

Działalność

Swissmed prowadzi działalność na rynku usług medycznych. Przyjęty przez Spółkę model prowadzenia działalności jest zbliżony z modelem działalności firm zachodnich i powstał we współpracy z konsultantami z USA i Wielkiej Brytanii. W ramach tego modelu wydzielono świadczenie usług medycznych (Operator Medyczny) oraz aktywność związaną z zarządzaniem infrastrukturą medyczną (Operator Infrastruktury).

Działalność OM, a więc jednostki funkcjonalnej zajmującej się świadczeniem usług medycznych obejmuje prowadzenie leczenia otwartego, czyli przychodni, a także leczenia zamkniętego, na terenie otwartego w marcu 2004 roku, własnego szpitala wielospecjalistycznego.

Strategia

Po zakończeniu inwestycji w szpital w Gdańsku, Spółka przedstawiła założenia co do swojego dalszego rozwoju. Głównym jej elementem jest poszerzanie zasięgu działania Swissmedu. Jeszcze w tym roku Spółka przejmie trzy działające NZOZ, które powinny w przyszłym roku zwiększyć przychody Swissmedu o kilkanaście milionów złotych. W dłuższym terminie Spółka zakłada uruchomienie kolejnych szpitali - w Warszawie i Poznaniu (do końca 2009 roku) oraz w Krakowie (do 2012 roku). Istotnym elementem strategii są też działania mające na celu wzmocnienie marki.

Proces z NFZ

Swissmed zarzucił urzędnikom z NFZ, że kosztem pacjentów faworyzują szpitale publiczne i uniemożliwiają Spółce zawarcie wyższego kontraktu. Swissmed złożyła w bieżącym roku ofertę na świadczenie usług szpitalnych w wysokości ponad 13,5 mln zł, zakontraktowano z nią świadczenia na zaledwie 16% tej kwoty. Sąd Administracyjny uchylił decyzję prezesa NFZ i nakazał przeprowadzenie ponownego postępowania konkursowego wobec Swissmedu. W związku z tym Spółka liczy na dodatkowe 3 mln zł przychodów w roku bieżącym oraz na dodatkowe 13 mln zł w roku przyszłym.

Wycena

Do wyceny Spółki posłużyłem się dwiema metodami: zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz zdyskontowanych dywidend. W przygotowanych przeze mnie prognozach oparłem się na obecnej aktywności biznesowej Swissmedu poszerzonej o plany przejścia w najbliższym czasie 3 NZOZ. Nie uwzględniłem natomiast planów budowy kolejnych szpitali. W wyniku uzyskałem wycenę jednej akcji na poziomie 3,76 zł w wypadku metody DCF oraz 2,96 zł przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych dywidend.

Dane finansowe

	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Przychody (tys. zł)	4 528	7 477	14 508	40 699	46 695
EBIT (tys. zł)	-1 758	-3 958	2 340	5 130	7 546
EBITDA (tys. zł)	-1 261	-2 140	4 842	8 601	11 017
Zysk netto (tys. zł)	-1 917	-2 989	1 001	3 491	5 975
EPS (zł)	-0,22	-0,22	0,05	0,19	0,32
DPS (zł)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
P/E			48,9	14,0	8,2
EV/EBITDA	-34,3	-27,6	18,1	9,7	7,1

E – prognoza DM POLONIA NET S.A.

Informacje na temat powiązań DM POLONIA NET a Spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu

Wycena:

DCF (zł)	3,76
Model dywidendowy (zł)	2,96

Ilość akcji (tys. szt.):

Ilość akcji przed emisją	13 811
Akcje oferowane	5 000
Ilość akcji po emisji	18 811

Terminy oferty:

Przedział cenowy	21.10
Zapisy	24-27.10
Wstępny przydział akcji	28.10
Ustalenie ceny emisyjnej	28.10
Ostateczny przydział akcji	8.11

Podstawowe dane:

Cena rynkowa (zł)*	2,60
Kapitalizacja (tys. zł)**	48 909
Free float**	39,0%
Free float (tys. zł)**	19 097
EV (tys. zł)**	48 935
Średni wolumen/miesiąc	740 135

* Kurs z dnia 12.10.2005

** Po emisji 5 mln akcji serii D

Akcjonariat*:

Akcjonariusz	% głosów
Bruno Hangartner	45,7%
Theo Frey East AG	7,9%
Marek Alojzy Dochnal	7,3%
Pozostali	39,0%

* Po emisji 5 mln akcji serii D

Poprzednie rekomendacje:

Nie sporządzano rekomendacji

Osoba sporządzająca:

Norbert Koziol
(012) 422 31 00

Norbert.Koziol@polonia.com.pl

Data sporządzenia 17.10.2005

STRUKTURA EMISJI I KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO	3
Kapitał zakładowy	3
Emisja akcji serii D.....	3
CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI	4
Grupa kapitałowa	4
Działalność.....	4
Struktura przychodów.....	5
OTOCZENIE RYNKOWE.....	9
Rynek ogólnopolski.....	9
Rynek pomorski	10
STRATEGIA SPÓŁKI	11
Strategia Krótkoterminowa – lata 2005 – 2006:	11
Strategia Średnioterminowa – lata 2007 – 2009:	11
Strategia Długoterminowa - lata 2010 – 2012	11
Strategia marketingowa	11
Cele emisji akcji serii D.....	12
SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI	13
Koszty finansowe.....	13
Controlling.....	13
Różnice kursowe	14
VAT.....	14
Przejście na MSR.....	14
PROGNOZY	15
Inwestycje.....	15
Wyniki finansowe.....	15
WYCENA.....	17
Model DCF	17
Model dywidendowy	18
DANE FINANSOWE	19

STRUKTURA EMISJI I KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO

Kapitał zakładowy

Kapitał zakładowy Spółki wynosi 13,8 mln zł i dzieli się na 13 811 262 akcje o wartości nominalnej 1,00 zł każda.

- 8 728 000 akcji zwykłych imiennych serii A - nie dopuszczone do obrotu giełdowego,
- 3 553 000 akcji zwykłych na okaziciela serii B - dopuszczone do obrotu giełdowego,
- 1 530 262 akcji zwykłych na okaziciela serii C - dopuszczone do obrotu giełdowego.

Ceny emisyjne akcji poszczególnych serii wyniosły:

- seria A - 1,00 zł,
- seria B - 2,67 zł,
- seria C - 2,80 zł.

Tabela. Struktura akcjonariatu.

	Akcje	Głosy
Razem	13 811 262	100,0%
Bruno Hangartner	8 594 000	62,2%
Theo Frey East AG (kontrolowana przez Bruno Hangartnera)	1 492 110	10,8%
Marek Alojzy Dochnal	1 380 172	10,0%
OFE DOM	750 000	5,4%
Pozostali	1 594 980	11,5%

Źródło: Swissmed S.A., obliczenia własne

Emisja akcji serii D

Zgodnie z uchwałą NWZA Swissmed S.A z dnia 12.01.2005, Zarząd Spółki jest upoważniony do dokonania podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w terminie nie dłuższym niż 3 lata, o kwotę nie większą niż 5 mln zł.

W związku z tą uchwałą Spółka zamierza wyemitować od 400 000 do 5 000 000 akcji serii D. Warunkiem dojścia emisji do skutku jest subskrypcja i opłacenie co najmniej 400 000 akcji.

Akcje serii D są oferowane w ramach transz:

- Indywidualnej - 1 000 000 akcji,
- Instytucjonalnej - 4 000 000 akcji.

Harmonogram emisji:

- 21.10.2005 - podanie przedziału cenowego,
- 24.10.2005 - otwarcie publicznej subskrypcji,
- 24.10-27.10.2005 - zapisy,
- 28.10.2005 - wstępny przydział akcji za pośrednictwem systemu informatycznego GPW,
- 28.10.2005 - ustalenie ceny emisyjnej i podanie jej do publicznej wiadomości,
- 08.11.2005 - ostateczny przydział akcji,
- 08.11.2005 - zamknięcie publicznej subskrypcji.

Tabela. Struktura akcjonariatu po emisji 5 mln akcji serii D.

	Akcje	Głosy
Razem	18 811 262	100,0%
Bruno Hangartner	8 594 000	45,7%
Theo Frey East AG (kontrolowana przez Bruno Hangartnera)	1 492 110	7,9%
Marek Alojzy Dochnal	1 380 172	7,3%
OFE DOM	750 000	4,0%
Pozostali	7 344 980	35,1%

Źródło: obliczenia własne, przy założeniu objęcia 5 mln akcji serii D

CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Grupa kapitałowa

W roku 2005 Swissmed Centrum Zdrowia rozpoczął budowanie Grupy Kapitałowej. W chwili obecnej w jej skład, oprócz spółki-matki, wchodzi dwie spółki:

- Swissmed Nieruchomości Sp. z o. o.,
- Prywatny Serwis Medyczny Sp. z o. o.

Swissmed Centrum Zdrowia jest jedynym udziałowcem w Swissmed Nieruchomości, której kapitał zakładowy wynosi 50 000 zł.

Podstawowym przedmiotem działalności Swissmed Nieruchomości jest obsługa nieruchomości. Spółka ta nabyła od spółki-matki dwie nieruchomości, położone w Gdańsku przy ul. Wileńskiej oraz przy ul. M. Curii-Skłodowskiej za łączną kwotę 49,2 mln zł.

Harmonogram spłaty tej inwestycji:

- 55% ceny nieruchomości, pochodzące z kredytu bankowego w wysokości 6,91 mln euro - do 30.09.2005 r.,
- kolejne 16% ceny ma być zapłacone do 31.12.2005 r.,
- pozostałe 29% ma być zapłacone w ratach do 31.12.2007 r.

Udziały w spółce PSM nabyte zostały od Theo Frey AG - za 5 912 udziałów, stanowiących 100% w kapitale zakładowym, Swissmed Centrum Zdrowia S.A. zapłaci 200 tys. zł do 31 grudnia 2005.

Głównym obszarem działalności PSM jest świadczenie usług medycznych. Nabycie udziałów w PSM w znaczący sposób poszerza możliwości oferowania nowych produktów przez Swissmed Centrum Zdrowia.

Działalność

Swissmed prowadzi działalność na rynku usług medycznych. Jego aktywność jest skoncentrowana na dwóch podstawowych obszarach działalności biznesowej:

1. Operator Medyczny,
2. Operator Infrastruktury.

1. Operator Medyczny - prowadzi działalność polegającą na świadczeniu usług medycznych. Obejmuje ona usługi:

- leczenia otwartego, realizowane w kilku przychodniach:
 - a. w Gdańsku przy ul. M. Skłodowskiej-Curie,
 - b. w Gdańsku przy ul. Wileńskiej,
 - c. w Tczewie przy ul. Kościuszki,
 - d. punkt medyczny na terenie firmy Gemplus.

W przychodniach tych oferowane są badania diagnostyczne (m. in. badania endoskopowe, USG, RTG, TK, badania pola widzenia, bezkontaktowe badanie ciśnienia śródgałkowego) oraz porady lekarskie w zakresie kilkunastu dziedzin medycyny (m. in. chorób wewnętrznych, ginekologii i położnictwa, kardiologii, endokrynologii, okulistyki, neurochirurgii, urologii, andrologii, dermatologii, chirurgii ogólnej i onkologicznej, chirurgii dzieci, ortopedii, diabetologii, neurologii, gastroenterologii, laryngologii i medycyny pracy);

- leczenia szpitalnego, prowadzonego od marca 2004 r. na bazie infrastruktury własnego Szpitala (do marca 2004 r. w wynajętej części Szpitala ZOZ dla Szkół Wyższych w Gdańsku – tzw. Szpitala Studenckiego).

Operator Medyczny świadczy także usługi medyczne na rzecz podmiotów zewnętrznych wynajmujących gabinety lekarskie, sale operacyjne i inne od Operatora Infrastruktury.

2. Operator Infrastruktury - prowadzi działalność polegającą na budowie i eksploatacji obiektów związanych z ochroną zdrowia oraz tworzenie systemów zarządzania tymi placówkami.

Koncepcja zarządzania Szpitalem poprzez wydzielenie dwóch jednostek funkcjonalnych: Operatora Infrastruktury i Operatora Medycznego, została wypracowana na bazie wiedzy i doświadczeń

zagranicznych konsultantów z USA, Wielkiej Brytanii oraz polskich menadżerów. Charakteryzuje się komercyjnym podejściem do świadczenia usług medycznych i korzystania z infrastruktury medycznej.

Celem Operatora Medycznego jest realizowanie świadczeń na rzecz podmiotów, z którymi podpisał stosowne umowy, w tym Narodowego Funduszu Zdrowia, a także efektywne wykorzystanie zatrudnionego podstawowego personelu medycznego poprzez świadczenie usług na rzecz lekarzy prowadzących indywidualne praktyki lekarskie oraz obcych ZOZ-ów, które to podmioty korzystają z infrastruktury Spółki i obsługują swoich pacjentów.

Celem Operatora Infrastruktury jest możliwie najlepsze wykorzystanie posiadanej infrastruktury medycznej (obecnie Szpitala), czyli zapewnienie jak największego jej „obciążenia”, co w naturalny sposób prowadzi do wspomagania Operatora Medycznego w dążeniu do pozyskania jak największej liczby pacjentów i współpracujących lekarzy. Zgodnie z założeniami polityki handlowej, Operator Infrastruktury przy współudziale Swissmed Nieruchomości sp. z o.o. wynajmuje wyposażony obiekt Szpitala (poszczególne jego części) na warunkach umowy o współkorzystanie, lekarzom prowadzącym indywidualne praktyki lekarskie oraz obcym Zakładom Opieki Zdrowotnej, umożliwiając jednocześnie prowadzenie działalności medycznej własnemu Zakładowi Opieki Zdrowotnej. Równolegle, w zakresie działalności Operatora Infrastruktury jest prowadzenie działalności inwestycyjnej ukierunkowanej na budowę i eksploatację obiektów ochrony zdrowia oraz tworzenie systemów zarządzania prywatnymi placówkami służby zdrowia.

Elastyczność w zakresie oferowanych usług osiągnana jest poprzez: uniwersalność infrastruktury, ograniczenie do minimum personelu własnego zapewniającego jedynie podstawowy poziom opieki, szeroką współpracę z wysokiej klasy specjalistami zewnętrznymi, którzy wykonują poszczególne usługi (konsultacje, zabiegi) wykorzystując zaplecze Operatora Infrastruktury i personelu podstawowego Operatora Medycznego.

Efektom przyjęcia opisanej koncepcji jest odpowiednie zaaranżowanie przestrzeni Szpitala na wzór placówek funkcjonujących w Europie Zachodniej. Nie posiada on wydzielonych oddziałów; zorganizowany jest za to w nowoczesny sposób na zasadzie ciągu funkcjonalnego odpowiadającego poszczególnym etapom pobytu pacjenta w szpitalu.

Struktura przychodów

W całym okresie swojej działalności spółka realizuje przychody przede wszystkim poprzez Operatora Medycznego.

Są to przychody w zakresie:

- leczenia zamkniętego, obejmującego procedury chirurgiczne i inne szpitalne usługi medyczne;
- przychody w zakresie leczenia otwartego, obejmującego szeroko rozumiane porady lekarskie i procedury diagnostyczne.

Podstawowym źródłem przychodów w leczeniu otwartym są świadczenia realizowane na rzecz Narodowego Funduszu Zdrowia. Na ich realizację w 2005 r. Swissmed posiada wynegocjowany z NFZ kontrakt w kwocie ok. 2,5 mln zł. Spółce udaje się z roku na rok sukcesywnie zwiększać wielkość tego kontraktu

Z uwagi na ograniczenia prawne uniemożliwiające bezpośrednią obsługę pacjentów prywatnych w zakresie świadczeń zakontraktowanych z Narodowym Funduszem Zdrowia, segment ten obsługiwany jest pośrednio w ramach współpracy z innymi placówkami medycznymi i lekarzami prowadzącymi prywatne specjalistyczne praktyki lekarskie. W tym też celu Swissmed zakupił Prywatny Serwis Medyczny, który pozwoli na dopełnienie oferty spółki w tym zakresie i znaczący wzrost przychodów z tytułu obsługi pacjentów prywatnych.

W ramach przychodów z leczenia otwartego duże znaczenia mają również usługi na rzecz współkorzystających, usługi na rzecz innych podmiotów oraz abonamenty. Rynek abonamentów nie był do tej pory szczególnie mocno rozwijany przez spółkę, jednakże w najbliższym czasie Swissmed zamierza intensyfikować swoje działania w tym obszarze.

W zakresie leczenia zamkniętego dominują dwa źródła przychodów:

- świadczenia zakontraktowane z Narodowym Funduszem Zdrowia (w roku 2005 podpisano z NFZ umowy na kwotę przekraczającą 2,6 mln zł),
- usługi medyczne świadczone na rzecz prywatnych praktyk lekarskich, polegające na świadczeniu usług anestezyjologicznych, pielęgniarstwie oraz opieki pozabiegowej na rzecz lekarzy prowadzących prywatne praktyki lekarskie i innych NZOZ-ów wynajmujących sale operacyjne i sprzęt medyczny w Swissmed Centrum Zdrowia.

Uzupełnieniem przychodów Swissmedu są przychody Operatora Infrastruktury. Są to przede wszystkim przychody z najmu gabinetów, sal operacyjnych, pokoi hotelowych, zaplecza konferencyjnego oraz za współkorzystanie z urządzeń medycznych.

Tabela. Wartość sprzedaży w podziale na świadczone usługi (tys. zł).

	I półrocze 2005	2004	2003
RAZEM OPERATOR MEDYCZNY	5 762	6 841	4 505
<i>Przychodnie - lecznictwo otwarte</i>	2 995	4 291	3 113
a/ abonamenty	332	709	751
b/ prywatne porady specjalistyczne	67	82	1 032
c/ porady specjalistyczne finansowane przez NFZ	1 392	1 395	409
d/ podstawowa opieka zdrowotna NFZ	151	213	152
e/ usługi na rzecz ubezpieczycieli	101	187	145
f/ usługi na rzecz innych podmiotów	448	687	545
g/ usługi na rzecz współkorzystających	492	1 014	0
h/ inne usługi	12	4	79
<i>Szpital - Lecznictwo zamknięte</i>	2 767	2 550	1 392
a/ finansowane przez NFZ	1 875	933	1 105
b/ pacjenci prywatni	212	18	152
c/ współkorzystający (usługi pośrednie)	669	1 385	0
d/ towarzystwa ubezpieczeniowe i inni	12	214	135
RAZEM OPERATOR INFRASTRUKTURY	457	930	24
przychody z najmu	118	434	0
przychody ze współkorzystania	315	389	0
franchising	2	26	4
inne	22	81	20
RAZEM OM+OI	6 219	7 771	4 529

Źródło: Swissmed Centrum Zdrowia S.A.

Tabela. Struktura sprzedaży w podziale na świadczone usługi (%).

	I półrocze 2005	2004	2003
RAZEM OPERATOR MEDYCZNY	93%	88%	99%
<i>Przychodnie - lecznictwo otwarte</i>	48%	55%	69%
a/ abonamenty	5%	9%	17%
b/ prywatne porady specjalistyczne	1%	1%	23%
c/ porady specjalistyczne finansowane przez NFZ	22%	18%	9%
d/ podstawowa opieka zdrowotna NFZ	2%	3%	3%
e/ usługi na rzecz ubezpieczycieli	2%	2%	3%
f/ usługi na rzecz innych podmiotów	7%	9%	12%
g/ usługi na rzecz współkorzystających	8%	13%	0%
h/ inne usługi	0%	0%	2%
<i>Szpital - Lecznictwo zamknięte</i>	45%	33%	31%
a/ finansowane przez NFZ	30%	12%	24%
b/ pacjenci prywatni	3%	0%	3%
c/ współkorzystający (usługi pośrednie)	11%	18%	0%
d/ towarzystwa ubezpieczeniowe i inni	0%	3%	3%
RAZEM OPERATOR INFRASTRUKTURY	7%	12%	1%
przychody z najmu	2%	5%	0%
przychody ze współkorzystania	5%	5%	0%
franchising	0%	0%	0%
inne	0%	1%	0%
RAZEM	100%	100%	100%

Źródło: Swissmed Centrum Zdrowia S.A.

Na wysokość przychodów w kolejnych kwartałach w istotny sposób powinien wpłynąć wygrany proces sądowy z NFZ.

Swissmed wygrał proces sądowy wytoczony przeciwko Prezesowi Narodowego Funduszu Zdrowia, któremu zarzucał naruszenie prawa w trakcie postępowania dotyczącego konkursu ofert na zawieranie umów o udzielanie świadczeń zdrowotnych w zakresie leczenia szpitalnego w roku 2005.

Wyrokiem z dnia 15 czerwca 2005 r. Wojewódzki Sąd Administracyjny w Warszawie uchylił zaskarżoną decyzję Prezesa NFZ, stwierdził, że uchylona decyzja nie podlega wykonaniu w całości oraz zasądził od Prezesa NFZ na rzecz Swissmed zwrot kosztów postępowania sądowego.

Orzekając zgodnie z żądaniem Spółki, Sąd stwierdził, że w wyniku naruszenia przez Fundusz zasad prowadzenia postępowania konkursowego interes prawny Swissmed doznał uszczerbku, uznając jednocześnie, iż stwierdzone naruszenia miały istotny wpływ na wysokość przyznanego Spółce kontraktu na leczenie szpitalne. Spółka złożyła ofertę do Pomorskiego Oddziału NFZ w zakresie leczenia szpitalnego w wysokości 13,55 mln zł, a zakontraktowano z nią świadczenia w wysokości zaledwie 16% tej kwoty.

Fundusz zobowiązany jest ponownie przeprowadzić postępowanie konkursowe wobec Swissmed. W oczekiwaniu spółki, powinno to zaowocować wzrostem przychodów w 2005 roku o co najmniej 3 mln zł, natomiast w 2006 roku Swissmed powinien otrzymać z NFZ kontrakt na leczenie szpitalne w wysokości 13 mln zł.

OTOCZENIE RYNKOWE

Swissmed oferuje swoje usługi wyłącznie na terenie Polski, a z uwagi na specyfikę swojej działalności podstawowym terenem, na którym jest obecna, jest województwo pomorskie.

Swissmed działa na rynku usług medycznych. Wartość rynku ochrony zdrowia w 2003 roku wyniosła ok. 50 mld zł (wg. raportu "Rynek usług medycznych" Agencji Dziennikarskiej Raport). W tym samym raporcie określono, że szacunkowe wydatki na zdrowie w Polsce stanowią ok. 7% PKB, czyli na poziomie zbliżonym do krajów OECD, w których wydaje się na ten cel ok. 8% PKB. Jednakże biorąc pod uwagę średnie wydatki w przeliczeniu na osobę, Polska plasuje się na jednym z ostatnich miejsc w Europie.

Najszybciej rozwijającym się sektorem usług medycznych jest sektor prywatny, finansowany głównie bezpośrednio przez pacjentów. Wielkość tego rynku jest szacowana na ok. 6 mld zł.

Rozwój sektora prywatnego w zakresie lecznictwa szpitalnego prezentuje poniższa tabela.

Tabela. Liczba szpitali publicznych i prywatnych.

Rok	Szpitaly publiczne	Szpitaly prywatne
1994	820	5
1999	790	21
2001	755	45
2003	742	108
2004	710	122

Źródło: prospekt emisyjny Swissmed S.A. ze Ogólnopolski Stowarzyszeniem Szpitali Niepublicznych

W okresie 10 lat między rokiem 1994 a 2004 liczba szpitali publicznych zmniejszyła się o 13,4%. W tym samym okresie liczba szpitali prywatnych wzrosła aż o 2340%.

Dynamiczny rozwój prywatnej służby zdrowia wynika z zapotrzebowania na nowoczesne usługi medyczne. Popyt na takie usługi rośnie szybciej niż dochód narodowy, a możliwości jego zaspokojenia przez lecznictwo publiczne są dodatkowo ograniczane przez brak istotnego zwiększania wydatków publicznych na zdrowie. Tym samym coraz większy jest udział usług finansowanych bezpośrednio przez pacjentów.

W warunkach słabości publicznej służby zdrowia, popyt na prywatne usługi zdrowotne jest coraz większy. Można się spodziewać, że dynamika popytu na prywatne usługi medyczne byłaby zdecydowanie większa, gdyby nie istniały bariery w postaci niewielkich dochodów wielu potencjalnych pacjentów. Według badań TNS OBOP (za prospektem emisyjnym Swissmed S.A.) tylko 37% Polaków korzystało z prywatnych usług medycznych, a aż 30% osób, które z nich nie korzysta, jako powód podaje to, że usługi te są zbyt drogie.

Rynek ogólnopolski

Porównując ofertę Swissmed z innymi prywatnymi operatorami medycznymi należy stwierdzić, że najwięksi prywatni operatorzy medyczni skupiają swoje wysiłki na działalności przychodni lekarskich zwanych centrami medycznymi. Dużo prywatnych operatorów usług jako grupę docelową swoich usług, wybrało przede wszystkim klientów korporacyjnych (leczenie pracowników firm na zasadzie abonamentowej). W związku z tym lokalizują oni swoje placówki głównie w rejonach biznesowych - takie przychodnie i gabinety medyczne znajdują się głównie w nowoczesnych obiektach biurowych.

Działalność Swissmed Centrum Zdrowia jest z kolei nakierowana na kompleksową obsługę pacjentów ze szczególnym naciskiem na lecznictwo szpitalne.

Największe prywatne centra medyczne tworzą:

- Medycyna Rodzinna,
- Lux-Med,
- Medicovert,

- Centrum Medyczne LIM,
- Enel Med,
- Promedis.

Ich działalność jest skoncentrowana na tych segmentach rynku, w których obowiązują jasne regulacje prawne oraz w segmentach, gdzie działalność publicznej służby zdrowia pozostawia wiele do życzenia.

Poza centrami medycznymi na rynku funkcjonują również prywatne szpitale, jednak większość z nich posiada ścisłą specjalizację (np. chirurgia, okulistyka, położnictwo). Wśród szpitali wielooddziałowych podobnych do Swissmedu, największymi są:

- Centrum Medyczne Damiana,
- EuroMediCare,
- Certus,
- Korvita.

Udział Spółki na tle rynku jest niewielki - posiada ona 72 łóżka szpitalne, co daje ok. 0,02% ogólnej liczby łóżek szpitalnych w Polsce. Biorąc pod uwagę przychody Spółki, jej udział w całym rynku na można szacować na ok. 0,01%.

Rynek pomorski

Działalność Swissmed S.A. skoncentrowana jest w chwili obecnej na terenie województwa pomorskiego. W 2003 roku na terenie województwa zlokalizowanych było 43 szpitale, w tym 12 niepublicznych. Łącznie dysponowały one 9 187 łózkami. Udział Swissmedu w województwie pomorskim pod względem liczby łóżek wynosi ok. 0,4%.

Tabela. Szpitale i liczba łóżek w województwie pomorskim.

	2003	2002	2001	2000	1999
Szpitale ogółem	43	42	41	39	35
Liczba łóżek	9 187	9 578	9 599	9 587	10 333

Źródło: Ministerstwo Zdrowia

Rynek pomorski jest określany jako szczególnie atrakcyjny z dwóch powodów:

- dużej liczby stałych mieszkańców (2,2 mln mieszkańców, z czego 1/3 na terenie Trójmiasta),
- atrakcyjności turystycznej.

Rynek, na którym działa Spółka jest chętnie odwiedzany przez turystów, zarówno polskich jak i zagranicznych. Z dotychczasowej praktyki Spółki wynika, że wynagrodzenie z zachodnich towarzystw ubezpieczeniowych za usługi dla pacjentów zagranicznych za usługi medyczne, jest kilkukrotnie wyższe od przeciętnych cen obowiązujących w Polsce.

STRATEGIA SPÓŁKI

Ostateczne zamknięcie inwestycji budowy szpitala w Gdańsku pozwala Zarządowi Swissmed Centrum Zdrowia S.A. przystąpić do realizacji kolejnych etapów strategii rozwoju Spółki.

Strategia Krótkoterminowa – lata 2005 – 2006:

1. Wzmocnienie marki Swissmed na terenie województwa pomorskiego identyfikowanej z najwyższym standardem opieki połączonym z gwarancją najlepszego serwisu medycznego;
2. Pozyskanie do współpracy minimum 500 lekarzy na terenie województwa pomorskiego;
3. Przejęcie najlepszych prywatnych przychodni medycznych na terenie Trójmiasta oraz w jego sąsiedztwie;
4. Uruchomienie budowy szpitala w Warszawie.

Strategia Średnioterminowa – lata 2007 – 2009:

1. Oddanie do użytku szpitala w Warszawie;
2. Najchętniej wybierana sieć lecznicza przez towarzystwa ubezpieczeniowe;
3. Uruchomienie budowy i oddanie do użytku szpitala w Poznaniu;
4. Wzmocnienie marki Swissmed na terenie województwa mazowieckiego i wielkopolskiego;
5. Otoczenie szpitali w Warszawie i Poznaniu siecią partnerów medycznych oraz przychodni medycznych.

Strategia Długoterminowa - lata 2010 – 2012

- A. Uruchomienie budowy i oddanie do użytku szpitala w Krakowie;
- B. Otoczenie szpitala w Krakowie siecią partnerów medycznych oraz przychodni medycznych.

Realizacji wyżej wymienionych celów strategicznych przyporządkowane zostały cele emisji. W odróżnieniu od wcześniejszych zamierzeń spółka planuje przeznaczyć wszystkie pozyskane pieniądze w działalność operacyjną.

Strategia marketingowa

W ramach ogólnej strategii marketingowej Swissmed Centrum Zdrowia opracowywane są szczegółowe strategie adresowane do poszczególnych grup docelowych. Trzema głównymi adresatami kampanii marketingowych są:

- płatnicy świadczeń,
- pacjenci,
- inne zakłady opieki zdrowotnej i lekarze prowadzący indywidualne praktyki lekarskie.

Podstawowym celem strategii marketingowej spółki jest umiejscowienie swoich placówek w świadomości pacjentów, lekarzy i lokalnej społeczności jako miejsc oferujących wysokiej jakości usługi i kompleksową opiekę medyczną, przy czym szczególny nacisk kładzie się na ofertę leczenia szpitalnego. Ma to przynosić długookresowe korzyści w postaci lojalności pacjentów i stanowić zabezpieczenie przed okresowymi wahaniami koniunkturalnymi. Jednocześnie dobra reputacja ma przysporzyć nowych partnerów medycznych i ułatwić aplikowanie o kontraktowanie świadczeń z płatnikami tj. Narodowym Funduszem Zdrowia, czy towarzystwami ubezpieczeniowymi.

Cele emisji akcji serii D

Spółka planuje pozyskać z Emisji Akcji Serii D ok. 13 mln zł. Pozyskane środki zamierza przeznaczyć na następujące obszary:

1. Budowa sieci partnerów medycznych działających w zakresie podstawowej opieki medycznej i diagnostyki przedzabiegowej oraz promocja marki Swissmed na terenie województwa pomorskiego. W wyniku tych działań planuje się:

- a) zwiększyć liczbę współpracujących lekarzy na terenie Trójmiasta oraz jego najbliższych okolic z 250 do 500 lekarzy;
- b) zwiększyć liczbę zabiegów prywatnych realizowanych w szpitalu Swissmed w Gdańsku;
- c) w znaczącym stopniu wzmocnić postrzeganie marki Swissmed wśród pacjentów i utrwalić w świadomości pacjentów markę Swissmed jako najwyższy standard medyczny, jaki jest obecnie dostępny na terenie Pomorza

Planowane koszty tych działań - 1,5 mln zł.

2. Budowa systemu informatycznego integrującego sieć partnerów medycznych i przychodni lekarskich ze szpitalem Swissmed w Gdańsku. System będzie umożliwiał:

- a) współpracującym lekarzom - dokonywanie rezerwacji miejsc w szpitalu oraz umawianie wizyt ze specjalistami na zabiegi i zaawansowaną diagnostykę;
- b) pacjentom - zdalny dostęp do informacji o historii ich choroby, o zażywanych lekach i przeciwwskazaniach, jak i do wyników badań, w tym zdjęć rentgenowskich;
- c) szpitalowi - rozbudowę call center oraz stworzenie systemu paszportyzacji dla pacjentów.

Planowane nakłady inwestycyjne - 1,8 mln zł.

3. Zwiększenie kapitału obrotowego, umożliwiając przez to:

- a) realizację kontraktu z NFZ w wysokości do 15 mln zł;
- b) sfinansowanie zapasów materiałów medycznych i zakup specjalistycznych instrumentów medycznych.

Oczekiwane wydatki - 3 mln zł.

4. Podniesienie kapitału zakładowego spółki zależnej Prywatny Serwis Medyczny, z przeznaczeniem na poszerzenie oferty o nowe specjalizacje i zakup wymaganego dla nich dodatkowego sprzętu diagnostycznego. Planowany wydatek - 0,2 mln. zł.

5. Akwizycje prywatnych przychodni medycznych na terenie województwa pomorskiego. Celem tych działań jest pozyskanie szerszego dostępu do pacjentów, zaoferowanie im leczenia szpitalnego w Szpitalu Swissmed w Gdańsku oraz wzmocnienie pozycji Spółki w województwie pomorskim w ośrodkach miejskich poza Trójmiastem. Spółka prowadzi rozmowy z kilkoma sieciami prywatnych przychodni na terenie województwa. Łączna wartość przychodów realizowanych przez przychodnie, którymi jest zainteresowany Emitent wynosi 30 mln zł, a liczba zarejestrowanych pacjentów przekracza 300 000, przy czym Spółka zamierza przejąć 50% z w/w przychodni, a tym samym zagwarantować sobie w 2006 roku istotny wzrost przychodów oraz poszerzyć bazę zarejestrowanych pacjentów o 150 000 - 200 000. Oczekiwane koszty - 4,5 mln zł.

6. Prace zmierzające do przygotowania budowy szpitala w Warszawie, w tym m.in.:

- określenie warunków zabudowy;
- pozyskanie i weryfikacja medycznego zaplecza kadrowego;
- adaptacja koncepcji architektonicznej do warunków miejscowego planu zagospodarowania;
- środki na pokrycie kapitału zakładowego spółki celowej, której utworzenie Emitent rozważa w celu budowy tego szpitala.

Koszty - co najmniej 2 mln zł.

Opisane powyżej cele wynikają ze strategii rozwoju Spółki. Realizacja każdego z nich będzie miała miejsce niezależnie od siebie w możliwie najkrótszym czasie. W przypadku, gdyby środki z emisji nie były wystarczające do zrealizowania wszystkich opisanych celów, Spółka rozważy możliwość ich sfinansowania za pomocą innych instrumentów finansowych. Ostatecznie decyzja w tej sprawie zostanie podjęta przez Spółkę po uwzględnieniu wartości środków pozyskanych z emisji, uwarunkowań rynkowych oraz w oparciu o analizę efektywności poszczególnych celów w kontekście ich alternatywnego finansowania.

SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI

Koszty finansowe

Konwersja zadłużenia krótkoterminowego na długoterminowe w znaczący sposób poprawiła sytuację finansową spółki i pozwoliła jej zoptymalizować obsługę zadłużenia.

W dniu 11 sierpnia 2005 r. Swissmed Nieruchomości Sp. z o.o., spółka celowa, zależna w 100% od Swissmed S.A., podpisała z BRE Bankiem Hipotecznym umowę kredytu na refinansowanie zobowiązań Swissmed S.A.

Na mocy w/w umowy, bank udzielił Swissmed Nieruchomości kredytu w wysokości 6.91 mln euro na okres 17 lat, z amortyzacją kapitału na okres 22 lat, od dnia podpisania umowy kredytu, z możliwością wcześniejszej spłaty.

Zabezpieczenie spłaty kredytu zostało ustanowione m.in. hipoteką zwykłą i kaucyjną na nieruchomościach oraz umową wsparcia zawartą z głównym akcjonariuszem spółki Swissmed S.A., Brunem Hangartnerem. Uruchomienie kwoty kredytu nastąpiło w ostatniej dekadzie września 2005 r. Pozwoliło to spłacić inne zobowiązania:

- 4,4 mln euro wobec Kredyt Banku;
- 2,4 mln zł w stosunku do Magellan Sp. z o.o.;
- 2,1 mln zł wobec Polnord S.A.;
- 0,2 mln zł wobec Zalmed Sp. z o.o.;
- 1,5 mln zł wobec Draeger Polska Sp. z o.o.

Tym samym Swissmed Centrum Zdrowia S.A. spłacił wszystkie zobowiązania związane z nakładami poniesionymi na budowę szpitala, co zaowocowało znaczącą poprawą płynności.

Controlling

Wypracowanie przez spółkę w roku ubiegłym szczegółowych modeli kosztowych umożliwiła stałą kontrolę nad kosztami, a co za tym idzie, pozwala na połączenie wzrostu przychodów ze sprzedaży ze stałym ograniczaniem kosztów. Zastosowane w ramach systemu księgowości zarządczej oraz systemu controllingu metody identyfikacji obszarów rentowności pozwalają na stały monitoring słabych punktów w dziedzinie kształtowania poziomu kosztów zużycia materiałów, kosztów osobowych działalności medycznej oraz kosztów usług materialnych, dotyczących obsługi infrastruktury medycznej.

Wdrożenie procedur przetargowych na zakupy leków, środków farmaceutycznych oraz materiałów jednorazowych zużywalnych pozwoliło na przestrzeni ostatnich miesięcy zmniejszyć w niektórych przypadkach nawet trzykrotnie ceny jednostkowe zakupu materiałów.

Te same procedury wprowadzono przy kontraktowaniu usług dotyczących sprzątnięcia i utylizacji odpadów medycznych. Powołano także komitet zwalczania zakażeń szpitalnych, komitet ds. jakości usług medycznych oraz komitet ds. analiz, zgonów i zakażeń niepożądanych.

Spółka przyspieszyła znacząco rotację zapasów materiałów medycznych. Dzięki wprowadzeniu wyłącznie zaopatrzenia poprzez zakupy gotówkowe, ograniczono tendencję zamawiania przez lekarzy materiałów medycznych w ilościach kilkumiesięcznych, jak ma to miejsce w publicznych szpitalach, i zniwelowano ryzyko powstawania zapasów przeterminowanych.

W I półroczu 2005 spółka zweryfikowała również strukturę zatrudnienia lekarzy zmieniając umowy o pracę na umowy o współpracy, dzięki czemu zmniejszono koszty składek na Zakład Ubezpieczeń Społecznych.

Swissmed złożył wnioski akredytacyjne do Ministerstwa Zdrowia w zakresie prowadzenia specjalizacji chirurgii naczyń i kardiologii inwazyjnej. Po uzyskaniu akredytacji rozpocznie szkolenie lekarzy w w/w dziedzinach, co pozwoli na dalsze zmniejszenie wynagrodzeń i kosztów pracy. Dodatkowo da to

możliwość prowadzenia dydaktyki dla studentów Akademii Medycznej w Gdańsku, co wiąże się z dodatkowymi przychodami dla spółki.

Spółka oddzieliła od kosztów sprzedanych usług koszty reklamy i akwizycji, identyfikując je w oddzielnej pozycji rachunku wyników – „Koszty sprzedaży”. Zweryfikowano tryb rozliczenia w czasie kosztów reklamy, poniesionych przed kompletnym uruchomieniem szpitala i jego poszczególnych oddziałów. Działania te mają na celu dokładniejsze monitorowanie kosztów sprzedaży oraz zwiększenie efektywności reklamy publicznej, która powinna przekładać się na wzrost liczby pacjentów.

Ponadto w I półroczu 2005 dokonano analizy przyjętych stawek amortyzacji specjalistycznego sprzętu medycznego, w powiązaniu z przewidywanym okresem użytkowania tego sprzętu oraz stopnia jego wykorzystania, jak też wpływu postępu technicznego na deprecjację wartości użytkowej poszczególnych urządzeń. Zaowocuje to zmianami w wysokości odpisów amortyzacyjnych w ujęciu księgowym i podatkowym poprzez ich wydłużenie począwszy od 2006 r.

Różnice kursowe

Ryzyko wynikające ze zmiany kursu euro w stosunku do złotego dotyczy kredytu hipotecznego rozliczanego w okresie 22 lat i może wpłynąć przede wszystkim na wycenę dokonywaną zgodnie z prawem bilansowym, nie będzie natomiast miało wpływu na przepływy finansowe.

W okresie spłaty kredytu walutą obowiązującą będzie zapewne euro, a więc znaczna część długu spłacona będzie w walucie przychodów.

VAT

Spółka prowadzi działalność gospodarczą, która w świetle przepisów VAT jest przedmiotowo zwolniona z tego podatku (usługi medyczne zwolnione z VAT stanowią ponad 80% sumy przychodów). W związku z powyższym, podatek VAT naliczony przy zakupie towarów i usług jest rozliczany w okresach miesięcznych według szacunkowej stawki – 80% obciąża koszty działalności, 20% możliwe jest do odliczenia. Na koniec roku następuje rozliczenie ostateczne podatku VAT na podstawie rzeczywistej struktury sprzedaży. Po przeniesieniu części aktywności, wynikającej z wynajmu powierzchni szpitala, struktura sprzedaży opodatkowanej i nieopodatkowanej ulegnie zmianie na korzyść sprzedaży zwolnionej. W związku z powyższym należy przewidywać, że wzrosną również koszty z tytułu podatku VAT niepodlegającego odliczeniu.

Przejście na MSR

Począwszy od 2006 spółka będzie prowadziła rachunkowość zgodnie z MSSF. Różnice pomiędzy PAS i IAS zostaną odpowiednio odniesione na niepodzielony wynik z lat ubiegłych bądź też na kapitały zgodnie z odpowiednimi uregulowaniami w tym zakresie. Spółka nie przewiduje znaczących zmian z tytułu przekształcenia sprawozdań finansowych według MSSF1 gdyż wcześniej przyjęte zasady rachunkowości były rozszerzone o uregulowania wynikające z MSSF, a w szczególności:

- dotyczyły prac rozwojowych;
- inwestycji długoterminowych;
- tworzenia rezerw na świadczenia pracownicze;
- oraz innych rezerw;
- segmentacji przychodów i kosztów;
- ryzyk finansowych;
- leasingu.

Skutki przejścia na MSSF mogą się ujawnić w odniesieniu do wyceny aktywów trwałych, które na podstawie MSR 16, po początkowym ujęciu według ceny nabycia lub kosztu wytworzenia, spółka będzie wykazywała według wartości godziwej, pomniejszonej o odpisy aktualizacyjne z tytułu utraty wartości. Zgodnie z deklaracjami spółki, przeszacowania będą prowadzone na tyle regularnie, aby wartość bilansowa nie różniła się w sposób istotny od wartości, która zostałaby ustalona przy zastosowaniu wartości godziwej na dzień bilansowy. Dodatkowo mogą wystąpić rezerwy na ryzyko kursowe.

PROGNOZY

W swoich prognozach i wycenach założyłem, że Spółka będzie prowadzić działalność wyłącznie w jednym szpitalu. Trzeba jednak pamiętać, że Swissmed w swojej strategii przedstawił plany budowy kolejnych 3 szpitali w Warszawie, Poznaniu i Krakowie. Jednakże brak dostatecznych danych finansowych odnośnie tych planów uniemożliwia właściwe umieszczenie ich w projekcjach finansowych oraz w wycenie.

Inwestycje

Zakładam, że poza rokiem 2005, w którym Spółka zainwestuje kwotę 6,7 mln zł, inwestycje będą mieć wyłącznie charakter odtworzeniowy. W latach 2006-2007 zamkną się one kwotą po 0,3 mln zł. W kolejnych latach Spółka na odtworzenia będzie wydawać po 650 zł rocznie.

Wyniki finansowe

W ciągu najbliższych trzech lat skonsolidowane przychody Swissmedu będą rosły w tempie odpowiednio: 94%, 181% oraz 15%. W kolejnych latach zakładam stały wzrost na poziomie 3%.

Koszty działalności operacyjnej będą rosły zdecydowanie wolniej - w roku 2005 oczekuję ich wzrostu o 48%, w 2006 o 119%, w 2007 o 10%. W kolejnych latach ich wzrost będzie bliski wzrostowi przychodów i wyniesie ok. 3%.

Od bieżącego roku Spółka powinna wypracowywać zysk na działalności operacyjnej - dotychczas na tym poziomie rachunku wyników pojawiały się straty. W 2005 roku EBIT powinien wynieść ponad 2,3 mln zł. W 2006 roku oczekuję dynamiki zysku operacyjnego na poziomie 119%, a w 2007 roku wzrostu o kolejne 47%. W kolejnych latach średnioroczny wzrost EBIT wyniesie 5%.

Oczekuję również, że Spółka zacznie wypracowywać zyski netto - w 2005 roku ponad 1 mln zł. Wzrost zysku netto w 2006 roku wyniesie 249% a w 2007 o kolejne 71%. W kolejnych latach zysk netto będzie się zwiększał średnio o 4%.

Tabela. Wskaźniki rentowności.

	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
ROE	5,5%	15,7%	21,2%	19,8%	15,7%	16,1%	16,3%	15,8%	15,4%	15,4%	14,9%
Marża na sprzedaży	-9,1%	14,9%	18,3%	18,6%	18,7%	19,9%	20,3%	20,3%	20,4%	20,5%	20,6%
Marża EBIT	16,1%	12,6%	16,2%	16,5%	16,7%	17,9%	18,4%	18,4%	18,5%	18,6%	18,7%
Marża EBITDA	33,4%	21,1%	23,6%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,6%	23,6%	23,6%	23,5%
Marża netto	6,9%	8,6%	12,8%	13,6%	11,6%	12,7%	13,1%	13,2%	13,4%	13,7%	13,9%

Źródło: obliczenia własne

Powyższe wyliczenia oparte są na szczegółowych prognozach wyników spółek z Grupy Swissmed. Poniżej przedstawiam bardziej szczegółowe założenia na najbliższe lata dla dwóch spółek z Grupy, które mają największy wpływ na wyniki skonsolidowane:

- Swissmed Centrum Zdrowia,
- Swissmed Nieruchomości.

1. Swissmed Centrum Zdrowia

Przychody.

- Przychody z zabiegów szpitalnych w 2005 roku na poziomie 7,6 mln zł oraz ich wzrost o 134,1% w roku 2006 i 16% w roku 2007, w kolejnych latach wzrost na poziomie 4%;
- Przychody z zakupionych NZOZ na poziomie 13,4 mln zł w 2006 roku, w roku 2007 oczekuję ich wzrostu o 12,8%, w kolejnych latach założyłem stały wzrost na poziomie 2%;
- Przychody z korzystania z gabinetów konsultacyjnych w wysokości 0,7 mln zł w 2005 r. oraz ich wzrost o 26% w roku 2006; 3,4% w roku 2007 i 1,3% w roku 2008, w kolejnych latach brak wzrostu;

- Przychody z abonamentu w 2005 roku w wysokości 0,8 mln zł i ich wzrost o 94,3% w roku 2006, w kolejnych latach wzrost o 2%;
- Pozostałe przychody w wysokości 0,7 mln w roku 2005, ich maksimum w wysokości 0,95 mln zł zostanie osiągnięte w roku 2008 i od tego czasu będą się one utrzymywać na tym poziomie.

Koszty. Głównymi pozycjami kosztów są:

- Koszty zabiegów szpitalnych – w całym okresie prognozy będą się kształtować na poziomie 80% przychodów z tych zabiegów;
- Koszty korzystania z gabinetów konsultacyjnych – w całym okresie założyłem, że będą one stanowić 90% przychodów z korzystania z gabinetów;
- Koszty usług abonamentowych – w okresie prognozy ich wysokość będzie się utrzymywać na poziomie 70% przychodów z tych usług;
- Od roku 2006 istotną pozycją kosztów sprzedaży będą koszty przejmowanych NZOZ – założyłem, że będą się kształtować na poziomie 80% ogółu przychodów NZOZ.
- Koszty zarządu - w roku 2005 wyniosą one 2,2 mln zł. W kolejnych latach oczekuję ich rocznego wzrostu na poziomie 2%.

2. *Swissmed Nieruchomości*

Przychody. Głównymi pozycjami przychodów tej spółki są opłaty za korzystanie z gabinetów konsultacyjnych (Spółka pobiera określoną kwotę za wizytę każdego pacjenta) oraz przychody z korzystania z infrastruktury zabiegowej szpitala (od każdego zabiegu Spółka pobiera średnio 14% w ramach korzystania z infrastruktury). Łącznie przychody z tych dwóch źródeł mają stanowić ponad 80% ogółu przychodów Spółki.

- Przychody z tytułu korzystania z zabiegów konsultacyjnych. W 2005 roku ukształtują się na poziomie 0,7 mln zł. W pierwszym pełnym roku działania, czyli w roku 2006 wyniosą już ponad 2,6 mln zł, w roku 2007 oczekuję dalszego ich wzrostu o 38%. W kolejnych latach zakładam brak wzrostu przychodów z tego tytułu;
- Przychody z tytułu korzystania z infrastruktury zabiegowej szpitala. W okresie od września do grudnia 2005 roku ich wysokość wyniesie 0,35 mln zł. W roku 2006 przychody te powinny jednak wzrosnąć i stać się jedną przychodów dwóch głównych pozycji przychodów Swissmed Nieruchomości – oczekuję ich wzrostu do 2,5 mln zł. W roku 2007 założyłem wzrost o 16%, w kolejnych latach o 4%.

Wśród kosztów największe znaczenie mają:

- Koszty energii będą dynamicznie rosnąć w okresie rozwoju działalności Spółki. Od roku 2008 ustabilizują się na poziomie 410 tys. zł;
- Koszty usług obcych – w przyszłym roku przekroczą 0,5 mln zł, w kolejnych latach zakładam ich roczny wzrost o 2%.

WYCENA

Do wyceny akcji Swissmedu zastosowałem dwie metody: DCF oraz zdyskontowanych dywidend. Zdecydowałem się zastąpić powszechnie wykorzystywaną w podobnych analizach metodę porównawczą metodą zdyskontowanych dywidend ze względu na wczesny etap rozwoju Spółki. Szpital, który Swissmed otworzył w ubiegłym roku osiągnie optymalne wyniki dopiero w roku przyszłym. W związku z tym korzystanie z metody porównawczej spowodowałoby uzyskanie mocno zaniżonej wyceny.

Model DCF

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych zbudowany na podstawie opisanych powyżej założeń oraz przy założeniu uzyskania przez Spółkę 12,1 mln zł netto z emisji akcji serii D. Po okresie szczegółowej prognozy oczekuję zerowej dynamiki FCF. W wyniku uzyskałem wycenę 1 akcji Swissmedu na poziomie 3,76 zł.

	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Przychody	14 508	40 699	46 695	48 082	49 368	50 745	52 139	53 582	55 075	56 619	58 217
Zmiana	94,0%	180,5%	14,7%	3,0%	2,7%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
EBIT	2 340	5 130	7 546	7 924	8 230	9 067	9 579	9 848	10 190	10 542	10 908
Marża EBIT	16,1%	12,6%	16,2%	16,5%	16,7%	17,9%	18,4%	18,4%	18,5%	18,6%	18,7%
Podatek	0	0	0	0	1 346	1 508	1 607	1 660	1 737	1 814	1 895
Podatek na EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,4%	16,6%	16,8%	16,9%	17,0%	17,2%	17,4%
NOPAT	2 340	5 130	7 546	7 924	6 884	7 560	7 972	8 187	8 454	8 728	9 014
Inwestycje	6 700	300	300	650	650	650	650	650	650	650	650
Amortyzacja	2 502	3 471	3 471	3 471	3 471	2 948	2 798	2 798	2 798	2 798	2 798
Inwestycje w KO	14 122	876	2 057	221	555	-418	531	-61	519	-693	37
FCF	-15 980	7 425	8 660	10 524	9 151	10 276	9 589	10 396	10 083	11 569	11 125
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Premia kredytowa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział długu	72,7%	67,9%	58,9%	51,6%	46,8%	41,8%	40,3%	35,9%	31,4%	27,6%	23,0%
WACC	6,9%	7,1%	7,6%	7,9%	7,7%	8,0%	8,1%	8,4%	8,6%	8,9%	9,1%
Współczynnik dyskonta	98,9%	92,3%	85,4%	78,5%	73,3%	67,1%	61,8%	56,2%	50,8%	45,9%	41,1%
DCF	-15 801	6 852	7 393	8 265	6 706	6 894	5 926	5 841	5 125	5 312	4 576

Zdyskontowana wartość rezydualna (tys. zł)	37 069
Suma DCF i zdyskontowanej wartości rezydualnej (tys. zł)	84 158
Dług netto (tys. zł)	25 525
Wpływy z emisji akcji netto (tys. zł)*	12 090
Wartość przedsiębiorstwa (tys. zł)	70 723
Liczba akcji przed emisją (tys. szt.)	13 811
Nowa emisja akcji (tys. szt.)	5 000
Łącznie liczba akcji (tys. szt.)	18 811
Wycena DCF (zł/akcja)	3,76

Źródło: obliczenia własne, * przy szacowanej cenie emisyjnej 2,6 i kosztach emisji 7%

Model dywidendowy

Wycenę na podstawie zdyskontowanych dywidend zbudowałem przy wykorzystaniu tych samych założeń, co w modelu DCF. Do dyskontowania podzielonych zysków użyłem tej samej kalkulacji średniego ważonego kosztu kapitału, co w modelu DCF. Po okresie prognozy oczekuję braku wzrostu wypłacanych dywidend. W wyniku uzyskałem wycenę jednej akcji Spółki na poziomie 2,96 zł.

	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Dywidenda	0	0	1 000	4 000	4 250	4 500	6 000	6 400	6 500	7 000	7 000
EPS	0,05	0,19	0,32	0,35	0,31	0,34	0,36	0,38	0,39	0,41	0,43
DPS	0,00	0,00	0,05	0,21	0,23	0,24	0,32	0,34	0,35	0,37	0,37
DPS/EPS	0%	0%	17%	61%	74%	70%	88%	90%	88%	91%	87%

Suma zdyskontowanych dywidend (tys. zł)	26 830
Wartość rezydualna dywidend (tys. zł)	76 689
Zdyskontowana wartość rezydualna dywidend (tys. zł)	28 907
Wartość spółki (tys. zł)	55 737
Ilość akcji (tys. zł)	18 811
Wartość na jedną akcję (zł/akcja)	2,96

Źródło: obliczenia własne

W poniższej tabeli zaprezentowałem wskaźniki rynkowe wyliczone na podstawie przyjętych prognoz wyników finansowych oraz trzech różnych kursów: rynkowego, z wyceny DCF oraz z wyceny zdyskontowanych dywidend.

Tabela. Prognozowane wskaźniki rynkowe dla różnych poziomów cenowych

	P/E			EV/EBITDA		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Obecny kurs - 2,60 zł	48,9	14,0	8,2	18,1	9,7	7,1
Wycena na podstawie zdyskontowanych dywidend - 2,96 zł	55,6	16,0	9,3	19,5	10,5	7,7
Wycena na podstawie DCF - 3,76 zł	70,7	20,3	11,8	22,6	12,3	9,0

Źródło: obliczenia własne

DANE FINANSOWE

Tabela. Wybrane pozycje ze sprawozdań finansowych

	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Przychody ze sprzedaży	4 528	7 477	14 508	40 699	46 695
Koszty działalności operacyjnej	6 121	10 707	15 821	34 638	38 160
Zysk/Strata ze sprzedaży	-1 593	-3 230	-1 313	6 061	8 535
Pozostałe przychody operacyjne	76	346	4 560	14	0
Pozostałe koszty operacyjne	241	1 074	907	945	989
Zysk/Strata na działalności operacyjnej	-1 758	-3 958	2 340	5 130	7 546
Przychody finansowe	196	3 326	16	66	130
Koszty finansowe	331	2 554	1 356	1 705	1 701
Zysk/Strata brutto na działalności gosp.	-1 893	-3 186	999	3 491	5 975
Zyski nadzwyczajne	0	0	2	0	0
Straty nadzwyczajne	3	0	0	0	0
Zysk/Strata brutto	-1 896	-3 186	1 001	3 491	5 975
Obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego	21	-197	0	0	0
Zysk/Strata netto	-1 917	-2 989	1 001	3 491	5 975
	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Majątek trwały	32 823	60 388	61 503	61 499	58 656
Wartości niematerialne i prawne	22	155	2 956	2 818	2 828
Rzeczowy majątek trwały	27 645	26 318	56 314	57 196	54 534
Inwestycje długoterminowe	3 458	30 231	450	450	450
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1 698	3 684	1 783	1 035	844
Majątek obrotowy	1 787	2 244	4 619	7 896	9 736
Zapasy	156	298	423	908	954
Należności i roszczenia	1 457	1 125	2 752	5 534	5 889
Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu	0	0	0	0	0
Środki pieniężne	103	745	1 122	1 092	2 522
Rozliczenia międzyokresowe	71	76	322	362	371
Suma aktywów	34 610	62 632	66 122	69 395	68 392
	2003	2004	2005E	2006E	2007E
Kapitał własny	6 578	18 555	18 081	22 281	28 138
Rezerwy	381	1 639	1 350	1 594	1 230
Zobowiązania długoterminowe	20 654	23 997	40 038	35 763	31 479
Zobowiązania krótkoterminowe	6 997	18 441	6 653	9 726	7 500
Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	31	45
Suma pasywów	34 610	62 632	66 122	69 395	68 392

Źródło: obliczenia własne



DOM MAKLERSKI POLONIA NET S.A.

ul. Floriańska 55, 31-019 Kraków

tel. +48 12 422 31 00; fax +48 12 411 17 66

email: biuro@polonia.com.pl

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej opinii

Dom Maklerski POLONIA NET S.A. jest podmiotem oferującym akcje Serii D Spółki.

Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM POLONIA NET S.A. oraz osobą sporządzającą Raport Analityczny, poza wymienionymi powyżej nie występują jakikolwiek inne powiązania 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 DM POLONIA NET S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług Spółce, której dotyczy niniejszy raport

Objaśnienie terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto przypadający na 1 akcję

DPS – dywidenda przypadająca na jedną akcję

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitału własnego

ROA - stopa zwrotu z aktywów

Stosowane metody wyceny

Niniejszy raport przygotowano w oparciu o dwie metody wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych) oraz metodę zdyskontowanych dywidend.

Model DCF jest powszechnie uznawany za najodpowiedniejszą metodę wyceny przedsiębiorstw. Główną wadą modelu DCF oraz zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość wyników wyceny na poczynione w tym modelu założenia i prognozy w szczególności te, które dotyczą wartości rezydualnej. Główną zaletą tych modeli jest ich niezależność od bieżącej sytuacji rynkowej.

Pozostałe zastrzeżenia

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane przez Dom Maklerski POLONIA NET S.A. i jest publicznie dostępnym, nieodpłatnie udostępnionym Klientom DM POLONIA NET S.A. a także innym zainteresowanym osobom. Niniejsze opracowanie jest pierwszym wydaniem przez DM POLONIA NET S.A. dotyczącym Spółki Centrum Zdrowia Swissmed S.A. Obecnie nie jest planowana jego aktualizacja.

Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego raportu w całości lub w części bez pisemnej zgody DM POLONIA NET S.A. jest zabronione.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne, jednak DM POLONIA NET S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą do sporządzenia niniejszego raportu były wszelkie publicznie dostępne informacje znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia a także bezpośredni wywiad przeprowadzony z członkami władz Spółki. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM POLONIA NET S.A. bez uzgodnień ze Spółką ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM POLONIA NET S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Spółka zapoznała się z treścią niniejszego raportu z wyjątkiem części dotyczącej prognoz i wyceny.

Data wskazana na pierwszej stronie publikacji jest datą sporządzenia.

DM POLONIA NET S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na lekturze niniejszego opracowania ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Podmiotem sprawującym nadzór nad DM POLONIA NET S.A. w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.