



Swissmed

IPO

Unikalny model działalności

Swissmed prowadzi działalność na rynku usług medycznych. Podstawowym założeniem strategii działania spółki jest wydzielenie dwóch jednostek funkcjonalnych: Operatora Medycznego oraz Operatora Infrastruktury Medycznej. Istotą przyjęcia takiego modelu jest oddzielenie aktywności związanej ze świadczeniem usług medycznych od działalności związanej z zarządzaniem infrastrukturą medyczną. Kluczowym elementem systemu opieki medycznej realizowanego przez spółkę jest nowo uruchomiony szpital kliniczny, spełniający najwyższe standardy UE.

Otoczenie rynkowe

Z uwagi na nierynkowe nastawienie publicznych zakładów opieki zdrowotnej, ich problemy finansowe oraz niewielki udział prywatnych placówek, działających na zasadach komercyjnych, presja ze strony konkurencji jest w chwili obecnej mało odczuwalna. Konkurowanie na tym rynku ogranicza się w zasadzie do walki o przejęcie z NFZ środków o jak najwyższej wartości. Jednakże spółka zakłada, że udział NFZ w finansowaniu świadczonych przez nią usług nie będzie przekraczał 30% przychodów, a środki z funduszu będą pozyskiwane przede wszystkim na usługi niszowe w postaci zabiegów wysoko specjalistycznych. Duże możliwości przed prywatnymi szpitalami otwiera ponadto rozwój tzw. „turystyki medycznej” do Polski, którego motorem mogą stać się kilkukrotnie niższe ceny przy porównywalnej jakości usług.

Dwa alternatywne warianty rozwoju

Sporządziliśmy dwa alternatywne modele finansowe dla Swissmed S.A.. W wariantcie bazowym założyliśmy, że spółka będzie prowadzić działalność wyłącznie w oparciu o jeden szpital, a zyski generowane na działalności operacyjnej będą wypłacane w formie dywidendy. Z kolei wariant alternatywny zakłada rozwój sieci i budowę w ciągu najbliższej dekady dwóch kolejnych placówek, bliźniaczo podobnych do gdańskiego szpitala. Jednocześnie zastrzegamy, że spółka planuje rozwój sieci szpitali, jednak w chwili obecnej nie są to plany sprecyzowane. Dlatego, jako bazowy traktujemy model działalności w oparciu o jeden szpital, a celem wyodrębnienia wariantu alternatywnego jest przedstawienie potencjalnych możliwości wzrostu.

Wycena

W oparciu o model DCF wyceniamy Swissmed S.A. na 49,8 mln PLN w wariantcie bazowym oraz 86,7 mln PLN w wariantcie alternatywnym, co oznacza, że wartość 1 akcji szacujemy na odpowiednio 3,15 PLN oraz 5,49 PLN. Uwzględniając inne metody wyceny (model dywidendowy, wycena porównawcza) określamy średnią wartość spółki na 61,2 mln PLN, czyli około 3,87 PLN na jedną akcję. Podejmując decyzję o zakupie akcji inwestorzy powinni jednak wziąć pod uwagę liczne czynniki ryzyka związane z działalnością spółki i jej otoczeniem. W naszym przekonaniu powinno to przełożyć się na dość wysokie dyskonto w cenie emisyjnej akcji serii C w stosunku do przedstawionej przez nas średniej wyceny. Ostateczną wielkość tego dyskonta pozostawiamy jednakże do decyzji inwestorów.

Ticker

GPW	-
Reuters	-

Dane podstawowe

cena rynkowa (zł)*	2,90
wycena DCF (zł)**	3,15 (5,49)
minimalna cena emisyjna	-
maksymalna cena emisyjna	-
kapitalizacja (tys. zł)	45 765
EV (tys. zł)	65 034
liczba akcji (tys.)***	15 781
free float***	45,5%
free float (tys. zł)***	20 841
śr. obrót/msc (tys. zł)	-

* zakładana cena emisyjna uwzględniająca około 25% dyskonto w stosunku do średniej wyceny

** wycena dwuwariantowa: wariant bazowy (3,17 PLN) oraz wariant alternatywny (5,49 PLN)

*** przy założeniu, że wszystkie akcje serii C zostaną objęte w ramach publicznej oferty oraz wszystkie obligacje zamienne zostaną skonwertowane na akcje serii B

Akcjonariat	% akcji i głosów
Bruno Hangartner	54,46
Seria B (obligacje zamienne)*	22,51
Seria C (publiczna oferta)**	22,18
pozostali	0,85

* przy założeniu, że wszystkie obligacje zamienne zostaną skonwertowane na akcje serii B

** przy założeniu, że wszystkie akcje serii C zostaną objęte w ramach publicznej oferty

Dane finansowe

tys. zł	2002	2003	2004p	2005p	2006p
sprzedaż	5 707	4 528	7 922	17 679	25 574
EBITDA	-527	-1 268	-222	4 800	8 262
zysk netto	-1 572	-1 917	-2 665	586	3 447
EPS (zł)	-0,10	-0,12	-0,17	0,04	0,22
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS (zł)	-0,06	-0,09	-0,09	0,20	0,38
P/E	-	-	-	78,1	13,3
P/BV	5,39	6,96	1,88	1,83	1,61
EV/EBITDA	-123,4	-51,3	-292,9	13,5	7,9

p - prognoza BDM PKO BP SA (wariant bazowy)

Poprzednie rekomendacje

data	rekomendacja	kurs
nie sporządzano rekomendacji		

analitik:

Sebastian Słomka
tel. (0-22)521-79-10

e-mail:

sebastian.slomka@pkobp.pl

Bankowy Dom Maklerski
PKO Bank Polski SA
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa
tel. (0-22)521-80-00
fax (0-22)521-79-46
e-mail: infobdm@pkobp.pl

Informacja na temat
powiązań pomiędzy BDM
a spółką znajduje się na
ostatniej stronie
niniejszego opracowania

RAANALITYCZNY

Struktura emisji i kapitału zakładowego

Akcje wprowadzane do publicznego obrotu

Kapitał zakładowy spółki składa się obecnie z 8 728 000 akcji serii A o wartości nominalnej 1,00 PLN każda. Na podstawie prospektu emisyjnego do publicznego obrotu wprowadzanych jest łącznie nie więcej niż 15 781 000 akcji, w tym:

- 8 728 000 akcji zwykłych imiennych serii A,
- do 3 553 000 akcji zwykłych na okaziciela serii B, przeznaczonych dla posiadaczy obligacji zamiennych (warunkowe podwyższenie kapitału),
- do 3 500 000 akcji zwykłych na okaziciela serii C, będących przedmiotem publicznej oferty.

Emisja akcji serii C

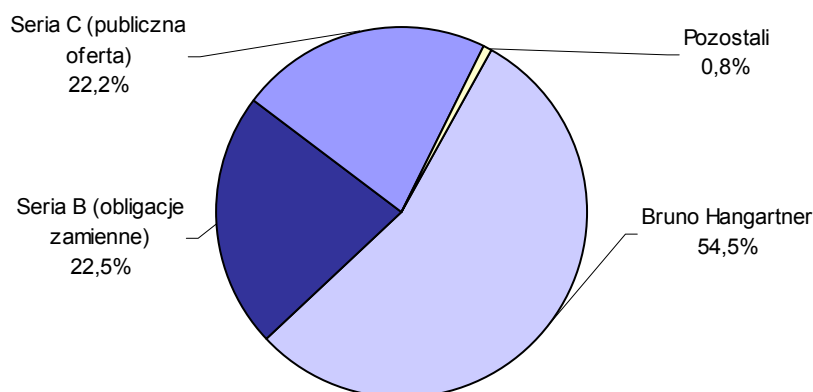
Akcje serii C zostaną zaoferowane nowym akcjonariuszom w ofercie otwartej w dwóch transzach: Transzy Inwestorów Detalicznych (TID) - 1 200 000 akcji oraz w Transzy Inwestorów Instytucjonalnych (TII) - 2 300 000 akcji. Osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej mogą składać zapisy zarówno TID, jak i TII, zaś osoby fizyczne wyłącznie w TID. Inwestor może złożyć zapisy na co najmniej 1 i nie więcej niż 1 000 000 akcji w TID oraz co najmniej 1 i nie więcej niż 2 000 000 akcji w TII. Zastrzec należy jednak, że deklaracje składane w ramach budowy księgi popytu mogą opiewać na nie mniej niż 20 000 i nie więcej niż 2 000 000 akcji, a inwestorom uczestniczącym w tym procesie, będzie przysługiwać prawo pierwszeństwa w przydziale akcji w przypadku wystąpienia nadsubskrypcji w TII. Spółka zastrzega sobie ponadto prawo dokonania dowolnych przesunięć pomiędzy transzami, które mogą nastąpić najpóźniej w dniu dokonania przydziału akcji serii C.

Harmonogram czasowy publicznej oferty akcji serii C

do 8 września 2004	Opublikowanie przedziału cenowego w dzienniku „Puls Biznesu”
9-13 września 2004	Przyjmowanie zapisów w TID
9-13 września 2004	Proces budowy księgi popytu (deklaracje przyjmowane będą do 13 września do godziny 14:00)
do 14 września 2004	Opublikowanie ceny emisyjnej
16-17 września 2004	Przyjmowanie zapisów w TII
do 21 września 2004	Przydział akcji serii C

Źródło: prospekt emisyjny

Struktura akcjonariatu*



Źródło: Swissmed S.A., BDM PKO BP S.A.

* przy założeniu, że wszystkie obligacje zamienne zostaną zamienione na akcje serii B oraz w ofercie publicznej sprzedane zostaną wszystkie akcje serii C

Emisja obligacji zamiennych na akcje serii B

Celem emisji obligacji zamiennych było pozyskanie środków na częściowe sfinansowanie zakupu wyposażenia dla szpitala, który został uruchomiony przez spółkę w roku bieżącym. Ogólną charakterystykę wyemitowanych obligacji zamieściliśmy w poniższej tabeli.

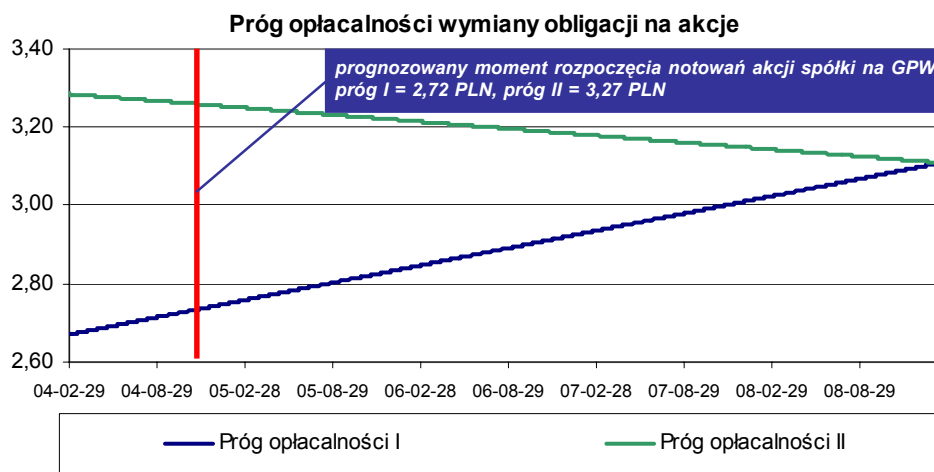
Charakterystyka obligacji zamiennych na akcje serii B	
Liczba wyemitowanych obligacji	9 500 sztuk
Wartość nominalna i cena emisyjna 1 obligacji	1 000 PLN
Data emisji	28 lutego 2004 r.
Data wykupu	17 lutego 2009 r.
Oprocentowanie	8,7% (stopa stała)
Płatność odsetek	co kwartał (17.02, 17.05, 17.08, 17.11)
Premia płacona nabywcom przy wykupie	16,50%
Ilość akcji otrzymywanych w zamian za 1 obligację	374
Cena emisyjna akcji serii B (cena konwersji)	2,67
Prawo emitenta do wcześniejszego wykupu	Tak
Cena wcześniejszego wykupu na wezwanie emitenta	wartość nominalna + zdyskontowana premia
Prawo obligatariusza do wcześniejszego wykupu	Tak (w przypadku naruszenia warunków emisji)
Cena wcześniejszego wykupu na wezwanie obligatariusza	1 500 PLN
Inne świadczenia niepieniężne	prawo do wskazania 2 członków rady nadzorczej

Źródło: Swissmed S.A., BDM PKO BP S.A.

Zwracamy uwagę na fakt, że w warunkach emisji obligacji nie ma żadnych ograniczeń, co do możliwości dokonania konwersji obligacji na akcje serii B. Obligatariusz może w dowolnym momencie dokonać takiej zamiany, a akcje wkrótce potem trafią do obrotu na GPW (łącznie ilość tych akcji wynosi 3,553 mln sztuk i jest nieco większa niż liczba akcji serii C). Ryzyko podaży akcji serii B może zatem w istotny sposób wpływać na przyszłe notowania spółki na GPW. Na podstawie kluczowych parametrów związanych z emisją obligacji zamiennych, możemy obliczyć próg opłacalności (cenę akcji), przy którym obligatariuszom będzie opłacać się zamienić obligacje na akcje i dokonać ich sprzedaży na GPW. Dokonaliśmy obliczeń na dwa sposoby, kierując się różnymi założeniami, w efekcie czego skonstruowaliśmy dwa odmienne progi opłacalności.

Próg opłacalności I. Całkowita stopa zwrotu osiągnięta przez obligatariuszy (odsetki + premia) w okresie, na jaki wyemitowano obligacje, wyniesie 59,79%. Próg opłacalności odpowiada na pytanie, po jakiej cenie należy sprzedać akcje serii B w danym momencie, aby uzyskana stopa zwrotu była proporcjonalna do upływu czasu. Zgodnie z tą formułą w momencie wykupu obligacji hipotetyczna cena akcji stanowiąca próg opłacalności będzie wyższa od ceny emisyjnej (2,67 PLN) o wielkość premii płaconej przy wykupie.

Próg opłacalności II. Opiera się na założeniu inwestycji alternatywnej, która w tym samym okresie czasu ma przynieść identyczną stopę zwrotu, jak obligacje zamienne Swissmedu. Próg opłacalności odpowiada na pytanie, po jakiej cenie należy dokonać sprzedaży akcji serii B w danym momencie, aby osiągnąć identyczną stopę zwrotu (59,79% w całym okresie), dokonując inwestycji środków uzyskanych ze sprzedaży akcji w obligacje skarbowe o rentowności 6%.



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Obliczone przez nas progi rentowności sugerują, że akcje serii B mogą trafić na rynek nawet, jeśli cena emisyjna zostanie ustalona w pobliżu dolnej granicy szacunkowego przedziału cenowego.

Z obligacjami zamiennymi wiążą się także inne czynniki ryzyka. W przypadku naruszenia warunków emisji przez spółkę obligatariusz może zażądać wcześniejszego wykupu obligacji po cenie 1 500 PLN, a więc o 50% wyższej od ceny emisyjnej. Określonych zostało 17 przypadków naruszenia warunków emisji (szczegóły zamieszczono w prospekcie). W propozycji nabycia znalazł się także punkt mówiący o tym, że wynikające z obligacji prawo do świadczenia niepieniężnego, polegające na objęciu akcji serii B, może ulec przekształceniu na świadczenie pieniężne obliczone jako iloczyn średniego kursu zamknięcia na GPW z pięciu ostatnich sesji i liczby akcji przypadających na jedną obligację. Świadczenie to nie może jednakże być mniejsze niż 2 500 PLN na jedną obligację (odpowiada to wartości, jaką obligatariusz uzyskałby sprzedając każdą akcję uzyskaną z konwersji za cenę 6,68 PLN) Zamiana na świadczenie pieniężne może nastąpić, jeśli spółka w terminach określonych w dokumencie Propozycji Nabycia Obligacji nie złoży wniosku do właściwego sądu rejestrowego celem uaktualnienia wpisu kapitału zakładowego oraz nie wystąpi do KDPW z wnioskiem o zarejestrowanie i asymilację akcji obejmowanych przez obligatariuszy w zamian za obligacje. Konieczność wcześniejszego wykupu obligacji, a zwłaszcza zamiany świadczenia niepieniężnego na pieniężne, mogłaby zachwiać płynnością finansową, a w skrajnym przypadku nawet zagrozić dalszej działalności spółki.

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że akcje serii C, zgodnie z zapisami Propozycji Nabycia Obligacji, nie mogą być zaoferowane poniżej ceny emisyjnej akcji serii B, wynoszącej 2,67 PLN. Oznacza to, że w przypadku drastycznego pogorszenia nastrojów na giełdzie warszawskiej zarząd spółki nie będzie miał pola manewru i w razie zaistnienia takiej potrzeby nie będzie mógł bardziej obniżyć ceny emisyjnej.

Obligacje zamienne zostały nabyte przez 6 podmiotów w tym 2 spośród nich posiadają walory, po zamianie których na akcje serii B mogą uzyskać ponad 5% głosów na WZA. Są to:

- ❑ Theo Frey East AG (podmiot pośrednio zależny od Bruno Hangartnera, głównego udziałowca Swissmedu) - nabył 4,5 tys. obligacji, co uprawnia do otrzymania maksymalnie 1,683 mln akcji spółki,
- ❑ Marek Alojzy Dochnal - (jedyny właściciel spółki Larchmont Finance S.A., która w dniu 15 maja br. zawarła ze Swissmedem umowę na doradztwo finansowe i pozyskanie finansowania) - nabył 4 tys. obligacji, co uprawnia do otrzymania maksymalnie 1,496 mln akcji spółki.

Pozostali czterej obligatariusze nabyli obligacje w łącznej liczbie 1 tys. sztuk, co uprawnia do otrzymania maksymalnie 374 tys. akcji spółki. Wśród tych nabywców znajduje się firma Capital Partners, która podobnie jak Larchmont Finance jest doradcą spółki w zakresie pozyskania finansowania.

Charakterystyka Swissmed S.A.

Strategia działania spółki

Swissmed prowadzi działalność na rynku usług medycznych. Podstawowym założeniem strategii działania spółki jest wydzielenie dwóch jednostek funkcjonalnych: Operatora Medycznego (**OM**) oraz Operatora Infrastruktury Medycznej (**OIM**). Istotą przyjęcia takiego modelu jest oddzielenie aktywności związanej ze świadczeniem usług medycznych od działalności związanej z zarządzaniem infrastrukturą medyczną. Koncepcja ta została wypracowana na bazie współpracy z konsultantami z USA i Wielkiej Brytanii, gdzie funkcjonuje wiele firm o modelu działania, charakteryzującym się komercyjnym podejściem do świadczenia usług medycznych.

Działalność OM polega na świadczeniu usług medycznych zarówno w zakresie podstawowej opieki medycznej, diagnostyki specjalistycznej, jak i leczenia szpitalnego. Podstawowym celem OM jest taki dobór świadczonych usług, który zapewnia jak największy przychód i marżę. Działalność OM obejmuje w szczególności:

- prowadzenie przychodni oferujących badania diagnostyczne i udzielanie porad lekarskich w zakresie kilkunastu dziedzin medycyny, w tym m.in. chorób wewnętrznych, ginekologii i położnictwa, okulistyki, neurochirurgii i medycyny pracy,
- prowadzenie leczenia szpitalnego obejmującego m.in. kardiologię, urologię, okulistykę, ginekologię, ortopedię, pediatrię oraz wykonywanie zabiegów chirurgicznych w ramach prowadzonych specjalności.

Działalność OIM polega na budowie i eksploatacji obiektów związanych z ochroną zdrowia oraz tworzeniu systemów zarządzania tymi placówkami. Do zadań OIM należy także pozyskiwanie źródeł finansowania oraz opracowywanie analiz i projekcji finansowych w związku z prowadzoną działalnością. Podstawowym celem OIM jest optymalizacja wykorzystania posiadanej infrastruktury, czyli w praktyce zapewnienie jak największego jej obciążenia, co w naturalny sposób prowadzi do wspomagania działalności OM w dążeniu do pozyskania, jak największej liczby pacjentów i współpracujących lekarzy.

Uruchomienie szpitala klinicznego

W marcu bieżącego roku spółka rozpoczęła uruchamianie własnego szpitala w Gdańsku przy ulicy Wileńskiej, który będzie kluczowym elementem systemu opieki medycznej realizowanego przez spółkę. Jednostka ta będzie powiązana organizacyjnie z przychodnią specjalistyczną, umożliwiającą diagnostykę i przygotowanie pacjenta do zabiegu jeszcze przed przyjęciem do szpitala. Z kolei przychodnia ma współpracować z szeroką grupą innych placówek medycznych zorganizowanych jako sieć niezależnych partnerów medycznych i podmiotów kooperujących na zasadzie franchisingu. Model ten ma zapewnić, jak najwyższego „obciążenia” szpitala.

Do czasu uruchomienia szpitala działalność OIM koncentrowała się przede wszystkim na realizacji tej inwestycji. Po rozpoczęciu pełnej działalności, szpital będzie świadczył usługi w zakresie:

- Chirurgii Naczyniowej i Endowaskularnej,
- Kardiologii Inwazyjnej,
- Chirurgii Ogólnej, w tym Laparoskopii,
- Urologii,
- Ortopedii (Artroskopii),
- Chirurgii Ręki,
- Chirurgii Onkologicznej,
- Okulistyki,
- Ginekologii,
- Chirurgii Plastycznej,
- Chirurgii Dzieci,
- Centrum Profilaktyki i Leczenia Chorób Cywilizacyjnych.

Szpital jest nowoczesną placówką spełniającą najwyższe standardy Unii Europejskiej, umożliwiającą realizację zarówno masowych procedur medycznych, jak i specjalistycznych. W

konsekwencji daje to możliwość dywersyfikacji źródeł przychodów oraz sprostania wymaganiom rynku prywatnego i finansowanego przez Narodowy Fundusz Zdrowia. Przestrzeń szpitala została zaaranżowana tak, aby zapewnić, jak największą elastyczność oferowanych usług. Placówka nie posiada wydzielonych oddziałów, ale jest zaprojektowana na zasadzie funkcjonalnego ciągu, odpowiadającego poszczególnym etapom pobytu pacjenta. Personel szpitala jest ograniczony do minimum i zapewnia jedynie podstawowy poziom opieki, zaś pełny zakres usług jest świadczony w oparciu o szeroką współpracę z wysokiej klasy specjalistami zewnętrznymi, którzy wykonują poszczególne usługi wykorzystując zaplecze OIM oraz personel podstawowy OM. Dzięki takiemu rozwiązaniu spółka ograniczyła do minimum poziom kosztów stałych. W szpitalu znajdują się cztery sale operacyjne, Oddział Intensywnej Opieki Medycznej wyposażony w specjalistyczne łóżka z pełnym monitoringiem funkcji życiowych, laboratorium analityczne oraz sale szpitalne dysponujące łącznie 73 łózkami. W obiekcie funkcjonuje także infrastruktura towarzysząca, na którą składa się między innymi: apteka, część gastronomiczna, pomieszczenia biurowe oraz centrum konferencyjne. Dodatkowo do dyspozycji pacjentów oraz ich rodzin zostanie oddana część hotelowa. Wszystkie te elementy mają zapewnić, jak największą dywersyfikację przychodów w ramach działalności OIM.

Finansowanie inwestycji

Łączny koszt inwestycji w szpital kliniczny, zlokalizowany w Gdańsku przy ulicy Wileńskiej, wyniósł około 50 mln PLN (wraz z finansowaniem strat za okres trwania inwestycji oraz innymi kosztami operacyjnymi związanymi z realizacją projektu). Dotychczas źródłami finansowania inwestycji były przede wszystkim:

- pożyczki udzielane w latach 1997-2004 przez głównego udziałowca spółki - Theo Frey AG (obecnie właścicielem akcji Swissmedu jest Bruno Hangartner, jedyny akcjonariusz Theo Frey AG) w łącznej kwocie 11,86 mln PLN, które zostały w części skonwertowane na kapitał własny (7,89 mln PLN) - należy jednakże zaznaczyć, że część spośród tych pożyczek była przeznaczona jeszcze na budowę przychodni zlokalizowanej w Gdańsku przy ulicy Curie - Skłodowskiej,
- kredyt udzielony przez Kredyt Bank w kwocie 19,95 mln PLN,
- środki pozyskane z emisji obligacji zamiennych na akcje w kwocie 9,5 mln PLN.

Domknięcie finansowania inwestycji w kwocie 11-13 mln PLN ma pochodzić z emisji akcji serii C. Należy jednakże zastrzec, że środki z emisji zostaną wykorzystane głównie na spłatę zobowiązań wobec dostawców sprzętu medycznego i wyposażenia szpitala. Umowy z tymi dostawcami były zawierane w taki sposób, aby terminy płatności były skorelowane z planowanymi emisjami obligacji zamiennych oraz akcji. Ewentualna nadwyżka środków pozyskanych z emisji akcji serii C ma zostać przeznaczona na budowę sieci współpracujących placówek (sieć franchisingowa oraz partnerzy medyczni), prace nad systemem zarządzania, związanym z przygotowaniem spółki do końca bieżącego roku do przeprowadzenia procesu certyfikacji ISO oraz prace nad przygotowaniem lokalizacji pod budowę kolejnego szpitala. W przypadku pozyskania środków o mniejszej wartości priorytetowym przedsięwzięciem będzie domknięcie finansowania szpitala przy ulicy Wileńskiej.

Struktura przychodów

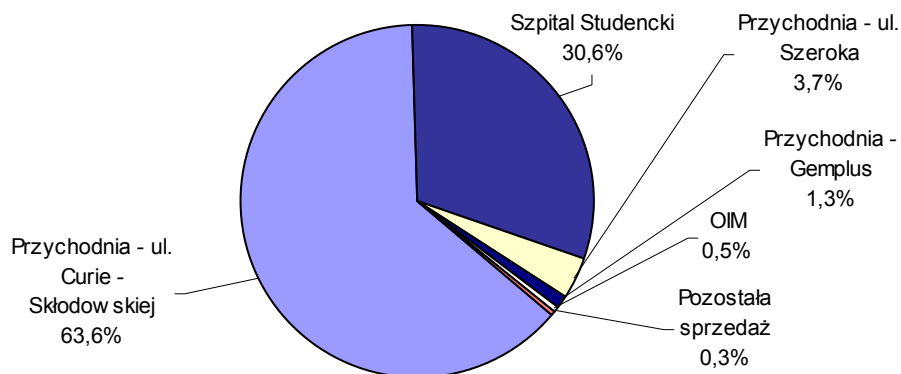
Spółka osiąga przychody przede wszystkim z tytułu świadczenia usług medycznych, które można podzielić na następujące rodzaje:

- podstawowa opieka zdrowotna,
- porady specjalistyczne z różnych dziedzin medycyny,
- lecnictwo szpitalne - zabiegowe,
- opieka lekarzy medycyny pracy,
- badania i orzecznictwo na rzecz towarzystw ubezpieczeniowych,
- programy profilaktyki zdrowotnej,
- szczepienia i badania laboratoryjne,
- rehabilitacja.

Powyższe usługi są świadczone na bazie trzech przychodni zlokalizowanych w Gdańsku oraz jednego oddziału szpitalnego, tzw. Szpitala Studenckiego (jest to wynajęta w 2001 roku część szpitala należącego do ZOZ dla Szkół Wyższych w Gdańsku). Należy przy tym zaznaczyć, że w roku 2003 prawie 95% przychodów ze sprzedaży ogółem wygenerowały dwa obiekty:

przychodnia specjalistyczna zlokalizowana w Gdańsku przy ulicy Curie - Skłodowskiej (63,6%) oraz Szpital Studencki (30,6%). Jednakże począwszy od roku bieżącego, głównym ośrodkiem generowania przychodów ma stać się nowo otwarty szpital kliniczny. Dzięki uruchomieniu tej placówki, znacząco wzrosło znaczenie sprzedaży realizowanej przez OIM, która w roku ubiegłym stanowiła zaledwie 0,5% przychodów ogółem. Ponadto nowy szpital przejmie dotychczasową działalność Szpitala Studenckiego, który został zamknięty w II kwartale br..

Struktura przychodów według jednostek sprzedażowych



Źródło: Swissmed S.A.

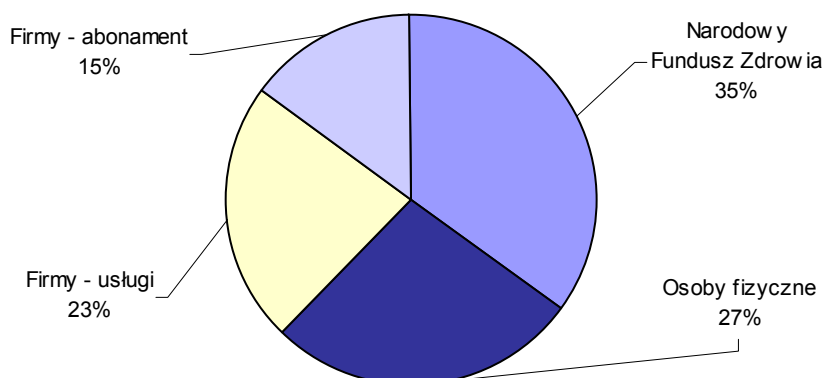
Pozycja spółki względem dostawców i odbiorców

Z uwagi na charakter prowadzonej działalności, udział zaopatrzenia materiałowego w kosztach całkowitych jest relatywnie niewielki. Podstawowymi materiałami wykorzystywanymi przez spółkę są artykuły medyczne i środki farmakologiczne, a polityka ich zakupów opiera się na stałej współpracy z kilkoma dostawcami. Udział największego z dostawców wynosi niewiele ponad 1% kosztów ogółem. Z uwagi na fakt występowania silnej konkurencji na rynku dystrybutorów środków medycznych, spółka nie ma żadnych problemów z ich pozyskiwaniem.

Istotne znaczenie dla działalności spółki mają dostawcy usług, którymi najczęściej są zewnątrzni specjaliści w różnych specjalnościach medycznych. Spółka posiada jednakże bardzo szeroki zespół lekarzy współpracujących, obejmujący ponad 200 osób. W związku z tym nie występuje ryzyko uzależnienia od poszczególnych dostawców usług.

Spółka nie jest uzależniona od żadnego spośród licznych odbiorców usług medycznych. Jednakże należy zaznaczyć, że z uwagi na sposób zorganizowania finansowania działalności służby zdrowia w Polsce, znaczącym płatnikiem za świadczone usługi jest Narodowy Fundusz Zdrowia. Innymi źródłami finansowania przychodów z tytułu usług świadczonych przez Swissmed są wpływy pochodzące od firm, indywidualnych pacjentów oraz płatności dokonywane przez SOS International, Class Assistance, Euroalarm i Eurocross, w ramach udzielania pomocy medycznej obcokrajowcom, których towarzystwa ubezpieczeniowe korzystają z usług assistance tych firm.

Struktura źródeł finansowania przychodów w 2003 roku



Źródło: Swissmed S.A.

Sezonowość sprzedaży

Przychody ze sprzedaży realizowane przez spółkę nie wykazywały dotąd tendencji do typowo sezonowych wahań. W ostatnich trzech latach sprzedaż w poszczególnych kwartałach podlegała co prawda dużym zmianom, jednakże były one nieregularne i wynikały przede wszystkim ze zmian organizacyjnych w spółce, będących konsekwencją wdrażania jej strategii rozwoju.

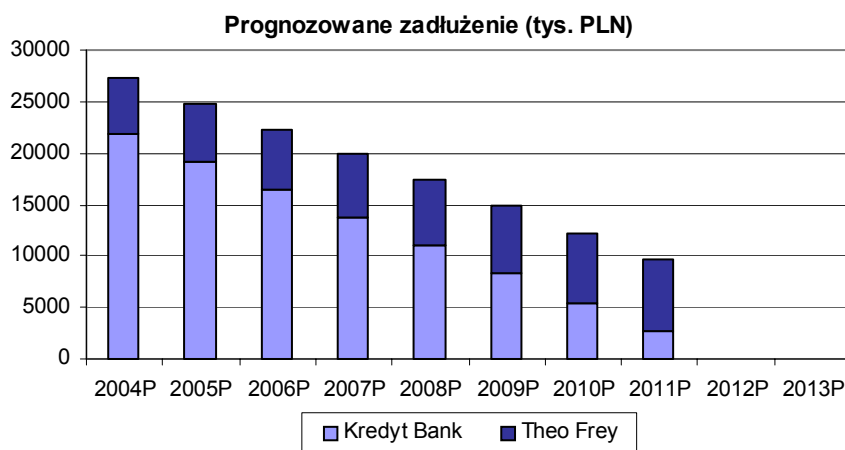
Struktura zadłużenia - wysoka ekspozycja na kurs EUR/PLN

Na zadłużenie spółki składają się w chwili obecnej następujące pozycje:

- ❑ kredyt udzielony przez Kredyt Bank w kwocie 19,95 mln PLN (obecny stan zadłużenia wynosi około 21,5 mln PLN, gdyż kredyt denominowany w EUR był uruchamiany przy średnim kursie 4,30 EUR/PLN) - będzie spłacany w 92 równych ratach miesięcznych w okresie styczeń 2005 - sierpień 2012, a jego oprocentowanie jest równe stawce EURIBOR 1m powiększonej o marżę 2,5 pkt. proc. (w momencie zawarcia umowy 5,83%),
- ❑ pożyczki od Theo Frey AG - stan zadłużenia na 29.02.2004 to 5,56 mln PLN (w tym kwota główna to 3,26 mln PLN, resztę stanowią różnice kursowe i naliczone odsetki) - pożyczki wraz z naliczonymi odsetkami zostaną spłacone dopiero po całkowitej spłacie kredytu udzielonego przez Kredyt Bank (zgodnie z porozumieniem zawartym z tym bankiem) - oprocentowanie pożyczek jest stałe i wynosi w skali roku od 4,07% do 5,00% (pożyczki w EUR) oraz 2,50% (pożyczki w CHF),
- ❑ zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji zamiennych w kwocie 9,5 mln PLN - jednakże oczekujemy, że wszystkie obligacje zostaną skonwertowane na akcje serii B,
- ❑ zobowiązania wobec dostawców wyposażenia szpitala i sprzętu medycznego w kwocie około 12 mln PLN - zostaną spłacone ze środków pochodzących z emisji akcji serii C.

Pe emisji akcji serii C i konwersji obligacji zamiennych na akcje serii B, zadłużenie spółki będą stanowić praktycznie tylko dwie pierwsze spośród powyższych pozycji. Łączna wartość długu wobec Kredyt Banku i Theo Frey wynosi obecnie około 27 mln PLN. Zadłużenie to jest w całości denominowane w walutach obcych, w tym ponad 26 mln PLN stanowi dług w EUR, a tylko niespełna 1 mln PLN dług w CHF. Swissmed jest zatem w wysokim stopniu narażony na ryzyko zmiany kursu EUR/PLN.

Na poniższym wykresie prezentujemy prognozowany przez nas poziom i strukturę zadłużenia długoterminowego (bez krótkoterminowych linii kredytowych) w kolejnych latach, przy uwzględnieniu harmonogramu spłat długu wobec Kredyt Banku i Theo Frey. Przyjęliśmy ponadto, że kurs EUR/PLN wyniesie 4,60 na koniec bieżącego roku i będzie wzrastał o 1% w każdym następnym roku.



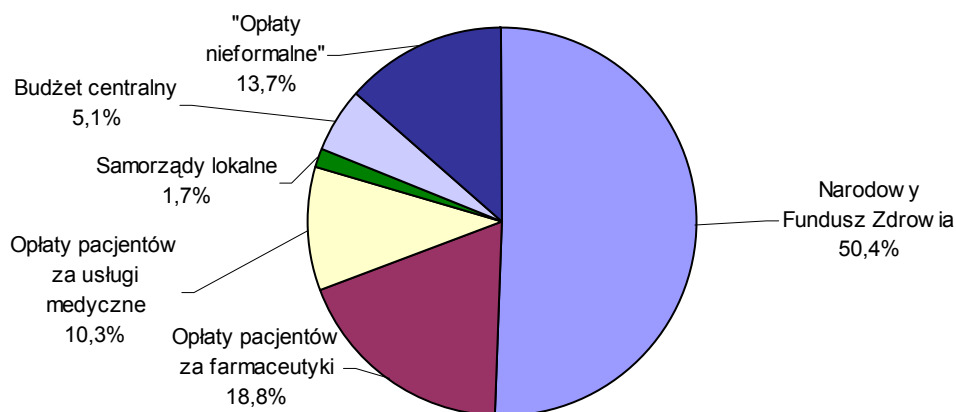
Źródło: BDM PKO BP S.A., Swissmed S.A.

Pozycja Swissmed na rynku usług medycznych

Ogólna charakterystyka otoczenia rynkowego

Wartość polskiego rynku ochrony zdrowia w 2003 roku jest szacowana na prawie 60 mld PLN, w tym około 50% stanowią usługi finansowane przez Narodowy Fundusz Zdrowia. Tymczasem przychody Swissmedu są finansowane przez NFZ tylko w około 35%. Należy jednakże zwrócić uwagę na fakt, że we wspomnianej ogólnej wartości rynku, zawarta została szacowana z grubsza kwota około 8 mld PLN tzw. „opłat nieformalnych”. W rzeczywistości rozmiar szarej strefy może być znacznie większy, a zatem udział NFZ w finansowaniu rynku może być mniejszy niż wskazują na to przedstawione przez nas szacunki.

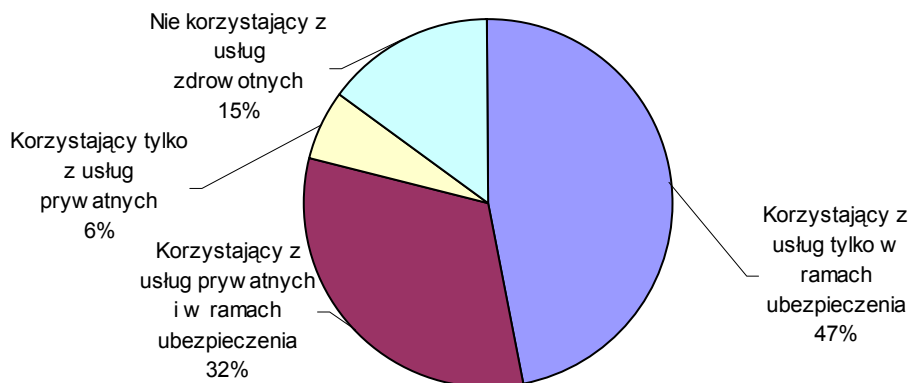
Struktura finansowania służby zdrowia w Polsce



Źródło: Swissmed S.A.

W ostatnich latach zdecydowanie najszybciej rozwija się segment usług medycznych finansowany bezpośrednio przez pacjentów (w tym także firmy i ubezpieczycieli). Jego obecna wartość to około 6 mld PLN (bez opłat za farmaceutyki), a dynamika wzrostu przekracza 20% rocznie. Motorem rozwoju prywatnej służby zdrowia jest fakt, że zapotrzebowanie na nowoczesne usługi medyczne rośnie znacznie szybciej niż PKB, a ponieważ możliwość zwiększania wydatków publicznych na zdrowie jest ograniczona, coraz większa część usług jest finansowana bezpośrednio przez pacjentów. Słabość publicznej służby zdrowia jest zatem czynnikiem, który generuje stały wzrost popytu na prywatne usługi medyczne. Z kolei niekorzystna sytuacja finansowa wielu potencjalnych pacjentów ogranicza możliwość korzystania z tego typu usług. O ile w Polsce przeznaczana się niewiele mniejszą część PKB na ochronę zdrowia (7%) niż przeciętnie w krajach OECD (8%), to pod względem wartości wydatków w przeliczeniu na osobę, Polska plasuje się na ostatnich miejscach w Europie. Wzrost popytu na prywatne usługi medyczne powinien zatem następować wraz ze wzrostem dochodu narodowego i zamożności polskiego

Struktura osób korzystających z usług medycznych



Źródło: Swissmed S.A.

społeczeństwa. Przy czym, w perspektywie nawet kilkunastu lat, tempo wzrostu rynku „prywatnego” powinno być wyższe niż PKB za sprawą przejmowania coraz większej części usług od nieefektywnej publicznej służby zdrowia. Ogromną szansę na rozwój sektora prywatnego stanowi również kontynuacja reformy służby zdrowia w Polsce, a zwłaszcza ograniczenie zakresu usług objętych obowiązkowym ubezpieczeniem zdrowotnym. W chwili obecnej prywatne zakłady nie wykonują wielu zabiegów i procedur medycznych w ramach współpracy z ubezpieczycielami tylko dlatego, że istnieje możliwość ich finansowania przez NFZ. Teoretycznie istnieje możliwość świadczenia tych usług w ramach NFZ, jednakże zasady pozyskiwania środków i rozliczeń z funduszem w znacznym stopniu ograniczają możliwość rozwoju prywatnej służby zdrowia.

Wysoki potencjał regionu pomorskiego

Nominalny potencjał szpitala jest bezpośrednio zależny od liczby ludności zamieszkującej obszar, na którym zlokalizowana jest placówka. Liczba mieszkańców województwa pomorskiego przekracza 2,2 mln PLN, w tym ponad 750 tys. osób zamieszkuje aglomerację Trójmiasta. Prognozy demograficzne wskazują zaś na to, że liczba ludności w regionie będzie wzrastać między innymi dzięki jego wysokiej atrakcyjności inwestycyjnej. Wysoki potencjał szpitala wynika także z atrakcyjności turystycznej regionu, chętnie odwiedzanego przez turystów zagranicznych. Stanowią oni bardzo ciekawy segment rynku dla placówki dysponującej odpowiednim zapleczem, świadczącej usługi w najwyższym europejskim standardzie. Z dotychczasowej praktyki spółki wynika, że wynagrodzenia uzyskiwane od zachodnich towarzystw ubezpieczeniowych za usługi medyczne świadczone na rzecz pacjentów zagranicznych są kilkukrotnie wyższe od przeciętnych cen obowiązujących w Polsce.

Konkurencja i pozycja rynkowa Swissmed S.A.

W rejestrze zakładów opieki zdrowotnej w Polsce znajduje się ponad 7 tys. placówek publicznych i prawie dwa razy więcej niepublicznych. Dominujący udział wśród tych placówek mają różnego rodzaju przychodnie, a ogólna liczba szpitali jest szacowana na około 850, w tym zaledwie 50 to jednostki prywatne. W ramach poza publicznego rynku ochrony zdrowia wykształciło się kilkanaście dużych prywatnych centrów medycznych takich, jak: Medycyna Rodzinna, Lux-Med, Medicover, Centrum Medyczne LIM, Enel Med oraz Promedis. Z kolei większość spośród nielicznych, prywatnych szpitali posiada ścisłą specjalizację, a tylko kilka jest placówkami wielo oddziałowymi (tak, jak nowo otwarty szpital Swissmed). Ponadto w większości przypadków pod pojęciem szpitala prywatnego kryje się operator medyczny, który wynajmuje od kilku do kilkunastu łóżek w szpitalu publicznym i na ich bazie prowadzi swoją działalność. Wśród nielicznych szpitali wielo oddziałowych, które mogą być porównywane z nowym szpitalem Swissmed, należy wymienić następujące placówki prywatne: Centrum Medyczne Damiana, EuroMediCare, Certus oraz Korvita.

Na tle rynku medycznego w Polsce udział spółki jest niewielki, zarówno pod względem przychodów, jak i obsługiwanych pacjentów. Sytuacji tej nie zmieni znacząco szpital uruchamiany w Gdańsku, gdyż tylko w województwie pomorskim funkcjonuje 41 szpitali dysponujących około 9,6 tys. łóżek szpitalnych. Należy jednakże zaznaczyć, że liczba łóżek szpitalnych w obiektach publicznych stale spada. Obecnie na terenie województwa likwidowany jest jeden ze szpitali Gdańskiej Akademii Medycznej. Zakładając, że szpital będzie przyjmował docelowo około 6,5 tys. pacjentów rocznie, co odpowiada wykorzystaniu bazy łóżkowej na poziomie 75%, udział spółki w ogólnej liczbie pacjentów hospitalizowanych na terenie województwa pomorskiego wyniesie zaledwie około 2%. Zważywszy jednak na nierynkowe nastawienie publicznych zakładów opieki zdrowotnej, ich problemy finansowe oraz niewielki udział prywatnych placówek, działających na zasadach komercyjnych, presja ze strony konkurencji jest w chwili obecnej mało odczuwalna. Konkurowanie na tym rynku ogranicza się w zasadzie do walki o przejęcie z NFZ środków o jak najwyższej wartości. Jednakże spółka zakłada, że udział NFZ w finansowaniu świadczonych przez nią usług nie będzie przekraczał 30% przychodów, a środki z funduszu będą pozyskiwane przede wszystkim na usługi niszowe w postaci wysoko specjalistycznych zabiegów i procedur medycznych, których nie będą w stanie realizować szpitale publiczne.

Czynniki przewagi konkurencyjnej Swissmed S.A.

Podstawowymi czynnikami konkurencyjności w branży usług medycznych są renomowana kadra lekarska, nowoczesne zaplecze techniczno-diagnostyczne, wystrój i wyposażenie szpitala oraz dobra kadra pielęgniarska. Ponieważ znaczna grupa najbardziej renomowanych lekarzy pracuje jednocześnie w kilku placówkach (nie tylko w sensie umowy o pracę, ale także innych umów cywilno-prawnych oraz wykonywanych usług), dominujące znaczenie ma zaplecze techniczno-diagnostyczne oraz wyposażenie. Pod tym względem z nowym szpitalem Swissmedu nie może porównać się praktycznie żaden zakład opieki zdrowotnej w województwie pomorskim.

Istotnym czynnikiem przewagi konkurencyjnej spółki, który ma zapewnić wysokie i efektywne obłożenie posiadanej infrastruktury medycznej, są szeroko pojęte działania marketingowe skierowane do trzech grup podmiotów scharakteryzowanych poniżej.

1. Partnerzy medyczni. Grupę partnerów medycznych można podzielić na trzy podgrupy:

- lekarze niezależni wykonujący zabiegi na bazie infrastruktury technicznej i medycznej szpitala - faktycznie są sprzedawcami i wykonawcami usług medycznych, rola Swissmed sprowadza się do wynajmu na ich rzecz infrastruktury oraz podstawowego personelu medycznego, celem działań marketingowych jest zaś nawiązanie stałej współpracy z szeroką rzeszą wybitnych lekarzy w różnych specjalizacjach; możliwa jest również współpraca w drugim kierunku, czyli lekarze wykonujący zabiegi na zlecenie Swissmed dla pacjentów pozyskanych przez spółkę,
- lekarze prowadzący własną działalność gospodarczą, wynajmujący powierzchnię w przychodni szpitalnej (docelowo około 200 lekarzy) - są sprzedawcami i wykonawcami usług medycznych, pełnią także funkcję „akwizytorów”, gdyż zlecając wykonanie określonej usługi medycznej (np. prześwietlenie lub zabieg operacyjny) otrzymują wynagrodzenie w wysokości 5% ceny tej usługi, rola Swissmed sprowadza się w tym przypadku do wynajmu gabinetów lekarskich oraz świadczeniu innych usług (w tym: zlecanych medycznych, podstawowych pielęgniarских, telekomunikacyjnych i inkasa),
- niezależne przychodnie lekarskie współpracujące ze Swissmed na bazie umowy franchisingu lub umowy o współpracy (Program Partner Medyczny Swissmed Centrum Zdrowia) - budowa niezależnej sieci partnerów medycznych poza terenem Gdańska oraz regionu pomorskiego ma na celu poszerzenie potencjalnej bazy klientów dla szpitala.

2. Płatnicy - towarzystwa ubezpieczeniowe i Narodowy Fundusz Zdrowia. Z punktu widzenia płatników świadczeń istotne przesłanki do ich zakupu stanowi ekonomiczna efektywność kontraktowanych świadczeń oraz publicznie wyrażane zadowolenie pacjentów. Unikalny, jak na polskie warunki, standard szpitala oraz zakres i jakość oferowanych usług, pozwalają spełnić te kryteria i ubiegać się o kontraktowanie świadczeń z płatnikami.

3. Pacjenci. Realizacja strategii marketingowej wydaje się dość złożona z punktu widzenia kampanii adresowanej do pacjentów. Istotne znaczenie będzie mieć pozycjonowanie szpitala, jako placówki oferującej wysokiej jakości usługi medyczne, komfortowe warunki pobytu pacjenta, skrócenie okresu hospitalizacji do niezbędnego minimum oraz maksymalną redukcję czynników powodujących ryzyko powikłań, dzięki zastosowaniu nowoczesnych technologii medycznych oraz wysokiemu standardowi sal operacyjnych. Najważniejsze znaczenie w przypadku tej grupy mogą jednak mieć tzw. grupy odniesienia tworzone przez byłych pacjentów oraz opinie lekarzy rekomendujących zabiegi operacyjne.

Kolejnym bardzo ważnym czynnikiem, który może znacząco wzmocnić pozycję konkurencyjną Swissmed S.A. jest rozwój współpracy zagranicznej. Spółka nawiązała współpracę z Kettering Medical Center Network z USA, dzięki czemu może zaoferować polskim pacjentom wyjazdy na specjalistyczne zabiegi chirurgiczne, których w ogóle nie wykonuje się w Polsce. Swissmed jest pierwszą w Europie Środkowej placówką afiliowaną przy tej organizacji medycznej. Spółka nawiązała również współpracę z amerykańskim Cleveland Clinic, brytyjskim szpitalem NHS oraz kilkoma zagranicznymi towarzystwami ubezpieczeniowymi w celu rozwoju prywatnej „turystyki medycznej” do Polski, która może być szczególnie atrakcyjna dla wielu pacjentów zagranicznych oraz Polaków mieszkających na stałe poza granicami kraju. Niezwykle korzystne warunki dla rozwoju „turystyki medycznej” stwarzają bowiem kilkukrotnie niższe ceny przy porównywalnej jakości usług świadczonych przez Swissmed.

Prognozowane wyniki finansowe i wycena spółki

Sporządziliśmy dwa alternatywne modele finansowe dla Swissmed S.A.. W wariantie bazowym założyliśmy, że spółka będzie prowadziła działalność wyłącznie w oparciu o jeden szpital, a zyski generowane na działalności operacyjnej będą wypłacane w formie dywidendy. Z kolei wariant alternatywny zakłada rozwój sieci i budowę w ciągu najbliższej dekady dwóch kolejnych placówek, bliźniaczo podobnych do gdańskiego szpitala. Jednocześnie zastrzegamy, że spółka planuje rozwój sieci szpitali, jednakże w chwili obecnej nie są to plany sprecyzowane. Ponadto realizacja wariantu alternatywnego będzie uzależniona od pozyskania finansowania w postaci kredytów bankowych. Z tego powodu, jako bazowy traktujemy model działalności w oparciu o jeden szpital, a celem wyodrębnienia wariantu alternatywnego jest przedstawienie potencjalnych możliwości wzrostu. Poniżej przedstawiamy szczegółowo założenia wariantu bazowego oraz najważniejsze czynniki, jakie odróżniają od niego wariant alternatywny.

Investycje

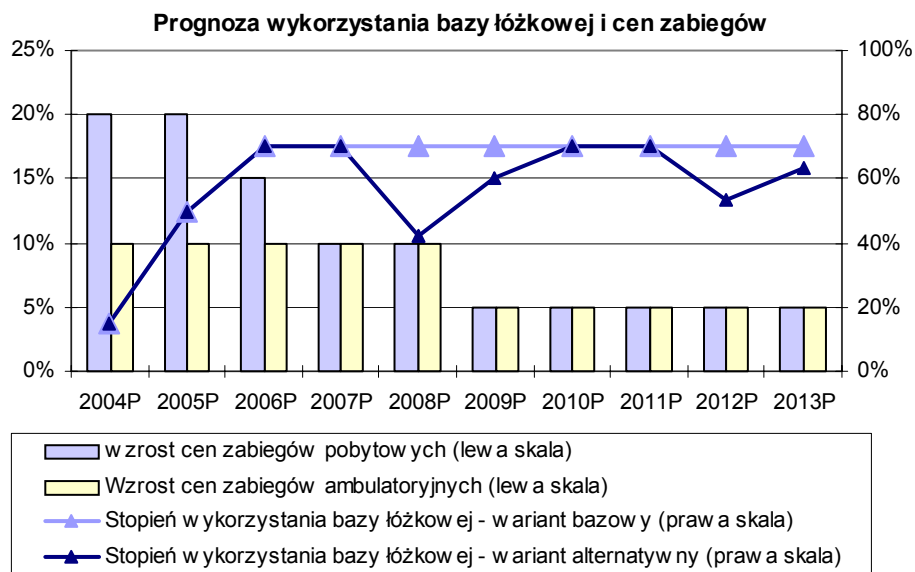
W wariantie bazowym inwestycje będą mieć wyłącznie charakter odtworzeniowy. Szacujemy, że nakłady wyniosą 0,5 mln PLN rocznie, za wyjątkiem pierwszego roku po uruchomieniu szpitala, kiedy powinny one wynieść nie więcej niż 0,2 mln PLN. Z kolei w wariantie alternatywnym zakładamy, że Swissmed zrealizuje dwa nowe projekty inwestycyjne o łącznej wartości około 105 mln PLN. Projekty będą realizowane w miarę możliwości finansowych spółki przy wykorzystaniu kredytu bankowego, a cykl inwestycyjny szacujemy na nie więcej niż 18 miesięcy. Według naszych obliczeń spółka będzie w stanie pozyskać finansowanie zewnętrzne na realizację inwestycji w latach 2006-2007 oraz 2010-2011, co oznacza, że kolejne szpitale będą uruchamiane z początkiem lat 2008 oraz 2012. Przyjęliśmy ponadto, że w wariantie alternatywnym nakłady odtworzeniowe wyniosą 0,5 mln PLN na jeden szpital, z wyjątkiem pierwszego roku po uruchomieniu danej placówki (0,2 mln PLN).

Przychody ze sprzedaży

Prognozę przychodów ze sprzedaży na lata 2004-2013 sporządziliśmy przede wszystkim w oparciu o następujące parametry:

- stopień wykorzystania bazy łóżkowej,
- przeciętne ceny zabiegów ambulatoryjnych,
- przeciętne ceny zabiegów pobytowych,
- średni ważony czas hospitalizacji.

Prognozę wykorzystania bazy łóżkowej w obydwu rozważanych wariantach oraz wzrostu cen zabiegów pobytowych i ambulatoryjnych prezentujemy na poniższym wykresie.



Źródło: BDM PKO BP S.A.

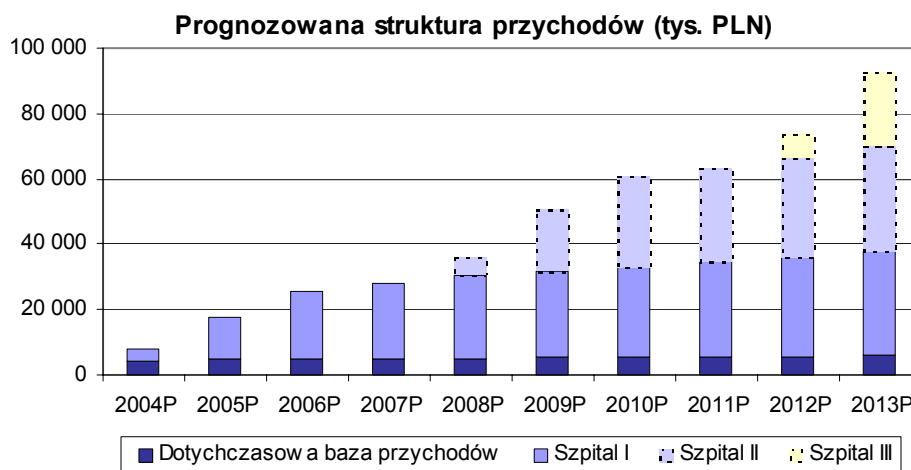
W wariancie bazowym zakładamy, że docelowy poziom wykorzystania bazy łóżkowej wyniesie 70%, a szpital osiągnie taki stopień obłożenia poczynając od 2006 roku (podobny poziom wykorzystania bazy łóżkowej oraz cykl dochodzenia do niego zaprognozowaliśmy dla kolejnych dwóch szpitali, jakie powstaną w wariancie alternatywnym). Parametr ten wydaje się dość wysoki na tle wartości realizowanych przez szpitale amerykańskie, gdzie wykorzystanie bazy łóżkowej waha się od 34% do 62%. Jednakże należy pamiętać, że rynek amerykański w przeciwieństwie do polskiego jest wysoce konkurencyjny. Tymczasem stopień wykorzystania bazy łóżkowej w polskich szpitalach wynosi średnio 77%, co wynika z faktu, że sposób finansowania służby zdrowia skłania do jak najdłuższego przetrzymywania pacjentów w szpitalu. Zjawisko to jest szczególnie odczuwalne w szpitalach publicznych. Jednocześnie na tym tle wyróżnia się działalność Swissmed S.A., a także innych operatorów szpitali prywatnych. Z dotychczasowej praktyki szpitalnej spółki (Szpital Studencki na bazie łóżek dzierżawionych od publicznego ZOZ) wynika, że jest ona w stanie utrzymać wysoki stopień wykorzystania bazy łóżkowej przy bardzo krótkim okresie hospitalizacji pacjentów, wynoszącym średnio około 3 dni. Zakładamy, że okres hospitalizacji w nowym szpitalu będzie utrzymywał się na podobnym poziomie, tym bardziej, że obiekt ten jest ukierunkowany wyłącznie na działalność zabiegową, a nie leczenie pobytowe. Zgodnie z naszą wiedzą i informacją uzyskaną od personelu medycznego szpitala, okres trzech dni jest zaś wystarczającym czasem pobytu pacjenta w szpitalu po operacji w zakresie specjalizacji dostępnych w Swissmed, o ile nie występują powikłania pooperacyjne. Średni okres hospitalizacji w szpitalach amerykańskich wynosi około 4 dni, jednakże należy pamiętać o tym, że wykonuje się tam wiele bardzo skomplikowanych zabiegów, wymagających dłuższego okresu hospitalizacji, w tym takich, które w ogóle nie są wykonywane w Polsce.

Prognozowany wzrost cen zabiegów pobytowych (w nieco mniejszym zakresie ambulatoryjnych) jest wynikiem bardzo dużych rozbieżności pomiędzy cenami usług medycznych w Polsce, a cenami obowiązującymi w Unii Europejskiej czy USA. Stwarza to korzystne warunki do rozwoju „turystyki medycznej”, a co za tym idzie do wyrównywania cen. Ponadto spółka planuje pozyskiwanie funduszy z NFZ przede wszystkim na drogie specjalistyczne zabiegi, co będzie mieć wpływ na wzrost średniej ceny wykonywanych zabiegów, zwłaszcza w pierwszych latach funkcjonowania szpitala. Oczekujemy, że pomimo wzrostu cen usług świadczonych przez spółkę, wciąż pozostaną one znacząco niższe niż w Unii Europejskiej i USA. Różnice te najlepiej opisuje wskaźnik przychodów uzyskiwanych w przeliczeniu na 1 łóżko. Jeśli weźmiemy minimalny oraz przeciętny wskaźnik przychodów na łóżko dla branży w USA, to cena usług Swissmed jest odpowiednio pięć- i siedmiokrotnie niższa. Zgodnie z naszymi prognozami, za dziesięć lat usługi polskiej spółki także będą tańsze, ale już tylko odpowiednio trzy- i czterokrotnie.

Przychody na 1 łóżko (tys. PLN)	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Wariant bazowy	109	242	350	382	415	434	453	474	496	519
Wariant alternatywny	109	242	350	382	246	346	416	436	337	425
Średnia dla branży w USA	437 tys. USD		1 573 tys. PLN							
Mimumum dla branży w USA	301 tys. USD		1 084 tys. PLN		przy kursie 3,60 USD/PLN					
Maximum dla branży w USA	1 108 tys. USD		3 989 tys. PLN							

Źródło: BDM PKO BP S.A., Deutsche Bank Securities Inc. - „Health Care Facilities Facts&Figures”

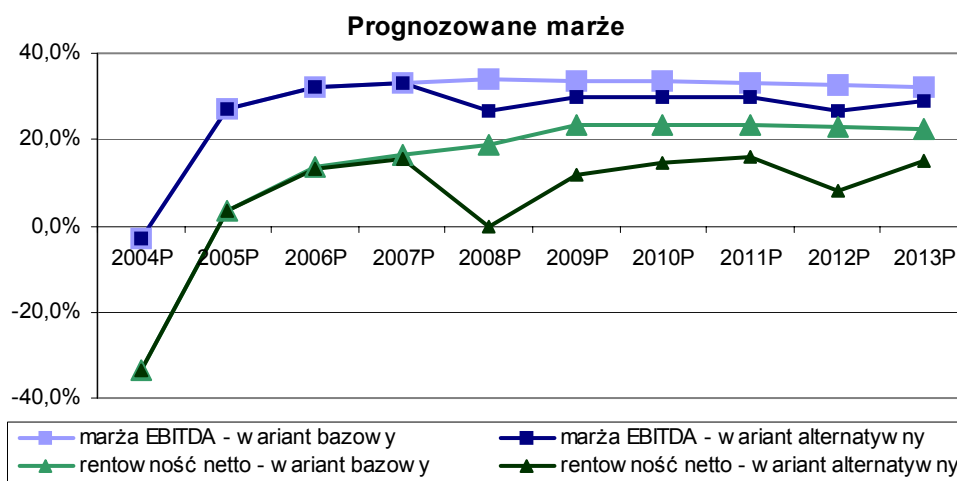
Wartość i strukturę zaprognozowanych przy powyższych założeniach przychodów przedstawiamy na poniższym wykresie. Jednocześnie przyjęliśmy, że przychody stanowiące dotychczasową bazę, będą wzrastać w tempie inflacji.



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Marże

W naszym przekonaniu spółka jest w stanie generować wysokie marże na sprzedaży pod warunkiem odpowiedniej skali działania, a w szczególności osiągnięcia założonego stopnia wykorzystania bazy łóżkowej. Na poniższym wykresie przedstawiamy oczekiwane przez nas poziomy marż w poszczególnych latach. Wzrost marż w latach 2005-2006 jest przede wszystkim efektem rozruchu szpitala i osiągnięcia zakładanego poziomu obłożenia (2006 rok), a także ponadprzeciętnego wzrostu cen usług medycznych. Z kolei dalszy wzrost marży EBITDA (wariant bazowy) w okresie 2007-2008 wynika już tylko z oczekiwanego wzrostu cen. Skokowy wzrost rentowności netto w 2009 roku to efekt spadku amortyzacji, w następstwie pełnego umorzenia wyposażenia szpitala (okres amortyzacji 5 lat). W wariantcie alternatywnym widoczny jest negatywny wpływ nowych inwestycji na realizowane marże. Wynika to z faktu, że dojście uruchomionych szpitali do zakładanej skali działalności wymaga czasu. Realizacja inwestycji wpływa również na wzrost kosztów finansowych z tytułu obsługi kredytów bankowych, co wyraźnie obniża poziom rentowności netto.



Źródło: BDM PKO BP S.A.

Prognozowane przez nas marże są relatywnie wysokie w stosunku do osiągniętych na rynku amerykańskim. Marża EBITDA dla reprezentantów branży z USA waha się w przedziale 12%-25%, w zależności od efektywności poszczególnych firm. Tymczasem marża EBITDA Swissmedu w latach 2006-2013, zgodnie z naszymi prognozami, ma ustabilizować się na średnim poziomie 33% (wariant bazowy). Jednakże wartość EBITDA wygenerowana przez 1 łóżko wciąż będzie znacząco mniejsza niż w USA.

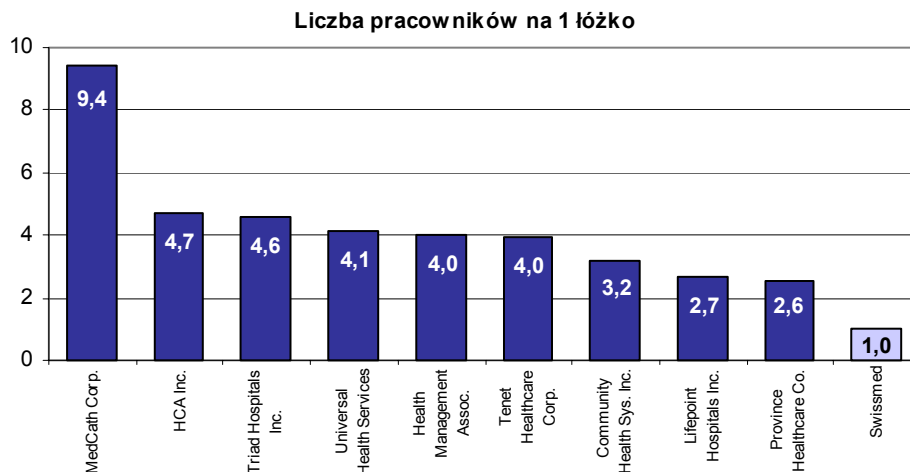
EBITDA na 1 łóżko (tys. PLN)	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Wariant bazowy	-3	66	113	127	141	146	151	156	162	167
Wariant alternatywny	-3	66	113	127	65	103	124	130	90	122
Średnia dla branży w USA	76 tys. USD				274 tys. PLN					
Mimumum dla branży w USA	37 tys. USD				133 tys. PLN					
Maximum dla branży w USA	151 tys. USD				544 tys. PLN					

przy kursie 3,60 USD/PLN

Źródło: BDM PKO BP S.A., Deutsche Bank Securities Inc. - „Health Care Facilities Facts&Figures”

Wysokie marże Swissmed S.A., w porównaniu z firmami amerykańskimi, wynikają przede wszystkim z następujących czynników:

- ❑ w przypadku znacznej części wykonywanych zabiegów sprzedawcami usług są lekarze, co oznacza, że to oni będą wystawiać fakturę oraz rozliczać się ze spółką z tytułu wynajmu infrastruktury medycznej, w efekcie marża lekarza nie będzie stanowić przychodów, ani kosztów spółki, co przy utrzymaniu masy marży spowoduje jej wzrost relatywny,
- ❑ mało odczuwalna konkurencja na rynku polskim i zgodnie z prognozami stan taki utrzyma się w perspektywie kilku, a być może nawet kilkunastu lat,
- ❑ wzrost cen usług medycznych wyprzedzający wzrost kosztów - rozwój „turystyki medycznej” oraz kontraktowanie drogich specjalistycznych zabiegów z NFZ,
- ❑ niższe koszty osobowe w porównaniu z firmami amerykańskimi (różnice w poziomie kosztów osobowych pomiędzy Swissmed S.A., a firmami amerykańskimi najlepiej opisuje wskaźnik liczby pracowników przypadających na 1 łóżko, przedstawiony na wykresie zamieszczonym na następnym stronie).



Źródło: BDM PKO BP S.A., Bloomberg, Deutsche Bank Securities Inc. - „Health Care Facilities Facts&Figures”

Docelowy poziom wskaźnika liczby zatrudnionych na 1 łóżko wynosi dla Swissmed S.A. zaledwie 1, przy założeniu, że spółka zarządza tylko jednym szpitalem. Tymczasem wartość wskaźnika, w przypadku najbardziej efektywnych firm amerykańskich, przekracza 2,5. Tak znaczące różnice wynikają przede wszystkim z faktu, że firmy amerykańskie zarządzają sieciami co najmniej kilkudziesięciu szpitali, co wiąże się z koniecznością utrzymania rozbudowanego personelu administracyjnego. Na tej podstawie należy oczekiwać, że planowany rozwój sieci przez Swissmed, spowoduje w przyszłości silny wzrost przychodów oraz spadek prognozowanych marż relatywnych, pomimo wzrostu masy zysków. Tendencja taka jest widoczna na wykresie przedstawiającym prognozowane marże, choć z uwagi na wciąż niewielką liczbę szpitali, marże te w dalszym ciągu są wyższe niż dla firm amerykańskich.

Wycena

W oparciu o model DCF oraz założenia opisane powyżej wyceniamy Swissmed S.A. na 49,8 mln PLN w wariantcie bazowym oraz 86,7 mln PLN w wariantcie alternatywnym, co oznacza, że wartość 1 akcji szacujemy na odpowiednio 3,15 PLN oraz 5,49 PLN. Jest to wycena uwzględniająca wpływ netto z emisji akcji serii C w wysokości 9,17 mln PLN, co po uwzględnieniu kosztów emisji, przekłada się na cenę jednej akcji na poziomie 2,90 PLN.

Na podstawie powyższej wyceny obliczyliśmy wskaźnik EV na 1 łóżko dla spółki i porównaliśmy go z podobnym parametrem obliczonym dla firm amerykańskich. W wariantcie bazowym przedstawiona przez nas wycena Swissmed uwzględnia około 33% oraz około 53% dyskonto w porównaniu z odpowiednio najniższą i średnią wyceną firm amerykańskich. Z kolei w wariantcie alternatywnym wycena w przeliczeniu na łóżko jest znacznie wyższa, jednakże uwzględnia ona efekty uruchomienia nowych placówek i wzrostu liczby łóżek szpitalnych w kolejnych latach. W efekcie wskaźnik EV na łóżko spadnie w latach 2008 i 2012 z obecnych około 100% do odpowiednio 50% oraz 35% wartości minimalnego wskaźnika dla branży w USA.

EV na 1 łóżko (tys. PLN)	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Wariant bazowy	946	946	946	946	946	946	946	946	946	946
Wariant alternatywny	1 451	1 451	1 451	1 451	726	726	726	726	484	484
Średnia dla branży w USA	565 tys. USD			2 034 tys. PLN						
Mimumum dla branży w USA	393 tys. USD			1 415 tys. PLN			przy kursie 3,60 USD/PLN			
Maximum dla branży w USA	881 tys. USD			3 172 tys. PLN						

Źródło: BDM PKO BP S.A., Deutsche Bank Securities Inc. - „Health Care Facilities Facts&Figures”

W wariantcie bazowym, zakładającym prowadzenie działalności na bazie jednego szpitala oraz wypłatę zysków dla akcjonariuszy, przeprowadziliśmy również wycenę w oparciu o model zdyskontowanych dywidend (tabelę zawierającą model dywidendowy przedstawiamy na następnej stronie). Określona na tej podstawie wartość spółki to około 69,0 mln PLN, czyli 4,37 PLN w przeliczeniu na 1 akcję.

Model dywidendowy	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dywidenda (tys. PLN)	0	0	0	3 314	4 419	5 523	5 997	7 733	7 891	8 206
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,21	0,28	0,35	0,38	0,49	0,50	0,52
DPS/EPS (proc.)	0	0	0	96	98	98	81	99	97	99
Stopa dywidendy* (proc.)	0,0	0,0	0,0	4,8	6,4	8,0	8,7	11,2	11,4	11,9
Zdyskontowana dywidenda (tys. PLN)	0	0	0	2 402	2 895	3 266	3 195	3 711	3 412	3 194
Suma zdyskontowanych dywidend (tys. PLN)	22 075									
Wartość rezydualna dywidend (tys. PLN)	119 047									
Zdyskontowana wart. rezyd. dywidend tys. (PLN)	46 958									
Wartość spółki (tys. PLN)	69 032									
Ilość akcji (tys. szt.)	15 781									
Wartość na jedną akcję (PLN)	4,37									

Źródło: BDM PKO BP S.A.

* przy cenie 4,37 PLN - równej wycenie na podstawie modelu dywidendowego.

Niestety, sporządzenie wyceny porównawczej w oparciu o wskaźniki rynkowe, jest w praktyce bardzo utrudnione. Spółka znajduje się bowiem na wczesnym etapie rozwoju, a szpital otwarty w roku bieżącym osiągnie zakładany poziom obłożenia dopiero w roku 2006. Niemniej jednak dokonaliśmy porównania wskaźnika P/E dla Swissmed S.A. z podobnymi wskaźnikami dla spółek amerykańskich prognozowanymi na lata 2004-2008. Na tym tle widać wyraźnie wzrostowy trend wartości Swissmed S.A., chociaż średnioroczny wzrost EPS dla porównywanych spółek wynosi w latach 2004-2008 aż 15%. Średnia wartość spółki, określona na bazie wskaźnika P/E, to około 39,1 mln PLN, czyli 2,48 PLN na jedną akcję.

Wskaźnik P/E	2004	2005	2006	2007	2008
Community Health Sys. Inc.	15,4	13,2	11,3	9,6	8,1
HCA Inc.	13,9	12,3	11,1	9,9	8,9
Health Management Assoc.	14,2	12,5	10,9	9,5	8,3
Lifepoint Hospitals Inc.	16,3	14,6	12,6	10,9	9,4
MedCath Corp.	65,3	28,9	25,1	21,8	19,0
Province Healthcare Co.	14,1	12,2	10,6	9,3	8,1
Tenet Healthcare Corp.	32,1	11,8	10,8	9,9	9,1
Triad Hospitals Inc.	13,6	11,8	10,2	8,8	7,6
Universal Health Services	14,9	13,1	11,5	10,0	8,7
Średnia	22,2	14,5	12,7	11,1	9,7
Wartość Swissmed S.A. (mln PLN) - wariant bazowy	NA	8,5	43,7	50,0	54,3
Wartość 1 akcji (PLN) - wariant bazowy	NA	0,54	2,77	3,17	3,44
Średnia wartość Swissmed S.A. (mln PLN)	39,1				
Średnia wartość 1 akcji	2,48				

Źródło: BDM PKO BP S.A., Bloomberg

Na podstawie zastosowanych metod wyceny otrzymujemy średnią wartość spółki na poziomie 61,2 mln PLN, czyli około 3,87 PLN na jedną akcję.

Metoda wyceny	wartość spółki (mln PLN)	wartość 1 akcji (PLN)
DCF - wariant bazowy	49,8	3,15
DCF - wariant alternatywny	86,7	5,49
Model dywidendowy	69,0	4,37
Metoda porównawcza	39,1	2,48
Średnia wartość	61,2	3,87

Źródło: BDM PKO BP S.A.

Podjmując decyzję o zakupie akcji inwestorzy powinni jednak wziąć pod uwagę czynniki ryzyka związane z działalnością spółki i jej otoczeniem. Wśród nich najważniejszymi są:

- polityka państwa wobec prywatnej służby zdrowia,
- relatywnie wczesny etap działalności szpitalnej i w efekcie ryzyko popełnienia błędów w założeniach finansowych,
- ryzyko związane z ewentualną realizacją kolejnych dużych projektów inwestycyjnych,
- ryzyko podaży akcji serii B,
- wysoki poziom zadłużenia i ryzyko utraty płynności finansowej w przypadku niepowodzenia emisji akcji serii C.

W naszym przekonaniu powinno to przełożyć się na dość wysokie dyskonto w cenie emisyjnej akcji serii C w stosunku do przedstawionej przez nas średniej wyceny (3,87 PLN na jedną akcję). Ostateczną wielkość tego dyskonta pozostawiamy jednakże do decyzji inwestorów i dlatego nie zdecydowaliśmy się na podwyższenie parametru beta w modelach DCF.

Dane finansowe i model DCF - wariant bazowy

Bilans (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Aktywa	18 436	34 610	61 094	60 181	59 545	57 621	56 648	56 282	56 317	56 446	56 697	56 863
Aktywa trwałe	16 710	32 823	55 101	52 701	50 651	48 651	46 737	46 451	46 164	45 878	45 591	45 305
Aktywa obrotowe	1 726	1 787	5 993	7 481	8 893	8 970	9 911	9 831	10 152	10 568	11 106	11 558
Pasywa	18 436	34 610	61 094	60 181	59 545	57 621	56 648	56 282	56 317	56 446	56 697	56 863
Kapitał własny	8 494	6 578	24 301	25 036	28 396	29 625	30 719	32 457	34 134	34 444	34 695	34 929
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	9 941	28 032	36 793	35 145	31 148	27 996	25 929	23 825	22 182	22 002	22 003	21 934
w tym: kredyty i pożyczki	5 337	18 578	25 967	26 653	22 322	18 942	16 512	14 031	12 000	11 416	11 000	10 500
sprzedaż/aktywa	0,31	0,13	0,13	0,29	0,43	0,48	0,53	0,56	0,59	0,61	0,64	0,67
dług ogółem/kapitał własny	1,17	4,26	1,51	1,40	1,10	0,95	0,84	0,73	0,65	0,64	0,63	0,63
dług odsetkowy/EBITDA	-10,14	-14,65	-116,90	5,55	2,70	2,04	1,60	1,31	1,09	1,00	0,93	0,86
ROE	-30,3%	-25,4%	-17,3%	2,4%	12,9%	15,6%	18,6%	23,3%	23,4%	23,8%	23,9%	24,6%
ROA	-10,3%	-7,2%	-5,6%	1,0%	5,8%	7,7%	9,8%	13,0%	13,8%	14,5%	14,6%	15,1%

Rachunek zysków i strat (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody netto ze sprzedaży	5 707	4 528	7 922	17 679	25 574	27 880	30 272	31 655	33 103	34 621	36 211	37 878
Koszty działalności operacyjnej	6 486	6 121	9 358	15 379	19 762	20 998	22 261	21 663	22 747	23 889	25 089	26 362
Zysk (strata) na sprzedaży	-779	-1 593	-1 436	2 300	5 812	6 881	8 011	9 992	10 356	10 731	11 122	11 515
EBITDA	-526	-1 268	-222	4 800	8 262	9 281	10 325	10 678	11 043	11 418	11 809	12 202
EBIT	-1 081	-1 758	-1 536	2 200	5 712	6 781	7 911	9 892	10 256	10 631	11 022	11 415
saldo na działalności finansowej	-1 104	-135	-1 128	-1 614	-1 456	-1 206	-981	-796	-645	-559	-821	-838
Zysk (strata) brutto	-2 182	-1 896	-2 665	586	4 256	5 575	6 930	9 096	9 611	10 073	10 201	10 577
Podatek dochodowy	-610	21	0	0	809	1 059	1 317	1 728	1 826	1 914	1 938	2 010
Zysk (strata) netto	-1 572	-1 917	-2 665	586	3 447	4 516	5 614	7 368	7 785	8 159	8 263	8 568
marża na sprzedaży	-13,7%	-35,2%	-18,1%	13,0%	22,7%	24,7%	26,5%	31,6%	31,3%	31,0%	30,7%	30,4%
marża EBITDA	-9,2%	-28,0%	-2,8%	27,2%	32,3%	33,3%	34,1%	33,7%	33,4%	33,0%	32,6%	32,2%
marża EBIT	-18,9%	-38,8%	-19,4%	12,4%	22,3%	24,3%	26,1%	31,2%	31,0%	30,7%	30,4%	30,1%
rentowność netto	-27,5%	-42,3%	-33,6%	3,3%	13,5%	16,2%	18,5%	23,3%	23,5%	23,6%	22,8%	22,6%

Cash Flow (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Działalność operacyjna	-3 483	3 683	-3 336	1 292	5 310	7 278	8 267	8 340	8 738	9 080	9 156	9 203
Działalność inwestycyjna	-4 730	-17 177	-21 991	-170	-482	-485	-476	-471	-484	-485	-481	-478
Działalność finansowa	7 429	13 503	26 119	-1 709	-4 705	-7 046	-7 178	-8 310	-8 311	-8 575	-8 551	-8 706
Środki pieniężne na koniec okresu	94	103	895	308	431	178	792	351	294	314	438	457

Wycena DCF	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźniki makroekonomiczne										
Wzrost PKB w Polsce	5,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Inflacja średnioroczna (proc.)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
średnioroczny kurs EUR/PLN	4,60	4,65	4,69	4,74	4,79	4,83	4,88	4,93	4,98	5,03
Prognozy										
EBIT (tys. PLN)	-1 536	2 200	5 712	6 781	7 911	9 892	10 256	10 631	11 022	11 415
Stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
NOPLAT (tys. PLN)	-1 244	1 782	4 627	5 493	6 408	8 012	8 308	8 611	8 928	9 246
Amortyzacja (tys. PLN)	1 314	2 600	2 550	2 500	2 414	786	786	786	786	786
Nakłady inwestycyjne (tys. PLN)	22 141	200	500	500	500	500	500	500	500	500
Zmiana kapitału obrotowego (tys. PLN)	1 268	1 835	1 043	75	65	92	100	109	118	129
FCF (tys. PLN)	-23 339	2 347	5 634	7 418	8 257	8 207	8 494	8 789	9 096	9 404
Kalkulacja WACC										
Dług (proc.)	43%	44%	37%	33%	29%	25%	21%	20%	19%	18%
Stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Koszt kapitału (proc.)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
WACC	9,9	9,8	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0	11,0	11,0	11,1
Wycena										
DFCF (tys. PLN)	-22 594	2 070	4 507	5 376	5 410	4 853	4 525	4 218	3 933	3 660
Suma DFCF (tys. PLN)	15 959									
Wartość rezydualna (tys. PLN)	136 425									
Zdyskontowana wart. rez. (tys. PLN)	53 096									
Wartość DCF (tys. PLN)	69 055									
Dług netto (tys. PLN)	19 269									
Wartość bez długu (tys. PLN)	49 786									
Ilość akcji (tys. szt.)	15 781									
Wycena DCF (PLN / 1 akcja)	3,15									

Podstawowe wskaźniki rynkowe*	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P/E	-18,68	84,94	14,44	11,02	8,87	6,76	6,39	6,10	6,03	5,81
EV/EBITDA	-310,89	14,39	8,36	7,44	6,69	6,47	6,25	6,05	5,85	5,66
P/BV	2,05	1,99	1,75	1,68	1,62	1,53	1,46	1,45	1,43	1,43

Źródło: BDM PKO BP S.A.

* przy cenie rynkowej na poziomie 3,15 PLN.

Dane finansowe i model DCF - wariant alternatywny

Bilans (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Aktywa	18 436	34 610	61 094	60 181	80 411	110 922	108 266	108 097	127 563	157 784	154 718	154 192
Aktywa trwałe	16 710	32 823	55 101	52 701	71 651	101 725	97 311	94 825	112 908	142 538	137 551	134 865
Aktywa obrotowe	1 726	1 787	5 993	7 480	8 760	9 196	10 955	13 272	14 655	15 246	17 167	19 327
Pasywa	18 436	34 610	61 094	60 181	80 411	110 922	108 266	108 097	127 563	157 784	154 718	154 192
Kapitał własny	8 494	6 578	24 301	25 036	28 263	32 546	32 357	38 207	47 047	57 007	63 011	76 959
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	9 941	28 032	36 793	35 145	52 148	78 376	75 909	69 890	80 517	100 777	91 708	77 232
w tym: kredyty i pożyczki	5 337	18 578	25 967	26 653	43 322	69 322	66 492	60 097	70 334	90 191	80 705	65 799
sprzedaż/aktywa	0,31	0,13	0,13	0,29	0,32	0,25	0,33	0,47	0,48	0,40	0,48	0,60
dług ogółem/kapitał własny	1,17	4,26	1,51	1,40	1,85	2,41	2,35	1,83	1,71	1,77	1,46	1,00
dług odsetkowy/EBITDA	-10,14	-14,65	-116,90	5,55	5,24	7,47	7,04	4,01	3,88	4,74	4,09	2,46
ROE	-30,3%	-25,4%	-17,3%	2,4%	12,4%	14,0%	-0,3%	16,9%	21,0%	19,4%	10,2%	20,1%
ROA	-10,3%	-7,2%	-5,6%	1,0%	4,7%	4,4%	-0,1%	5,5%	7,6%	7,1%	3,9%	9,1%

Rachunek zysków i strat (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody netto ze sprzedaży	5 707	4 528	7 922	17 679	25 574	27 880	35 846	50 504	60 696	63 699	73 723	92 983
Koszty działalności operacyjnej	6 486	6 121	9 358	15 379	19 762	20 999	31 411	38 905	45 932	48 074	60 083	70 332
Zysk (strata) na sprzedaży	-779	-1 593	-1 436	2 300	5 812	6 881	4 435	11 599	14 764	15 625	13 639	22 651
EBITDA	-526	-1 268	-222	4 800	8 262	9 281	9 449	14 986	18 150	19 012	19 726	26 738
EBIT	-1 081	-1 758	-1 536	2 200	5 712	6 781	4 335	11 499	14 664	15 525	13 539	22 551
saldo na działalności finansowej	-1 104	-135	-1 128	-1 614	-1 621	-1 526	-4 443	-4 146	-3 614	-3 085	-5 977	-5 174
Zysk (strata) brutto	-2 182	-1 896	-2 665	586	4 091	5 255	-109	7 353	11 050	12 441	7 562	17 378
Podatek dochodowy	-610	21	0	0	777	998	-21	1 397	2 100	2 364	1 437	3 302
Zysk (strata) netto	-1 572	-1 917	-2 665	586	3 314	4 257	-88	5 956	8 951	10 077	6 125	14 076
marża na sprzedaży	-13,7%	-35,2%	-18,1%	13,0%	22,7%	24,7%	12,4%	23,0%	24,3%	24,5%	18,5%	24,4%
marża EBITDA	-9,2%	-28,0%	-2,8%	27,2%	32,3%	33,3%	26,4%	29,7%	29,9%	29,8%	26,8%	28,8%
marża EBIT	-18,9%	-38,8%	-19,4%	12,4%	22,3%	24,3%	12,1%	22,8%	24,2%	24,4%	18,4%	24,3%
rentowność netto	-27,5%	-42,3%	-33,6%	3,3%	13,0%	15,3%	-0,2%	11,8%	14,7%	15,8%	8,3%	15,1%

Cash Flow (tys. PLN)	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Działalność operacyjna	-3 483	3 683	-3 336	1 292	4 720	7 213	4 466	8 200	11 941	13 900	11 789	16 810
Działalność inwestycyjna	-4 730	-17 177	-21 991	-170	-21 025	-32 575	-700	-1 000	-21 570	-33 116	-1 200	-1 500
Działalność finansowa	7 429	13 503	26 119	-1 709	16 295	25 468	-3 552	-7 039	9 674	19 186	-10 287	-15 347
Środki pieniężne na koniec okresu	94	103	895	308	298	405	619	780	825	795	1 097	1 060

Wycena DCF	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźniki makroekonomiczne										
Wzrost PKB w Polsce		5,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Inflacja średnioroczna (proc.)		3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Średnioroczny kurs EUR/PLN		4,60	4,65	4,69	4,74	4,79	4,83	4,88	4,93	5,03

Prognozy	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT (tys. PLN)	-1 536	2 200	5 712	6 781	4 335	11 499	14 664	15 525	13 539	22 551
Stopa podatkowa (proc.)	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
NOPLAT (tys. PLN)	-1 244	1 782	4 627	5 493	3 511	9 315	11 878	12 576	10 967	18 267
Amortyzacja (tys. PLN)	1 314	2 600	2 550	2 500	5 114	3 486	3 486	3 486	6 186	4 186
Nakłady inwestycyjne (tys. PLN)	22 141	200	21 040	32 575	700	1 000	21 570	33 116	1 200	1 500
Zmiana kapitału obrotowego (tys. PLN)	1 268	1 835	1 043	75	1 283	1 886	1 060	335	1 323	1 894
FCF (tys. PLN)	-23 339	2 347	-14 906	-24 657	6 643	9 915	-7 265	-17 389	14 630	19 059

Kalkulacja WACC	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dług (proc.)	43%	44%	54%	62%	61%	56%	55%	57%	52%	43%
Stopa wolna od ryzyka	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Premia rynkowa (proc.)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt długu po opodatkowaniu (proc.)	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Koszt kapitału (proc.)	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
WACC	9,9	9,8	9,4	8,9	9,0	9,3	9,3	9,2	9,4	9,9

Wycena	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DFCF (tys. PLN)	-22 594	2 070	-12 013	-18 247	4 510	6 159	-4 129	-9 050	6 960	8 250
Suma DFCF (tys. PLN)	-38 084									
Wartość rezydualna (tys. PLN)	332 728									
Zdyskontowana wart. rezyd. (tys. PLN)	144 025									
Wartość DCF (tys. PLN)	105 941									
Dług netto (tys. PLN)	19 269									
Wartość bez długu (tys. PLN)	86 672									
Ilość akcji (tys. szt.)	15 781									
Wycena DCF (PLN / 1 akcja)	5,49									

realna stopa wzrostu FCF po roku 2013 = 0 proc.
stopa wolna od ryzyka po roku 2013 = 6 proc.

Podstawowe wskaźniki rynkowe*	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P/E	-32,53	147,87	26,16	20,36	-985,6	14,55	9,68	8,60	14,15	6,16
EV/EBITDA	-476,95	22,07	12,82	11,41	11,21	7,07	5,84	5,57	5,37	3,96
P/BV	3,57	3,46	3,07	2,66	2,68	2,27	1,84	1,52	1,38	1,13

Źródło: BDM PKO BP S.A.

* przy cenie rynkowej na poziomie 5,49 PLN.



Bankowy Dom Maklerski PKO Bank Polski SA

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

tel. (0-22)521-80-00, fax (0-22)521-79-46

e-mail: infobdm@pkobp.pl

Telefony kontaktowe

Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego

Kierownik
makler papierów wartościowych
miedź, przemysł: paliwowy, papierniczy, farmaceutyczny

Sebastian Słomka
(022) 521 79 10
sebastian.slomka@pkobp.pl

doradca inwestycyjny
telekomunikacja, media, budownictwo i nieruchomości,
turystyka i hotelarstwo

Bartłomiej Michalski
(022) 521 79 41
bartlomiej.michalski@pkobp.pl

banki i finanse

Robert Sobieraj
(022) 521 79 17
robert.sobieraj@pkobp.pl

doradca inwestycyjny
informatyka

Michał Janik
(022) 521 79 13
michal.janik@pkobp.pl

przemysł spożywczy, przemysł odzieżowy,
energetyka, dystrybucja farmaceutyków

Paweł Małyska
(022) 521 87 23
pawel.malyska@pkobp.pl

Zespół Klientów Instytucjonalnych

Przemysław Nowicki (022) 521 82 13
przemyslaw.nowicki@pkobp.pl

Dariusz Andrzejak (0-22)521 82 12
dariusz.andrzejak@pkobp.pl

Artur Szymanek (0-22)521 82 14
artur.szzymanek@pkobp.pl

Krzysztof Kasiński (0-22)521 82 10
krzysztof.kasinski@pkobp.pl

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja sumy zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Rekomendacje stosowane przez BDM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

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.

BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Stosowane metody wyceny

BDM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

BDM jest podmiotem oferującym akcje serii C. BDM pełni funkcję depozytariusza dla obligacji serii A zamiennych na akcje serii B. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy BDM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że BDM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Bankowy Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów BDM i podlega utajeniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody BDM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BDM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. 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 sprawdzą się. BDM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad BDM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.