



Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL

RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy rekomendację dla walorów Voxel z akumuluj do REDUKUJ, jednocześnie podwyższając cenę docelową do 153,3 PLN na akcję (wobec 134,3 PLN/akcję poprzednio). Widzimy potencjał do dalszego rozwoju spółki i szanse na poprawę wyników, jednak intensywny wzrost ceny akcji w ostatnich miesiącach w naszej cenie był przesadzony.

Zwracamy uwagę na potencjał dalszego wzrostu wolumenów głównych badań diagnostycznych (TK, MR, PET i SPECT). W 2025 i 2026 r. szacujemy dwucyfrowe wzrosty liczby wykonywanych badań, głównie dzięki wzrostowi efektywności, ale też nowym placówkom. W lipcu'25 Voxel przejął spółkę PRO-SCAN, która posiada pracownię rezonansu magnetycznego w Malborku. Jest to pierwsza pracownia grupy w województwie pomorskim. Placówka ma podpisany kontrakt z NFZ, dlatego wykonuje badania refundowane. W naszej ocenie przejęcie pozwoli na wykorzystanie synergii i wzmocni grupę.

Pozytywne perspektywy widzimy także w obszarze IT i infrastruktury. Paliwem do wzrostu przychodów w naszej ocenie powinny być projekty finansowane ze środków KPO. Ze względu na wzmożone inwestycje w ochronie zdrowia, spodziewamy się, że Alteris ponownie zrealizuje przychody wyższe od komunikowanego backlogu, który na koniec 1Q'25 wyniósł 120 mln PLN. W dłuższej perspektywie zakładamy wzrost skali biznesu Radpoint. Backlog bieżącego roku na koniec marca'25 wynosił 12 mln PLN i spodziewamy się, że do końca 2025 r. również zostanie zwiększony.

Voxel kontynuuje prace związane z inwestycją Radiofarm. Budynek wraz z cyklotronem i instalacją pozostałego sprzętu ma być gotowy do końca września'25. Aby produkować tam radiofarmaceutyki oraz wykorzystywać je, spółka musi przejść proces certyfikacji, dlatego rozpoczęcie komercyjnej produkcji powinno rozpocząć się w 2026 r.

W czerwcu'25 przypadał termin wykupu obligacji korporacyjnych (30 mln PLN). Spółka zdecydowała się na zwiększenie limitów kredytowych, co pozwoli na bardziej elastyczne podejście do zadłużenia oraz ograniczenie kosztów obsługi długu w okresach, kiedy dodatkowa gotówka nie będzie potrzebna.

Grupa prowadzi przegląd opcji strategicznych, jednak ze względu na brak dalszych informacji w tym zakresie, nie uwzględniamy potencjalnych zmian w działalności spółki w naszej wycenie. Jest to czynnik, który mógłby tłumaczyć premię, jednak nie ma pewności, że przegląd zakończy się wprowadzeniem istotnych zmian.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	360,6	424,2	507,8	610,9	665,3	697,2
w tym COVID-19	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT [mln PLN]	80,3	112,7	118,8	143,3	158,6	170,8
EBITDA [mln PLN]	106,3	147,1	166,5	198,0	216,0	231,3
Wynik netto [mln PLN]	55,5	82,2	97,7	108,3	121,9	131,6
P/E	40,3	24,3	18,8	17,0	15,1	14,0
P/BV	7,6	6,3	5,1	4,4	3,8	3,5
EV/EBIT	24,2	16,9	16,1	13,5	11,8	10,8
EV/EBITDA	18,3	12,9	11,5	9,8	8,7	8,0
DPS w okresie	3,1	1,4	3,3	4,8	4,8	8,7
DY	1,8%	0,8%	1,9%	2,7%	2,8%	5,0%

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 153,3 PLN

19 SIERPNIĄ 2025, 08:45 CEST

Wycena końcowa [PLN]	153,3
Wycena DCF [PLN]	141,0
Wycena porównawcza [PLN]	165,6
Potencjał do wzrostu / spadku	-12,4%
Koszt kapitału	11,9%
Cena rynkowa [PLN]	175,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 838,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	186,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	131,0
Stopa zwrotu za 3 mc	5,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	20,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	51,5%
Struktura akcjonariatu*:	
Voxel International S.a.r.l	51,3%
TFI PZU S.A.	11,4%
PTE Allianz Polska S.A.	5,1%
Pozostali	32,2%

*- liczba głosów na WZA

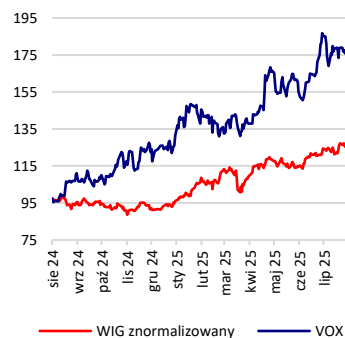
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (032) 208 14 35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
PRZEJĘCIE SPÓŁKI PRO-SCAN	4
WZROST WYCENY ŚWIADCZEŃ REFUNDOWANYCH I WOLUMENÓW	4
POZYSKANIE FINANSOWANIA BANKOWEGO	5
CYKLOTRON	5
DYWIDENDA	5
WYCENA DCF	6
WYCENA PORÓWNAWCZA	9
WYNIKI 1Q'25	10
PROGNOZY NA 2Q'25 I KOLEJNE OKRESY	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	13
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	361	424	508	611	665	697
w tym COVID-19	28	0	0	0	0	0
Wynik brutto na sprzedaży	107	140	155	178	198	210
Koszty sprzedaży	2	2	3	3	3	3
Koszty zarządu	20	22	25	29	34	34
EBIT	80	113	119	143	159	171
EBITDA	106	147	167	198	216	231
Diagnostyka	115	154	175	201	223	238
Neurochirurgia	6	6	7	8	8	8
IT i wyposażenie pracowni	20	14	17	22	20	20
Szpitalnictwo	-6	-1	0	0	0	0
Wyłączenia	-28	-26	-33	-33	-36	-36
Zysk brutto	69	102	120	135	152	164
Zysk netto	56	82	98	108	122	132

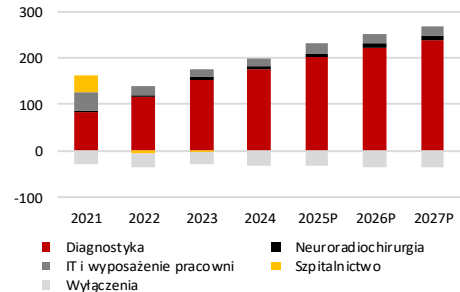
Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	335	347	430	458	488	492
Rzeczowe aktywa trwałe	249	263	319	347	374	378
Aktywa niematerialne	15	16	38	38	40	40
Wartość firmy	61	61	67	67	67	67
Aktywa obrotowe	132	182	209	180	191	207
Zapasy	22	21	25	13	-3	-3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	71	88	127	148	157	165
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	33	64	53	14	31	40
Aktywa razem	467	529	639	638	679	699
Kapitał własny	244	295	367	425	496	536
Zobowiązania długoterminowe	132	121	100	102	85	67
Oprocentowane kredyty i pożyczki	21	7	2	0	0	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	40	30	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	44	56	70	73	56	38
Zobowiązania krótkoterminowe	91	112	172	111	98	96
Oprocentowane kredyty i pożyczki	12	9	6	16	0	0
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	10	10	30	0	0	0
Zobowiązania z tytułu leasingu	12	15	20	21	16	11
Pasywa razem	467	529	639	638	679	699

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	96	129	122	154	202	196
Amortyzacja	38	39	48	55	57	60
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-30	-40	-69	-84	-88	-64
CAPEX	-31	-44	-71	-84	-88	-64
Przepływy z działalności finansowej	-87	-58	-64	-109	-96	-123
Dywidenda	-32	-15	-35	-50	-51	-91
Odsetki	-11	-11	-9	-9	-8	-8
Zmiana środków pieniężnych	-21	31	-11	-39	18	9
Środki pieniężne	33	64	53	14	31	40

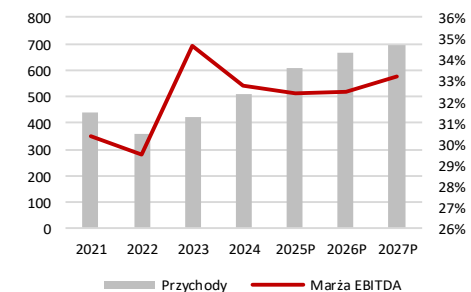
Dynamiki [%]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	-19%	18%	20%	20%	9%	5%
Wolumeny badań						
TK	4%	2%	1%	6%	6%	6%
MR	16%	19%	10%	16%	16%	8%
PET	13%	10%	6%	1%	3%	9%
EBITDA	-21%	38%	13%	19%	9%	7%
Zysk netto	-23%	48%	19%	11%	13%	8%

Wybrane dane i wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
ROE	19%	26%	27%	25%	25%	25%
ROA	10%	14%	15%	17%	18%	19%
DPS w okresie	3,1	1,4	3,3	4,8	4,8	8,7
Stopa dywidendy	1,8%	0,8%	1,9%	2,7%	2,8%	5,0%
P/E	40,3	24,3	18,8	17,0	15,1	14,0
P/BV	7,6	6,3	5,1	4,4	3,8	3,5
EV/EBITDA	18,3	12,9	11,5	9,8	8,7	8,0

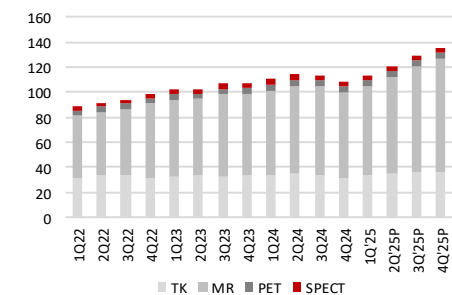
Struktura EBITDA w podziale na segmenty [tys. PLN]



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



Kwartalne wolumeny badań Voxel [tys.]



Czynniki ryzyka

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 175,0 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycenę spółki oparliśmy na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 141,0 PLN. Wycenę porównawczą do spółek zagranicznych, które wykonują badania diagnostyczne z zakresu radiologii, oraz spółek zajmujących się szerszą diagnostyką oparliśmy na prognozach wyników na lata 2025-2027. Uzyskaliśmy w ten sposób wartość 165,6 PLN. Wycena końcowa została stworzona przy użyciu wag 50% dla wyceny metodą DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej (poprzednio 70/30). W naszej ocenie wzrost skali działalności spółki uzasadnia uwzględnienie wyceny porównawczej na równi z wyceną DCF. Finalnie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 153,3 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena DCF [PLN]	50%	141,0	-19%
Wycena porównawcza [PLN]	50%	165,6	-5%
Wycena końcowa [PLN]		153,3	-12%

Źródło: BDM S.A.

Przejęcie spółki PRO-SCAN

Na początku lipca'25 Voxel nabył 100% udziałów w spółce PRO-SCAN. Jest to pracownia rezonansu magnetycznego (MR) mieszcząca się w Malborku, która wykonuje badania refundowane w ramach umowy z NFZ. Jest to pierwsza placówka Voxel w województwie pomorskim.

Szacowana cena nabytych udziałów wyniosła 7,98 mln PLN, natomiast ostateczna cena zostanie określona po ustaleniu wartości zobowiązań spółki przejmowanej znajdujących się w kasie i na rachunkach bankowych środków pieniężnych.

W naszej ocenie spółki będą generować synergie. Nowa pracownia pozwoli na rozszerzenie obecności w nowym regionie Polski. Dzięki posiadanej umowie z NFZ od początku może dokładać zadowalające wolumeny badań do grupy. Spodziewamy się, że kompetencje i rozwiązania, jakie wniosą do działalności pracowni Voxel i Radpoint, pozwolą na wzrost efektywności operacyjnej i wolumenów wykonywanych badań. Główną korzyścią dla przejmowanej spółki w naszej ocenie będzie pomoc w opisywaniu badań, co skróci czas oczekiwania pacjentów na wyniki.

Wzrost wyceny świadczeń refundowanych i wolumenów

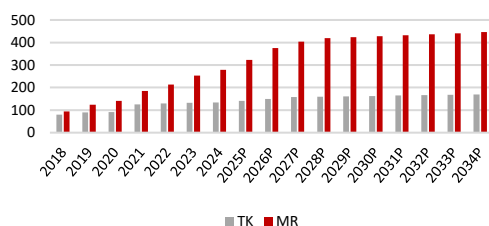
Od 2022 r. z roku na rok podnoszone są minimalne wynagrodzenia dla pracowników ochrony zdrowia. Rodzi to wzrost kosztów procedur medycznych, dlatego corocznie Ministerstwo Zdrowia dokonuje podwyżek wycen badań refundowanych przez NFZ, na podstawie rekomendacji AOTMiT (Agencja Oceny Technologii Medycznych i Taryfikacji).

Tak jak w poprzednim roku, w 2025 r. został wybrany trzeci, najbardziej pojemny wariant. Szacujemy, że spowoduje to wzrost wycen badań refundowanych, wykonywanych w Voxel o średnio +3% r/r. W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy ok. +1% wzrostu cen r/r.

Podnosimy założenia również w zakresie wolumenów wykonywanych badań. Spółka informowała, że w całym 2025 r. spodziewa się dwucyfrowego wzrostu wolumenów głównych badań (TK, MR, PET i SPECT). Szacujemy, że w bieżącym roku wzrost ten wyniesie +11,6%, w 2026 r. zakładamy +12,5%, natomiast w kolejnych latach wzrosty, w naszej ocenie, powinny być jednocyfrowe. Szacunki te uzasadniamy przejściem pracowni MR w Malborku, obserwowanym w poprzednich okresach wzrostem średniej liczby badań na jedną pracownię oraz potencjałem dalszego wzrostu tego wskaźnika, dzięki przeprowadzonym ulepszeniom sprzętu, jakie w poprzednich okresach przeprowadziła spółka.

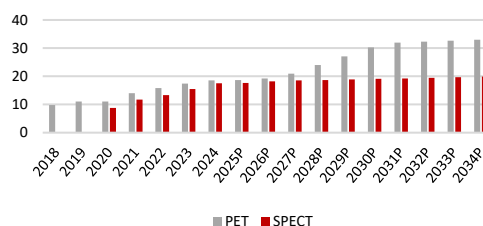
Poniżej przedstawiamy prognozę wolumenów i przychodów z tytułu wykonania badań diagnostycznych. Oprócz zwiększenia efektywności pracowni, zakładamy w kolejnych latach otwarcie nowych placówek, co będzie wspierać wzrost wolumenów badań. W długim okresie spodziewamy się działania 15 pracowni TK, 30 MR, 11 PET i 4 SPECT (vs. 14/26/7/4 na koniec marca'25).

Prognoza wolumenów TK i MR [tys.]



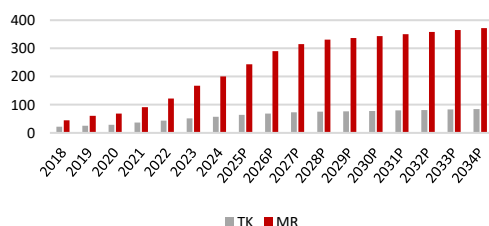
Źródło: BDM, spółka

Prognoza wolumenów PET i SPECT [tys.]



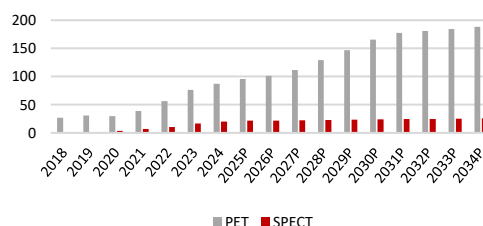
Źródło: BDM, spółka

Prognoza przychodów TK i MR [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Prognoza przychodów PET i SPECT [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Pozyskanie finansowania bankowego

W czerwcu '25 przypadał termin spłaty ostatniej transzy obligacji korporacyjnych w wysokości 30 mln PLN. Spółka zdecydowała nie rolować długu nową serią obligacji. Voxel (wraz ze spółkami zależnymi) podpisał aneks do umowy o limit wierzytelności z bankiem BNP Paribas BP. Na wniosek spółki zwiększono limit wierzytelności z kwoty 22 mln PLN do kwoty 51 mln PLN oraz wydłużono okres kredytowania do 4 lipca 2027 r. Maksymalne dopuszczalne wykorzystanie limitu przez Voxel zostało ustalone na 36 mln PLN, Alteris 27 mln PLN, a Exirę Gamma Knife i Scanix na 3 mln PLN. Poza kredytem w rachunku bieżącym, spółka może korzystać z linii na gwarancję w wysokości 6 mln PLN.

W naszej ocenie taka umowa daje spółce większą elastyczność wykorzystania środków oraz możliwość ograniczenia kosztów finansowych, szczególnie w okresach zmniejszonego zapotrzebowania na finansowanie dłużne.

Cyklotron

W Katowicach powstaje budynek Radiofarm, w którym będzie pracował nowy cyklotron, produkujący radiofarmaceutyki. Spółka planuje zakończyć prace związane z tym budynkiem wraz z instalacją sprzętu do końca września '25. Budżet inwestycji jest określony na 77 mln PLN brutto.

Spółka posiada już jeden cyklotron w Krakowie oraz w ramach współpracy korzysta z takiego urządzenia także w Warszawie. Na chwilę obecną cyklotron krakowski ma produkować radiofarmaceutyki głównie na potrzeby wewnętrzne, natomiast w Katowicach na potrzeby komercyjne i badań klinicznych.

Według ostatnich informacji, spółka planuje rozpoczęcie produkcji i sprzedaży na przełomie 2025 i 2026 r. W naszej ocenie jest to ambitny plan, biorąc pod uwagę procesy certyfikacji, które są konieczne do rozpoczęcia działalności komercyjnej urządzenia, dlatego spodziewamy się opóźnień w tym zakresie.

Dywidenda

Zarząd spółki rekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2024 r. w wysokości 31,5 mln PLN, czyli 3 PLN na jedną akcję. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło jednak uchwałę o wypłacie dywidendy w kwocie 50,2 mln PLN, czyli 4,78 PLN na jedną akcję. Dzień dywidendy został ustalony na 25 września 2025 r., a termin wypłaty na 10 października 2025 r.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4% (poprzednio 5,8%). Przyjęty przez nas współczynnik beta wynosi 1,0. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%.

Główne założenia i zmiany w modelu:

- **Diagnostyka – Voxel, Scanix, Rezonans Powiśle, PRO-SCAN**
Podwyższamy prognozę dynamik wolumenów głównych badań diagnostycznych wykonywanych przez grupę w 2025 r. do 11,6% r/r (poprzednio 9,5% r/r). W 2026 r. zakładamy wzrost o +12,5% r/r, natomiast w kolejnych latach spadek dynamik do wartości jednocyfrowych, a w długim okresie +1% r/r (tak, jak poprzednio). Uwzględniamy działalność nowej pracowni MR w Malborku od 3Q'25. Spółka aktywnie rozważa opcje akwizycji, jednak ze względu na brak informacji w zakresie kolejnych przejęć, nie uwzględniamy ich w naszej prognozie.
Wzrost wolumenów będzie szedł w parze ze wzrostem wycen badań refundowanych przez NFZ. Szacujemy wpływ tego zdarzenia na wyceny głównych badań średnio +3%.
- **IT i wyposażenie pracowni – Alteris i Radpoint**
Ostatni zapowiadany backlog Alterisa opiewał na 120 mln PLN, a Radpoint 12 mln PLN. Spodziewamy się jednak, że podobnie jak w poprzednich latach spółka przebijie swoje założenia. W całym 2025 r. szacujemy ok. 173 mln PLN przychodów tego segmentu (mocny początek roku i oczekiwana intensywna 2H'25 w związku z sezonowością, trwającą budową Radiofarm oraz oczekiwaną realizacją kontraktów finansowanych w ramach KPO).
- **Neuroradiochirurgia – Exira Gamma Knife**
W tym segmencie spodziewamy się stabilnych wzrostów wyników. W 2025 r. szacujemy wykonanie 576 procedur (vs 578 w 2024 r.) oraz wzrost przychodów dzięki podwyżce wycen od lipca'25.
- Na poziomie grupy podnosimy prognozy przychodów na 2025 r. i kolejne lata w związku z opisanymi powyżej czynnikami. Dokonujemy jednak redukcji prognoz rentowności. Wyniki 4Q'24 oraz 1Q'25 pokazały wyższe od naszych prognoz koszty operacyjne, dlatego obniżamy szacunki marży EBIT na 2025 r. z 24,4% do 23,5%. Implikuje to także lekką korektę marż w 2026 r., jednak w związku z oczekiwanym wzrostem przychodów, który powinien być mocniejszy niż dynamika kosztów, w średnim i długim okresie podtrzymujemy wcześniejsze założenia.
- Do końca września'25 spółka planuje zakończyć prace związane z budynkiem Radiofarm wraz z instalacją sprzętu. W całym 2025 r. szacujemy ok. 84 mln PLN CAPEX, wraz z uwzględnieniem innych inwestycji, w tym upgrade'y sprzętu w pracowniach. Część zakupów powinna zostać sfinansowana leasingiem, tak jak to miało miejsce w poprzednich okresach.
- Rozpoczęcie sprzedaży farmaceutyków wyprodukowanych w nowym cyklotronie wymaga certyfikacji. Spółka oczekuje, że sprzedaż powinna ruszyć w styczniu'26. W naszej ocenie jest to dosyć ambitny plan, dlatego spodziewamy się opóźnienia w tym obszarze.
- Zarząd spółki rekomendował wypłatę dywidendy za 2024 r. w wysokości 31,5 mln PLN, czyli 3 PLN na akcję. Walne Zgromadzenie postanowiło jednak podwyższyć tę kwotę do 50,2 mln PLN, co oznacza wypłatę 4,78 PLN na jedną akcję (51% zysku netto za 2024 r.) Podtrzymujemy założenie wypłacenia ok. 50% zysku w formie dywidendy w 2026 r., natomiast w kolejnych latach wzrost tego wskaźnika do 75%.
- Wycena DCF została sporządzona na dzień 19.08.2025.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 141,0 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	610,9	665,3	697,2	734,1	762,4	791,5	813,5	827,9	842,5	857,4
EBIT [mln PLN]	143,3	158,6	170,8	185,3	196,9	209,0	217,7	222,1	226,5	231,1
Stopa podatkowa	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
Podatek od EBIT [mln PLN]	28,4	31,3	33,7	36,6	38,9	41,3	43,0	43,9	44,8	45,7
NOPLAT [mln PLN]	114,9	127,3	137,1	148,7	158,0	167,7	174,7	178,2	181,8	185,4
Amortyzacja [mln PLN]	54,7	57,4	60,5	62,1	63,6	65,2	65,9	66,6	67,3	67,9
CAPEX [mln PLN]	-84,2	-87,7	-64,3	-64,4	-64,8	-66,7	-66,9	-67,5	-67,6	-67,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	19,0	2,3	-2,4	-2,8	-2,2	-2,2	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1
FCF [mln PLN]	104,4	99,2	130,8	143,5	154,7	164,0	172,1	176,2	180,3	184,3
DFCF [mln PLN]	100,5	85,9	101,6	99,8	96,3	91,4	85,7	78,5	71,8	65,6
Suma DFCF [mln PLN]	877,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 903,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	677,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 554,7									
Dług netto [mln PLN]	74,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 480,7									
Ilość akcji [tys.]	10,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	141,0									

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

Przychody zmiana r/r	20,3%	8,9%	4,8%	5,3%	3,9%	3,8%	2,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	20,5%	10,7%	7,7%	8,5%	6,3%	6,1%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%
FCF zmiana r/r	80,3%	-5,0%	31,8%	9,7%	7,8%	6,0%	4,9%	2,4%	2,3%	2,2%
Marża EBITDA	32,4%	32,5%	33,2%	33,7%	34,2%	34,6%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Marża EBIT	23,5%	23,8%	24,5%	25,2%	25,8%	26,4%	26,8%	26,8%	26,9%	27,0%
Marża NOPLAT	18,8%	19,1%	19,7%	20,2%	20,7%	21,2%	21,5%	21,5%	21,6%	21,6%
CAPEX / Przychody	13,8%	13,2%	9,2%	8,8%	8,5%	8,4%	8,2%	8,2%	8,0%	7,9%
CAPEX / Amortyzacja	153,8%	152,8%	106,3%	103,8%	101,8%	102,2%	101,5%	101,3%	100,5%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	3,1%	0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,4%	4,2%	-7,7%	-7,7%	-7,7%	-7,7%	-7,7%	-7,7%	-7,7%	-7,7%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Udział kapitału własnego	82,7%	89,3%	93,0%	95,5%	97,1%	98,1%	98,8%	99,2%	99,5%	99,7%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	17,3%	10,7%	7,0%	4,5%	2,9%	1,9%	1,2%	0,8%	0,5%	0,3%
WACC	10,8%	11,2%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%

Źródło: BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Beta		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
	0,7	143,2	149,4	156,8	165,9	177,2	191,8	211,4	238,9	280,3
	0,8	134,9	140,1	146,4	154,0	163,3	175,1	190,5	211,4	241,4
	0,9	127,4	131,9	137,2	143,6	151,4	161,0	173,3	189,6	212,0
	1,0	120,6	124,5	129,1	134,5	141,0	149,0	158,9	171,8	189,1
	1,1	114,4	117,8	121,8	126,4	131,9	138,5	146,8	157,2	170,7
	1,2	108,8	111,8	115,2	119,2	123,9	129,5	136,3	144,8	155,7
	1,3	103,7	106,3	109,3	112,7	116,7	121,5	127,2	134,2	143,0

Źródło: BDM S.A.

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

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
	4%	158,9	167,0	176,8	189,2	205,2	226,7	256,9	302,6	380,0
	5%	143,9	150,1	157,7	166,9	178,4	193,3	213,2	241,3	283,9
	6%	131,3	136,2	142,0	149,0	157,6	168,3	182,2	200,7	226,9
	7%	120,6	124,5	129,1	134,5	141,0	149,0	158,9	171,8	189,1
	8%	111,4	114,5	118,2	122,4	127,5	133,5	140,9	150,2	162,3
	9%	103,3	105,9	108,8	112,2	116,2	120,9	126,6	133,5	142,2
	10%	96,3	98,4	100,8	103,5	106,7	110,4	114,8	120,1	126,5

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	4%	259,3	243,3	229,2	216,6	205,2	195,0	185,7	177,2	169,5
	5%	233,1	216,6	202,2	189,6	178,4	168,4	159,4	151,4	144,0
	6%	211,6	195,0	180,8	168,4	157,6	148,0	139,5	131,9	125,0
	7%	193,6	177,2	163,3	151,4	141,0	131,9	123,9	116,7	110,3
	8%	178,4	162,3	148,8	137,4	127,5	118,8	111,3	104,6	98,6
	9%	165,3	149,7	136,6	125,6	116,2	108,0	100,9	94,6	89,0
	10%	154,0	138,8	126,2	115,7	106,7	99,0	92,2	86,3	81,1

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę porównawczą dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2025-2027 i konsensus prognoz wybranych spółek zagranicznych wykonujących badania diagnostyczne z zakresu radiologii oraz spółek zajmujących się szerszą diagnostyką. W zestawieniu znajdują się spółki wykonujące badania diagnostyki obrazowej, m. in. istotne w działalności Voxel MR, TK i PET, a także szpitale i placówki medyczne świadczące usługi diagnostyczne nie tylko z zakresu radiologii, ale też badania alergiczne, kardiologiczne, genetyczne i inne oraz Synektik, który jest konkurencją dla Voxelu w zakresie radiofarmaceutyków i dystrybucji sprzętu medycznego.

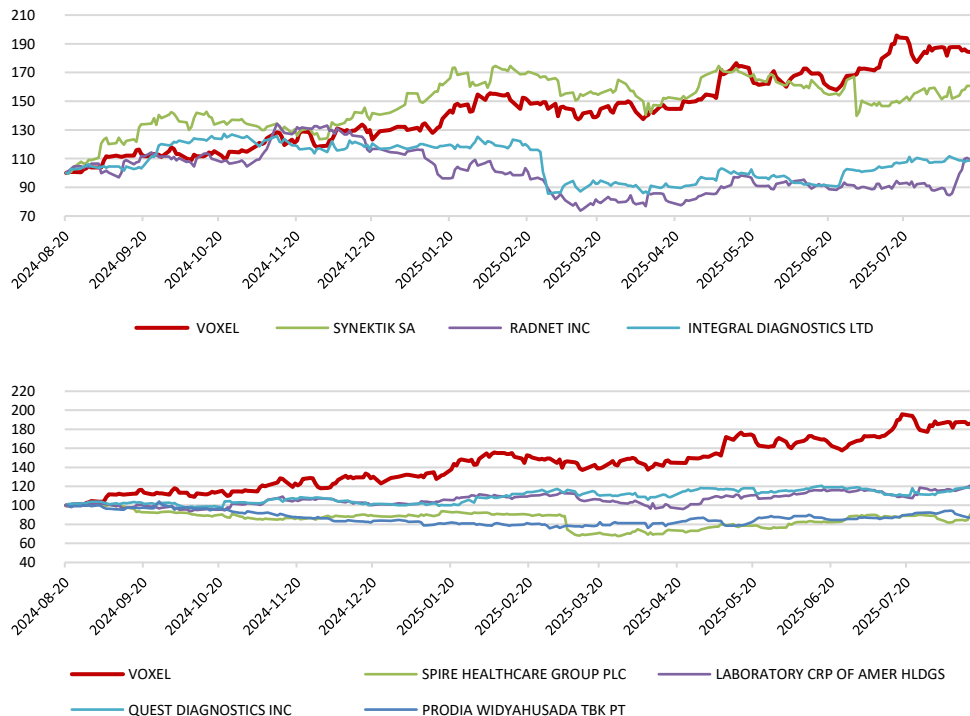
Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 18 sierpnia 2025 roku. Porównując wyniki grupy Voxel ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 165,6 PLN.

Wycena porównawcza do spółek z ochrony zdrowia

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
RadNet	190,1	79,4	45,1						
Integral Diagnostics	34,2	21,0	17,3	10,4	7,6	6,9	21,0	13,8	11,9
Synektik	13,9	11,7	10,6	9,5	7,5	6,6	10,6	8,3	7,2
Spire Healthcare Group	22,3	14,5	11,2	5,0	4,9	4,2	8,7	8,1	6,8
Laboratory Corporation of America	16,5	15,6	14,5	11,3	10,6	9,8	13,7	12,8	11,7
Quest Diagnostics	18,1	17,0	15,6	11,7	11,1	10,3	14,6	13,8	12,7
PRODIA WIDYAHUSADA TBK PT	10,3	9,8	9,6	4,4	4,3	4,3	6,8	6,5	6,3
Mediana	18,1	15,6	14,5	9,9	7,6	6,7	12,2	10,6	9,5
Voxel	17,0	15,1	14,0	9,8	8,7	8,0	13,5	11,8	10,8
Premia/dyskonto grupa	-6%	-3%	-3%	-2%	15%	19%	11%	12%	14%
Wycena wg wskaźnika	186,3	181,1	181,2	177,9	151,4	147,0	156,6	155,6	153,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		182,9			158,7			155,1	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	165,6								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 18.08.2025

Zachowanie kursu Voxel na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 1Q'25

- W 1Q'25 grupa wykonała 120 tys. badań, z czego kluczowe (TK, MR, PET i SPECT) stanowiły 113,6 tys. (+2,5% r/r), wobec 112,2 prognozowanych przez nas. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, lekko spadł wolumen badań TK, w związku z zamknięciem trzech pracowni. W 1Q'25 spółka otworzyła nową pracownię TK w Warszawie, a otwarta w ubiegłym roku pracownia w Krakowie jest jeszcze w trakcie organizacji i nie wykonuje badań. Dodatkowo Voxel otworzył pracownię MR w Warszawie.
- Wszystkie rodzaje badań wykazały sprzedaż wyższą od naszych oczekiwań. Sumarycznie sprzedaż z tego tytułu wyniosła 98,3 mln PLN, wobec 94,7 mln PLN ocz.
- Zgodnie z naszymi założeniami, na wyniki 1Q'25 wpłynęły podwyżki dla personelu medycznego (+1,1 mln PLN miesięcznie). Mimo to, segment Diagnostyka odnotował dwucyfrowy wzrost zysku EBITDA, dzięki zwiększonemu wolumenowi badań oraz wyższej r/r wycenie badań refundowanych.
- Spółka planuje uruchomienie badania serca i badania PET/CT Ga68-PSMA, które dotychczas były wykonywane tylko w Katowicach, także w Krakowie i Brzozowie, co w naszej ocenie pozytywnie wpłynie na rentowność tych badań.
- Alteris odnotował 58,4 mln PLN przychodów (+223% r/r), przewyższając nasze prognozy (49,6 mln PLN ocz.), z czego 11,2 mln PLN zostało zrealizowane w grupie. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, Alteris zrealizował sprzedaż sprzętu medycznego o wartości 29,7 mln PLN, który następnie został wyleasingowany do Voxel (sprzedaż do odbiorców zewnętrznych). Poza tymi przychodami, sprzedaż do odbiorców zewnętrznych wzrosła o +40% r/r do 5,0 mln PLN.
- Szacowany backlog Alterisa na 2025 r. wynosi 120 mln PLN (utrzymany poziom z ostatniego raportu), w tym projekty realizowane dla grupy na poziomie ok. 40 mln PLN (vs. 30 mln PLN poprzednio). Rok wcześniej poziom backlog na 2024 r. wynosił 85 mln PLN, dlatego spółka spodziewa się wzrostu sprzedaży segmentu w 2025 r.
- Szacowany backlog Radpoint na 2025 r. wynosi ok. 12 mln PLN (utrzymanie poziomu z poprzedniego raportu).
- Exira w 4Q'24 zrealizowała 143 procedury (-1,4% r/r), wobec naszych oczekiwań na poziomie 148 procedur.
- Spadek marży brutto wynika z pogorszenia tego wskaźnika w spółkach Alteris oraz niższej rentowności Radpoint, który rok temu nie był konsolidowany. Poprawę marży zanotował segment Diagnostyka (+3 p.p. r/r, głównie dzięki poprawie w Voxel) oraz Exira (+4 p.p. r/r).
- Wyższe od naszych prognoz koszty działalności operacyjnej przełożyły się na lekko niższy EBIT, jednak wzrost o +26,5% r/r oceniamy pozytywnie.
- EBIT został obniżony przez ujęcie kosztów likwidacji i straty ze zbycia środków trwałych w wysokości -1,3 mln PLN wobec -3,8 mln PLN w 1Q'24.
- EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe lekko wyższa od naszych prognoz.

Wyniki 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25	r/r	1Q'25P BDM	r/r
Przychody	108,6	157,8	45,3%	121,4	30,0%
Wynik brutto na sprzedaży	35,4	41,5	17,2%	41,0	1,1%
EBITDA	37,5	46,1	22,8%	46,9	-1,6%
Diagnostyka	41,1	47,1	14,6%	44,5	6,0%
Neurochirurgia	1,9	2,2	12,0%	1,8	17,8%
IT i wyposażenie pracowni	3,2	5,5	71,6%	6,9	-21,2%
Wyłączenia	-8,7	-8,7		-6,4	
Skor. EBITDA	41,3	47,4	14,7%	46,9	1,2%
EBIT	25,9	32,8	26,5%	33,6	-2,3%
Zysk brutto	24,3	30,3	24,6%	31,7	-4,4%
Zysk netto	19,6	24,7	25,9%	25,6	-3,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,6%	26,3%		33,8%	
Marża EBITDA	34,6%	29,2%		38,6%	
Marża EBIT	23,9%	20,8%		27,7%	
Marża zysku netto	18,0%	15,6%		21,1%	

Źródło: BDM, spółka

PROGNOZY NA 2Q'25 I KOLEJNE OKRESY

Diagnostyka

W 2Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 35,3 tys. TK (+2,3% r/r), 76,7 tys. MR (+8,2% r/r), 4,6 tys. PET (-1,1% r/r) oraz 11,7 tys. SPECT (+0,3% r/r). Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +5,7% r/r. Dynamika przychodów powinna być znacznie wyższa ze względu na podwyżki wycen badań refundowanych, jakie miały miejsce w lipcu'24, dlatego szacujemy wzrost sprzedaży z tego tytułu na +12,8% r/r. Ze względu na podwyżki dla personelu medycznego, dynamikę zysku EBITDA segmentu szacujemy na +8,6% r/r (47,3 mln PLN). Przypominamy, że od lipca'25 obowiązują nowe, wyższe stawki wycen, które będą miały pozytywny wpływ na wyniki od 3Q'25. Dodatkowo, Voxel w lipcu przejął spółkę posiadającą jedną pracownię MR w Malborku, która będzie kontrybuowała do wyniku grupy od 3Q'25.

IT i wyposażenie pracowni

Po bardzo mocnym 1Q'25 spodziewamy się nieco spokojniejszego 2Q'25 pod kątem przychodowym. Sprzedaż segmentu szacujemy na ok. 25,1 mln PLN (-14% r/r). Podtrzymujemy jednak założenie mocnej drugiej połowy roku i przekroczenie backlogu, który w ostatnim raporcie szacowany był na 120 mln PLN dla Alterisa i 12 mln PLN dla Radpoint.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 2Q'25 zakładamy wykonanie 147 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (-3,8% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 132,1 mln PLN przychodów (+6,6% r/r) oraz 47,3 mln PLN EBITDA (+8,6% r/r). Spodziewamy się znaczącej poprawy w segmencie IT, chociaż wynik powinien być niższy niż w 1Q'25 ze względu na wysoką bazę. W segmencie Diagnostyka podkreślamy oczekiwany wzrost wolumenów, co powinno przybliżyć spółkę do realizacji zapowiadanego dwucyfrowego wzrostu liczby wykonywanych badań w całym 2025 r. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 23,9 mln PLN (+4,3% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	123,9	132,1	6,6%	507,8	610,9	20,3%
Wynik brutto na sprzedaży	38,0	40,8	7,4%	154,6	178,3	15,4%
EBITDA	42,1	45,4	7,8%	166,5	198,0	18,9%
Diagnostyka	43,5	47,3	8,6%	175,1	200,9	14,8%
Neurochirurgia	2,0	2,0	0,9%	7,5	8,2	10,3%
IT i wyposażenie pracowni	3,4	4,5	35,2%	16,9	21,6	27,8%
Wyłączenia	-6,8	-8,5		-32,9	-32,7	
EBIT	30,6	31,8	4,1%	118,8	143,3	20,5%
Zysk brutto	28,4	29,5	4,1%	119,6	135,0	12,9%
Zysk netto	22,9	23,9	4,3%	97,7	108,3	10,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,7%	30,9%		30,4%	29,2%	
Marża EBITDA	33,9%	34,3%		32,8%	32,4%	
Marża EBIT	24,7%	24,1%		23,4%	23,5%	
Marża zysku netto	18,5%	18,1%		19,2%	17,7%	

Źródło: BDM, spółka

Prognozy wyników na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25P	4Q25P
Przychody	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	140,7	157,8	132,1	157,1	163,7
Wynik brutto na sprzedaży	31,2	31,0	40,0	38,1	35,4	38,0	41,4	39,7	41,5	40,8	45,6	50,4
EBITDA	30,9	35,7	44,1	41,2	37,5	42,1	46,1	40,8	46,1	45,4	50,8	55,7
Diagnostyka	36,4	35,9	42,9	38,7	41,1	43,5	47,1	43,4	47,1	47,3	50,9	55,6
Neurochirurgia	1,7	1,6	1,6	1,6	1,9	2,0	1,8	1,7	2,2	2,0	2,0	2,0
IT i wyposażenie pracowni	1,7	2,4	3,9	6,1	3,2	3,4	3,8	6,5	5,5	4,5	5,7	5,9
Szpitalnictwo	-1,3	-0,4	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	28,1	32,8	31,8	36,9	41,8
Zysk brutto	18,4	23,6	32,4	27,9	24,3	28,4	31,9	34,9	30,3	29,5	35,1	40,0
Zysk netto z dział. kont.	14,8	19,1	26,2	22,1	19,6	22,9	25,4	29,8	24,7	23,9	28,0	31,7
Strata netto z dział. zan.	-2,8	-1,8	-2,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	12,0	17,3	23,6	22,7	19,6	22,9	25,4	29,8	24,7	23,9	28,0	31,7
Marża zysku brutto ze sprzedaży	35,3%	33,7%	33,8%	30,4%	32,6%	30,7%	30,8%	28,2%	26,3%	30,9%	29,0%	30,8%
Marża EBITDA	34,9%	38,8%	37,3%	32,9%	34,6%	33,9%	34,3%	29,0%	29,2%	34,3%	32,3%	34,0%
Marża EBIT	24,1%	28,3%	29,1%	24,7%	23,9%	24,7%	25,5%	20,0%	20,8%	24,1%	23,5%	25,5%
Marża zysku netto	13,6%	18,8%	19,9%	18,1%	18,0%	18,5%	18,9%	21,2%	15,6%	18,1%	17,8%	19,4%

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	424,2	507,8	610,9	665,3	697,2	734,1	762,4	791,5	813,5	827,9	842,5	857,4
Wynik brutto na sprzedaży	140,3	154,6	178,3	197,7	210,0	226,6	239,8	253,5	263,5	268,7	274,0	279,5
EBITDA	147,1	166,5	198,0	216,0	231,3	247,3	260,5	274,2	283,6	288,7	293,8	299,0
Diagnostyka	154,0	175,1	200,9	223,1	238,5	256,4	271,1	286,2	296,7	302,4	308,2	314,1
Neurochirurgia	6,4	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,0
IT i wyposażenie pracowni	14,1	16,9	21,6	20,5	20,5	20,6	20,8	21,0	21,1	21,3	21,5	21,7
Szpitalnictwo	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	112,7	118,8	143,3	158,6	170,8	185,3	196,9	209,0	217,7	222,1	226,5	231,1
Zysk brutto	102,2	119,6	135,0	151,9	164,0	178,4	190,1	202,1	210,9	215,2	219,7	224,3
Zysk netto z dział. kont.	82,2	97,7	108,3	121,9	131,6	143,2	152,5	162,2	169,2	172,7	176,3	180,0
Strata netto z dział. zan.	-6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	75,5	97,7	108,3	121,9	131,6	143,2	152,5	162,2	169,2	172,7	176,3	180,0
Marża zysku brutto ze sprzedaży	33,1%	30,4%	29,2%	29,7%	30,1%	30,9%	31,5%	32,0%	32,4%	32,5%	32,5%	32,6%
Marża EBITDA	34,7%	32,8%	32,4%	32,5%	33,2%	33,7%	34,2%	34,6%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Marża EBIT	26,6%	23,4%	23,5%	23,8%	24,5%	25,2%	25,8%	26,4%	26,8%	26,8%	26,9%	27,0%
Marża zysku netto	17,8%	19,2%	17,7%	18,3%	18,9%	19,5%	20,0%	20,5%	20,8%	20,9%	20,9%	21,0%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 19.12.2024 [mln PLN]

	2025P			2026P			2027P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	588,7	610,9	3,8%	627,7	665,3	6,0%	677,4	697,2	2,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	174,3	178,3	2,3%	189,1	197,7	4,5%	206,4	210,0	1,8%
EBITDA	194,9	198,0	1,6%	211,0	216,0	2,4%	229,8	231,3	0,6%
EBIT	143,6	143,3	-0,2%	156,6	158,6	1,3%	171,3	170,8	-0,3%
Wynik brutto	137,0	135,0	-1,4%	151,5	151,9	0,2%	166,1	164,0	-1,3%
Wynik netto	109,5	108,3	-1,1%	121,1	121,9	0,6%	132,8	131,6	-0,9%
Marża brutto	29,6%	29,2%		30,1%	29,7%		30,5%	30,1%	
Marża EBITDA	33,1%	32,4%		33,6%	32,5%		33,9%	33,2%	
Marża EBIT	24,4%	23,5%		25,0%	23,8%		25,3%	24,5%	
Marża netto	18,6%	17,7%		19,3%	18,3%		19,6%	18,9%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	347,0	430,1	457,6	487,9	491,7	494,1	495,2	496,7	497,7	498,5	498,9	498,9
Rzeczowe aktywa trwałe	263,1	319,2	346,5	374,3	378,1	380,1	381,1	382,4	383,3	384,1	384,4	384,3
Aktywa niematerialne	16,5	37,6	37,7	40,3	40,3	40,6	40,8	40,9	41,0	41,1	41,1	41,2
Wartość firmy	61,3	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1	67,1
Aktywa obrotowe	182,0	209,3	180,5	191,0	207,5	237,9	274,6	317,3	361,8	405,5	451,9	500,3
Zapasy	21,2	25,4	13,3	-3,2	-3,3	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-3,9	-4,0	-4,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	88,5	126,9	147,7	157,1	164,6	173,3	180,0	186,9	192,1	195,5	198,9	202,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	64,1	52,9	13,6	31,2	40,3	62,2	92,3	128,3	167,7	208,1	251,1	296,1
Aktywa razem	529,0	639,4	638,1	679,0	699,2	732,0	769,8	813,9	859,5	904,1	950,8	999,2
Kapitał własny	295,4	366,6	424,7	495,9	536,1	580,6	625,8	673,6	721,1	766,9	813,7	861,4
Kapitał podstawowy	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Zobowiązania długoterminowe	121,3	100,4	101,9	85,0	66,7	54,3	46,0	40,5	36,8	34,3	32,6	31,5
Oprocentowane kredyty i pożyczki	7,3	1,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	29,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	55,8	70,0	72,8	56,1	37,7	25,3	17,0	11,4	7,7	5,2	3,5	2,3
Zobowiązania krótkoterminowe	112,3	172,4	111,4	98,0	96,4	97,1	98,0	99,9	101,6	102,9	104,5	106,2
Oprocentowane kredyty i pożyczki	9,2	5,6	16,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych pap. wart.	9,9	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	15,0	19,8	20,8	16,0	10,8	7,2	4,9	3,3	2,2	1,5	1,0	0,7
Pasywa razem	529,0	639,4	638,1	679,0	699,2	732,0	769,8	813,9	859,5	904,1	950,8	999,2
Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	424,2	507,8	610,9	665,3	697,2	734,1	762,4	791,5	813,5	827,9	842,5	857,4
w tym testy COVID-19	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto na sprzedaży	140,3	154,6	178,3	197,7	210,0	226,6	239,8	253,5	263,5	268,7	274,0	279,5
Koszty sprzedaży	2,4	2,7	3,0	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6
Koszty zarządu	21,8	24,8	29,4	33,8	33,5	35,3	36,7	38,1	39,1	39,8	40,5	41,2
EBIT	112,7	118,8	143,3	158,6	170,8	185,3	196,9	209,0	217,7	222,1	226,5	231,1
EBITDA	147,1	166,5	198,0	216,0	231,3	247,3	260,5	274,2	283,6	288,7	293,8	299,0
Diagnostyka	154,0	175,1	200,9	223,1	238,5	256,4	271,1	286,2	296,7	302,4	308,2	314,1
Neurochirurgia	6,4	7,5	8,2	8,2	8,2	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,0
IT i wyposażenie pracowni	14,1	16,9	21,6	20,5	20,5	20,6	20,8	21,0	21,1	21,3	21,5	21,7
Szpitalnictwo	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wyłączenia	-26,1	-32,9	-32,7	-35,7	-35,8	-37,9	-39,5	-41,1	-42,3	-43,1	-43,9	-44,8
Zysk brutto	102,2	119,6	135,0	151,9	164,0	178,4	190,1	202,1	210,9	215,2	219,7	224,3
Zysk netto z dział. kont.	82,2	97,7	108,3	121,9	131,6	143,2	152,5	162,2	169,2	172,7	176,3	180,0
Zysk netto z dział. zan.	-6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	129,0	121,6	153,9	201,6	196,2	208,8	220,8	232,0	240,7	245,9	250,1	254,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-39,6	-68,7	-84,0	-87,7	-64,3	-64,4	-64,8	-66,7	-66,9	-67,5	-67,6	-67,9
Przepływy z działalności finansowej	-58,4	-64,2	-109,3	-96,3	-122,9	-122,4	-125,9	-129,4	-134,3	-138,0	-139,6	-141,5
Przepływy pieniężne netto	31,0	-11,2	-39,3	17,6	9,1	21,9	30,1	35,9	39,5	40,4	42,9	45,0
Środki pieniężne na początek okresu	33,2	64,1	52,9	13,6	31,2	40,3	62,2	92,3	128,3	167,7	208,1	251,1
Środki pieniężne na koniec okresu	64,1	52,9	13,6	31,2	40,3	62,2	92,3	128,3	167,7	208,1	251,1	296,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	17,6%	19,7%	20,3%	8,9%	4,8%	5,3%	3,9%	3,8%	2,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Wolumeny badań zmiana r/r												
TK	1,6%	1,0%	5,8%	5,9%	5,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
MR	18,6%	9,8%	15,7%	16,5%	7,6%	4,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PET	10,1%	6,3%	1,0%	2,8%	9,3%	14,5%	12,9%	11,6%	5,8%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	38,5%	13,2%	18,9%	9,1%	7,1%	6,9%	5,3%	5,2%	3,5%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT zmiana r/r	40,4%	5,4%	20,5%	10,7%	7,7%	8,5%	6,3%	6,1%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk netto zmiana r/r	48,1%	18,9%	10,8%	12,5%	8,0%	8,8%	6,5%	6,3%	4,3%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża brutto na sprzedaży	33,1%	30,4%	29,2%	29,7%	30,1%	30,9%	31,5%	32,0%	32,4%	32,5%	32,5%	32,6%
Marża EBITDA	34,7%	32,8%	32,4%	32,5%	33,2%	33,7%	34,2%	34,6%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%
Marża EBIT	26,6%	23,4%	23,5%	23,8%	24,5%	25,2%	25,8%	26,4%	26,8%	26,8%	26,9%	27,0%
Marża brutto	24,1%	23,5%	22,1%	22,8%	23,5%	24,3%	24,9%	25,5%	25,9%	26,0%	26,1%	26,2%
Marża netto	19,4%	19,2%	17,7%	18,3%	18,9%	19,5%	20,0%	20,5%	20,8%	20,9%	20,9%	21,0%
COGS / przychody	66,9%	69,6%	70,8%	70,3%	69,9%	69,1%	68,5%	68,0%	67,6%	67,5%	67,5%	67,4%
SG&A / przychody	5,7%	5,4%	5,3%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
SG&A / COGS	8,5%	7,8%	7,5%	7,9%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
ROE	25,6%	26,7%	25,5%	24,6%	24,5%	24,7%	24,4%	24,1%	23,5%	22,5%	21,7%	20,9%
ROA	14,3%	15,3%	17,0%	17,9%	18,8%	19,6%	19,8%	19,9%	19,7%	19,1%	18,5%	18,0%
Dług	127,1	126,9	110,2	72,5	48,9	33,0	22,3	15,1	10,3	7,1	4,9	3,4
D / (D+E)	30,1%	25,7%	20,6%	12,8%	8,4%	5,4%	3,4%	2,2%	1,4%	0,9%	0,6%	0,4%
D / E	43,0%	34,6%	26,0%	14,6%	9,1%	5,7%	3,6%	2,2%	1,4%	0,9%	0,6%	0,4%
Dług netto	63,0	74,0	96,6	41,3	8,6	-29,2	-70,0	-113,1	-157,5	-201,1	-246,2	-292,6
Dług netto / kapitał własny	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,4	0,4	0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	0,6	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
EV	1 900,9	1 912,0	1 934,6	1 879,2	1 846,5	1 808,7	1 767,9	1 724,8	1 680,5	1 636,9	1 591,8	1 545,3
Dług / EV	6,7%	6,6%	5,7%	3,9%	2,6%	1,8%	1,3%	0,9%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%
CAPEX / Przychody	10,4%	13,9%	13,8%	13,2%	9,2%	8,8%	8,5%	8,4%	8,2%	8,2%	8,0%	7,9%
CAPEX / Amortyzacja	114,3%	148,1%	153,8%	152,8%	106,3%	103,8%	101,8%	102,2%	101,5%	101,3%	100,5%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	9,1%	9,4%	9,0%	8,6%	8,7%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	7,9%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	3,2%	-3,1%	-0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	6,6%	19,5%	-18,4%	-4,2%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	4,3	3,6	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1
P/E*	24,3	18,8	17,0	15,1	14,0	12,8	12,1	11,3	10,9	10,6	10,4	10,2
P/BV*	6,3	5,1	4,4	3,8	3,5	3,2	3,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2
P/CE*	16,1	12,6	11,3	10,3	9,6	9,0	8,5	8,1	7,8	7,7	7,5	7,4
EV/EBITDA*	12,9	11,5	9,8	8,7	8,0	7,3	6,8	6,3	5,9	5,7	5,4	5,2
EV/EBIT*	16,9	16,1	13,5	11,8	10,8	9,8	9,0	8,3	7,7	7,4	7,0	6,7
EV/S*	4,5	3,8	3,2	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,8
BVPS	27,9	34,3	39,7	46,3	49,9	53,9	57,9	62,1	66,4	70,4	74,5	78,8
EPS	7,2	9,3	10,3	11,6	12,5	13,6	14,5	15,4	16,1	16,4	16,8	17,1
CEPS	10,9	13,8	15,5	17,1	18,3	19,5	20,6	21,7	22,4	22,8	23,2	23,6
FCFPS	8,1	4,9	6,6	10,8	12,6	13,7	14,9	15,7	16,5	17,0	17,4	17,8
DPS w okresie	1,4	3,3	4,8	4,8	8,7	9,4	10,2	10,9	11,6	12,1	12,3	12,6
DY	0,8%	1,9%	2,7%	2,8%	5,0%	5,4%	5,8%	6,2%	6,6%	6,9%	7,0%	7,2%
Payout ratio	18,4%	35,4%	46,4%	41,6%	69,5%	68,9%	70,4%	70,5%	71,9%	73,5%	73,5%	73,5%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 175,0 PLN

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zmian w systemie finansowania służby zdrowia**
Spółka, jako podmiot prywatny, konkuruje ze szpitalami publicznymi. W długim terminie nie można wykluczyć podejmowania przez rząd prób zmiany zasad finansowania na korzyść placówek publicznych, faworyzowania ich w procesie zawierania umów czy ustalania stawek.
- **Ryzyko zmian polityki zdrowotnej**
W tym zakresie istnieje ryzyko w obie strony. Wysokość nakładów na służbę zdrowia w kolejnych latach oraz zmiany legislacyjne mogą zarówno napędzać, jak i hamować rozwój spółek medycznych.
- **Ryzyko makroekonomiczne**
Istotny wpływ na kształtowanie się kosztów spółki na poziom inflacji – co roku następuje aktualizacja czynszów w oparciu o wzrost cen w poprzednim roku. Dodatkowo, wpływa to na presję wzrostu wynagrodzeń dla pracowników. Utrzymujące się wysokie stopy procentowe negatywnie wpływają na poziom kosztów finansowych. Niekorzystne zmiany makro w kolejnych latach mogą odbić się na rentowności grupy.
- **Ryzyko współpracy z NFZ oraz odzyskiwalności przychodów z tzw. nadwykonań**
Okolo 60% przychodów grupy pochodzi bezpośrednio z realizacji kontraktów na rzecz NFZ. Długoterminowe umowy (najdłuższe do 06.2033) skutecznie ograniczają wystąpienie opisywanego ryzyka. Spółka, oprócz planowanych badań, wykonuje także ponadkontraktowe usługi medyczne w zakresie PET-TK oraz SPECT. Decyduje się na ich wykonanie na własne ryzyko. Dotychczas wszystkie badania ponadkontraktowe były akceptowane przez NFZ i opłacane w wysokości co najmniej zakładanej przez grupę.
- **Ryzyko realizacji strategii**
Zarówno czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne mogą negatywnie wpływać na stopień realizacji strategii grupy. Może być to sytuacja makroekonomiczna, lecz także niewłaściwa ocena otoczenia lub nieumiejętne dostosowywanie się do zmian w otoczeniu przez spółkę.
- **Ryzyko błędu lekarskiego**
W procesie wykonywania badań, jak i interpretacji wyników istnieje ryzyko popełnienia błędu. Konsekwencjami, wynikającymi z niewłaściwych działań, mogą być nie tylko straty finansowe, lecz także wizerunkowe, które w przyszłości mogą wpłynąć na zmniejszenie ilości wykonywanych badań. W celu ograniczenia ryzyka grupa wdrożyła odpowiednie procedury realizacji badań. Dodatkowo posiada obowiązkowe ubezpieczenie OC oraz polisy dobrowolnego ubezpieczenia OC.
- **Ryzyko związane z nasileniem konkurencji**
Zarówno rynek diagnostyki obrazowej, jak też sprzętu medycznego i rozwiązań informatycznych dla branży medycznej, stają się coraz bardziej nasycone. Spółka na bieżąco monitoruje możliwości otwarcia pracowni w nowych lokalizacjach. Podobne działania konkurencji mogą spowolnić rozwój organiczny grupy.
- **Ryzyko znacznych zmian kosztów wynagrodzeń**
Spółka zatrudnia m. in. wykwalifikowany personel medyczny, specjalistów z obszaru IT oraz doświadczonych managerów. W związku z sytuacją makroekonomiczną występuje presja na wzrost wynagrodzeń oraz zachowania konkurencyjności względem innych pracodawców działających w podobnym obszarze. Wyższe od założeń spółki oczekiwania pracowników i konieczność utrzymania wysoko wykwalifikowanej kadry w celu utrzymania jak najwyższej jakości usług, może w znacznym stopniu obciążyć wyniki finansowe.
- **Ryzyko realizacji projektów inwestycyjnych**
Spółka systematycznie analizuje nowe możliwości inwestycyjne i akwizycyjne. Wiąże się to z ryzykiem, że wybrany projekt nie przyniesie oczekiwanych efektów, co może negatywnie odbić się na finansach grupy. Aktualnie prowadzona jest inwestycja budowy budynku produkcyjno-biurowego, w którym znajduje się nowy cyklotron.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Voxel

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Redukuj	153,3	Akumuluj	134,3	19.08.2025	08:45 CEST	175,0	109 911,65
Akumuluj	134,3	Kupuj	111,2	19.12.2024	13:00 CET	122,5	79 898,77
Kupuj	111,2	Kupuj	106,6	19.08.2024	10:45 CEST	92,4	84 504,87
Kupuj	106,6	Kupuj	90,3	13.05.2024	14:25 CEST	92,6	86 874,73
Kupuj	90,3	Kupuj	49,5	21.12.2023	11:15 CET	78,2	78 519,95
Kupuj	49,5	Kupuj	58,7	07.10.2022	11:45 CEST	33,6	47 153,75
Kupuj	58,7	---	---	23.03.2022	07:00 CET	38,8	64 318,55

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać 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, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'25*			, 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	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>
 raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Data sporządzenia materiału: 2025-08-19.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-08-19 (08:45 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-08-26.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitik) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analitika) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 19.08.2025 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.