

Voxel

Pod lupą



Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Voxel

1/2019/GPW (80) 21 lipca, 2019

Analitik: Sylwia Jaśkiewicz, CFA

Sektor: Ochrona zdrowia

Rekomendacja fundamentalna: Kupuj (-)

Rekomendacja relatywna: Przeważaj (-)

Kurs: 28,00 zł

Wycena akcji w horyzoncie 12M: 35,10 zł (-)

Kapitalizacja: 77 mln US\$

Bloomberg: VOX PW

Średni obrót dzienny: 0,02 mln US\$

12M przedział kursowy: 20,10-29,80 zł

Free float: 51%

Opinia inwestycyjna

Wyceniliśmy Voxel dwiema metodami: DCF FCFF i porównawczą uzyskując średnią wycenę w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 35,1 zł na akcję. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej Kupuj i krótkoterminowej relatywnej Przeważaj. Spodziewamy się poprawy r/r wyników Grupy w II kwartale 2019.

Voxel wykonuje badania diagnostyki obrazowej, procedury medycyny nuklearnej, produkuje radiofarmaceutyki, rozwija terapie medyczne jako jeden z trzech największych graczy w diagnostyce obrazowej w Polsce. Grupa ma 1 szpital, 52 urządzenia diagnostyczne w 28 centrach medycznych, 1 urządzenie Gamma Knife, korzysta z 2 cyklotronów, wykonała 250 wdrożeń systemu komputerowego, diagnozuje niemal 500 tysięcy pacjentów rocznie korzystając z usług ponad 750 lekarzy i specjalistów.

Grupa, generując około 40% przychodów na bazie umów z NFZ (obowiązujących w większości do 2023), jest beneficjentem zniesienia limitów finansowania MR i TK w ramach badań refundowanych, a także oczekiwanej 5-10% premii za skrócenie kolejek. Wzrost przychodów Grupy powinien wynikać także (i) z większej liczby badań prywatnych/komercyjnych, (ii) rozwoju nowych linii usług medycznych oraz (iii) wzrostu zamówień w zakresie infrastruktury medycznej, wyposażenia pracowni i IT. Dużą szansą byłoby rozszerzenie wskazań stosowania badań PET (znaczące niewykorzystane moce urządzeń) i wzrost popytu na inne procedury wyspecjalistyczne.

W 2019 roku Spółka oczekuje 20% wzrostu r/r wolumenu badań TK/MR/PET, w tym wzrostu w zakresie MR/TK o 28%/15%, co oznaczałoby poprawę struktury badań. Wzrost wolumenów powinien wspierać rentowność i pozwolić na

Skorygowane zyski

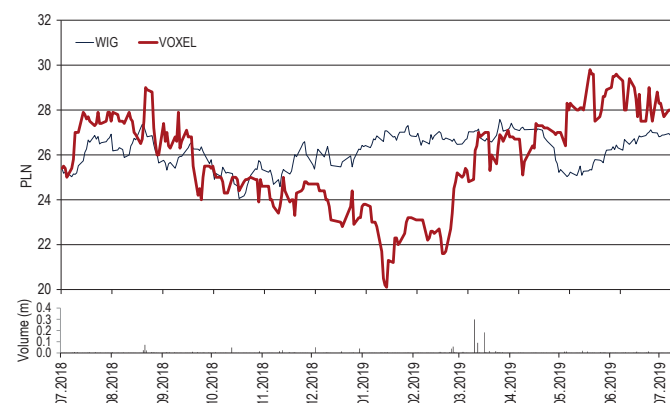
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	170,4	206,6	234,9	243,9
EBITDA	mln zł	45,3	57,6	62,3	65,4
EBIT	mln zł	31,0	34,8	37,0	38,4
Zysk netto	mln zł	23,4	24,2	26,3	27,9
EPS	zł	2,2	2,3	2,5	2,7
Zmiana EPS r/r	%	18	4	8	6
FCFF	mln zł	-2,9	4,7	34,6	29,2
Dług netto	mln zł	80,7	85,3	60,2	43,9
P/E	x	12,6	12,1	11,2	10,6
P/CE	x	7,8	6,3	5,7	5,4
EV/EBITDA	x	8,3	6,6	5,7	5,2
EV/EBIT	x	12,1	10,9	9,6	8,8
DPS	zł	1,00	0,99	1,03	1,11
Stopa dywidendy brutto	%	3,6	3,5	3,7	4,0
Liczba akcji na koniec okresu	mln	10,5	10,5	10,5	10,5

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników za I półrocze 2019: 21 sierpnia
2. Publikacja wyników za III kwartał 2019: 25 listopada

optymalizację kosztów pracowni. Wzrost Spółki jest możliwy nie tylko dzięki rozwojowi organicznemu, ale i akwizycjom. Konsolidowane w pełni będą w tym roku: Exira, Vito-Med, włączona Hannah, a potencjalnie pod koniec roku Scanix.

Czynniki ryzyka

1. Spadek nakładów na służbę zdrowia (40% przychodów Grupy z ekspozycją na kontrakty z NFZ)
2. Ponowne wprowadzenie limitów na badania TK i MR (czasowo zniesione do końca tego roku; jednak limity uzyskane na ten rok są znacząco wyższe r/r)
3. Spadek wycen świadczeń, głównie TK, MR, PET
4. Zmiana polityki Państwa w zakresie umów z prywatnymi usługodawcami (np. dotyczących najmu na terenie szpitali – większość lokalizacji Spółki)
5. Zmiany w kontraktach Spółki z NFZ (obowiązujące w większości do 2023)
6. Zmiany w przepisach prawnych dotyczących finansowania szpitali/badań
7. Spadek zamożności społeczeństwa (25% przychodów Spółki generowane jest przez klientów FFS i komercyjnych)
8. Wprowadzenie innowacyjnych metod diagnostyki/leczenia nowotworów
9. Błędy lekarskie – ryzyko reputacyjne
10. Pogorszenie się jakości opisów badań (lekarze kierujący na badania zwykle sugerują miejsce ich wykonania)
11. Niska i pogarszająca się dostępność radiologów (według Naczelnej Izby Lekarskiej liczba lekarzy tej specjalizacji sięga 3 tys., z czego niemal co piąty jest w wieku powyżej 60 lat; w Polsce jest około 10 radiologów na 100 000 mieszkańców, poniżej średniej europejskiej)
12. Utrata/niska dostępność pracowników
13. Presja na płace, zwłaszcza kadry medycznej i IT
14. Ponadwymiarowe inwestycje
15. Nienadążanie za postępem technologicznym w zakresie metod diagnostycznych

Katalizatory

1. Starzejące się społeczeństwo
2. Zwiększenie samoświadomości leczenia
3. Liczba badań diagnostyki obrazowej w Polsce poniżej standardów krajów rozwiniętych
4. Zniesienie limitów NFZ na TK/MR (1 kwiecień 2019), 5-10% premia za skrócenie czasu oczekiwania na badania; publikacja przez Fundację Onkologiczną (Alivia) kolejek na badania MR/TK co dwa miesiące
5. Wzrost wyceny świadczeń (determinacja Ministerstwa Zdrowia do skrócenia czasu oczekiwania na badanie do maksymalnie 30 dni)
6. Wzrost liczby badań PET (jako kontrola chemioterapii; standard w krajach rozwiniętych) – konieczna zmiana procedur finansowania przez NFZ
7. Rozwój prywatnego rynku usług medycznych (około 60% badań MR/TK wykonywanych w prywatnych centrach jest finansowane z abonamentów, ubezpieczeń, środków prywatnych, reszta przez NFZ)
8. Poprawa struktury badań (w kierunku bardziej zaawansowanych)
9. Nowe linie usług medycznych; procedury mikroinwazyjne, biopsja fuzyjna, termoablacja wątroby, TI, BI, BMN
10. Rozwój rentownego segmentu badań farmaceutycznych (badania kliniczne)
11. Wzrost organiczny; nowe placówki (wysokie bariery wejścia – trudne uzyskanie kontraktu z NFZ bez wcześniejszej współpracy, zakup urządzenia diagnostycznego to wydatek rzędu 2-8 mln zł konieczny do poniesienia przed przystąpieniem do konkursu)
12. Akwizycje – efekt skali
13. Nowe radioznaczniki; współpraca z Uniwersytetem Warszawskim
14. Konsolidacja sektora; potencjalny cel akwizycyjny
15. Rozwój sztucznej inteligencji, algorytmów do opisu badań
16. Rozwój rozwiązań IT dla diagnostyki w chmurze

Przewagi konkurencyjne

1. Synergie między podmiotami Grupy
2. Własny zakład produkcji radiofarmaceutyków z drugim cyklotronem znacząco zwiększającym bezpieczeństwo i obniżającym koszty
3. Własne pracownice, co przekłada się na wzrost komplementarności świadczonych usług, możliwość specjalizacji lekarzy i pracy zdalnej, wysokie wykorzystanie sprzętu
4. Szpital o specjalizacji udarowej, który ma się stać punktem referencyjnym do prezentowania rozwiązań Alterisu

1. Wycena

- ▲ Wyceniamy akcję Spółki na 35,1 zł w horyzoncie 12 miesięcy (średnia z wyceny porównawczej i metodą DCF FCFF).
- ▲ Wycena porównawcza implikuje 27-41 zł na akcję, z wartością średnią na poziomie 34 zł na akcję.
- ▲ Wycena w horyzoncie 12 miesięcy metodą DCF FCFF wskazuje przedział 32-41 zł na akcję w zależności od stopy wolnej od ryzyka i wzrostu w okresie rezydualnym, z wartością centralną na poziomie 36 na akcję.

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E zarówno krajowych, jak i zagranicznych spółek reprezentujących sektor ochrony zdrowia.

DCF FCFF

Przy konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia: (i) wzrost rezydualny na poziomie 1% (w scenariuszu bazowym), (ii) betę nielewarowaną na poziomie 0,9 (średnia beta dla podmiotów z sektora ochrony zdrowia), (iii) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 5%, (iv) stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5%. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki w przedziale 32-41 zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym z wartością centralną na poziomie 36 zł.

Tabela 1. Voxel; Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Koszt kapitału własnego									
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Lewarowana beta	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Wymagana stopa zwrotu	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu									
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)									
Udział kapitału akcyjnego	81%	82%	87%	88%	88%	89%	89%	89%	91%
Udział długu	19%	18%	13%	12%	12%	11%	11%	11%	9%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	8,4%	8,3%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%
Prognozy finansowe (mln PLN)									
Sprzedaż	234,9	243,9	252,1	259,1	266,2	273,5	281,1	288,9	297,0
EBIT	37,0	38,4	38,2	40,6	41,1	41,7	42,3	43,1	43,9
EBIT*(1-t)	29,9	31,1	30,9	32,9	33,3	33,8	34,3	34,9	35,6
Amortyzacja	25,4	27,0	28,7	27,4	28,0	29,0	29,9	31,0	32,3
w tym rzeczowe/niematerialne aktywa trwałe	19,3	20,9	22,5	21,2	21,7	22,6	23,5	24,5	25,7
Zmiana kapitału pracującego	-4,6	-1,6	-1,2	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3
Wydatki inwestycyjne	-10,1	-21,2	-23,0	-24,8	-23,3	-23,9	-24,9	-25,9	-27,0
Płatności leasingowe	-6,1	-6,1	-6,2	-6,2	-6,3	-6,4	-6,4	-6,5	-6,6
FCFF	34,6	29,2	29,3	27,9	30,6	31,3	31,6	32,3	33,0

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Voxel; Wycena DCF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	1,0%
WACC w okresie rezydualnym	8,5%
Wartość rezydualna	443,4
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	224,6
Bieżąca wartość FCFF	199,6
Wartość firmy	424,1
Zadłużenie netto (bez uwzgl. IFRS 16)	57,5
Dywidenda (br.)	10,4
Wartość kapitału akcyjnego	377
Liczba akcji (m)	10,5
Wartość kapitału akcyjnego na jedną akcję (zł)	35,9

Źródło: DM BOŚ SA
Tabela 3. Voxel; Wrażliwość na wzrost i WACC w okresie rezydualnym (zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%
0,0%	34,1	33,7	33,2	32,8	32,4
0,5%	35,5	35,0	34,5	34,0	33,5
1,0%	37,1	36,5	35,9	35,3	34,8
1,5%	38,9	38,2	37,5	36,9	36,3
2,0%	41,1	40,2	39,4	38,7	38,0

Źródło: DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach reprezentujących sektor ochrony zdrowia. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E na lata 2019, 2020, 2021. Oszacowana w ten sposób wartość akcji Spółki mieści się w przedziale 27-41 zł, z wartością centralną na poziomie 34 zł na akcję.

Tabela 4. Voxel; Wycena metodą porównawczą

Spółka	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Medica Group	16,1	14,3	12,3	10,3	8,7	7,4	11,7	10,0	8,2
Integral Diagnostics	17,9	16,6	14,9	11,0	10,1	9,1	14,5	13,1	11,1
Centro De Imagem Diagnosticos	26,4	19,3	15,5	8,6	7,5	6,7	13,5	11,1	9,6
Medpace Holdings	23,3	20,5	18,1	15,5	13,2	11,0	16,6	13,9	11,8
BML	19,9	18,7	17,7	8,5	4,9	4,4	b.z.	b.z.	b.z.
Spire Healthcare Group	22,7	16,9	13,6	4,6	7,1	7,4	10,5	15,2	13,6
Laboratory Corporation of America	15,5	14,6	13,7	8,6	10,6	9,9	10,4	12,9	11,7
Cardinal Health	9,2	9,5	9,5	5,1	7,1	6,8	6,0	8,3	7,9
Amerisourcebergen	12,8	12,2	11,6	8,0	7,8	7,6	9,3	9,0	8,7
Alfresa	15,5	17,0	16,2	11,7	7,5	6,7	b.z.	b.z.	b.z.
China National Accord Medi-B	12,8	11,2	9,8	9,4	4,9	4,5	10,7	6,1	5,1
Jointown Pharmaceuticals	14,3	11,8	10,2	6,8	8,4	8,0	7,8	9,5	9,1
Medipal Holdings	17,7	16,9	16,5	9,0	5,9	5,2	12,6	7,9	7,2
Mckesson	10,0	10,2	9,8	6,6	7,6	7,2	7,8	8,9	7,9
Bayer	8,4	7,4	6,7	4,6	6,9	6,2	7,3	10,5	8,9
Synektik	8,2	6,6	6,6	9,3	b.z.	b.z.	11,4	b.z.	b.z.
Mediana	15,5	14,4	12,9	8,6	7,5	7,2	10,6	10,0	8,9
Voxel	12,1	11,2	10,5	6,6	5,7	5,2	10,9	9,6	8,8
Implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	35,7	36,1	34,3	38,8	38,7	40,6	27,0	29,3	28,3
Średnia implikowana wartość 1 akcji Voxela (zł)	34,3								

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Wycena w horyzoncie 12-miesięcy

Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy będąca złożeniem (50%-50%) wyceny metodą DCF FCFF i porównawczej wynosi 35,1 zł na akcję Spółki.

2. Model biznesowy i strategia

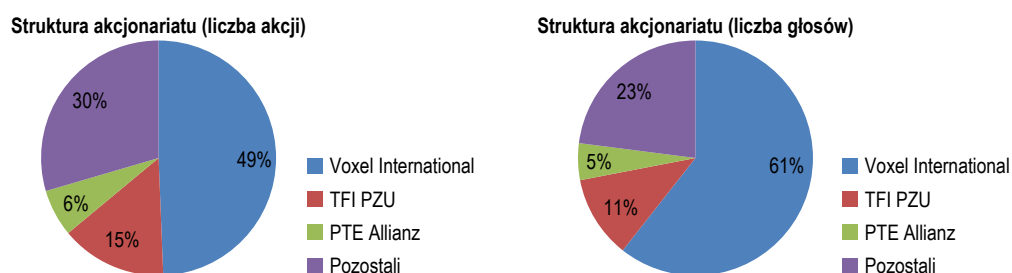
- ▶ Grupa prowadzi działalność w zakresie trzech wzajemnie synergicznych, zdywersyfikowanych i niecyklicznych linii biznesowych: (i) badań TK/MR/PET wspieranych przez produkcję (FDG, 11C-cholina) i badania nad radiofarmaceutykami, (ii) neuroradiologii (Gamma Knife) i opieki szpitalnej (udary) oraz (iii) oferowania rozwiązań IT oraz dystrybucji urządzeń medycznych i realizowania projektów inżynierskich.
- ▶ Voxel rozwija się zarówno organicznie, jak i poprzez akwizycje. Najważniejszymi podmiotami zależnymi są: (i) Alteris – dostawca sprzętu, rozwiązań IT, (ii) Exira Gamma Knife – neuroradiologia, (iii) Vito-Med – szpital, (iv) potencjalnie Scanix – pracownie diagnostyki obrazowej.
- ▶ W zakresie badań diagnostycznych głównym konkurentem Spółki są szpitale publiczne, które mogą uzyskać kontrakty z NFZ. Wprowadzie na rynkach dużych miast Voxel konkuruje także z prywatnymi usługodawcami, jednak wydaje się, że jest tu miejsce dla wielu graczy. NFZ premiuje podmioty, z którymi współpracuje od dłuższego czasu, co stanowi wysoką barierę wejścia na rynek diagnostyki obrazowej (nowe podmioty mogą wejść poprzez akwizycje). Szacuje się, że w Polsce około połowa sprzętu diagnostycznego jest w rękach prywatnych.
- ▶ Przewagą kosztową Spółki jest lepsze wykorzystanie sprzętu (MR 6 dni w tygodniu do godziny 22, często dłużej; TK często całodobowo) niż w szpitalach publicznych (w godzinach porannych/południowych). Ponadto, dzięki skali działania, a także obecności w Grupie podmiotu świadczącego usługi wyposażania pracowni diagnostycznych, Grupa jest w stanie negocjować korzystne warunki zakupu sprzętu i serwisu. Jej głównym dostawcą jest GE.

2.1. Akcjonariat i struktura Grupy

Akcjonariat

Spółka jest kontrolowana przez Voxel International z siedzibą w Luksemburgu posiadający 49% akcji i 61% głosów. Największymi akcjonariuszami finansowymi są TFI PZU i PTE Allianz z pakietami akcji wynoszącymi odpowiednio 15% i 6%.

Wykres 1. Voxel; Struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka

Struktura Grupy

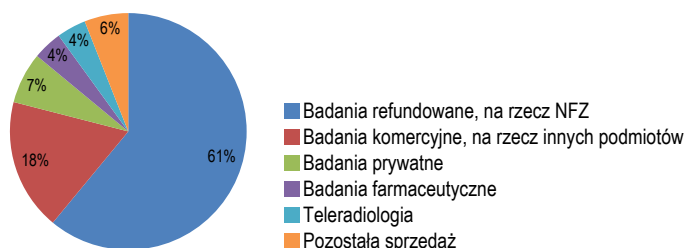
Voxel posiada pełną kontrolę nad: (i) CDO Jelenia Góra (usługi najmu), (ii) Alteris (kompleksowe rozwiązania medyczne), (iii) Exira Gamma Knife (neuroradiologia; konsolidacja listopad/grudzień 2018; wartość akwizycji 17 mln zł), a także (iv) 91% udziałów Vito-Med – szpitala w Gliwicach (oddziały wewnętrzny, neurologii,

udarowy, poradnie specjalistyczne i diagnostyczne, zakład opiekuńczo-leczniczy o specjalności neurologiczno-rehabilitacyjnej; konsolidacja od 31 grudnia 2018 roku; przejęty za wierzytelności (0,9 mln zł), podwyższenie kapitału (4,4 mln zł)). Ponadto, Voxel kupił 100% udziałów Hannah – podmiotu posiadającego pracownię TK na terenie szpitala w Warszawie (0,9 mln zł; włączony w struktury Grupy 1 kwietnia 2019) i planuje objąć 82% udziałów Scanix, swojego dłużnika, w ramach układu w postępowaniu sanacyjnym za 12 mln zł (wydatek już poniesiony). Przyjęty układ ma charakter warunkowy, wymaga jeszcze zatwierdzenia przez sąd restrukturyzacyjny.

2.2. Model biznesowy

Grupa, działająca na rynku medycznym od 2005 roku, posiada sieć około 30 centrów diagnostyczno-medycznych świadczących usługi radiologii i medycyny nuklearnej i posiadających długoterminowe kontrakty z NFZ (obowiązujące w większości do 2023 roku) z ponad 50 skanerami, własną produkcją kluczowych radiofarmaceutyków, a także spółkę zależną oferującą rozwiązania IT i wyposażenie dla szpitali i centrów medycznych. W ubiegłym roku Grupa poszerzyła swój obszar działania o szpital o specjalności neurologiczno-udarowej. Poszczególne pioniry biznesowe, czyli radiologia, neuroradiochirurgia i opieka szpitalna, a także oferowanie sprzętu i rozwiązań IT dla diagnostyki medycznej silnie się przenikają. Posiadanie dwóch zakładów produkcji radiofarmaceutyków zapewnia przewagę konkurencyjną, ciągłość i bezpieczeństwo dostaw.

Wykres 2. Voxel; Struktura przychodów segmentu usług medycznych i sprzedaży radiofarmaceutyków w 2018 roku



Źródło: Spółka

2.2.1. Radiologia

Na koniec maja 2019 w skład Grupy wchodziły 24 centra diagnostyki obrazowej z 18/14/5/4 aparatami do MR/TK/RTG/USG i 8 centrów medycyny nuklearnej z 7/4 urządzeniami PET-TK/SPECT. Infrastruktura Spółki na koniec bieżącego roku może być powiększona o 3 dodatkowe lokalizacje (MR/TK/PET) oraz pracownię diagnostyki obrazowej prowadzone przez Scanix (5/4 TK/MR).

Badania refundowane/komercyjne/prywatne stanowiły 61%/18%/7% przychodów segmentu usług medycznych i radiofarmaceutyków w 2018 roku. Voxel wykonał w 2018 roku świadczenia za 69 mln zł, z czego 19 mln zł (28%) przekraczało limit NFZ (zapłacone po rozliczeniu).

Diagnostyka obrazowa

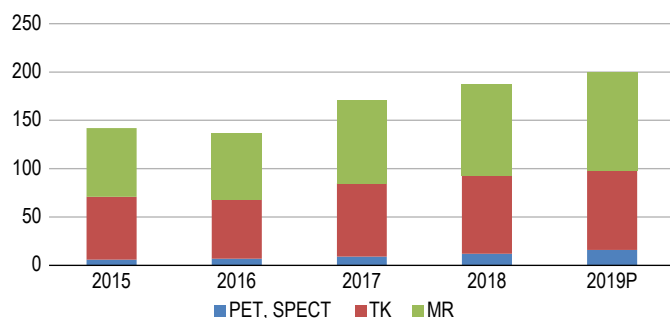
W ramach diagnostyki obrazowej Grupa przeprowadziła w 2018 roku 240 tysięcy badań, 7% więcej r/r, z czego 77%, czyli 184 934, stanowiły badania TK, MR, PET-TK. Biorąc pod uwagę zniesione limity na badania TK i MR i premię za skrócenie czasu oczekiwania na badania Spółka powinna znacząco zwiększyć wykorzystanie

aparatów MR i TK w bieżącym roku. Wydaje się, że kluczem do poprawy finansów Spółki jest wzrost liczby badań PET, gdyż obecnie pracownie te są wykorzystywane w około 20%. Zakładając, że w Polsce ponad 150 tys. osób zapada rocznie na nowotwory złośliwe, a chemioterapia bywa nieskuteczna, wprowadzenie badań PET jako procedury kontrolnej w chemioterapii mogłoby znacząco obniżyć koszty leczenia i zwiększyć zapotrzebowanie na tego rodzaju badania.

Voxel bierze udział w postępowaniach konkursowych owocujących wieloletnimi kontraktami. W przypadku dwóch umów (z Mazowieckim i Lubelskim NFZ) wygasających na koniec tego roku spodziewane są postępowania konkursowe. Pracownia MR w Limanowej zawarła kontrakt z NFZ i realizuje usługi od 1 marca 2019. Od 1 lipca 2019 usługi świadczy pracownia w Gliwicach (umowa z NFZ). Bez kontraktu z NFZ są: PETY w Katowicach i Jeleniej Górze, MR w Poznaniu, SPECT w Jeleniej Górze, a także Hannah (kupiona pod koniec I kw.). Hannah posiada pracownię TK z zainstalowanym w maju rezonansem (3T – drugi tej jakości w Grupie) na terenie Szpitala Św. Rodziny w Warszawie. Dzięki tej akwizycji Voxel będzie mógł zwiększyć liczbę badań refundowanych MR w istniejącej lokalizacji w Warszawie przesuwać innych pacjentów do pracowni Hannah.

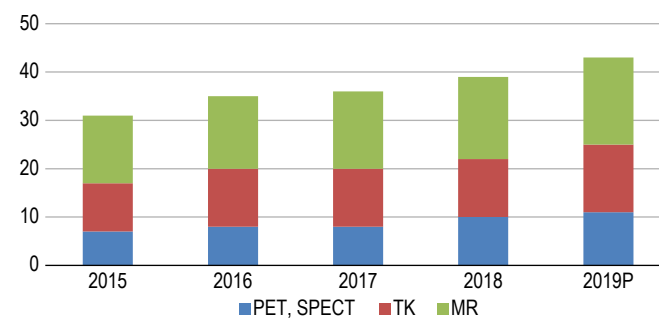
Znaczącą akwizycją może być Scanix (rozpoczęcie konsolidacji prawdopodobnie pod koniec 2019). W pierwszym etapie Spółka zamierza objąć 82% akcji Scanix, następnie zwiększać zaangażowanie, żeby docelowo mieć pełną kontrolę. Scanix ma 5 TK i 4 MR na Śląsku. Największym jego aktywem jest pracownia w szpitalu

Wykres 3. Voxel; Liczba badań (tys.)



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 4. Voxel; Liczba urządzeń



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 5. Voxel; Kontrakty z NFZ

Oddział NFZ	Okres trwania umów	Zakres usług świadczonych na bazie umów
Mazowiecki	planowana	MR, TK
Lubelski	planowana	MR, TK
Śląski	01.07.2019-30.06.2024	MR, MR, TK, TK, TK, MR, MR, SPECT (BMN)
Podlaski	01.07.2018-30.06.2023	TK
Podkarpacki	01.07.2018-30.06.2023	PET-TK, SPECT (BMN), MR, TK, TK, SPECT (TI, BI), MR
Kujawsko-Pomorski	01.07.2018-30.06.2023	MR, TK
Łódzki	01.07.2018-30.06.2023	MR
Małopolski	01.07.2018-30.06.2023	PET-TK
Śląski	01.07.2018-30.06.2022	SPECT (TI, BI)
Łódzki	01.07.2018-30.06.2022	PET-TK
Dolnośląski	01.10.2018-31.12.2022	MR, TK, TK
Małopolski	01.03.2019-30.06.2021	MR
Małopolski	15.04.2019-30.06.2021	MR
Małopolski	01.07.2018-30.06.2021	MR, MR, TK
Podlaski	01.07.2018-30.06.2021	PET-TK

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

w Sosnowcu. Jednak zbyt mała liczba umów z NFZ, niezbyt fortunna lokalizacja placówek, duże koszty serwisowania sprzętu i ogólnego zarządu sprawiły, że podmiot ten nie był rentowny w poprzednich latach. Wydaje się, że Scanix dobrze wpisuje się terytorialnie w obszar działania Grupy. Ponadto opłacalność tej akwizycji wspierają posiadane przez Voxel kontrakty, wprowadzenie Nielimitowanych świadczeń, potencjał do redukcji kosztów operacyjnych.

Radiofarmaceutyki...

W 2012 roku Voxel uruchomił przy Wojskowym Szpitalu Klinicznym z Polikliniką w Krakowie centrum produkcji radiofarmaceutyków, w skład którego wchodzi (i) cyklotron GE PETtrace oraz (ii) trzy automatyczne laboratoria do syntezy radiofarmaceutyków. Wydatki inwestycyjne na ten projekt wyniosły 56 mln zł, z czego 31 mln zł pochodziło z dofinansowania UE. Jego moce produkcyjne to 36 tys. dawek rocznie. Cyklotron w Krakowie był drugim cyklotronem w Polsce, od tamtego czasu powstało kilka kolejnych, a ceny radiofarmaceutyków spadły o ponad 70%. Część cyklotronów jest zlokalizowanych przy szpitalach i nie mają pozwolenia na sprzedaż komercyjną – produkują tylko na własne potrzeby. Istnieją też wyłącznie komercyjne cyklotrony.

We wrześniu ubiegłego roku Voxel zawarł umowę o współpracę obejmującą także prace badawczo-rozwojowe z UWRC – spółką celową Uniwersytetu Warszawskiego. Umowa ta umożliwia korzystanie z cyklotronu oraz laboratoriów UW i zobowiązuje Spółkę do prowadzenia i rozwijania produkcji komercyjnej FDG i FCH. Korzystanie z cyklotronu w Warszawie obniży koszty dostaw radiofarmaceutyków, gdyż skróceniu ulegnie czas transportu do odbiorców w północnej i centralnej Polsce.

Spółka sprzedaje radiofarmaceutyki innym podmiotom dysponując odpowiednimi zezwoleniami na ich transport i własną uprzywilejowaną flotą samochodową. Dostęp w obrębie Grupy do samodzielnie produkowanych radiofarmaceutyków zapewnia możliwość wzrostu wolumenów wykonywanych badań przy minimalnym koszcie dostawy produktów.

...produkowane

Voxel produkuje **FDG** (fludeoxyglukozę) – najważniejszy radiofarmaceutyk znakowany izotopem ¹⁸F wykorzystywany w diagnostyce PET (w około 90% badań). 24 października 2018 roku Prezes Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych wydał pozwolenie na dopuszczenie do obrotu produktu leczniczego V-PET (Fludeoxyglucosum (¹⁸F)), poprzednio Spółka produkowała go na licencji. W 2018 roku Voxel dostarczał FDG do 8 odbiorców zewnętrznych, w tym 1 zagranicznego. Około połowa produkcji radiofarmaceutyków wykorzystywana jest przez Spółkę na własne potrzeby. Ponadto, Spółka zakończyła prace rozwojowe nad **11C-Cholioną** (karbocholioną) w lipcu 2016 roku i uzyskała pozwolenie na dopuszczenie do obrotu. Zatem Voxel może nie tylko produkować na własne potrzeby, ale także sprzedawać licencję na oba znaczniki.

...opracowywane

Spółka pracuje nad wdrożeniem innowacyjnej technologii produkcji radiofarmaceutyku galowego (**chlorek Ga-68**) przeznaczonego do znakowania zestawów podawanych pacjentom w procedurze PET-TK (nowotwory gruczołu krokowego, wątrobiano-komórkowe, inne). Umożliwi to Spółce uruchomienie produkcji Ga-68 oraz procedury biopsji fuzyjnej u pacjentów z podejrzeniem raka prostaty (USG/PET-TK). Budżet projektu wynosi 4 mln zł, a 40% stanowi dofinansowanie.

...rozwijane

Działalność rozwojowa Spółki obejmuje prace nad **FCH** (fluorocholioną) i **V-NaF** – fluorkiem sodu (¹⁸F) – oba produkty są w trakcie rejestracji oraz **18F-FDOPA** będącym w trakcie prac rozwojowych i planowanym do wprowadzenia na rynek pod koniec 2019.

Ponadto trwają prace nad produkcją izotopów pierwiastków metalicznych (**cyrkonu-89** i **miedzi-64**) stosowanych do badań naukowych. Zakończona została modernizacja linii do produkcji miedzi i cyrkonu zwiększająca jej wydajność, a finalizacja wszystkich prac przewidywana jest na koniec 2019 roku.

Poza tym, opracowywany jest znacznik klasy *disease specific* do wykrywania boreliozy. Planowane jest wdrożenie leczenia nowotworów w oparciu o preparat na bazie Ra-224 bazujące na założeniu, że wysoka energia promieniowania alfa, precyzyjnie podana do nowotworu maksymalizuje jego zniszczenie chroniąc obszar zdrowych komórek.

Medycyna nuklearna

Voxel oferuje także usługi z zakresu medycyny nuklearnej z użyciem Y90, Sr89, Sm153, Er169, jodu, czyli leczenia i diagnozowania chorób przy użyciu izotopów promieniotwórczych, jak scyntygrafia, terapia radioizotopami.

2.2.2. Neuroradiocirurgia i opieka szpitalna

Gamma Knife

Exira Gamma Knife to podmiot, który wyrósł z Grupy, jednak metodą pełną był konsolidowany zaledwie przez dwa miesiące ubiegłego roku (wcześniej ujmowany był metodą praw własności), kiedy Spółka nabyła 100% pakiet (51% zostało kupione za 6 mln zł, kolejne 49% za 11 mln zł). Akwizycja ta rozszerza ofertę diagnostyczną Grupy o komplementarne usługi terapeutyczne.

Nóż gamma to urządzenie medyczne wykorzystywane w radiocirurgii, odmianie radioterapii stereotaktycznej – trójwymiarowej radioterapii, wykorzystującej wysokie wartości dawki (około 200 wiązek) w pojedynczej frakcji napromieniania, o bardzo wysokiej precyzji. Skupiona w miejscu guza dawka poszczególnych wiązek promieniowania gamma sumuje się osiągając moc potrzebną do niszczenia komórek złośliwych. Operacja nożem gamma jest metodą konkurencyjną dla klasycznej neurochirurgii, stosowaną w najmniej inwazyjnym leczeniu guzów mózgu, w szczególności, gdy przy użyciu tradycyjnej neurochirurgii usunięcie guza jest utrudnione. Nóż gamma jest również stosowany w celu uniknięcia powikłań chirurgicznych, a także u pacjentów, u których stan zdrowia wyklucza wykonanie klasycznej operacji.

W Polsce są dwa ośrodki posiadające Gamma Knife – szpital w Warszawie (od 2011 roku) i Centrum Diagnostyki i Terapii Onkologicznej w Katowicach (2013) posiadane przez Exirę (są jeszcze urządzenia CyberKnife). Szpital w Katowicach dostał kontrakt NFZ na tego typu usługi w IV kwartale 2016, refundacja jest nielimitowana. Powinien on umożliwić Spółce wykonywanie 35-40, a docelowo 60-70 procedur miesięcznie. Zwiększenie liczby procedur będzie możliwe po wymianie źródła kobaltu-60 w sierpniu br., co powinno skrócić dwukrotnie czas terapii. Spółka wykonała 240/387 procedur w 2017/2018 i oczekuje wykonania około 400 procedur w 2019 roku. Cena procedury ustalona jest na 14 600 zł.

Exira wygenerowała 7/4/2 mln zł przychodów/EBITDA/ZN w 2018 roku, rosnąc 58%/224%/88% r/r (konsolidowany 1 mln zł przychodów). Zakładamy, że w horyzoncie 2-3 lat Exira może generować przychody sięgające 10 mln zł przy rentowności bliskiej 60%.

Vito-Med

Voxel nabył 92% udziałów Vito-Med – podmiotu prowadzącego szpital o specjalizacji neurologiczno-udarowej w Gliwicach ze 146 łózkami i nielimitowanymi kontraktami z NFZ (neurologia, interna), który popadł w problemy płynnościowe. Voxel prowadzący tam pracownię nie chciał stracić lokalizacji ani należności i zdecydował się na 4,5 mln zł inwestycję. W 2019 roku Vito-Med uruchomił oddział rehabilitacji neurologicznej chcąc oferować pacjentom usługę kompleksową. Vito-Med wygenerował 19 mln zł przychodów przy zerowej rentowności netto w 2018 roku. Celem na obecny rok jest powtórzenie wyników, przy wydatkach inwestycyjnych na poziomie 1,5 mln zł i stworzenie referencyjnego szpitala prezentującego rozwiązania Alterisu.

2.2.3. Produkty informatyczne i wyposażenie pracowni

Alteris

Alteris oferuje usługi w ramach trzech linii biznesowych (i) systemów IT dla placówek medycznych, (ii) dostaw sprzętu i realizacji pracowni diagnostycznych, (iii) wdrażania infrastruktury szpitalnej. Rozwiązania Alterisu umożliwiają chociażby implementację systemu automatycznego dozowania leków w szpitalach, co powinno przekładać się na 10-30% oszczędności, a OMNIVIDI to zdalny system diagnostyki histopatologicznej.

Infrastruktura IT Alterisu znajduje się w około 250 szpitalach i centrach medycznych (40% dostępnego rynku). W 2018 roku podmiot zrealizował 11 projektów wyposażenia pracowni diagnostycznych obejmujących dostawę tomografów komputerowych, rezonansów magnetycznych, aparatów USG, RTG (trzy projekty realizowane były wewnątrz Grupy), o 2 więcej r/r. Wartość netto największych czterech kontraktów wyniosła 21 mln zł, a przychody z tytułu dostaw sprzętu medycznego, oprogramowania, budowy pracowni diagnostycznych pod klucz, budowy klatek Faradaya sięgnęły 42 mln zł. W ub. roku Alteris realizował dwa projekty długoterminowe: (i) prace projektowe i instalacyjne związane z budową ośrodka produkcji radiofarmaceutyków z cyklotronem na Malcie oraz (ii) roboty budowlane i dostawę sprzętu realizowane w CERM w Kluczborku. Przychody z projektów księgowane są na podstawie stopnia zaawansowania ich realizacji; w ub. roku zaksięgowano 2,3 mln zł tytułem długoterminowych kontraktów. Alteris rozwiązał umowę z Vital Medic (Kluczbork) z powodu opóźnień w zapłacie i aktualnie jest w trakcie rozmów mających na celu zakup zorganizowanej części przedsiębiorstwa.

2.3. Strategia

Strategia Spółki zakłada wzrost organiczny i poprzez akwizycje, głównie lokalnych graczy dających dostęp do nowych lokalizacji. Ostatnie zakupy to: (i) zobowiązania Scanixu, (ii) Exira Gamma Knife, (iii) Vito-Med, (iv) Hannah. Rentowności nabywanych podmiotów powinny ulec znaczącej poprawie po włączeniu w struktury Voxel. Wydaje się, że są spore możliwości realokacji sprzętu, optymalizacji przepływu pacjentów, wspólnego centrum serwisowego czy zakupowego, wykorzystania ekonomii skali czy wiedzy Spółki.

**Radiologia
i medycyna
nuklearna**

W segmencie radiologicznym Spółka zamierza skupić się na: (i) zwiększaniu wartości kontraktów z NFZ na obecne laboratoria i pozyskiwaniu nowych kontraktów, (ii) zwiększaniu sprzedaży pacjentom komercyjnym i firmom farmaceutycznym (wysoka rentowność), (iii) uruchamianiu nowych centrów diagnostycznych,

gdzie są oczekiwane nowe kontrakty z NFZ (3 już zostały uruchomione w 2019 roku, 3 są w trakcie – PET w Mazowieckim, TK w Dolnośląskim, MR w Śląskim). Wyżej wymienione aktywności powinny pozwolić na wykorzystanie ekonomii skali i posiadanego know-how, a ponadto zwiększyć wykorzystanie cyklotronów. Dodatkowo wprowadzenie do produkcji nowych specjalistycznych radiofarmaceutyków powinno poprawić rentowność z uwagi na wyższe wyceny świadczeń z ich użyciem oferowane przez NFZ (około 4 tys.). Rozwój projektów konsultacyjnych z zakresu medycyny nuklearnej pozwoli wykorzystywać wiedzę Spółki (cyklotrony na Łotwie, Słowenii, Luxemburgu) i zwiększać przychody Alterisu. Kolejne akwizycje w tym segmencie są możliwe.

Spółka rozwija usługi medycyny nuklearnej. Badania SPECT mają szerokie zastosowanie w diagnostyce endokrynologicznej, onkologicznej, neurologicznej, urologicznej oraz chorób układu kostno-stawowego. Spółka chce zwiększyć swoją aktywność na rynku TI – terapii izotopowych i BI – badań izotopowych (scyntygrafii). Oferuje także ablację termalną i biopsję fuzyjną. Tego typu usługi są dość drogie i generują wysoką rentowność w ramach Grupy. Ponadto uzupełniają ofertę zapewniając komplementarność z podstawowym biznesem, jakim jest diagnostyka obrazowa.

Neuroradiochirurgia i opieka szpitalna

W zakresie neuroradiochirurgii i opieki szpitalnej planowany jest dalszy rozwój Exira Gamma Knife i Vito-Medu poprzez zwiększenie liczby pacjentów. Vito-Med wdraża nowe rodzaje usług (na bazie kontraktów z NFZ), np. rehabilitację neurologiczną, kolonoskopię i gastrokopię. Vito-Med ma stać się referencyjnym szpitalem prezentującym rozwiązania Alterisu.

Produkty informatyczne i wyposażenie pracowni

Alteris pracuje nad zakończeniem prac nad nowym modulem opisowym, rozwija posiadane oprogramowanie i nowe usługi w celu uniezależnienia się od przetargów publicznych, kończy certyfikację pozwalającą na współpracę w zakresie produkcji i sprzedaży specjalistycznych elementów ekranowania pola elektromagnetycznego, pracuje nad nowymi zastosowaniami algorytmów sztucznej inteligencji. Ponadto Grupa wraz z partnerem prowadzi projekt wprowadzenia na rynek automatycznej analizy badań radiologicznych oraz wykrywania anomalii anatomicznych w oparciu o algorytmy klasy *deep learning*. Spółka rozważa akwizycję podmiotu dostarczającego rozwiązania IT w chmurze. Rynek ten nie jest jeszcze spenetrowany, a jego wartość może być 2-3 razy większa od rozwiązań tradycyjnych. Wprowadzenie takich rozwiązań powinno zwiększyć przychody Alterisu z tytułu sprzedaży oprogramowania i usług serwisowych o ponad 50% w ciągu kilku kolejnych lat.

3. Wyniki i prognozy finansowe

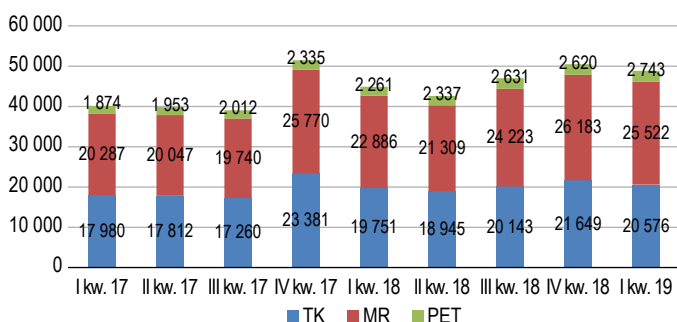
- Wyniki Spółki są determinowane: (i) wolumenem sprzedaży usług, ich strukturą, (ii) wzrostem sprzedaży rozwiązań IT i sprzętu będących pochodną zamówień ze strony szpitali oraz innych placówek medycznych, rentownością zawartych umów, (iii) efektywnością produkcji oraz transportu radiofarmaceutyków.
- Spodziewamy się wzrostu sprzedaży Grupy z uwagi na: (i) zniesienie limitów finansowania MR i TK, (ii) rosnący popyt ze strony klientów komercyjnych i prywatnych, (iii) otwarcie nowych pracowni, (iv) wykorzystanie synergii wewnątrz Grupy i efektów skali, (v) konsolidację nabytych podmiotów.
- Zakładamy, że zniesienie limitów na badania TK/MR będzie kontynuowane w kolejnych okresach (w całości wydatków NFZ nie jest to duża kwota, natomiast generująca znaczne oszczędności w procesach terapeutycznych). Nie zakładamy, choć byłoby to bardzo pożądane, zmian we wskazaniach do badań PET. Uwzględniamy konsolidację Scanixu od końca 2019.
- Po kilku latach silnego wzrostu wyników, zakładamy bardziej zrównoważoną poprawę wyników. Silniejsze wzrosty będą możliwe po kolejnych inwestycjach lub akwizycjach.

3.1. Przychody

Przychody Spółki wzrosły o 12% r/r w 2018, zarówno dzięki wzrostowi organicznemu w Voxel (+13% r/r), jak i w Alteris (+21% r/r). Wzrost przychodów był pochodną zwiększenia skali działania Grupy – większej liczby badań (między innymi dzięki wyższym limitom ujętym w umowach z NFZ), zwiększenia wolumenu sprzedaży radiofarmaceutyków, większego popytu na usługi informatyczne i dostawy sprzętu. Nabyta Exira dołożyła 1,2 mln zł za dwa konsolidowane miesiące 2018 roku.

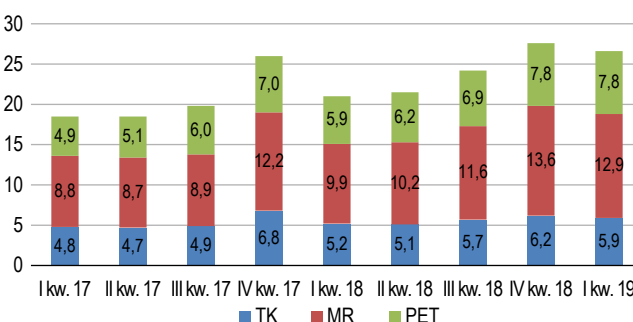
Prognozy finansowe uwzględniają: (i) kontynuację obecnie obowiązujących umów z NFZ, 4 nowe, (ii) Nielimitowane procedury TK i MR w ramach badań refundowanych, (iii) utrzymanie wyceny świadczeń NFZ, 5-10% premię za skrócenie kolejek oczekiwania na badania (br.), (iv) wzrost liczby placówek (między innymi o MR w Limanowej i Gliwicach; PET-TK, SPECT w Jeleniej Górze; SPECT w Krakowie, PET-TK, RM, TK w Warszawie). Powinno to umożliwić Spółce zwiększenie przynajmniej o 20% r/r wolumenów badań TK/MR/PET, w tym

Wykres 5. Voxel; Kwartalna liczba badań



Źródło: Spółka

Wykres 6. Voxel; Kwartalne przychody z badań (mln zł)



Źródło: Spółka

o 28% MR i o 15% TK. Alteris ma szanse na stabilizację przychodów w 2019 roku w stosunku do wysokiej bazy 2018 roku.

Prognozujemy wzrost tegorocznych przychodów wynikających z akwizycji na poziomie 25 mln zł, z czego Vito-Med powinien wygenerować 19 mln zł, a Exira dołożyć kolejne 6 mln zł. Zakładamy, że Scanix dołoży w przyszłym roku ponad 17 mln zł. Prognozujemy sprzedaż Spółki na poziomie 207/235 mln zł w 2019/2020 roku.

3.2. Rentowność

Rentowność Grupy powinna być wspierana (i) powstaniem centrum usług wspólnych i grupy zakupowej, (ii) unifikacją zarządów, (iii) restrukturyzacją kosztów ogólnych, (iv) konsolidacją linii produktowych, (v) optymalizacją przepływu pacjentów, (vi) większą skalą wykorzystania urządzeń, (vi) poprawą struktury badań (większa dynamika wzrostu przychodów z MR niż z TK). Negatywny wpływ na marżę ma z pewnością silna presja na wynagrodzenia ze strony personelu medycznego (lekarzy, pielęgniarek) oraz pracowników IT.

W strukturze kosztów najistotniejszymi pozycjami są: (i) koszty usług obcych (29% kosztów 2018 roku), (ii) koszty materiałów i energii (26% kosztów 2018 roku), (iii) wynagrodzenia (16% kosztów 2018 roku). Spółka zaksięgowiała odszkodowanie w wysokości 1,5 mln zł w IV kw. 2018 (koszty z nim związane zostały zaksięgowane w III kw. 2017), a ponadto ujęła w ub. roku 0,6 mln zł z tytułu udziału we wspólnym przedsięwzięciu (Exira).

Rentowność Spółki wzrosła w 2018 r/r z powodu: (i) wzrostu wolumenu przychodów, (ii) oszczędności kosztowych, (iii) efektów skali. Prognozujemy spadek marży EBIT do 17% w 2019 i 16% w 2020. Częściowo wynika on z naszego ostrożnego podejścia, a częściowo z oczekiwanej silnej presji na wynagrodzenia.

3.3. Wydatki inwestycyjne/Dywidenda

Wydatki na działalność inwestycyjną wyniosły ok. 30 mln zł w 2018, obejmując, między innymi zakup udziałów Exira Gamma Knife (11 mln zł), Vito-Med (4 mln zł), wierzytelności Scanix (4 mln zł). Zakładamy wydatki inwestycyjne w kwocie 34 mln zł (8 mln zł Scanix) w 2019 roku, uwzględniając capex Exiry na poziomie 4 mln zł (wymiana źródła i upgrade MR) i Vito-Med w okolicy 1,5 mln zł. Znaczący capex w tym roku wynika z oczekiwanego wzrostu przychodów. Spółka ponosi wydatki na nowe urządzenia szacując obciążenie istniejących. Często zmieniana jest lokalizacja urządzeń, czasami robiony jest tylko ich *upgrade*. Wydatek na MR sięga pomiędzy 0,6 mln (*upgrade*), przez 2-3 mln zł (przeciętna jakość urządzenia) po 5,5 mln zł (3T MR). TK z pracownią kosztuje około 1-2 mln zł. Zakładamy niższy capex w kolejnym roku, jednak należy zwrócić uwagę, że jest on w pełni powiązany z możliwościami generowania przychodów. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji, których Spółka nie ogłosiła, choć należałoby się spodziewać, że takie będą.

Spółka finansuje część inwestycji pożyczkami. Zakupiony sprzęt jest amortyzowany, pojawiają się koszty odsetkowe, jednak nie ma wpływu gotówki w działalności inwestycyjnej. Dla celów modelowych wydatki na sprzęt ujmujemy w przepływach inwestycyjnych. W 2018 roku wartość sprzętu finansowanego pożyczkami wyniosła 4 mln zł.

Spółka zamierza wypłacić w tym roku dywidendę w wysokości 10,4 mln zł (0,99 zł na akcję) z ubiegłorocznego zysku. Dzień ustalenia praw do dywidendy został ustalony na 19 sierpnia, a wypłaty na 9 września 2019. Zarząd nie wyklucza rekomendacji wypłaty dywidendy w kolejnych latach, jednak decyzja w tym zakresie jest uzależniona od planów rozwojowych.

3.4. Wyniki/prognozy kwartalne

Sezonowość

W poprzednich latach wyniki Grupy były w dużej mierze sezonowe, z najlepszym 4 kwartałem, głównie za sprawą tzw. nadwykonań (Voxel) i realizacji budżetów inwestycyjnych przez placówki publicznej opieki zdrowotnej (ponad 40% przychodów Alterisu). Choć sezonowość w Alterisie nie ulega zmianie, zniesienie limitów badań MR i TK powinno znacznie spłaszczyć sezonowość. Najślabszymi będą miesiące wakacyjne.

II kw. 2019

Zniesienie limitów na badania TK i MR przez NFZ (od 1 kwietnia 2019) powinno sprzyjać wynikom Spółki za II kw. 2019 roku. Prognozujemy 46 mln zł przychodów, +36% r/r, w II kw. br. jako pochodną wzrostu przychodów w Voxelu (włączając Hannah) do 33 mln zł oraz 6/2/5 mln zł wygenerowanych przez Alteris/Exirę/Vito-Med. Spodziewamy się poprawy kw./kw. i r/r na poziomie marży operacyjnej. Marża będzie zaniżana intensywnymi zmianami w strukturze Grupy (akwizycje mniej rentownych podmiotów). Zakładając koszty finansowe na poziomie 1,3 mln zł, większe niż w II kw. 2018, kiedy wyniosły 0,8 mln zł i efektywną stopę podatkową zbliżoną do 19% (22% w II kw. 2018), prognozujemy zysk netto Grupy w wysokości 6 mln zł, w II kw. 2019.

Kolejne kwartały

Uwzględniając 5-10% premię za skrócenie kolejek do badań MR/TK (od lipca br.) mamy nadzieję zobaczyć porównywalne do II kw. wyniki za III kw. (zwykle, w okresie wakacyjnym popyt na usługi diagnostyczne jest mniejszy). Wyniki Grupy w IV kw. 2019 powinny być lepsze niż w poprzednich kwartałach (z uwagi na Alteris), jednak sezonowość nie będzie duża.

Tabela 6. Voxel; Prognozy finansowe na II kw. 2019

MSSF skonsolidowane											Realizacja całorocznej prognozy w:			
(mln zł)	I kw. 18	II kw. 18	III kw. 18	IV kw. 18	I kw. 19	II kw. 19	r/r	I pół. 18	I pół. 19	r/r	II kw. 18	II kw. 19	I pół. 18	I pół. 19
Sprzedaż	32,6	33,8	38,5	65,6	49,1	46,0	36%	66,3	95,1	43%	20%	22%	39%	46%
EBITDA	8,8	9,2	11,8	15,6	12,8	13,8	51%	17,9	26,6	48%	20%	24%	40%	46%
Marża EBITDA	26,9%	27,2%	30,7%	23,7%	26,1%	30,0%	-	27,0%	28,0%	-	-	-	-	-
EBIT	5,3	5,7	8,3	11,8	7,4	8,4	48%	10,9	15,8	44%	18%	24%	35%	45%
Marża EBIT	16,2%	16,8%	21,6%	18,0%	15,1%	18,2%	-	16,5%	16,6%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	4,8	5,5	7,9	11,0	6,2	7,1	30%	10,3	13,2	29%	19%	24%	35%	44%
Marża zysku brutto	14,8%	16,2%	20,5%	16,7%	12,5%	15,4%	-	15,5%	13,9%	-	-	-	-	-
Zysk netto	3,9	4,3	6,4	8,8	5,0	5,7	34%	8,1	10,7	31%	18%	24%	35%	44%
Marża zysku netto	12,0%	12,6%	16,6%	13,5%	10,1%	12,4%	-	12,3%	11,2%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

4. Rynek ochrony zdrowia

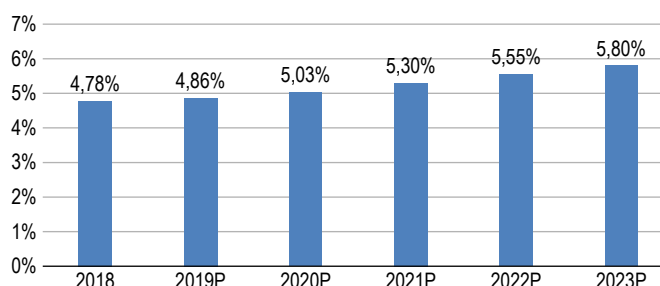
- ▶ **Rozwój Spółki, będącej uczestnikiem rynku ochrony zdrowia, zależy od sytuacji makroekonomicznej, demografii, źródeł finansowania służby zdrowia, stanu infrastruktury medycznej, postępu technologicznego, a przede wszystkim specyficznych uwarunkowań w diagnostyce obrazowej i medycynie. Rynek diagnostyki obrazowej w Polsce jest rozdrobniony z trzema głównym graczami działającymi na terenie całego kraju.**
- ▶ **Wydatki na ochronę zdrowia w Polsce są niższe niż w innych krajach Europy Zachodniej (odpowiednio 7% wobec 11% PKB po 6%/3% średnim wzroście w latach 2013-17). Oczekuje się 6% średniego wzrostu wspomnianych wydatków w Polsce w latach 2013-2023P.**
- ▶ **Według NFZ, średni czas oczekiwania na MR wzrósł z 2 do 5 miesięcy, na TK z 1 do 2 miesięcy, na usługi medycyny nuklearnej z 13 dni do miesiąca pomiędzy 2014 rokiem a połową 2018 roku. W czerwcu 2018 roku Ministerstwo Zdrowia zdecydowało o wyasygnowaniu dodatkowych 95 mln zł na diagnostykę obrazową, co miało umożliwić wykonanie o 120 tys. skanów TK i 120 tys. badań MR więcej.**
- ▶ **Od kwietnia br. zostały zniesione limity finansowania MR i TK w ramach badań refundowanych. Ponadto, projekt zarządzenia Prezesa NFZ przewiduje o 5% lub 10% wyższą wycenę za TK i MR w zamian za skrócenie czasu oczekiwania na te usługi (5% – skrócenie o co najmniej 20% czasu oczekiwania i skreślenie z listy o ponad 5% większej liczby pacjentów niż w poprzednim okresie rozliczeniowym; 10% – dodatkowo pierwszy wolny termin na badanie nie przekracza 30 dni). Projekt ten powinien ograniczyć liczbę hospitalizacji związaną tylko z koniecznością wykonania badania.**

4.1. Kondycja rynku ochrony zdrowia

Rynek ochrony zdrowia jest finansowany zarówno ze środków publicznych, jak i prywatnych (NFZ, ubezpieczenia, pakiety medyczne, wydatki indywidualne konsumentów). Inwestycje medyczne natomiast ze środków publicznych, środków pozyskanych z różnych programów, także UE i prywatnych.

Nakłady na ochronę zdrowia w 2019 mają wynieść 98 mld zł (4,92% PKB), o 8 mld zł więcej r/r i 1 mld zł powyżej wartości referencyjnej określonej w ustawie (4,86% PKB). Ustawa przewiduje, że wydatki będą rosły o 0,2% PKB roku poprzedniego co roku, żeby w 2023 zbliżyć się do 6% PKB.

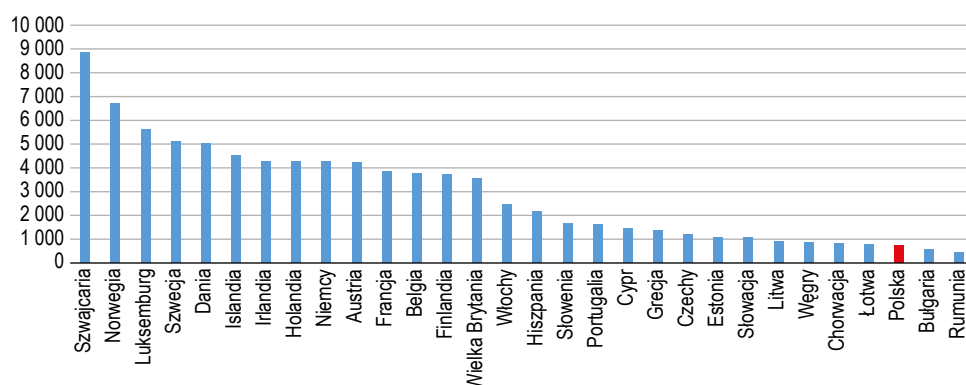
Wykres 7. Polska; Minimalny odsetek PKB przeznaczany na finansowanie ochrony zdrowia



Źródło: Dz.U. poz. 1532

Poziom wydatków na ochronę zdrowia należy w Polsce do najniższych w UE. Według Eurostatu w 2016 r. nominalny poziom wydatków na ten cel w przeliczeniu na mieszkańca wyniósł w Polsce 731 EUR, wśród państw należących do UE niższy wynik zanotowały tylko Bułgaria (556 EUR) i Rumunia (432 EUR). Największe wydatki są w Szwajcarii, Norwegii, Luksemburgu, Szwecji i Danii, powyżej 5 000 EUR na mieszkańca. Polska plasuje się także poniżej średniej uwzględniając wydatki na służbę zdrowia w relacji do PKB.

Wykres 8. Wydatki na ochronę zdrowia (w euro na 1 mieszkańca)



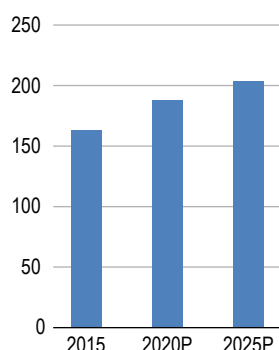
Źródło: Eurostat

Według raportu OECD sytuacja w polskiej służbie zdrowia jest fatalna. Średnio na tysiąc osób przypada 3,5 lekarza w krajach UE, a w Polsce 2,5. W Polsce działa ponad 1 000 szpitali, czyli 29 na milion mieszkańców, jest 16 tomografów (>100 w Japonii) i mniej niż 7 rezonansów magnetycznych (40 w USA) na milion osób.

4.2. Popyt na usługi medyczne

Kilka czynników generuje wysoki popyt na usługi medyczne, z których głównymi wydają się być starzenie społeczeństwa i wzrost samoświadomości leczenia. Średnia oczekiwana długość życia kobiet/mężczyzn wzrosła z 80/71 w 2006 do 82/74 lat w 2017 i oczekuje się dalszej poprawy. Szacuje się, że osoby powyżej 40 roku będą stanowiły 60% społeczeństwa w 2050 w stosunku do 50% obecnie. Wydłużenie czasu życia oznacza większą liczbę zachorowań i konieczność wyższych nakładów na służbę zdrowia.

Wykres 9. Liczba chorych na nowotwory złośliwe w Polsce (w tys.)



Źródło: KRN

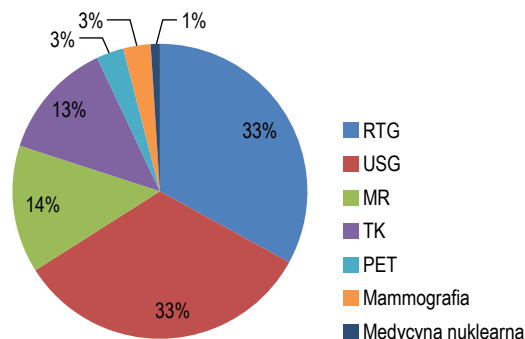
W Polsce około 46%/27% wszystkich zgonów jest skutkiem chorób krążeniowych/nowotworowych (30%/37% w przedziale wiekowym 45-64). 192 na 100 000 Polaków umiera na nowotwory rocznie, co jest znacznie gorszym wynikiem niż średnia UE (160). W Polsce jest znacznie wyższa śmiertelność, przy mniejszej rozpoznawalności niż w UE. Według NFZ liczba Polaków z nowotworami wynosi około 1 mln. Szacuje się, że w 2025 roku zachoruje ok. 200 tys. osób na nowotwory złośliwe, w stosunku do 126 tys. w 2006 roku, a nowotwory staną się główną przyczyną zgonów w Polsce. Spodziewane tempo wzrostu chorób nowotworowych w latach 2015-2025 wynosi 2,5%.

4.3. Rynek diagnostyki obrazowej i medycyny nuklearnej

Według PMR rynek diagnostyki obrazowej w Polsce był wart 5,3 mld zł w 2017 roku i powinien sięgnąć 7,4 mld zł w 2023 roku po 5,7% średniorocznym wzroście w latach 2018-2023. Największy wartościowo udział w rynku badań diagnostyki obrazowej mają badania RTG i USG. Wartość rynku badań MR, TK, PET i medycyny nuklearnej

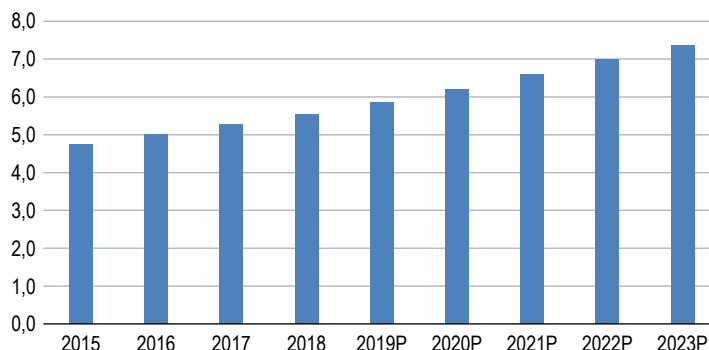
wynosi około 1,8 mld zł stanowiąc ponad 30% krajowego rynku diagnostyki obrazowej (MR/TK 14%/13%). Badania te są dość drogie, więc ich rozwój w dużym stopniu zależy od finansowania NFZ.

Wykres 10. Polska; Struktura rynku diagnostyki obrazowej



Źródło: Spółka

Wykres 12. Wartość krajowego rynku diagnostyki obrazowej (mld zł)



Źródło: PMR, AOTMiT, DM BOŚ SA

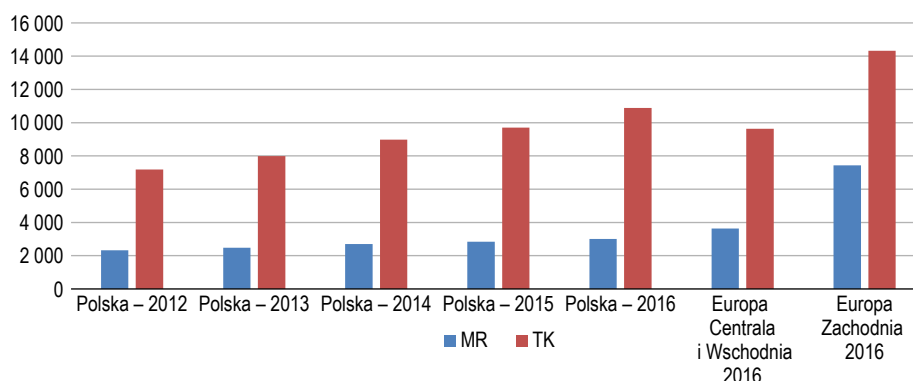
16 oddziałów NFZ odpowiedzialnych za budżety na terenie poszczególnych województw zatwierdza plan finansowy, a w jego ramach limit finansowy na poszczególne świadczenia. NFZ podpisuje umowy i płaci świadczeniodawcom po zatwierdzeniu wykonania świadczenia oraz otrzymaniu e-faktury w terminie 15 dni. Świadczeniodawcy wykonują często świadczenia ponadlimitowe licząc na ich rozliczenie. Płatności nadwykonań dokonywane są przez NFZ w terminie 45 dni po zakończeniu kwartału.

Szacuje się, że w rękach prywatnych jest ponad 60% aparatów MR, połowa PET i TK w Polsce. Największymi podmiotami mającymi kontrakty na świadczenia TK/MR/PET z NFZ są: (i) Affidea, (ii) Voxel, (iii) Lux Med, (iv) TMS Diagnostyka, (v) Tomma. Affidea Group (podmiot holenderski) świadczy usługi w 15 krajach europejskich robiąc 200 000 skanów MR rocznie. W Polsce posiada 36 centrów diagnostycznych, głównie MR i TK, 4 centra PET-TK. Lux Med Diagnostyka (należący do międzynarodowej grupy BUPA) posiada 31 stacjonarnych i 15 mobilnych pracowni (26 MR i 21 TK).

TK/MR

W 2017 roku wykonano w Polsce ponad 1,1 miliona badań TK za ponad 370 mln zł. Usługi świadczyło ponad 400 podmiotów z umowami podpisanymi z NFZ. Na MR NFZ wydał ponad 230 mln zł wykonując 476 625 badań w 2014 roku. Usługi MR w ramach NFZ oferowane były przez 214 podmiotów. W Polsce jest obecnie zainstalowanych blisko 640/300 aparatów TK/MR, 17/8 w przeliczeniu na milion mieszkańców wobec 35/35 w Niemczech, 34/19 Europie Zachodniej, 16/9 w Czechach. Liczba procedur MR/TK w latach 2012-2016 w przeliczeniu na mieszkańca rosła w tempie 7%/11% w Polsce będąc 60%/24% poniżej średniej Europy Zachodniej.

Wykres 11. Liczba procedur na 100 000 mieszkańców



Źródło: Eurostat

Około 40%/90% wartości badań MR i TK wykonywanych w prywatnych/publicznych centrach diagnostycznych było finansowanych przez NFZ w 2017 roku. 74%/88% badań MR/TK było sfinansowanych przez NFZ w 2016 roku.

Zakup aparatu TK do szpitala to koszt przeciętnie około 2,5 mln zł. W 2016 roku zaledwie 42% szpitali miało TK. Koszt zakupu nowego MR waha się w zależności od mocy (szpital krakowski kupił 1,5T MR za 5 mln zł w 2018 roku, szpital we Wrocławiu aparat 3T za 7 mln zł w 2017). Według czasopisma *Radiology* aparaty o mocy 7T powodują uwalnianie toksycznej rtęci z amalgamatowych wypełnień, jednak te o mocy 1,5T są bezpieczne.

PET

W 2012/2013/2014/2015/2016/2017 wykonano w Polsce 27/32/36/41/47/53 tysiące badań PET. Średni koszt badania spadł z 4 072 w 2012 do 3 286 w 2015. W latach 2016/2017 AOTMiT zmieniał wyceny kilkukrotnie. Aktualnie wycena za badanie PET z użyciem 18F-FDG, 18F-NaF wynosi 2 700 zł (3 300 w 2016), a za bardziej zaawansowane badanie około 4 000 zł. Spadek wycen badań był skompensowany spadkiem cen radiofarmaceutyków (poprzednio musiały być importowane, obecnie są produkowane w Polsce). W 2018 roku NFZ zakontraktował badania PET za 139 mln zł, a medycyny nuklearnej za 34 mln zł. Badania te są finansowane niemal w całości przez NFZ. Obecnie jest 20 wskazań na wykonanie badania PET.

W Polsce jest obecnie zainstalowanych około 30 urządzeń PET-TK (21 w 2014; na 24 w 2018 podpisane były kontrakty z NFZ). Średnio w Europie wykonuje się 1 622 badań PET w jednym ośrodku na rok. Szacuje się, że jedno urządzenie może wykonać około 3 000 badań rocznie. W 2016 roku szacowano, że w Polsce jest zapotrzebowanie na 66 000 badań rocznie, co przewyższało zakontraktowaną przez NFZ wartość. Liczba badań PET wykonywanych w Polsce jest porównywalna do rynku czeskiego, przy liczbie ludności prawie 4-krotnie większej. W Polsce na 100 000 osób jest 0,1/0,4 urządzeń PET/SPECT, poniżej średniej dla Europy Zachodniej (0,2/0,6).

Na ocenę rynku produkcji radiofarmaceutyków bezpośredni wpływ mają potrzeby generowane przez badania metodą PET. W Polsce zarejestrowane są następujące radiofarmaceutyki stosowane w PET: (i) F-FDG, (ii) F-cholina, (iii) F-NaF. Inne, jak na przykład F-DOPA, F-FET, F-FLT, Ga-PSMA, Ga-DOTA-TOC, Ga-DOTA-TATE, C-octan, C-cholina, C-PIB są sprowadzane w ramach importu docelowego lub produkowane na własne potrzeby. Ponad 90% badań wykonuje się z użyciem FDG. W 2016 roku w Polsce pracowało 9 cyklotronów medycznych, we Włoszech 45, Niemczech – 33.

Rynek urządzeń do diagnostyki obrazowej

Na światowym rynku urządzeń do diagnostyki obrazowej funkcjonują: GE Healthcare, Philips Medical Systems i Siemens Medical Solution, Cardinal Health, Bayer, a także mniejsze lub specjalizujące się w niszowych urządzeniach podmioty, takie jak: Agfa Healthcare, Carestream Health, Fujifilm Medical Systems, Hitachi Aloka Medical, Toshiba Medical Systems, Samsung Medisom. W Europie ważną rolę odgrywają francuski AAA (przejęty przez Novartis) i niemiecki Eckert & Ziegler. Na krajowym rynku porównywalne podmioty na rynku radiofarmaceutyków to Synektik i Life Radiopharma. Największym producentem radiofarmaceutyków w Polsce jest Synektik posiadający trzy zakłady produkcyjne obsługujące największą liczbę centrów medycznych. Wykonuje on około 2,5 tys. testów rocznie. Jego rozwiązania informatyczne znajdują się wśród 3-4 najczęściej wybieranych systemów IT stosowanych w radiologii.

5. Sprawozdania finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 7. Voxel; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018*	2019P	2020P	2021P
Aktywa trwałe	177,8	172,7	230,8	252,2	243,0	243,3
Rzeczowe aktywa trwałe	128,8	124,4	161,1	180,1	172,9	174,4
Aktywa niematerialne	8,3	8,4	7,9	10,4	8,3	7,2
Wartość firmy	39,4	39,4	59,4	59,4	59,4	59,4
Majątek finansowy	1,3	0,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Majątek obrotowy	45,4	66,4	76,3	77,1	96,6	115,8
Zapasy	5,6	4,8	6,3	7,7	8,9	9,2
Należności handlowe	26,3	31,5	42,8	52,0	59,1	61,3
Pozostałe należności	1,7	2,5	5,4	6,5	7,4	7,7
Inwestycje krótkoterminowe	7,1	8,5	14,2	2,0	2,0	2,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4,6	19,1	7,6	9,0	19,3	35,6
Aktywa	223,1	239,1	307,1	329,3	339,6	359,1
Kapitały własne	116,4	130,5	143,3	157,1	172,6	188,7
Zobowiązania	106,7	108,6	163,9	172,3	167,0	170,4
Zobowiązania długoterminowe	44,0	51,1	104,4	113,7	102,5	104,1
Dług odsetkowy	3,7	11,1	19,2	25,2	25,2	25,2
Obligacje	9,9	10,0	34,8	34,8	20,0	20,0
Leasing	0,0	1,7	21,6	21,6	21,6	21,6
Rezerwy, inne	30,4	28,4	28,9	32,2	35,7	37,3
Zobowiązania krótkoterminowe	62,8	57,5	59,5	58,6	64,5	66,3
Dług odsetkowy	10,1	13,3	5,7	5,7	5,7	5,7
Obligacje	10,2	10,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Leasing	0,0	0,7	6,2	6,2	6,2	6,2
Rezerwy, inne	22,2	9,6	22,4	16,1	17,4	17,9
Zobowiązania handlowe	20,3	23,7	24,3	29,8	34,3	35,7
Pasywa	223,1	239,1	307,1	329,3	339,6	359,1
Wskaźniki						
Zadłużenie/Kapitały własne	0,3	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4
Kapitał pracujący netto / Aktywa ogółem	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wskaźnik bieżący	0,7	1,2	1,3	1,3	1,5	1,7
Wskaźnik szybki	0,6	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6
Sprzedaż / Aktywa ogółem	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7
Sprzedaż / Kapitał pracujący netto	11,5	12,6	9,1	7,6	7,4	7,1
Rotacja zapasów w dniach	20	17	17	17	18	19
Rotacja należności w dniach	83	69	80	84	86	90
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	92	73	72	66	68	71
Cykl obrotu gotówki w dniach	11	14	24	35	36	37
ROA	5,1%	8,6%	8,6%	7,6%	7,9%	8,0%
ROE	9,7%	16,0%	17,1%	16,1%	15,9%	15,4%

* uwzgl. IFRS16

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 8. Voxel; Rachunek wyników

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	120,7	152,2	170,4	206,6	234,9	243,9
EBITDA	29,2	39,1	45,3	57,6	62,3	65,4
EBIT	16,7	25,8	31,0	34,8	37,0	38,4
Przychody finansowe	0,9	0,3	0,7	0,1	0,2	0,5
Koszty finansowe	-2,8	-2,8	-3,1	-5,0	-4,8	-4,4
Udział w zysku wspólnego przedsięwzięcia	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Zysk przed opodatkowaniem	14,8	23,3	29,1	29,9	32,4	34,4
Podatek dochodowy	-3,8	-3,5	-5,7	-5,7	-6,2	-6,5
Zysk netto	11,0	19,8	23,4	24,2	26,3	27,9
Marże:						
EBITDA	24,2%	25,7%	26,6%	27,9%	26,5%	26,8%
Operacyjna	13,8%	17,0%	18,2%	16,8%	15,7%	15,7%
Zysku przed opodatkowaniem	12,3%	15,3%	17,1%	14,5%	13,8%	14,1%
Zysku netto	9,1%	13,0%	13,7%	11,7%	11,2%	11,4%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaż	-8,6%	26,1%	12,0%	21,2%	13,7%	3,9%
EBITDA	43,7%	33,8%	15,8%	27,1%	8,3%	4,9%
EBIT	-17,9%	54,7%	20,0%	12,1%	6,4%	3,8%
Zysk brutto	-16,7%	57,9%	24,7%	2,7%	8,4%	6,1%
Zysk netto	-23,3%	80,0%	18,0%	3,6%	8,4%	6,1%

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

Tabela 9. Voxel; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	22,5	35,3	30,3	50,7	56,5	59,3
Zysk brutto	14,8	23,3	29,1	29,9	32,4	34,4
Amortyzacja	12,5	13,3	14,3	22,8	25,4	27,0
Zmiana majątku obrotowego	-3,2	-0,1	-11,3	-6,2	-4,6	-1,6
Pozostałe	-1,7	-1,2	-1,9	4,2	3,3	-0,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,1	-6,8	-29,2	-33,9	-9,9	-20,8
Nakłady inwestycyjne	-9,3	-5,8	-29,2	-34,0	-10,1	-21,2
Pozostałe	2,2	-1,0	0,0	0,1	0,2	0,5
Przepływy finansowe	-16,0	-14,1	-12,5	-15,4	-36,4	-22,3
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu netto	-7,4	-6,0	0,0	0,0	-20,8	-6,1
Wypłata dywidend	-5,8	-5,8	-10,5	-10,4	-10,8	-11,7
Pozostałe	-2,8	-2,3	-2,0	-5,0	-4,8	-4,4
Zmiana środków pieniężnych	-0,7	14,4	-11,5	1,4	10,3	16,3

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Spis treści

1. Wycena	3
2. Model biznesowy i strategia	5
2.1. Akcjonariat i struktura Grupy	5
2.2. Model biznesowy	6
2.2.1. Radiologia	6
2.2.2. Neuroradiochirurgia i opieka szpitalna	9
2.2.3. Produkty informatyczne i wyposażenie pracowni	10
2.3. Strategia	10
3. Wyniki i prognozy finansowe	12
3.1. Przychody	12
3.2. Rentowność	13
3.3. Wydatki inwestycyjne/Dywidenda	13
3.4. Wyniki/prognozy kwartalne	14
4. Rynek ochrony zdrowia	15
4.1. Kondycja rynku ochrony zdrowia	15
4.2. Popyt na usługi medyczne	16
4.3. Rynek diagnostyki obrazowej i medycyny nuklearnej	16
5. Sprawozdania finansowe	
(MSSF skonsolidowane)	19

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka - Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej,

w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	36	35	10	8	0
Procenty	40%	39%	11%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszone	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	10	8	0
Procenty	38%	42%	11%	9%	0%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M
Voxel									
Sylwia Jaśkiewicz	Kupuj	—	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	-	-	28,0035,10—

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analitik	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Voxel							
Sylwia Jaśkiewicz	Przeważaj	—	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	28,00-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 22 lipca 2019 r., godz. 8:10.
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 22 lipca 2019 r., godz. 8:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/voxel>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/voxel>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Sprzedaż Instytucjonalna

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski
tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk
tel.: +48 (22) 504 33 34
g.kolodziejczyk@bossa.pl

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Marcin Sielicki
Asystent Analityka

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104