



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 1Q 2024 OCHRONA ZDROWIA

BIOMAXIMA
NEUCA
SYNTHAVERSE
VOXEL

Analityk:

Anna Tobiasz

29 KWIETNIA 2024, 15:45 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.

Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE	3
BIOMAXIMA	4
NEUCA.....	5
SYNTHAVERSE	6
VOXEL.....	7

PODSUMOWANIE

W obszarze ochrony zdrowia spodziewamy się wzrostu przychodów we wszystkich omawianych spółkach. Muszą one jednak zmierzyć się z presją kosztową, wynikającą głównie ze wzrostu wynagrodzenia minimalnego i oczekiwań płacowych pozostałych pracowników, a także wzrostu czynszów.

Neuca w naszej ocenie będzie powoli odbudowywać swoje udziały w rynku, dlatego spodziewamy się niższej od wzrostu rynku dynamiki przychodów. Strategia ta pozwoli jednak zwiększyć rentowność sprzedaży i utrzymać poziom marży EBIT. Pozytywnie też wyróżnia się **Voxel**, który notuje wzrosty wyników dzięki podwyżce wycen badań refundowanych, która nastąpiła w lipcu '23. Po sprzedaży szpitala spodziewamy się też wzrostu rentowności.

W **Synthaverse** spodziewamy się zwiększonych kosztów operacyjnych, co przy zakładanej strukturze sprzedaży znacznie obniży rentowność, a na poziomie netto szacujemy lekką stratę. Presję kosztową zobaczymy też w wynikach **BioMaximy**. Spółka otworzyła nowy zakład produkcyjny, natomiast nadal czeka na otrzymanie dwóch patentów, co w naszej ocenie mogłoby pomóc w zwiększeniu sprzedaży.

Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA		P/E		P/BV	
			2023	2024P	2023	2024P	2023	2024P
BioMaxima	14,9	64,4	17,8	9,0	76,0	22,5	1,2	1,2
Neuca	908,0	4 017,3	12,0	11,2	25,2	24,3	4,1	4,0
Synthaverse	5,0	349,2	27,4	27,2	73,7	78,1	3,1	3,0
Voxel	92,0	966,2	7,0	5,9	11,8	10,5	3,3	2,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			EBIT [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]		
		1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r
BioMaxima	29 maj 24	1,0	1,3	28,4%	0,5	0,5	0,7%	0,5	0,2	-54,1%
Neuca	23 maj 24	98,3	104,4	6,2%	70,5	72,1	2,2%	52,1	46,3	-11,0%
Synthaverse	22 maj 24	1,3	0,1	-92,5%	1,3	0,1	-92,5%	0,7	0,0	-102,9%
Voxel	27 maj 24	28,4	38,0	33,7%	18,9	28,2	49,1%	12,0	19,8	64,5%

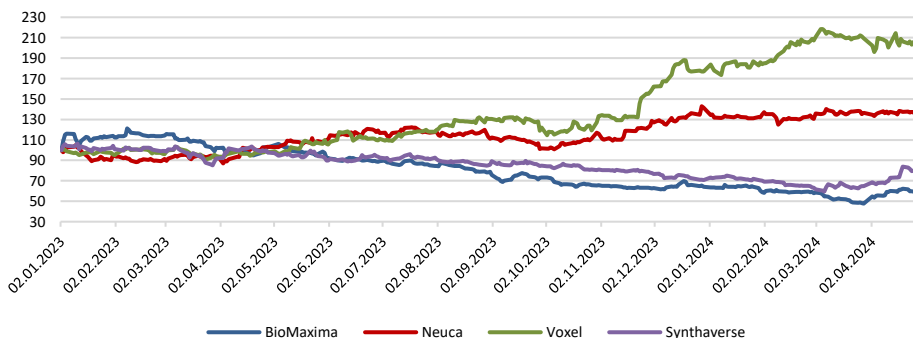
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki i prognozy dla wybranych spółek z ochrony zdrowia

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P
Przychody									
BioMaxima	93,6	23,9	13,0	13,4	11,1	10,7	11,7	13,0	12,1
Neuca	2 816,5	2 654,8	2 809,0	2 951,8	3 002,0	2 891,2	2 967,6	2 951,8	3 072,5
Synthaverse	8,6	14,0	13,5	14,3	12,0	18,4	8,1	20,1	13,8
Voxel	99,9	76,1	98,6	140,1	96,8	100,9	127,9	125,3	104,9
EBIT									
BioMaxima	30,2	3,6	0,9	0,2	0,5	0,9	-0,6	0,6	0,5
Neuca	84,9	75,3	52,0	31,1	70,5	57,7	82,5	54,4	72,1
Synthaverse	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,1
Voxel	17,1	8,2	23,5	19,4	18,9	24,7	33,4	31,0	28,2
EBITDA									
BioMaxima	30,7	4,1	1,4	0,7	1,0	1,4	0,1	1,3	1,3
Neuca	107,3	98,3	77,1	58,6	98,3	85,3	110,9	85,2	104,4
Synthaverse	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,1
Voxel	26,9	17,7	32,9	28,7	28,4	34,4	43,1	41,2	38,0
Zysk netto									
BioMaxima	24,2	3,4	0,9	0,3	0,5	0,4	-0,4	0,3	0,2
Neuca	63,2	42,3	28,7	15,1	52,1	23,9	50,6	32,8	46,3
Synthaverse	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	0,0
Voxel	11,8	4,8	16,4	12,6	12,0	17,3	23,6	22,7	19,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Zachowanie kursów omawianych spółek



Źródło: BDM, Bloomberg

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 26,4 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 15 września 2023 r.

			2023	2024P
Kurs [PLN]	14,9	P/E	76,0	22,5
MC [mln PLN]	64,4	EV/EBITDA	17,8	9,0
		EV/EBIT	51,8	16,2
		P/BV	1,2	1,2

W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów rzędu +9% r/r do 12,1 mln PLN. Początek roku był naznaczony zwiększoną liczbą zachorowań na infekcje górnych dróg oddechowych, dlatego spodziewamy się większego zainteresowania w tym okresie testami combo, które stały się już normą w diagnostyce SARS-CoV-2 i grypy w POZ. W związku z przedłużającym się procesem przyznania patentów, o które spółka ubiega się od listopada'22, spodziewamy się, że prognozowane przez nas wysokie dynamiki przychodów zaczną pojawiać się w 2H'24. Grupa, po uruchomieniu nowego zakładu produkcyjnego, jest gotowa do obsługi dużych przetargów, których dotąd nie była w stanie realizować, dlatego widzimy szansę na pojawienie się w kolejnych okresach istotnych zamówień.

W związku ze wzrostem minimalnego wynagrodzenia od stycznia'24, spodziewamy się wzrostu kosztów świadczeń pracowniczych do 3,1 mln PLN vs 2,9 mln PLN rok wcześniej. Wzrośnie także amortyzacja – wraz z włączeniem do użytkowania kolejnych urządzeń. Spodziewamy się, że pełny efekt widoczny będzie w 2Q'24 (ok. 0,9 mln PLN), natomiast w 1Q'24 prognozujemy amortyzację na poziomie 0,8 mln PLN (vs 0,5 mln PLN w 1Q'23). Implikuje to wzrost EBITDA z 1,0 mln PLN w 1Q'23 do 1,3 mln PLN w 1Q'24, przy podobnym poziomie EBIT (0,5 mln PLN).

Nie spodziewamy się istotnych przychodów finansowych, natomiast koszty szacujemy na poziomie ok. 0,2 mln PLN. Implikuje to zysk brutto na poziomie 0,3 mln PLN (-46% r/r) oraz zysk netto w wysokości 0,2 mln PLN (-54% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24P	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,1	12,1	9,0%
EBITDA	1,0	1,3	28,4%
EBIT	0,5	0,5	0,7%
Zysk brutto	0,5	0,3	-46,2%
Zysk netto	0,5	0,2	-54,1%
Marża EBITDA	9,0%	10,6%	
Marża EBIT	4,2%	3,8%	
Marża zysku netto	4,3%	1,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

NEUCA**Kupuj, TP 939 PLN/akcję (926 PLN po odciążeniu DIV)**

Rekomendacja z dnia 3 lipca 2023 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	911	P/E	25,2	24,3	21,8
MC [mln PLN]	4 017,3	EV/EBITDA	12,0	11,2	10,4
		EV/EBIT	17,3	16,7	15,8
		P/BV	4,1	4,0	3,9

Hurt apteczny

Według danych PEX, wartość obrotu aptecznego w 1Q'24 wzrosła +11% r/r. Zakładamy, że dynamiki wzrostu sprzedaży spółki w tym obszarze będą mniejsze. Wynika to z faktu, że Neuca większą wagę niż do wielkości sprzedaży, przywiązuje do rentowności biznesu, dlatego w 4Q'23 widoczny był lekki spadek udziałów rynkowych spółki. Spodziewamy się, że proces odbudowy pozycji potrwa kilka miesięcy, dlatego szacujemy, że wzrost sprzedaży segmentu w 1Q'23 wyniósł ok. 3% r/r.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji farmaceutyków spodziewamy się dalszego wzrostu sprzedaży, wynikającego z wprowadzania na rynek nowych produktów oraz umacniania pozycji obecnych już w sprzedaży leków, suplementów i wyrobów medycznych. W 1Q'24, podobnie jak w całym 2024 r., spodziewamy się wzrostu przychodów o +20% r/r. Uważamy, że baza 1Q'23 jest stosunkowo niska, dlatego nasze prognozy w tym zakresie mogą okazać się nawet konserwatywne.

Badania kliniczne

Spółka systematycznie zwiększa backlog w zakresie CRO i SMO, jednak ze względu na przejście OncoBay Clinical w 2023 r., baza 1Q'23 segmentu jest wysoka. Spodziewamy się, że przychody w 1Q'24 ukształtują się na poziomie podobnym r/r. Prognozy kwartalne dla tego segmentu obciążone są dużym ryzykiem ze względu na trudność w doprecyzowaniu zakończenia poszczególnych badań. W skali całego 2024 r. spodziewamy się wzrostu przychodów segmentu przewyższającego 20% r/r. Oczekujemy także stopniowej poprawy rentowności.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

Spodziewamy się systematycznego rozwoju obu segmentów. W 2024 r. spółka powinna pozyskiwać kolejnych pacjentów, poszerzając swój udział w rynku. Istotne będą tu inwestycje, szczególnie w narzędzia informatyczne, które będą ułatwiać korzystanie z nich zarówno pacjentom, jak i obsłudze. Spodziewamy się dwucyfrowych wzrostów sprzedaży w obu segmentach, choć wspomniane inwestycje mogą chwilowo negatywnie wpłynąć na rentowność.

Na poziomie grupy w 1Q'24 spodziewamy się ok. 4% wzrostu przychodów, przy wzroście marży brutto na sprzedaży z 11% w 1Q'23 do 11,4% w 1Q'24. Wynika to częściowo z podwyższenia marży hurtowej na leki refundowane, ale też ze stopniowej poprawy rentowności w pozostałych segmentach. Wynik będzie z kolei obciążony wzrostem kosztów operacyjnych, na co główny wpływ będą miały podwyżki wynagrodzeń (wzrost minimalnej płacy od stycznia'24). W wyniku złożenia tych czynników, szacujemy utrzymanie marży EBIT na poziomie podobnym r/r. W działalności finansowej w 1Q'23 wystąpiło zdarzenie jednorazowe, które podwyższyło wynik o +7,2 mln PLN (wygrane postępowanie VAT). W 1Q'24 nie spodziewamy się zdarzeń nadzwyczajnych, dlatego szacujemy spadek marży zysku netto do 1,5% (vs 1,7% w 1Q'23) i wynik netto na poziomie 46,3 mln PLN.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	3 002,0	3 072,5	2,4%	11 812,6	12 295,7	4,1%
<i>Hurt apteczny</i>	2 802,9	2 895,7	3,3%	10 972,6	11 346,4	3,4%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	60,3	72,4	20,0%	352,4	422,9	20,0%
<i>Badania kliniczne</i>	107,8	108,3	0,5%	403,8	493,1	22,1%
<i>Operator medyczny</i>	81,4	93,6	15,0%	361,8	416,1	15,0%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	28,6	39,5	38,5%	135,0	165,4	22,6%
<i>Wylączenia</i>	-79,0	-137,0		-412,9	-548,3	
Wynik brutto na sprzedaży	330,2	351,4	6,4%	1 307,4	1 398,9	7,0%
EBITDA	98,3	104,4	6,2%	379,7	406,1	7,0%
EBIT	70,5	72,1	2,2%	265,1	271,9	2,6%
Zysk brutto	65,6	58,0	-11,6%	203,8	211,4	3,7%
Zysk netto	52,1	46,3	-11,0%	159,5	165,2	3,6%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,0%	11,4%		11,1%	11,4%	
Marża EBITDA	3,3%	3,4%		3,2%	3,3%	
Marża EBIT	2,3%	2,3%		2,2%	2,2%	
Marża zysku netto	1,7%	1,5%		1,3%	1,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 13 września 2023 r.

			2023	2024P
Kurs [PLN]	5,0	P/E	73,7	78,1
MC [mln PLN]	349,2	EV/EBITDA	27,4	27,2
		EV/EBIT	48,4	65,4
		P/BV	3,1	3,0

Segment BCG

W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno szczepionki, jak i Onko BCG. Zakład Zamówień Publicznych Przy Ministrze Zdrowia nadal nie ogłosił przetargu na szczepionkę przeciwgruźliczą, dlatego zakładamy, że dostawy szczepionki na krajowym rynku są wstrzymane, natomiast szacujemy, że sprzedaż eksportowa przyniesie ok 2,5 mln PLN. W ostatnich latach spółka informowała o zamówieniach z Rumunii, Węgrzech i Ukrainy, dlatego spodziewamy się, że w bieżącym roku pokryje zapotrzebowanie na tych rynkach.

W **Onko BCG** oczekujemy wzrostu wolumenów przy spadku ceny jednostkowej opakowania. Szacujemy wzrost przychodów do 4,5 mln PLN vs 2,4 mln PLN w 1Q'23. Mimo tak dużego skoku w 1Q'24, w całym 2024 r. oczekujemy ok. 16% wzrostu przychodów. Wynika to z nierównomiernego rozłożenia dużych partii zamówień na poszczególne rynki, przez co występują istotne wahania pomiędzy poszczególnymi kwartałami.

Segment tradycyjny

Spodziewamy się wzrostu sprzedaży **Distreptazy** w 1Q'24 do 5,4 mln PLN (vs 4,8 mln PLN rok wcześniej). W związku z zerwaniem umowy z dystrybutorem Symphar, szacujemy spadek sprzedaży w kolejnym okresie i stopniową odbudowę pozycji rynkowej przez nowy zespół sprzedażowy.

Gamma Anty D w naszej ocenie powinna wykazywać stabilną sprzedaż z możliwym odchyleniem w dół. Lek stosowany jest głównie w profilaktyce konfliktu maczyno-śródowego, dlatego spadek liczby urodzeń może powodować spadek zapotrzebowania na takie leki. W 1Q'24 spodziewamy się sprzedaży na poziomie 1,1 mln PLN (-1,7% r/r).

W zakresie produkcji kontraktowej (**Lakcid**) nie widać na razie szans na wznowienie sprzedaży. Nadal nie pojawiły się informacje o zakończeniu negocjacji z Polpharmą, dlatego szacujemy, że pierwsze przychody po przerwie pojawią się najwcześniej w 3Q'24.

Ze względu na strukturę sprzedaży (wzrost w Onko BCG) szacujemy wzrost marży brutto na sprzedaży z 50,3% w 1Q'23 do 53,0% w 1Q'24. Z drugiej strony od 2H'23 obserwujemy zwiększone koszty SG&A i oczekujemy, że utrzymają się one na podobnym poziomie k/k, co oznacza wzrost o ok. 46% r/r. Dodatkowo w pozostałych kosztach operacyjnych, w związku z dalszym brakiem sprzedaży Lakcid, powinny być odnotowywane koszty niewykorzystanych mocy, które szacujemy na ok. 1 mln PLN (podobnie jak w 3Q'23 i 4Q'23). Implikuje to spadek EBITDA do 1,8 mln PLN (-37,3% r/r) oraz EBIT do 0,1 mln PLN (vs 1,3 mln PLN rok wcześniej). Powoduje to wystąpienie straty netto na poziomie -0,02 mln PLN wobec 0,7 mln PLN zysku w 1Q'23.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	12,0	13,8	14,7%	58,6	58,4	-0,3%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,4	2,5	76,5%	9,2	8,4	-8,6%
<i>Onko BCG</i>	2,4	4,5	85,9%	17,0	19,8	15,9%
<i>Distreptaza</i>	4,8	5,4	12,7%	22,5	20,0	-11,3%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	1,1	-1,7%	4,8	4,8	0,9%
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	-100,0%	2,0	2,0	-3,4%
<i>Inne</i>	0,3	0,3	5,0%	3,0	3,0	1,8%
Wynik brutto na sprzedaży	6,0	7,3	21,0%	35,2	35,4	0,6%
EBIT	1,3	0,1	-92,5%	8,6	6,4	-25,5%
EBITDA	2,9	1,8	-37,3%	15,3	15,5	1,4%
Zysk netto	0,7	-0,02	-	4,8	4,5	-4,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	50,3%	53,0%		60,0%	60,5%	
Marża EBIT	10,9%	0,7%		14,8%	11,0%	
Marża EBITDA	24,0%	13,1%		26,1%	26,5%	
Marża zysku netto	6,2%	-0,2%		8,1%	7,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL**Kupuj, TP 90,3 PLN/akcję (rekomendacja zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 21 grudnia 2023 r.

			2023	2024P
Kurs [PLN]	92,0	P/E	11,8	10,5
MC [mln PLN]	966,2	EV/EBITDA	7,0	5,9
		EV/EBIT	9,1	7,9
		P/BV	3,3	2,8

Diagnostyka

W 1Q'24 zakładamy płaskie r/r wolumeny TK, czyli 28,8 tys. w Voxelu i 4,2 tys. w Scanix i Rezonansie Powiśle. Szacujemy, że liczba wykonanych w grupie badań MR wzrośnie z 61,2 tys. w 1Q'23 do 68,1 tys. w 1Q'24 (+11,4% r/r). W PET i SPECT szacujemy odpowiednio 4,5 tys. i 4,4 tys. badań w 1Q'24 vs 4,3 tys. i 3,8 tys. w 1Q'23. Dodatkowo, w naszych prognozach uwzględniamy rozliczenie nadwykonań z 2023 r., co wpłynie pozytywnie na EBITDA – 0,5 mln PLN w PET i 1,0 mln PLN w SPECT (w 1Q'23 nadwykonania wniosły +1,7 mln PLN w SPECT).

W 1Q'24 szacujemy wzrost EBITDA segmentu o +11,7% r/r do 40,7 mln PLN. Wynika on z jednej strony ze wzrostu wolumenów, rozliczenia nadwykonań w PET i SPECT oraz podwyżki wycen badań refundowanych, jakie wystąpiły w lipcu'23. Z drugiej strony jest ograniczony przez wzrost wynagrodzeń personelu (od listopada'23 wzrost kosztów o 1 mln PLN miesięcznie).

IT i wyposażenie pracowni

Backlog Alterisa na 2024 r. spółka szacuje na 85 mln PLN. W związku z regularnym przewyższaniem szacowanych przychodów, także w bieżącym roku oczekujemy przewyższenia tej wartości. Aktualnie zakładamy 90 mln PLN sprzedaży na zewnątrz w całym roku, w tym 9,8 mln PLN w 1Q'24. Zakładamy zachowanie sezonowości działalności (mocniejsza wynikowo druga połowa roku).

Neurodiagnostyka

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. Zakładamy wykonanie 137 badań w 1Q'24 i wzrost przychodów z 3,0 mln PLN w 1Q'23 do 3,2 mln PLN w 1Q'24. Lekki spadek EBITDA wynika ze wzrostu kosztów, głównie wynagrodzeń, od 3Q'23.

W 1Q'24 spółka musiała zmierzyć się ze wzrostem czynszów, co bezpośrednio obniża potencjał wzrostu EBITDA. Zwracamy uwagę na niską bazę w 1Q'23 ze względu na uwzględnienie likwidacji towarów wykorzystywanych do badań laboratoryjnych w kierunku SARS-CoV-2 w kwocie 4,9 mln PLN. Dodatkowo z danych porównawczych nie jest wyłączona działalność spółki Vito-Med, która od października'23 nie wchodzi w skład grupy kapitałowej.

W 1Q'24 nie spodziewamy się istotnych zdarzeń jednorazowych. Na poziomie grupy w 1Q'24 szacujemy 38,0 mln PLN EBITDA (+33,7% r/r) oraz 28,2 mln PLN EBIT (+49,1% r/r). Zysk netto szacujemy na poziomie 19,8 mln PLN (+64,5% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q23*	1Q24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	96,8	104,9	8,4%	424,2	495,9	16,9%
Wynik brutto na sprzedaży	29,2	34,6	18,3%	140,3	153,1	9,1%
EBITDA	28,4	38,0	33,7%	147,1	168,1	14,2%
Diagnostyka	36,4	40,7	11,7%	154,0	172,1	11,8%
Neurochirurgia	1,7	1,6	-4,3%	6,4	6,6	2,7%
IT i wyposażenie pracowni	1,7	1,9	11,1%	14,1	13,7	-2,8%
Szpitalnictwo	-1,3	-	-	-1,2	-	-
Wyłączenia	-10,1	-6,1	-	-26,1	-24,3	-
EBIT	18,9	28,2	49,1%	112,7	126,2	12,0%
Zysk brutto	15,9	26,2	64,5%	102,2	119,2	16,6%
Zysk netto z dział. kont.	12,0	19,8	64,5%	82,2	91,9	11,8%
Strata netto z dział. zan.	-	-	-	-6,7	-	-
Zysk netto	12,0	19,8	64,5%	75,5	91,9	21,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,2%	33,0%		33,1%	30,9%	
Marża EBITDA	29,4%	36,2%		34,7%	33,9%	
Marża EBIT	19,5%	26,8%		26,6%	25,4%	
Marża zysku netto	12,4%	18,9%		19,4%	18,5%	

* W 1Q'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
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](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@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

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

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).

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

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.

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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-04-29.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-29 (15:45 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-06-01.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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.

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 jakakolwiek 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

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

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

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 29.04.2024 roku:

	BIOMAXIMA	NEUCA	SYNTHAVERSE	VOXEL
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK	NIE	NIE	TAK
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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)	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*	NIE	TAK*	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	TAK**
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy 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.	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy 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	NIE	NIE	NIE	NIE

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

**BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki: VOXEL.