrost wolumenów badań, jednak nie tak znaczący jak w 2021. Spodziewamy się w 2022 i 2023 wzrostów odpowiednio +11%/+6% TK, +16%/+12% MR i +20%/+31% PET. Założenia te są bezpośrednio związane z rozwojem sieci pracowni. W 2022 roku, w oparciu o plany opublikowane przez spółkę, zakładamy otwarcie 3 pracowni MR oraz 2 pracowni PET. W 2023 oczekujemy otwarcia po jednej pracowni TK, MR i PET. Nowo otwarte pracownie potrzebują kilku miesięcy na nabranie rozpędu, dlatego w modelu zostały uwzględnione w wolumenach badań dwa kwartały po rozpoczęciu działalności.

Poza rozwojem sieci, katalizatorem rozwoju będzie wzrost średniej liczby badań przypadającej na jedną pracownię. Nasz model zakłada w 2021/2022/2023 dynamikę +51%/+7%/+1% procedur TK, +28%/+11%/0% MR i +16%/+9%/+1% PET. W kolejnych latach założyliśmy wzrost dla wszystkich rodzajów badań na poziomie 1%.

Ceny badań refundowanych przez NFZ są określone w kontrakcie, który zwykle jest podpisywany na kilka lat, dlatego nasz model zakłada stałe ceny w kolejnych latach.

- **IT i wyposażenie pracowni – Alteris**

Backlog spółki zależy od ogłoszonych w danym roku przetargów, w jakich może wystartować. Dodatkowo Alteris jest dostawcą odczynników do testów w kierunku Covid-19 do VITO-MED. Wzrost odsetka osób zaszczepionych przyczynia się do spadku ilości wykonywanych badań. Konserwatywnie zakładamy, że grupa całkowicie zaprzestanie ich wykonywania do 4Q'22, co spowoduje znaczny spadek wyników segmentu. Prognozujemy zysk netto spółki w 2021/2022 na poziomie 18,2/3,0 mln PLN vs 21,6 mln PLN w 2020.

- **Szpitalnictwo – VITO-MED**

Szpital w Gliwicach od początku istnienia w grupie generuje straty. Oczekujemy, że spółka wygeneruje pierwszy zysk w 2027 roku. W czasie pandemii spółka wykorzystała okazję rynkową wprowadzając testy diagnostyczne w kierunku SARS-CoV-2. Jak wspomnieliśmy wyżej, spodziewamy się zakończenia przeprowadzania testów w bieżącym roku. Nasz model nie uwzględnia wprowadzenia testów genetycznych, które spółka zamierza wprowadzić w istniejących punktach po wycofaniu się z testów na koronawirusa.

- **Neuroradiochirurgia – Exira Gamma Knife**

Spółka w 2019/2020 wykonała 479/472 zabiegi przy wykorzystaniu Gamma Knife. Spodziewamy się, że liczba badań w 2021 wyniosła 530 (+12% r/r), co przyniosło 21% wzrost przychodów. Prognozujemy stabilny wzrost liczby wykonywanych procedur oraz przychodów (ok. 4-5% w najbliższych latach).

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 0,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 55,4 PLN.

Metoda DCF

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	400,6	436,6	470,8	496,3	517,2	533,1	545,6	558,8	572,8	587,7
EBIT [mln PLN]	49,8	54,0	61,6	66,3	69,5	71,6	72,7	73,9	75,2	76,7
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	9,5	10,3	11,7	12,6	13,2	13,6	13,8	14,0	14,3	14,6
NOPLAT [mln PLN]	40,3	43,7	49,9	53,7	56,3	58,0	58,8	59,8	60,9	62,2
Amortyzacja [mln PLN]	38,3	40,3	43,2	45,6	47,5	48,9	49,7	50,7	51,8	53,1
CAPEX [mln PLN]	-38,3	-40,3	-43,2	-45,6	-47,5	-48,9	-49,7	-50,7	-51,8	-53,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	2,1	7,5	3,9	2,9	2,4	1,8	1,4	1,5	1,6	1,7
FCF [mln PLN]	42,4	51,3	53,8	56,6	58,7	59,8	60,3	61,3	62,5	63,9
DFCF [mln PLN]	39,6	43,9	42,2	40,6	38,4	35,6	32,7	30,3	28,1	26,1
Suma DFCF [mln PLN]	357,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	814,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	332,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	689,8									
Dług netto [mln PLN]	108,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	581,8									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	55,4									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	-9,4%	9,0%	7,8%	5,4%	4,2%	3,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
EBIT zmiana r/r	-45,8%	8,5%	14,2%	7,6%	4,9%	2,9%	1,5%	1,7%	1,8%	2,0%
FCF zmiana r/r	-35,8%	20,9%	5,0%	5,2%	3,7%	1,8%	0,8%	1,8%	1,9%	2,1%
Marża EBITDA	22,0%	21,6%	22,3%	22,6%	22,6%	22,6%	22,4%	22,3%	22,2%	22,1%
Marża EBIT	12,4%	12,4%	13,1%	13,4%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,1%
Marża NOPLAT	10,1%	10,0%	10,6%	10,8%	10,9%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,6%
CAPEX / Przychody	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%
CAPEX / Amortyzacja	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	0,5%	1,7%	0,8%	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,0%	20,9%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Kalkulacja WACC

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	77,7%	81,4%	85,1%	87,5%	91,4%	94,6%	96,9%	98,0%	98,9%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	22,3%	18,6%	14,9%	12,5%	8,6%	5,4%	3,1%	2,0%	1,1%	0,0%
WACC	8,9%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	9,9%	9,9%	10,0%	10,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	49,5	52,0	55,1	58,8	63,6	69,9	78,4	90,7	110,0
	0,8	46,9	49,1	51,8	55,0	59,1	64,4	71,4	81,1	95,8
	0,9	44,5	46,5	48,8	51,6	55,1	59,6	65,4	73,3	84,7
	1	42,3	44,0	46,1	48,6	51,6	55,4	60,3	66,8	75,9
	1,1	40,2	41,8	43,6	45,8	48,4	51,7	55,8	61,2	68,6
	1,2	38,3	39,7	41,4	43,3	45,6	48,4	51,9	56,5	62,5
	1,3	36,6	37,8	39,3	41,0	43,0	45,5	48,5	52,3	57,4

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	2%	58,9	62,7	67,4	73,5	81,6	93,0	110,0	138,3	195,0
	3%	52,3	55,2	58,7	63,1	68,8	76,3	86,8	102,6	128,9
	4%	46,9	49,1	51,8	55,0	59,1	64,4	71,4	81,1	95,8
	5%	42,3	44,0	46,1	48,6	51,6	55,4	60,3	66,8	75,9
	6%	38,3	39,7	41,4	43,3	45,6	48,4	51,9	56,5	62,5
	7%	34,9	36,1	37,4	38,9	40,7	42,8	45,4	48,7	53,0
	8%	32,0	32,9	33,9	35,1	36,6	38,2	40,2	42,7	45,7

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	2%	106,6	101,6	97,1	93,0	89,1	85,5	82,2	79,2	76,3
	3%	91,0	85,5	80,7	76,3	72,3	68,7	65,4	62,4	59,6
	4%	79,2	73,6	68,7	64,4	60,5	57,0	53,9	51,0	48,4
	5%	69,9	64,4	59,6	55,4	51,7	48,4	45,5	42,8	40,4
	6%	62,4	57,0	52,4	48,4	44,9	41,8	39,1	36,6	34,4
	7%	56,2	51,0	46,6	42,8	39,5	36,6	34,0	31,8	29,7
	8%	51,0	46,0	41,8	38,2	35,1	32,4	30,0	27,8	25,9

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2024 do wybranych zagranicznych spółek wykonujących badania diagnostyczne z zakresu radiologii, spółek zajmujących się szerszą diagnostyką oraz polskiego konkurenta w segmencie radiofarmaceutyków i IT. 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. Polskim konkurentem spółki jest Synektik, który rywalizuje z Voxelem na krajowym rynku w sprzedaży radiofarmaceutyków oraz systemów informatycznych stosowanych w medycynie.

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 22 marca 2022 roku.

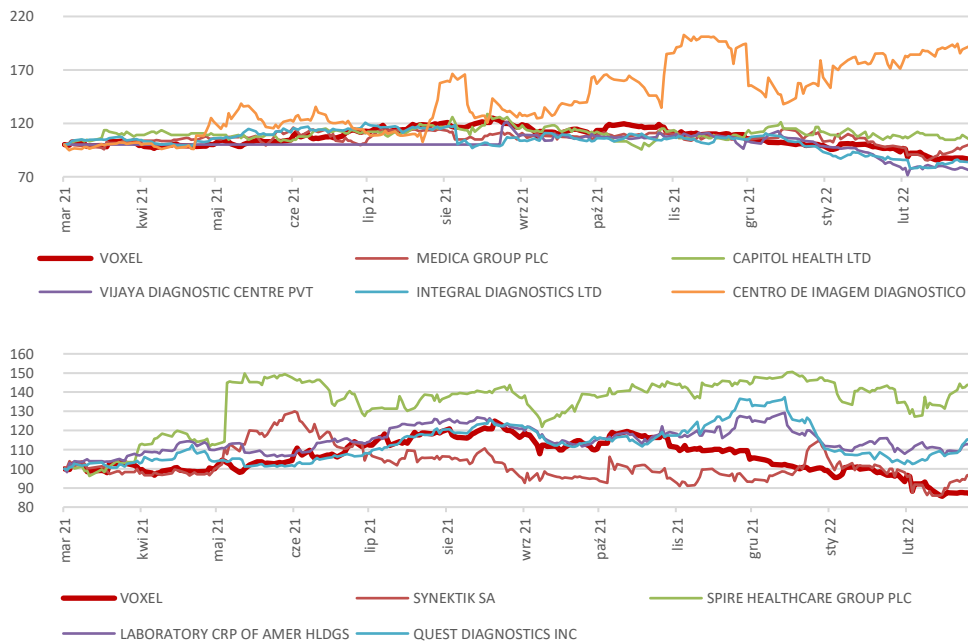
Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 71,9 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 38,8 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych i krajowych konkurentów.

Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Spółki diagnostyka obrazowa									
Medica Group	18,1	15,2	11,7	10,4	8,7		12,9	10,9	
Capitol Health	24,2	20,6	18,3	8,6	7,9	7,3	15,8	13,8	12,2
Vijaya Diagnostic Centre	35,7	34,1	29,0	19,0	17,4	14,7	24,9	15,6	19,8
Integral Diagnostics	27,3	18,3	16,4	12,5	9,6	8,7	21,0	14,7	13,2
Centro de Imagem Diagnostico	68,2	35,2		10,6	9,3		19,3	15,8	
Spółki ochrona zdrowia									
Synektik	12,9	9,3	9,7	8,3	5,9	4,9	12,5	8,3	6,3
Spire Healthcare Group	47,1	25,9	18,4	8,0	7,2	7,0	15,1	12,4	11,8
Laboratory Corporation of America	14,4	15,6	14,3	9,7	10,3	9,0	11,7	12,7	11,0
Quest Diagnostics	15,6	16,9	15,7	10,0	10,3	9,7	12,5	13,3	12,3
Mediana	24,2	18,3	16,1	10,0	9,3	8,7	15,1	13,3	12,2
Voxel	11,8	10,6	9,0	5,6	5,0	4,3	9,8	8,7	7,3
Premia/dyskonto grupa	-51%	-42%	-44%	-44%	-47%	-51%	-35%	-34%	-41%
Wycena wg wskaźnika	79,6	66,8	69,4	75,9	77,8	83,3	63,9	62,3	67,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		71,9			79,0			64,7	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	71,9								

Źródło: BDM S.A., prognozy własne, wg cen z 22.03.2022

Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

MODEL BIZNESOWY

Podstawowe informacje o spółce

Grupa kapitałowa Voxel działa na rynku usług medycznych od 2005 roku. Obejmuje sieć medycznych centrów diagnostycznych, świadczących usługi w dziedzinie radiologii i medycyny nuklearnej przy wykorzystaniu radiofarmaceutyków własnej produkcji. Oprócz diagnostyki obrazowej, oferuje także usługi w zakresie neuroradiologii, opieki szpitalnej oraz rozwiązań IT.

W skład grupy wchodzi Voxel, Alteris, Exira Gamma Knife, VITO-MED (97,61% udziałów), Scanix, Rezonans Powiśle (59,99% udziałów), Albireo Biomedical (50,1% udziałów) i Radpoint (24,98% udziałów).

Diagnostyka – usługi medyczne i sprzedaż radiofarmaceutyków

Segment Diagnostyka obejmuje podstawową działalność spółek Voxel, Scanix i Rezonans Powiśle, czyli świadczenie usług diagnostyki obrazowej, usług teleradiologicznych, badań klinicznych i farmaceutycznych oraz produkcję i sprzedaż radiofarmaceutyków (Voxel). Usługi obejmują badania refundowane, komercyjne oraz prywatne.

W ramach diagnostyki obrazowej Voxel przeprowadza następujące badania:

- tomografia komputerowa (TK),
- rezonans magnetyczny (MR),
- pozytonowa tomografia emisyjna (PET-TK),
- badania medycyny nuklearnej (SPECT),
- pozostałe, w tym badania USG i RTG.

Na koniec września 2021 r. grupa dysponowała 68 pracownikami, w tym 19 TK, 27 MR, 8 PET-TK, 4 SPECT oraz 10 pracowni USG, RTG i mammografii. 46 pracowni posiada kontrakty z NFZ. Oprócz bezpośrednich umów z NFZ, spółka realizuje także podwykonawstwa w Sochaczewie, Ustrzykach Dolnych i Sosnowcu.

Kontrakty z NFZ

Oddział NFZ	Pracownia
Dolnośląski	RM, TK x2
Kujawsko-Pomorski	RM, TK
Lubelski	RM
Łódzki	RM, PET-TK
Małopolski*	RM x7, TK, PET-TK, SPECT (BNM, TI)***
Mazowiecki	RM x2, TK x2
Opolski	PET-TK
Podkarpacki	RM x2, TK x2, PET-TK x2, SPECT (BNM, TI, BI)***
Podlaski	TK, PET-TK
Śląski**	RM x6, TK x5, PET-TK (od 04.2022), SPECT (BNM, TI, BI)***
Warmińsko-Mazurski	RM, TK
Wielkopolski	RM

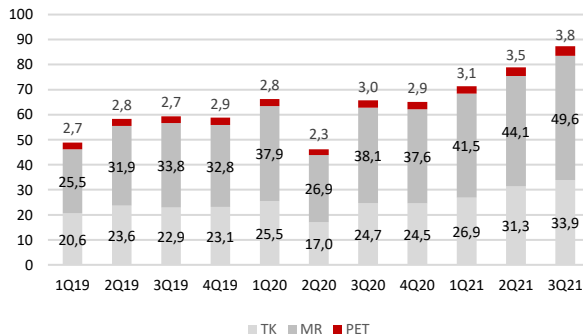
* w tym 2 RM należące do Rezonansu Powiśle

** w tym 2 MR i 2 TK należące do Scanixu

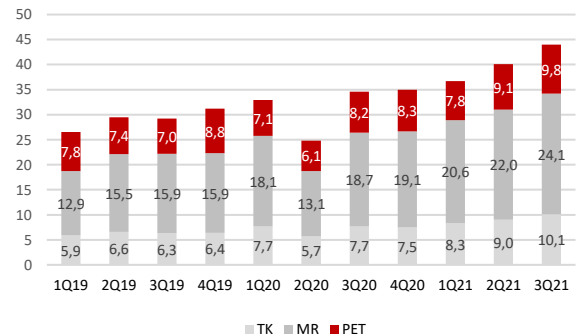
*** BNM – badania medycyny nuklearnej, TI – terapia izotopowa, BI – badania izotopowe

Źródło: BDM, spółka, Informator o umowach NFZ

Grupa odnotowuje wzrost wolumenów we wszystkich rodzajach badań. Dane Rezonansu Powiśle i Scanix konsolidowane są od 1Q'20. Załamanie w okresie 2-4Q'20 wynikało z ograniczeń działalności leczniczej i dostępu do skierowań w czasie pierwszych fal pandemii COVID-19.

Liczba wykonanych badań [tys.]


Źródło: BDM, spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]


Źródło: BDM, spółka

Voxel posiada własny cyklotron, wykorzystywany do produkcji radiofarmaceutyków, przeznaczonych zarówno na potrzeby własne, jak do sprzedaży do podmiotów zewnętrznych. Dodatkowo spółka korzysta z cyklotronu należącego do UWRC sp. z o. o. – spółki celowej Uniwersytetu Warszawskiego. Poza zwiększeniem mocy produkcyjnych, umowa pozwala na znaczne skrócenie czasu transportu produktów do odbiorców w północnej części kraju, co w przypadku radiofarmaceutyków ma kluczowy wpływ na działanie preparatów. Ośrodek jest nie tylko drugim zakładem produkcyjnym, ale przeznaczony jest także do działalności badawczo-rozwojowej, prowadzonej we współpracy z UWRC. Aktualnie w ofercie spółki znajdują się trzy radioznaczniki: Fluorodeoksyglukoza (FDG), Karbocholina (11C-Cholina) oraz Fluorocholina (FCH). W trakcie prac rozwojowych są V- NaF – Fluorek sodu (18F), 18F-FDOPA i chlorek Ga-68.

IT i infrastruktura

Segment obejmuje działalność spółki Alteris, która dzieli się na pięć linii produktowych. Obejmują one:

- systemy informatyczne dla jednostek ochrony zdrowia,
- dostawy sprzętu i realizację projektów pracowni diagnostycznych pod klucz,
- wdrożenia nowoczesnej infrastruktury szpitalnej, dostawy rozwiązań mobilnych – Modułowych Unitów Medycznych i Mobilnych Laboratoriów Diagnostycznych,
- dostawy materiałów zużywalnych, takich jak wkłady do wstrzykiwaczy kontrastu czy implanty kręgosłupowe, oraz materiałów do laboratoriów diagnostycznych.

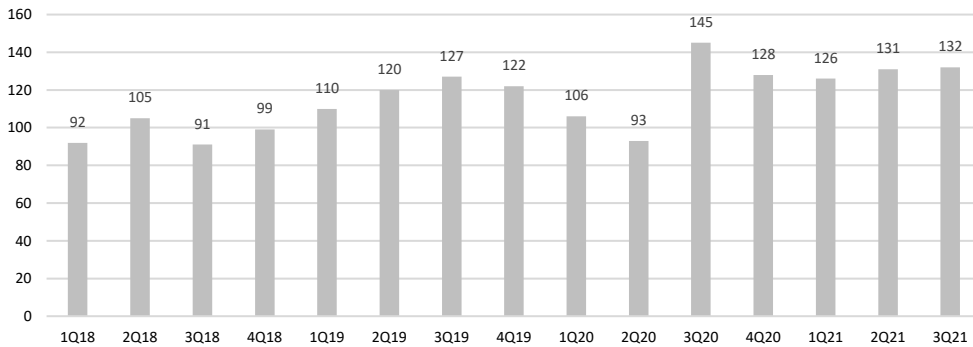
Neuroradiocirurgia i szpitalnictwo

Terapia prowadzona jest w dwóch spółkach grupy. Pierwszą jest Exira Gamma Knife działająca w zakresie neuroradiocirurgii. Spółka posiada urządzenie Gamma Knife („nóż gamma”), które umożliwia precyzyjne i nieinwazyjne leczenie nowotworów mózgu, głowy i szyi, przy oszczędzeniu zdrowych tkanek wokół guza. Wyróżnia się krótkim czasem zabiegu, niższymi kosztami niż w przypadku procedur chirurgicznych, bardzo małym ryzykiem powikłań oraz możliwością leczenia trudno dostępnymi zmian. W 2Q'20 w urządzeniu wymieniono źródło promieniowania, co pozwoliło na zwiększenie liczby procedur.

Drugą część segmentu stanowi szpitalnictwo. Spółka VITO-MED prowadzi szpital w Gliwicach, w ramach którego funkcjonują Oddział Wewnętrzny, Oddział Neurochirurgii i Oddział Udarowy, a także Poradnie Specjalistyczne i Pracownie Diagnostyczne oraz Zakład Opiekuńczo – Lecznicy o specjalności neurologiczno-rehabilitacyjnej.

Poza podstawową działalnością, od 01.06.2020 w ramach segmentu działa Laboratorium Diagnostyczne wykonujące testy PCR w kierunku SARS-CoV-2. W 4Q'20 spółka poszerzyła działalność w tym zakresie, otwierając laboratoria w Nowym Sączu i Warszawie oraz podpisała umowę ze szpitalem w Krośnie na prowadzenie pracowni wirusologii.

Liczba wykonanych procedur Gamma Knife

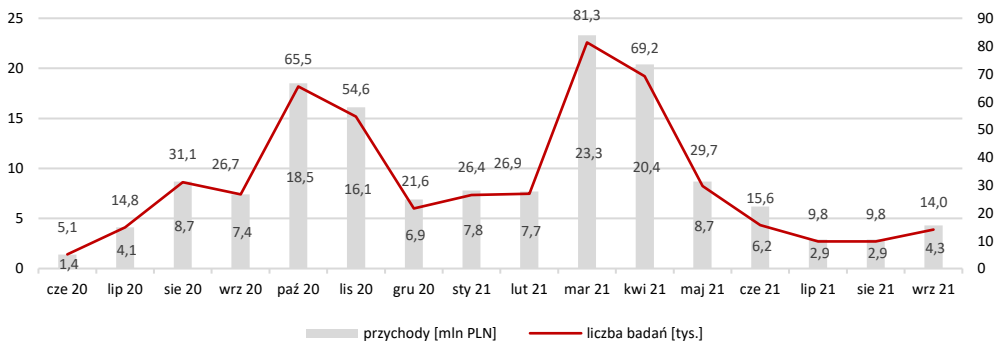


Źródło: BDM, spółka

Pandemia Covid-19

W czerwcu'20 spółka VITO-MED rozpoczęła działalność laboratoriów diagnostycznych wykonujących badania diagnostyczne w kierunku wirusa SARS-CoV-2 metodą molekularną Real Time PCR. Początkowo badania realizowane były w jednej lokalizacji – w Gliwicach. W 4Q'20 sieć laboratoriów powiększyła się o 3 nowe placówki, z czego pracownia w Nowym Sączu wykonuje badania od listopada'20, w Krośnie od grudnia'20, a w Warszawie od stycznia'21.

Liczba badań i przychody z badań w kierunku SARS-CoV-2



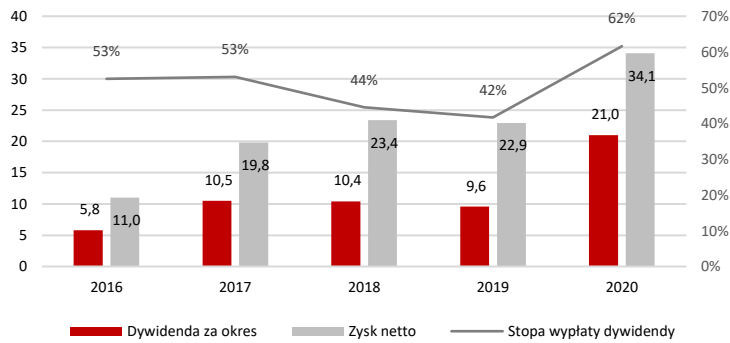
Źródło: BDM, spółka

Zróznicowana działalność spółek w obrębie grupy pozwala na wypracowanie efektu synergii. W przypadku testów w kierunku SARS-CoV-2 VITO-MED współpracował z Alteris, który dostarczał odczynniki niezbędne do wykonywania badań.

Spółka Alteris również samodzielnie była beneficjentem pandemii. Nagły wzrost zapotrzebowania na usługi medyczne pociągnął za sobą wzmożony popyt na dostawy Modułowych Unitów Medycznych (MUM), także z dostawą sprzętu medycznego (TK lub RTG) oraz Mobilnych Laboratoriów. Model biznesowy spółki stwarza możliwość elastycznego reagowania na potrzeby rozwoju nowych projektów infrastrukturalnych i nowych linii biznesowych (laboratoria RT-PCR i import materiałów laboratoryjnych).

Polityka dywidendowa

Spółka regularnie wypłaca dywidendę. W styczniu'21 wprowadziła nową politykę dywidendową na lata 2021-25. Zakłada ona, że zarząd corocznie będzie rekomendował WZA przeznaczenie na wypłatę dywidendy nie mniej niż 50% jednostkowego zysku netto za dany rok obrotowy oraz wypłatę nie mniej niż 25% kwoty funduszu dywidendowego stanowiącego kapitał rezerwy utworzony z zysków zatrzymanych w latach 2015 – 2017 w łącznej wysokości 28,9 mln PLN. Warunki Emisji Obligacji ograniczają wypłatę dywidendy do wysokości 50% skonsolidowanego zysku netto za poprzedni rok.

Dywidendy za poprzednie lata obrotowe [mln PLN]


Źródło: BDM, spółka

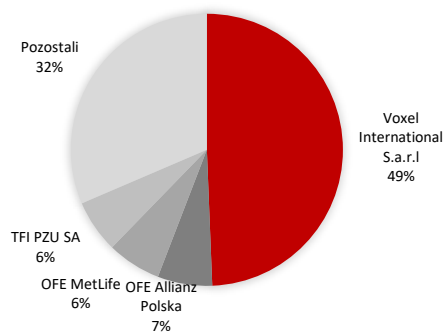
Akcjonariat

Głównym akcjonariuszem spółki jest Voxel International S.a.r.l, posiadający 49,4% akcji i 60,6% głosów na WZA. Wśród dużych akcjonariuszy znajdują się również Fundusze Emerytalne i Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych.

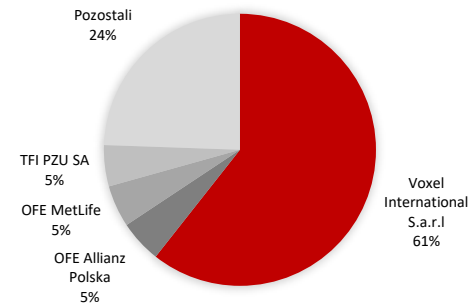
Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji [mln]	% akcji	Liczba głosów [mln]	% głosów
Voxel International S.a.r.l	5,2	49,4%	8,2	60,6%
OFE Allianz Polska	0,7	6,5%	0,7	5,1%
OFE MetLife	0,7	6,4%	0,7	5,0%
TFI PZU SA	0,7	6,3%	0,7	4,9%
Pozostali	3,3	31,4%	3,3	24,4%
Razem	10,5	100,0%	13,5	100,0%

Źródło: BDM, spółka

Akcjonariat (% akcji)


Źródło: BDM, spółka

Akcjonariat (% głosów)


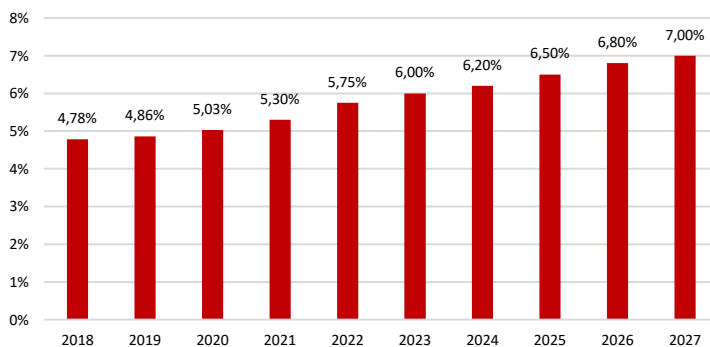
Źródło: BDM, spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Finansowanie systemu ochrony zdrowia

Rynek ochrony zdrowia w Polsce finansowany jest w głównej mierze z ubezpieczenia zdrowotnego w NFZ, który pokrywa ponad 80% publicznych wydatków na ochronę zdrowia i prawie 60% wydatków ogółem. Drugim w kolejności publicznym źródłem finansowania jest budżet państwa oraz budżety JST. Pandemia Covid-19 uwypukliła problemy występujące w polskim systemie opieki zdrowotnej i potrzebę jej większego dotowania. Polski Ład zakłada nakłady w wysokości 7% PKB na zdrowie do 2027 roku, w tym inwestycje w szpitale, cyfryzację, wyższą jakość obsługi pacjenta i wzrost wynagrodzeń dla medyków. Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych (Dz. U. 2021 poz. 1285) określa minimalne wysokości środków finansowych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia w kolejnych latach.

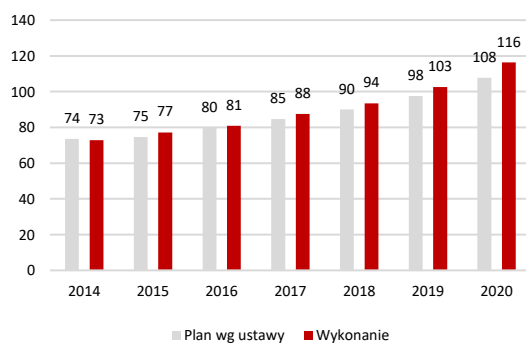
Minimalny poziom środków pieniężnych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia [%PKB]



Źródło: BDM, Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych, Dz. U. 2021 poz. 1285

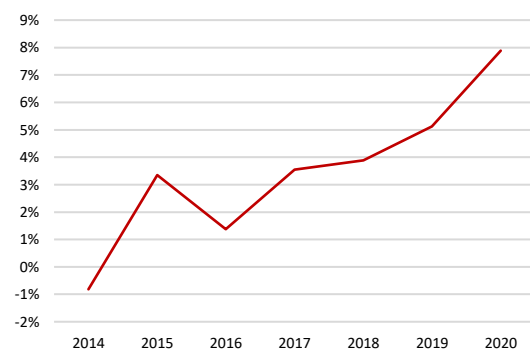
Doświadczenie ostatnich lat pokazuje, że zazwyczaj finalna wartość finansowania przewyższa planowane poziomy. Przed wybuchem pandemii, w latach 2017-19 wykonanie przewyższało plan o ok 4-5%, natomiast w 2020 roku różnica wyniosła +8%.

Wzrost nakładów na ochronę zdrowia w latach 2014-2020



Źródło: BDM, GUS

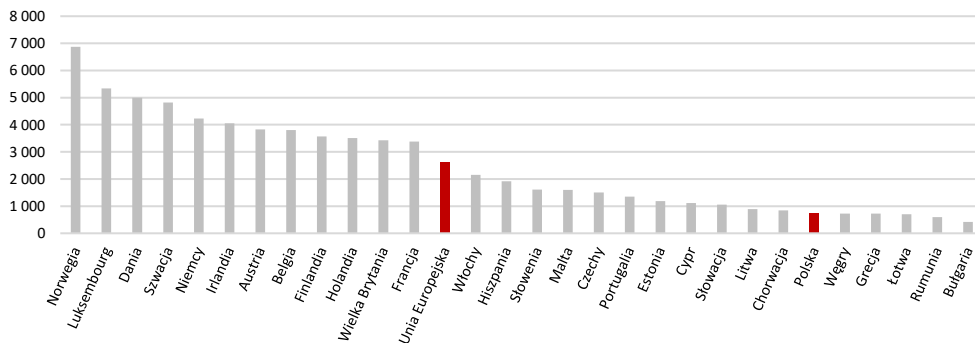
Nadwyżka finalnego finansowania nad planowanym



Źródło: BDM, GUS

Mimo regularnego wzrostu nakładów przeznaczanych na służbę zdrowia, Polska znacznie odbiega od średniej w Unii Europejskiej (w 2019 r. 724 USD na mieszkańca w Polsce vs 2.604 USD w UE). Niższe wydatki w tym sektorze odnotowują jedynie Węgry (722 USD), Grecja (722 USD), Łotwa (707 USD), Rumunia (592 USD) i Bułgaria (413 USD). Liderem w tym obszarze jest Norwegia (6.872 USD).

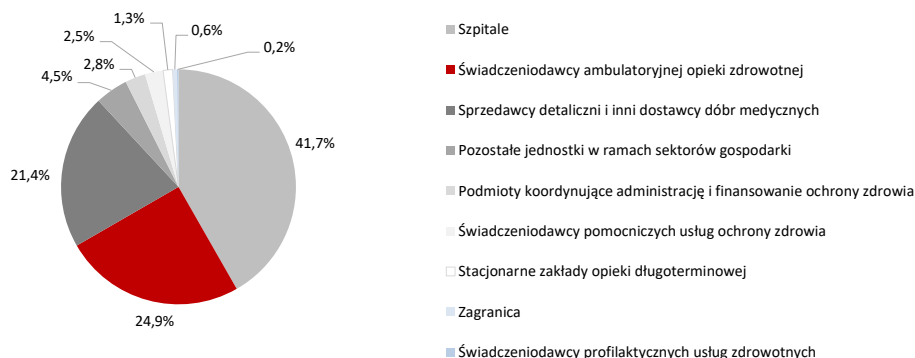
Wydatki instytucji rządowych i samorządowych na zdrowie per capita [USD]



Źródło: BDM, The World Bank

Ponad 40% bieżących wydatków trafia do szpitali, które stanowią największą konkurencję dla działalności Voxela. Drugą najbardziej dotowaną grupą są świadczeniodawcy ambulatoryjnej opieki zdrowotnej. Są to jednostki przeprowadzające konkretne badania lub zabiegi, bez konieczności zatrzymania pacjenta w placówce na dłuższy okres. Do grupy tej zaliczają się również, prowadzone przez Voxel, Scanix i Rezonans Powiśle, badania TK i MR, które są zakontraktowane z NFZ jako świadczenia ambulatoryjnej opieki specjalistycznej.

Wydatki bieżące na ochronę zdrowia według dostawców usług zdrowotnych w 2019 r.



Źródło: BDM, GUS

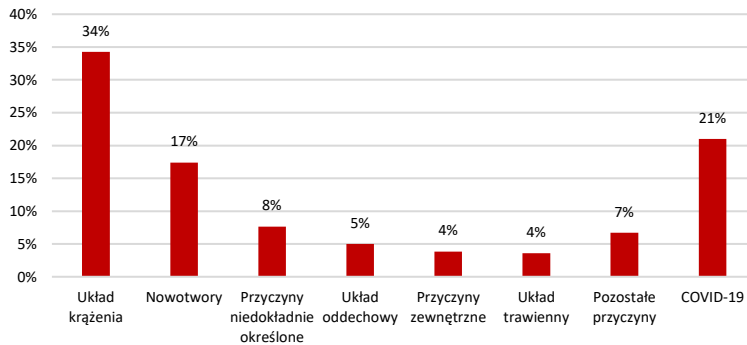
Zapotrzebowanie na badania

Popyt na usługi medyczne kształtowany jest przez kilka czynników. Są to przede wszystkim:

- rosące zapotrzebowanie na wczesną diagnostykę chorób,
- starzenie społeczeństwa,
- styl życia,
- czynniki genetyczne,
- sezonowość zapotrzebowania na usługi zdrowotne.

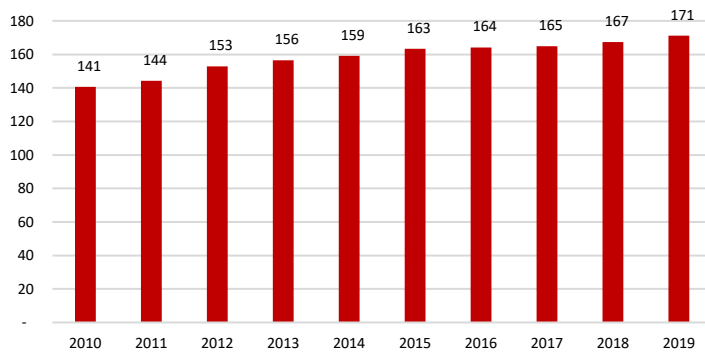
Wpływ edukacji prozdrowotnej i kształtowania stylu życia na redukcję umieralności sięga 43%. Z jednej strony wpływa to na poprawę zdrowia społeczeństwa przez zmianę stylu życia na bardziej zdrowy i spadek zapotrzebowania na usługi medyczne, z drugiej strony wzrasta również świadomość potrzeby wczesnej diagnostyki i leczenia, co podnosi popyt.

Postęp medycyny, poprawa jakości leczenia oraz świadomości społeczeństwa wpływa na wydłużenie średniego czasu życia. Polska pod względem oczekiwanej długości trwania życia mężczyzn (74,1 lat) znajduje się na 29. miejscu spośród 36 krajów uwzględnionych w danych Eurostatu (dane na rok 2020). Nieco wyżej, bo 24. miejsce zajęła w przypadku kobiet (81,9 lat). W pierwszej połowie 2021 roku główną przyczyną wzrostu liczby zgonów w Polsce była trwająca pandemia SARS-CoV-2, w wyniku której w tym okresie zmarło ok 58 tys. osób. Wśród zgonów niespowodowanych pandemią, najliczniejszą grupę stanowiły choroby krążenia i nowotwory.

Zgony według przyczyn w 1H'21

Źródło: BDM, GUS

Z punktu widzenia spółki istotna jest statystyka dotycząca chorób nowotworowych, w trakcie których wykonuje się badania oferowane przez Voxel. W Polsce z roku na rok odnotowuje się wzrost zachorowań na nowotwory. Jednocześnie, jak podaje European Cancer Information System, nasz kraj odznacza się jedną z najwyższych wartości wskaźnika śmiertelności z powodu raka. W 2020 roku było to 331 na 100.000 populacji. W tym niechlubnym zestawieniu wyprzedza nas jedynie Słowacja (352/100.000).

Liczba zachorowań na nowotwory w Polsce [tys.]

Źródło: BDM, KRN

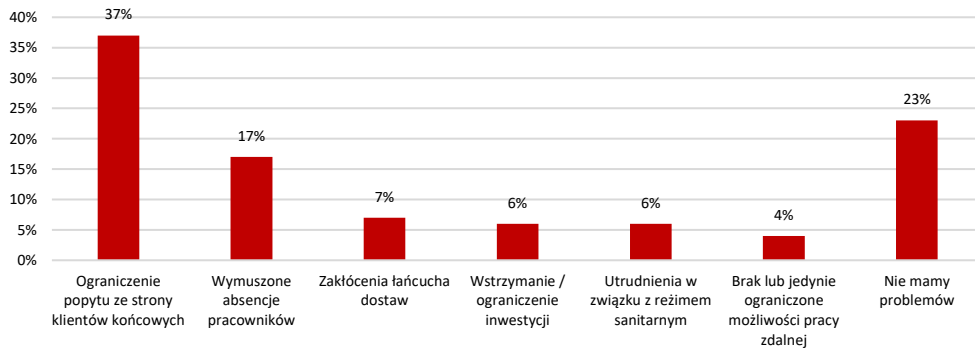
Diagnostyka obrazowa

Globalny rynek diagnostyki obrazowej w 2021 r. był wyceniany na 26,6 mld USD. Według prognoz MarketsandMarkets, do 2026 r. ma on osiągnąć wartość 35 mld USD, przy CAGR wynoszącym 5,7%. Wzrost tego rynku napędzany jest przede wszystkim przez rosnące zapotrzebowanie na wczesną diagnostykę chorób i poszerzanie zakresu zastosowań klinicznych, szybkie tempo wzrostu populacji geriatrycznej i wynikającego z tego wzrostu częstości występowania powiązanych chorób, a także postęp technologiczny i rosnące inwestycje.

W Polsce wartość rynku diagnostyki obrazowej w 2019 r. wynosiła ponad 6,2 mld PLN (+11% r/r). W czasie pandemii wiele pracowni w znacznym stopniu ograniczyła swoją działalność, ograniczając wykonywanie badań do przypadków pilnych. Część pracowni została czasowo zamknięta na skutek wykrycia zakażenia u pracowników lub z obawy przed zakażeniem. Sytuacja wróciła do normy w 2021 roku – swobodny dostęp do usług lekarzy pierwszego kontaktu ułatwił otrzymanie skierowania do pracowni specjalistycznej.

W badaniu pracowni diagnostyki obrazowej przeprowadzonym w czerwcu i lipcu 2020 r. przez PMR, 80% respondentów odpowiedziało, że nie było żadnych pozytywnych konsekwencji ówczesnej sytuacji. W przypadku negatywnych konsekwencji, najczęściej wymienianą odpowiedzią było zmniejszenie liczby pacjentów oraz wolumenów badań.

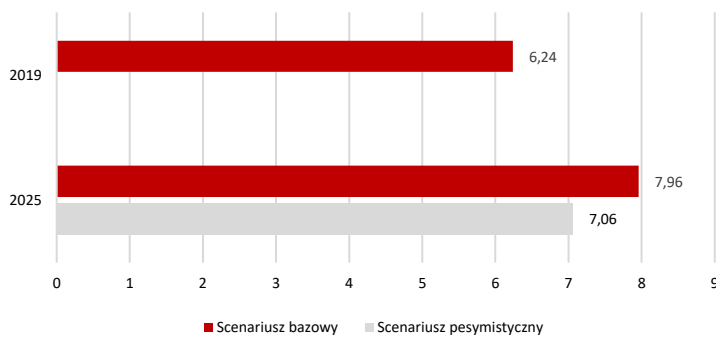
Najbardziej problematyczne aspekty działalności na rynku pracowni diagnostyki obrazowej w Polsce w czasie pandemii Covid-19, czerwiec/lipiec'20



Źródło: PMR, healthcaremarketexperts.com

Z uwagi na niepewność co do rozwoju pandemii, PMR przygotował dwa scenariusze wzrostu wartości rynku. Oba warianty zakładają odbicie się na branży negatywnych skutków pandemii, jednak w długim terminie spodziewany jest powrót do wzrostów.

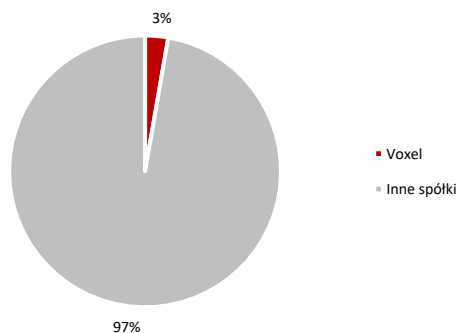
Wartość rynku diagnostyki obrazowej w Polsce [mld PLN]



Źródło: PMR, healthcaremarketexperts.com

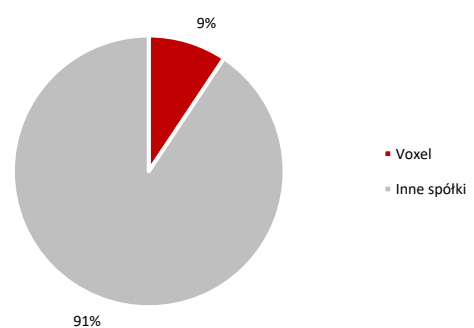
Według danych Ministerstwa Zdrowia, w 2020 roku w Polsce działało 739 aparatów TK i 387 aparatów MR (w tym 18 aparatów TK i 24 aparaty MR należące do grupy Voxel). Wykonały one odpowiednio 3,3 mln i 1,5 mln badań. W tym czasie grupa Voxel wykonała 91,6 tys. badań TK oraz 140,5 tys. badań MR.

Udział Voxel w liczbie wykonanych badań TK w Polsce w 2020 r.



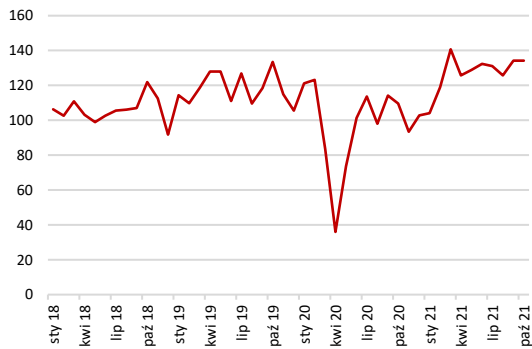
Źródło: BDM, MZ

Udział Voxel w liczbie wykonanych badań MR w Polsce w 2020 r.

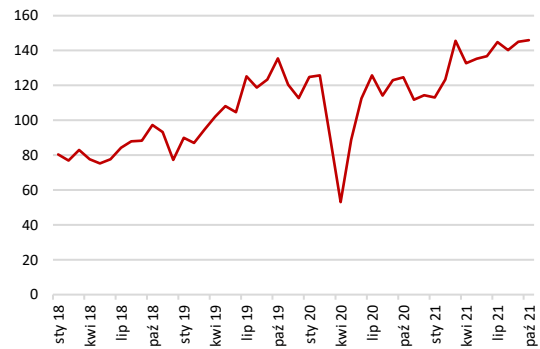


Źródło: BDM, MZ

Od kwietnia'19 zniesione zostały obowiązujące wcześniej limity na badania TK i MR. W rezultacie średnia miesięczna liczba wykonywanych badań TK i MR wzrosła w 2019 roku odpowiednio o 11,8%/32,4% r/r. 2020 rok i pandemia przyniosły zmniejszenie wolumenów (-17,5%/-1%). W 2021 roku oba badania nadrobiły spadki. Wg udostępnianych przez NFZ danych, w okresie od stycznia do października 2021 średnia miesięczna liczba wykonywanych badań TK i MR wzrosła odpowiednio o 30,9%/25,8%.

Miesięczna liczba wykonywanych badań TK [tys.]


Źródło: BDM, NFZ

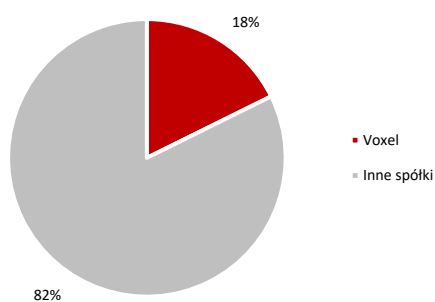
Miesięczna liczba wykonywanych badań MR [tys.]


Źródło: BDM, NFZ

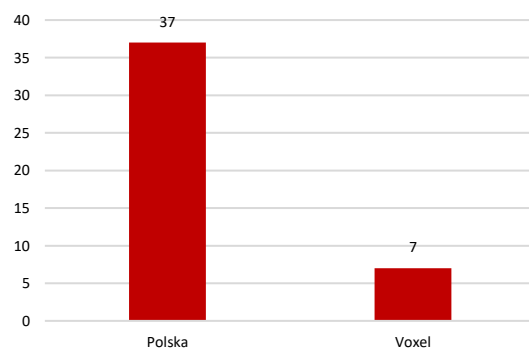
Medycyna nuklearna

Wartość rynku medycyny nuklearnej w 2021 roku wynosiła 4,8 mld USD. Prognozuje się, że do 2026 r. będzie ona rosła w tempie CAGR 9,0% i osiągnie poziom 7,5 mld USD. Wzrost ten można uzasadnić przede wszystkim rosnącą zachorowalnością na choroby nowotworowe i kardiologiczne. Medycyna nuklearna odgrywa znaczącą rolę we wczesnym wykrywaniu i leczeniu tego typu schorzeń. Głównym ograniczeniem rozwoju jest krótki czas połowicznego rozpadu radiofarmaceutyków, co ogranicza ich potencjalne zastosowanie, oraz wysokie ceny sprzętu.

W Polsce w 2020 roku było zainstalowanych 37 urządzeń PET, które wykonały w sumie 62.197 badań. W tym czasie Voxel dysponował 7 pracownikami PET, z czego 5 posiadało kontrakty z NFZ. Pracownicy spółki wykonały w tym okresie około 11 tysięcy procedur. Aktualnie w rękach spółki znajduje się 9 urządzeń, w tym 7 zakontraktowanych, pozostałe 2 są gotowe do kontraktowania.

Udział Voxel w liczbie wykonanych badań PET w Polsce w 2020 r.


Źródło: BDM, MZ

Liczba aparatów PET zainstalowanych w 2020 r.


Źródło: BDM, MZ

PROGNOZA NA 4Q'21 I KOLEJNE OKRESY

Diagnostyka

W 1Q-3Q'21 wolumeny wróciły do przedpandemicznego trendu wzrostowego. Oczekujemy w 4Q'21 kontynuacji tej tendencji, dlatego szacujemy, że Voxel wykonał 29,4 tys. badań TK (+53% r/r), 43,0 tys. MR (+35,7% r/r) oraz 4,2 tys. PET (+44,1% r/r). W Scanix i Rezonansie Powiśle spodziewamy się 8,4 tys. wykonanych badań TK (+58,4% r/r) oraz 10,3 tys. MR (+75,3% r/r). Wzrosty wolumenów w połączeniu ze stałymi cenami badań, a także rosnąca liczba procedur SPECT, które w ocenie spółki stały się istotne, pozytywnie wpłyną na przychody 4Q'21. W obszarze procedur PET w 4Q'21 wpływ mają nierozliczone wcześniej 2 mln PLN pochodzące z nadwykonań, które będą rozliczone na koniec roku.

IT i wyposażenie pracowni

Backlog spółki w listopadzie'21 wynosił 145 mln PLN. Szacujemy, że w 4Q'21 przychody Alteris wyniosły 47,8 mln PLN (-46% r/r), na co wpływ miał wzrost wykonywanych testów PCR (spółka sprzedaje odczynniki do VITO-MED) oraz utrzymujący się popyt na rozwiązania modułowe. Spadek przychodów rok do roku wiąże się ze zmianą sezonowości przychodów – w poprzednich latach w 4Q spółka generowała ok 55% rocznych przychodów, natomiast w 2021 rozkład przychodów między kwartałami był bardziej wyrównany.

Szpitalnictwo i testy w kierunku COVID-19

W 1Q-3Q'21 szpital wygenerował 16 mln PLN przychodów (+40,7% r/r). Oczekujemy, że w 4Q'21 przychody wyniosą 4,8 mln PLN (+11% r/r). W 4Q'21 w Polsce wykonano 6,3 mln testów w kierunku COVID-19. Sama spółka w październiku wykonała 17 tys. testów PCR (-72% r/r), natomiast w okresie 01-24.11.21 – 40 tys. Spodziewamy się, że w całym czwartym kwartale spółka wykonała 152 tys. testów, co stanowi wzrost o 7,3% r/r. Od 01.01.2022 obowiązuje nowa wycena testów PCR – 113 PLN/test, wobec 280 PLN/test w 2021 (-60%). Na rynku pojawiły się obawy, czy dalsze wykonywanie testów będzie rentowne, jednak w naszej opinii wzrost wolumenów badań obronił rentowność działalności.

Prognozy wyników na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21P	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2020	2021P	2022P
Przychody	111,7	107,9	93,7	128,9	115,8	99,2	93,0	92,6	327,6	442,3	400,6
w tym testy COVID-19	38,8	35,3	10,1	45,6	31,4	12,4	2,4	0,0	63,1	129,8	46,1
Wynik brutto na sprzedaży	28,0	33,5	19,4	35,7	24,9	16,4	12,5	18,3	67,6	116,6	72,1
EBITDA	31,4	36,7	22,7	37,1	28,1	20,7	16,5	22,8	84,5	127,8	88,1
Diagnostyka	16,9	19,1	21,8	24,2	18,6	18,9	20,3	24,1	65,3	82,1	82,0
Neurochirurgia	1,2	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	4,1	5,3	5,4
IT i wyposażenie pracowni	12,8	8,6	4,4	6,1	5,6	3,8	2,9	2,7	35,3	31,9	15,1
Szpitalnictwo	5,8	13,2	0,3	12,4	8,2	1,4	-2,8	-0,5	4,1	31,8	6,3
Wyłączenia	-5,4	-5,7	-5,3	-7,0	-5,7	-4,9	-5,3	-4,9	-24,3	-23,3	-20,8
EBIT	22,3	27,7	13,7	28,1	18,6	11,1	6,9	13,1	50,4	91,9	49,8
Zysk brutto	21,1	25,4	12,2	26,6	16,8	9,3	5,2	11,3	44,7	85,3	42,7
Zysk netto	17,0	20,6	9,9	21,5	13,6	7,6	4,2	9,2	34,1	69,0	34,5
Marża zysku brutto ze sprzedaży	25,1%	31,0%	20,7%	27,7%	21,5%	16,5%	13,4%	19,8%	20,6%	26,4%	18,0%
Marża EBITDA	28,1%	34,0%	24,2%	28,8%	24,2%	20,9%	17,8%	24,6%	25,8%	28,9%	22,0%
Marża EBIT	20,0%	25,7%	14,6%	21,8%	16,1%	11,2%	7,4%	14,2%	15,4%	20,8%	12,4%
Marża zysku netto	15,2%	19,1%	10,6%	16,7%	11,8%	7,6%	4,5%	9,9%	10,4%	15,6%	8,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	260,7	319,8	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2	338,2
Rzeczowe aktywa trwałe	183,1	230,6	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9	247,9
Aktywa niematerialne	9,9	12,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Wartość firmy	59,8	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6	65,6
Aktywa obrotowe	77,2	118,4	151,4	151,1	159,4	165,7	129,9	142,4	157,3	176,1	201,1	226,9
Zapasy	7,3	30,4	28,4	20,4	22,2	24,0	25,3	26,4	27,2	27,8	28,5	29,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	46,2	69,1	64,6	46,4	50,6	54,5	57,5	59,9	61,8	63,2	64,7	66,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,5	16,2	56,3	82,3	84,5	85,1	45,0	54,1	66,3	83,1	105,8	129,3
Aktywa razem	337,9	438,2	489,7	489,4	497,7	504,0	468,1	480,7	495,6	514,4	539,3	565,1
Kapitał własny	155,8	181,2	228,3	245,2	267,8	293,5	322,5	350,2	378,3	406,4	434,9	464,1
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	116,5	101,0	160,2	160,5	150,6	135,7	75,8	66,0	56,1	46,5	41,7	36,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	25,2	38,8	29,8	29,8	24,8	19,8	14,8	9,8	4,8	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	34,9	0,0	55,0	55,0	55,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	28,4	35,6	45,9	45,9	40,9	35,9	30,9	25,9	20,9	15,9	10,9	5,9
Zobowiązania krótkoterminowe	65,6	156,0	101,1	83,7	79,3	74,8	69,7	64,5	61,2	61,5	62,8	64,2
Oprocentowane kredyty i pożyczki	16,1	25,2	22,7	22,7	17,7	12,7	7,7	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	0,8	35,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	8,3	11,3	10,9	10,9	8,9	6,9	4,9	2,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	337,9	438,2	489,7	489,4	497,7	504,0	468,1	480,7	495,6	514,4	539,3	565,1
Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	211,7	327,6	442,3	400,6	436,6	470,8	496,3	517,2	533,1	545,6	558,8	572,8
w tym testy COVID-19	0,0	63,1	129,8	46,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto na sprzedaży	55,7	67,6	116,6	72,1	78,5	88,2	94,3	98,8	101,7	103,6	105,5	107,7
Koszty sprzedaży	2,3	2,6	1,8	1,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszty zarządu	19,9	24,6	23,2	21,2	23,1	24,9	26,2	27,3	28,1	28,8	29,5	30,2
EBIT	34,3	50,4	91,9	49,8	54,0	61,6	66,3	69,5	71,6	72,7	73,9	75,2
EBITDA	57,2	84,5	127,8	88,1	94,3	104,9	111,9	117,0	120,4	122,4	124,6	127,1
Diagnostyka	60,4	65,3	82,1	82,0	98,1	109,5	116,8	121,7	124,5	125,5	126,4	127,4
Neurochirurgia	4,8	4,1	5,3	5,4	5,6	5,9	6,0	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4
IT i wyposażenie pracowni	8,8	35,3	31,9	15,1	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Szpitalnictwo	2,6	4,1	31,8	6,3	3,3	4,2	5,3	6,6	8,0	9,7	11,7	13,9
Wyłączenia	-19,3	-24,3	-23,3	-20,8	-23,4	-25,4	-26,9	-28,1	-29,0	-29,8	-30,5	-31,4
Zysk brutto	28,5	44,7	85,3	42,7	47,3	56,0	64,9	68,8	71,4	72,8	74,1	75,5
Zysk netto	22,9	34,1	69,0	34,5	38,3	45,4	52,6	55,7	57,8	59,0	60,0	61,1
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	49,2	59,4	105,7	89,5	82,2	91,4	97,7	102,4	105,9	108,0	110,0	112,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-42,3	-36,9	-33,9	-38,3	-40,3	-43,2	-45,6	-47,5	-48,9	-49,7	-50,7	-51,8
Przepływy z działalności finansowej	-7,1	-13,8	-31,6	-25,3	-39,6	-47,5	-92,2	-45,9	-44,8	-41,6	-36,5	-36,9
Przepływy pieniężne netto	-0,1	8,7	40,2	25,9	2,3	0,6	-40,1	9,1	12,2	16,7	22,8	23,4
Środki pieniężne na początek okresu	7,6	7,5	16,2	56,3	82,3	84,5	85,1	45,0	54,1	66,3	83,1	105,8
Środki pieniężne na koniec okresu	7,5	16,2	56,3	82,3	84,5	85,1	45,0	54,1	66,3	83,1	105,8	129,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	24,2%	54,8%	35,0%	-9,4%	9,0%	7,8%	5,4%	4,2%	3,1%	2,3%	2,4%	2,5%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	12,1%	1,6%	37,8%	10,5%	6,3%	6,2%	5,8%	5,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	31,1%	13,3%	31,5%	15,7%	12,2%	11,0%	7,0%	6,7%	3,8%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	12,7%	-0,9%	29,1%	19,7%	30,6%	19,4%	8,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	26,3%	47,6%	51,3%	-31,1%	7,1%	11,2%	6,7%	4,6%	2,9%	1,6%	1,8%	2,0%
EBIT zmiana r/r	10,7%	47,0%	82,1%	-45,8%	8,5%	14,2%	7,6%	4,9%	2,9%	1,5%	1,7%	1,8%
Zysk netto zmiana r/r	-1,9%	48,7%	102,3%	-49,9%	10,9%	18,5%	15,9%	5,9%	3,8%	2,0%	1,7%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	26,3%	20,6%	26,4%	18,0%	18,0%	18,7%	19,0%	19,1%	19,1%	19,0%	18,9%	18,8%
Marża EBITDA	27,0%	25,8%	28,9%	22,0%	21,6%	22,3%	22,6%	22,6%	22,6%	22,4%	22,3%	22,2%
Marża EBIT	16,2%	15,4%	20,8%	12,4%	12,4%	13,1%	13,4%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%
Marża brutto	13,4%	13,6%	19,3%	10,7%	10,8%	11,9%	13,1%	13,3%	13,4%	13,3%	13,3%	13,2%
Marża netto	10,8%	10,4%	15,6%	8,6%	8,8%	9,6%	10,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%
COGS / przychody	73,7%	79,4%	73,6%	82,0%	82,0%	81,3%	81,0%	80,9%	80,9%	81,0%	81,1%	81,2%
SG&A / przychody	10,5%	8,3%	5,7%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
SG&A / COGS	14,2%	10,5%	7,7%	6,9%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%
ROE	14,7%	18,8%	30,2%	14,1%	14,3%	15,5%	16,3%	15,9%	15,3%	14,5%	13,8%	13,2%
ROA	6,8%	7,8%	14,1%	7,1%	7,7%	9,0%	11,2%	11,6%	11,7%	11,5%	11,1%	10,8%
Dług	113,8	146,5	164,3	164,3	147,3	125,3	58,3	41,3	26,6	15,9	10,9	5,9
D / (D+E)	42,2%	44,7%	41,8%	40,1%	35,5%	29,9%	15,3%	10,6%	6,6%	3,8%	2,5%	1,3%
D / E	73,1%	80,9%	72,0%	67,0%	55,0%	42,7%	18,1%	11,8%	7,0%	3,9%	2,5%	1,3%
Dług netto	106,4	130,3	108,0	82,1	62,8	40,2	13,3	-12,8	-39,7	-67,1	-94,9	-123,3
Dług netto / kapitał własny	0,7	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	1,9	1,5	0,8	0,9	0,7	0,4	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	3,1	2,6	1,2	1,6	1,2	0,7	0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-1,3	-1,6
EV*	513,9	537,8	515,5	489,6	470,3	447,7	420,8	394,7	367,8	340,4	312,6	284,2
Dług / EV*	22,2%	27,2%	31,9%	33,6%	31,3%	28,0%	13,9%	10,5%	7,2%	4,7%	3,5%	2,1%
CAPEX / Przychody	12,5%	9,1%	8,0%	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%
CAPEX / Amortyzacja	116,0%	87,9%	98,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	10,8%	10,4%	8,1%	9,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	9,1%
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	7,6%	-2,0%	0,5%	1,7%	0,8%	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-2,6%	21,6%	-7,6%	-5,0%	20,9%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	1,9	1,2	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E*	17,8	12,0	5,9	11,8	10,6	9,0	7,7	7,3	7,0	6,9	6,8	6,7
P/BV*	2,6	2,3	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
P/CE*	8,9	6,0	3,9	5,6	5,2	4,6	4,1	3,9	3,8	3,7	3,7	3,6
EV/EBITDA*	9,0	6,4	4,0	5,6	5,0	4,3	3,8	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2
EV/EBIT*	15,0	10,7	5,6	9,8	8,7	7,3	6,3	5,7	5,1	4,7	4,2	3,8
EV/S*	2,4	1,6	1,2	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
BVPS	14,8	17,1	21,6	23,1	25,3	27,7	30,1	32,3	34,4	36,4	38,4	40,3
EPS	2,2	3,2	6,6	3,3	3,6	4,3	5,0	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8
CEPS	4,4	6,5	10,0	6,9	7,5	8,4	9,4	9,8	10,2	10,4	10,5	10,8
FCFPS	2,2	2,8	6,7	4,9	4,0	4,6	5,0	5,2	5,4	5,6	5,6	5,7
DPS w okresie	1,0	0,9	2,0	1,7	1,5	1,9	2,2	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0
DY	2,6%	2,3%	5,2%	4,3%	3,9%	4,8%	5,8%	6,9%	7,3%	7,6%	7,7%	7,8%
Payout ratio	45,3%	28,0%	30,5%	51,1%	41,0%	43,4%	44,8%	50,2%	51,5%	52,4%	52,5%	52,2%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 38,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35

Kajetan Sroczynski

Młodszy analityk rynku akcji
Tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Voxel

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	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 1Q'22*:	, 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	2	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 23.03.2022 roku (07:00 CET), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.03.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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.

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.

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 częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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 22.03.2022 roku:

• BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 jakiejkolwiek 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 zająć 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.