

Voxel – analiza, 11 maja 2015 r.

*Michał Sadrak, analityk Obligacje.pl*

---

## **Podsumowanie**

- |** Bilans grupy Voxel daje sprzeczne sygnały, co do poziomu ponoszonego przez obligatariuszy ryzyka.
- |** Całkowite zobowiązania do aktywów oraz zadłużenie finansowe netto do kapitału własnego nie dają powodu do niepokoju.
- |** Znacznie gorzej wypada relacja długu netto do wyniku EBITDA, która wykracza poza bezpieczne poziomy.
- |** Wskaźniki płynności bieżącej, szybkiej i natychmiastowej znajdują się na niskim poziomie. To najsłabszy punkt bilansu grupy Voxel.
- |** Pewnym usprawiedliwieniem niskiej płynności może być duży udział należności handlowych o stosunkowo krótkim wiekowaniu oraz ujemny cykl konwersji gotówki.
- |** Rentowność na poziomie grupy wymaga poprawy, ponieważ przy dość stabilnym poziomie przychodów zyski podlegają sporym wahaniom.
- |** Wyniki pierwszego kwartału bynajmniej nie dają gwarancji poprawy w całym roku, ponieważ w ostatnich dwóch latach był to najlepszy okres roku.
- |** Szansą na poprawę wyników w drugim kwartale względem ubiegłego roku (rentowność operacyjna była wówczas na granicy) może być zaplanowane na ten okres rozpoczęcie sprzedaży własnego markera do diagnostyki. Jednego z trzech tego typu na świecie.
- |** Grupa Voxel jest silnie uzależniona od działań Narodowego Funduszu Zdrowia, który jest jej głównym kontrahentem. Oczywiście ma to też swoje plusy.
- |** W akcjonariacie Voxel można znaleźć uznane instytucje finansowe.

### **Profil działalności, historia**

Voxel Spółka Akcyjna – sieć centrów medycznych wyspecjalizowanych w diagnostyce obrazowej. Świadczone przez nią usługi obok rezonansu magnetycznego i tomografii komputerowej obejmują także zaawansowaną diagnostykę jak pozytonowa tomografia emisyjna oraz tomografia emisyjna pojedynczych fotonów (badania medycyny nuklearnej).

Część usług z zakresu radiologii w grupie Voxel realizowana jest poprzez spółkę zależną Centrum Diagnostyki Obrazowej Jelenia Góra. Ponadto, w skład grupy wchodzi także spółka Alteris, która zajmuje się dostarczaniem systemów informatycznych dla placówek medycznych oraz świadczy usługi z obszaru wyposażenia pracowni diagnostycznych. W obu podmiotach Voxel posiada 100-proc. udział w kapitale.

Grupa Voxel świadczy usługi w ponad 20 centrach diagnostycznych, które zlokalizowane są na terenie dziesięciu województw.

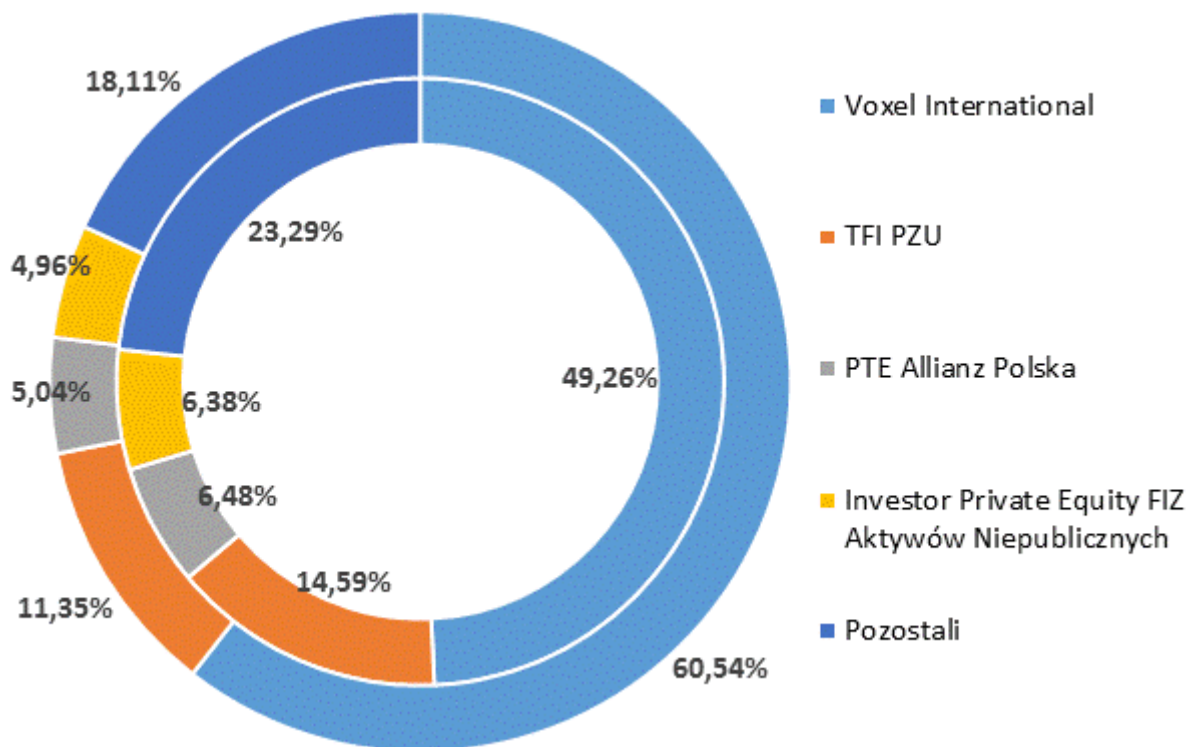
Voxel został wpisany do KRS w sierpniu 2005 r. W październiku 2011 r. akcje spółki zadebiutowały na rynku NewConnect, natomiast dwa lata później nastąpiło ich przeniesienie do obrotu na rynek główny GPW.

### **Akcjonariat, kadra zarządzająca**

Kapitał spółki dzieli się na 10,5 mln akcji serii A-L, uprawniających do 13,5 mln głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy. Akcje uprzywilejowane co do głosu należą do wiodącego akcjonariusza Voxel International S.a.r.l., który posiada 49,3 proc. w kapitale spółki oraz 60,5 proc. według liczby głosów.

Wśród ujawnionych akcjonariuszy Voxel znajdują się także trzy instytucje finansowe, z TFI PZU na czele, które jest największym towarzystwem na polskim rynku pod względem wartości zarządzanych aktywów. Warto też zwrócić uwagę na rodzaj inwestorów, bo znajdują się wśród nich zarówno fundusz aktywów niepublicznych, jak i fundusz emerytalny.

Akcyonariat Voxel SA (wew. udziały w kapitale, zew. głosy na WZA)



Źródło: spółka.

W skład zarządu podmiotu dominującego w grupie wchodzi trzy osoby:

- Jacek Liszka – prezes zarządu, założyciel Voxel SA i Alteris Sp. z o.o. W przeszłości zakładał także Śląskie Centrum Diagnostyki Obrazowej HALIMED oraz Scanmed.
- Dariusz Pietras – wiceprezes zarządu, założyciel Voxel SA. Na stanowisku od 2007 r.
- Grzegorz Maślanka – członek zarządu. Odpowiedzialny za finanse. W Voxel od 2010 r. Wcześniej dyrektor finansowy i członek zarządu w Pragmie Faktoring oraz spółkach z grupy BP.

Obok doświadczonej kadry zarządzającej, składającej się częściowo z założycieli spółki oraz uznanych instytucji finansowych w akcjonariacie, uwagę warto zwrócić także na notowania akcji Voxel. Po kilkunastu miesiącach trendu spadkowego spółka ponownie zaczęła przyciągać uwagę inwestorów. Od lutego walory Vokselu znajdują się w silnym trendzie wzrostowym, mimo że w drugiej połowie marca opublikowano sprawozdanie za zeszły rok, w którym widniała skonsolidowana strata netto.

### Notowania akcji Voxel S.A. od dnia giełdowego debiutu



Źródło: stooq.pl.

## Analiza finansowa

### Wstęp

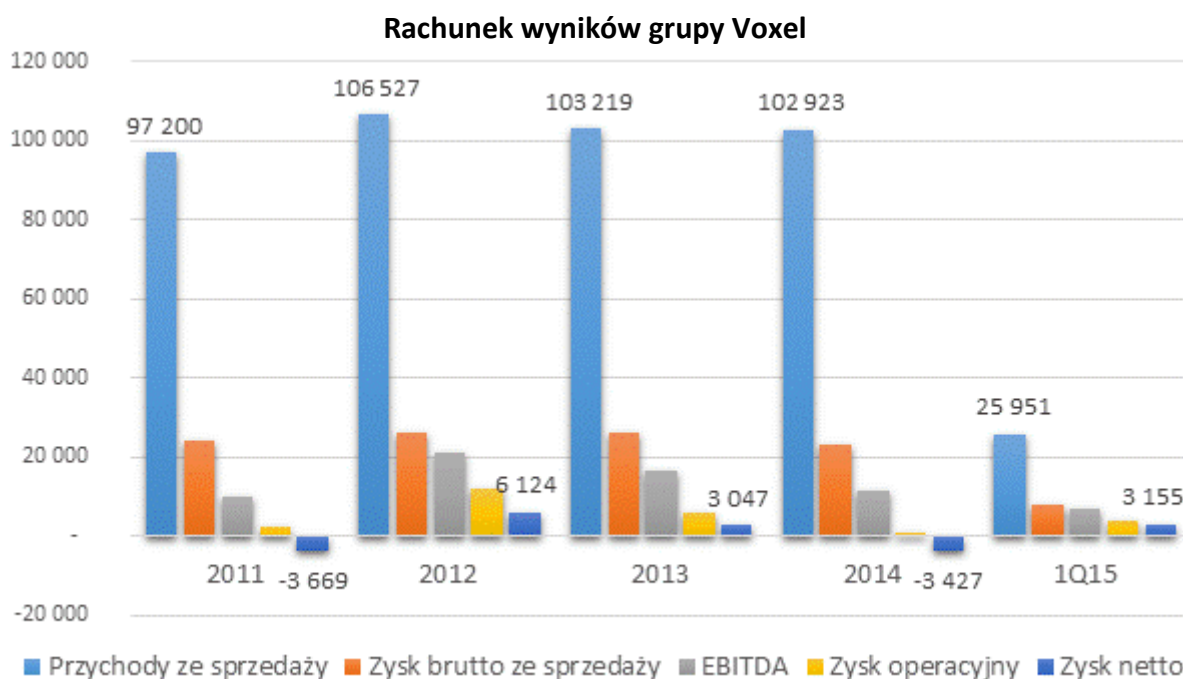
Na wstępie warto podkreślić, że sytuacja finansowa grupy Voxel jest silnie uzależniona od działań Narodowego Funduszu Zdrowia, który jest jej głównym kontrahentem. Ma to swoje dobre strony, jak na przykład relatywnie szybki spływ należności czy ich ogólnie wysoka ściągальność. Lecz po drugiej stronie mamy ryzyko wszelkich działań podejmowanych przez Ministerstwo Zdrowia i NFZ. Po raz ostatni Voxel zwracał na to uwagę przy okazji sprawozdania finansowego za 2014 r., wspominając o nieprecyzyjnych procedurach kontraktowania procedur medycznych.

Należy wspomnieć, że wchodząca w skład grupy Alteris SA, znajduje się w fazie głębokiej restrukturyzacji kosztowej. Celem jej przeprowadzenia ma być wykazanie dodatniego wyniku netto za 2015 r.

Analizując rachunek wyników grupy Voxel warto przyglądać się także zyskowi EBITDA, który z powodu relatywnie wysokiej amortyzacji (spowodowanej wysokimi aktywami trwałymi) istotnie różni się od prezentowanego wyniku operacyjnego.

### **Rachunek wyników i cash-flow**

Wyniki grupy Voxel warto analizować zarówno w ujęciu rocznym, jak i kwartalnym. Okazuje się bowiem, że na przestrzeni kolejnych trzymiesięcznych okresów występuje stosunkowo wysoka sezonowość. Widać to szczególnie na przykładzie pierwszego kwartału, który w ostatnich latach był zwykle najlepszym okresem danego roku. Dość powiedzieć, że w 2014 r. był to jedyny kwartał, który grupa zakończyła z zyskiem netto.



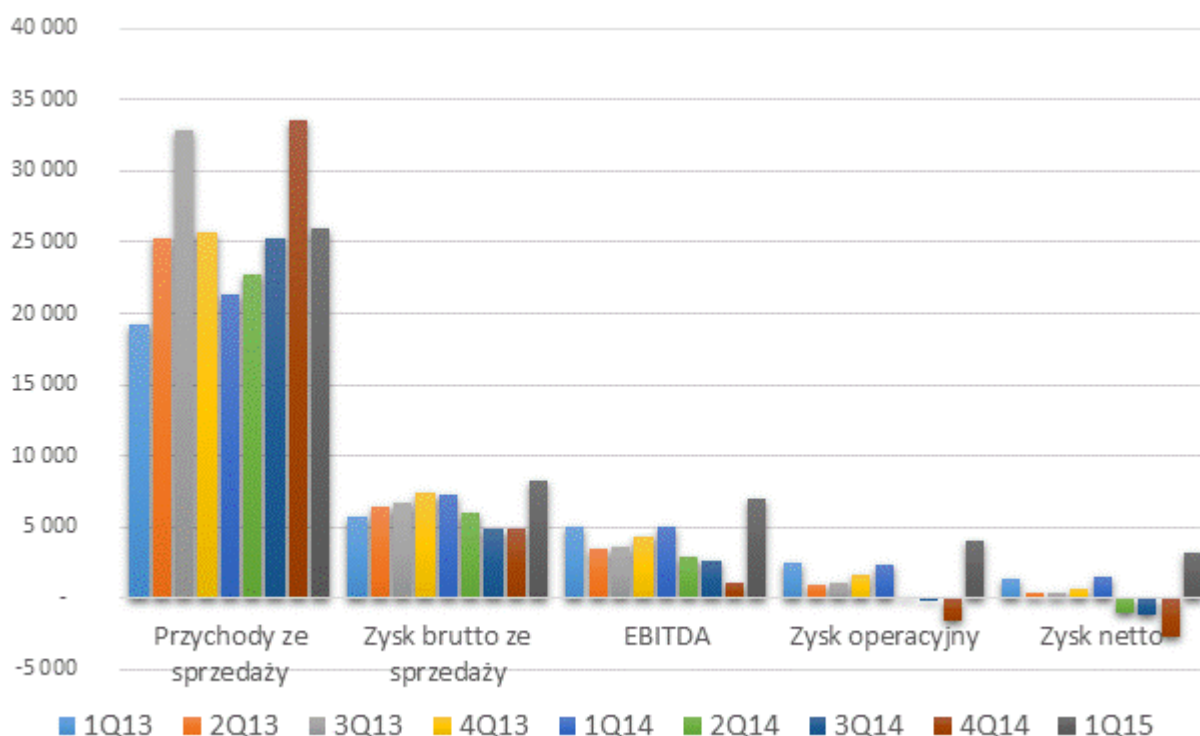
Źródło: raporty finansowe grupy.

Większość przychodów grupy pochodzi ze świadczenia usług medycznych. W pierwszym kwartale tego roku ich udział w sprzedaży wynosił 72 proc., zaś w całym ubiegłym roku było to 65 proc. Za tę różnicę odpowiada głównie realizowany przez Alteris segment produktów informatycznych i wyposażania pracowni (23 proc. w I kw. i 38 proc. w ub.r.), który daje większe przychody dopiero w drugim półroczu, z naciskiem na czwarty kwartał.

Na drugi kwartał tego roku Voxel zapowiada rozpoczęcie sprzedaży nowego własnego markera do diagnostyki, jednego z trzech tego typu na świecie, co powinno przyczynić się do większego udziału segmentu radiofarmaceutyków w poziomie osiągniętych przychodów. Na razie jest to niskie kilka procent (po wyłączeniu korekt konsolidacyjnych, bo większość tego typu przychodów grupa Voxel realizuje pomiędzy segmentami).

Wprawdzie wyniki pierwszego kwartału wyglądają więcej niż dobrze, szczególnie pod względem zysku operacyjnego i netto, to dopiero ich zestawienie z poprzednimi kwartałami pozwala dostrzec pewną cykliczność. Tym samym nie ma pewności, że w kolejnych kwartałach grupa Voxel zdoła utrzymać te poziomy.

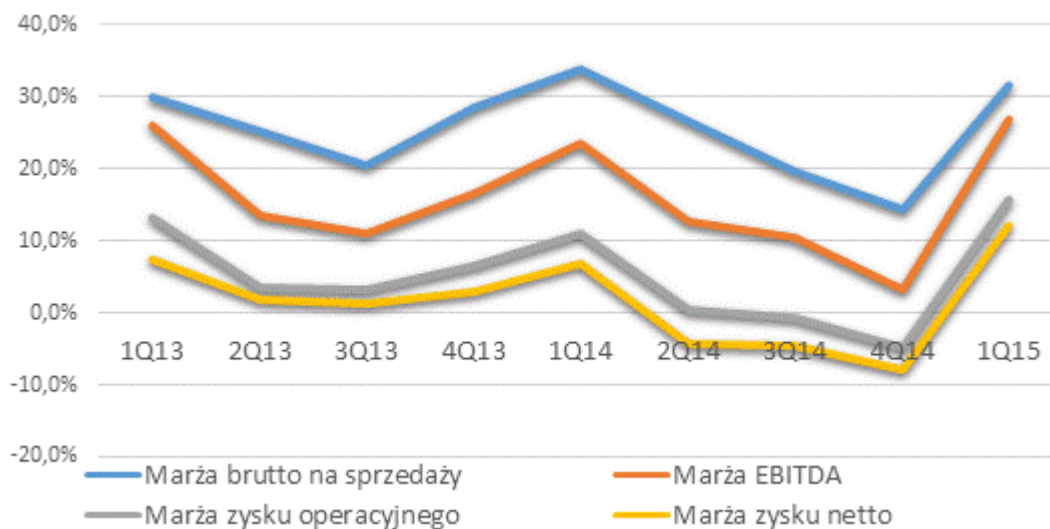
**Rachunek wyników w ujęciu kwartalnym**



Źródło: raporty finansowe grupy.

Potwierdzeniem poglądu na temat wysokiej sezonowości są także osiągnięte marże, które – sugerując się odczytami za poprzednie lata – wskazują, że w kolejnych kwartałach możliwe jest wypracowanie zauważalnie słabszych wyników.

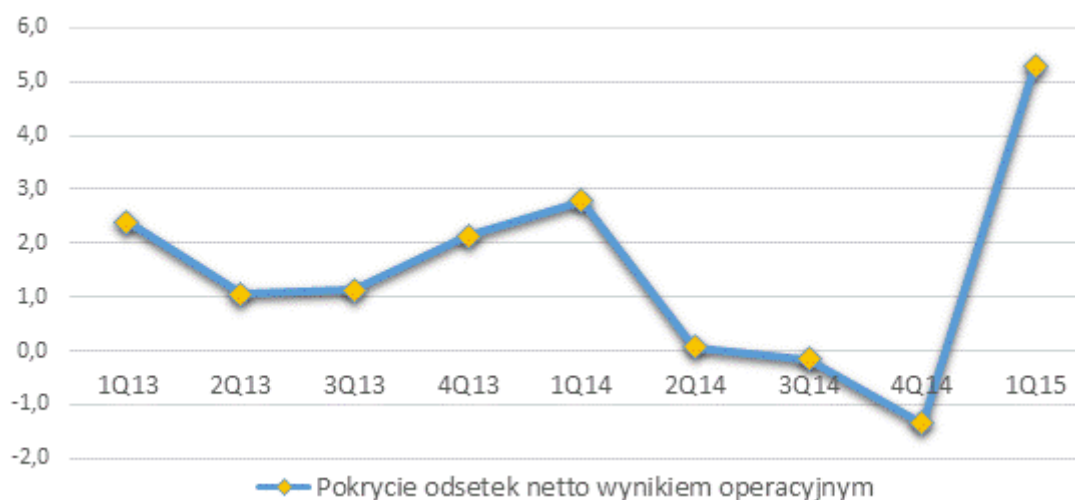
### Kwartalne wskaźniki rentowności



Źródło: raporty finansowe grupy.

Brak cokwartalnej stabilności wyników ma wpływ także na obsługę zadłużenia. Pomijając nawet okresy, w których grupa raportuje stratę operacyjną, wskaźnik pokrycia odsetek netto wynikiem operacyjnym podlega dużym wahaniom – od poziomów bardzo niskich (0,1-1,1x), aż po wysokie (5,3x w I kw. 2015 r.).

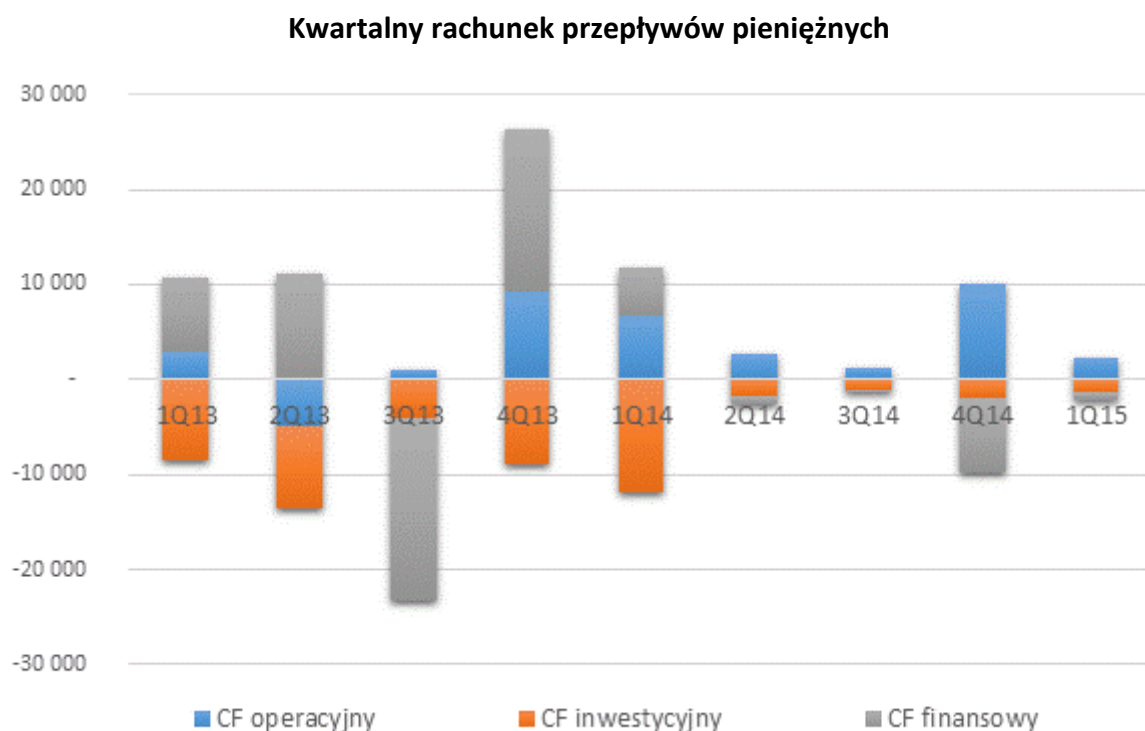
### Kwartalne wskaźniki pokrycia odsetek



Źródło: obliczenia Obligacje.pl na podst. danych z raportów finansowych grupy.



Przy tych relatywnie niskich wskaźnikach obsługi zadłużenia (za wyjątkiem pierwszych kwartałów), dopiero uwzględnienie przepływów operacyjnych pozwala lepiej zobrazować skuteczny jak dotąd sposób na terminowe regulowanie zobowiązań. Po raz ostatni grupa zanotowała ujemne przepływy operacyjne w drugim kwartale 2013 r. i od tego czasu stale wykazuje dodatni cash-flow operacyjny, którym najczęściej przy wsparciu finansowania zewnętrznego finansuje wydatki inwestycyjne.



Źródło: raporty finansowe grupy.

### **Bilans**

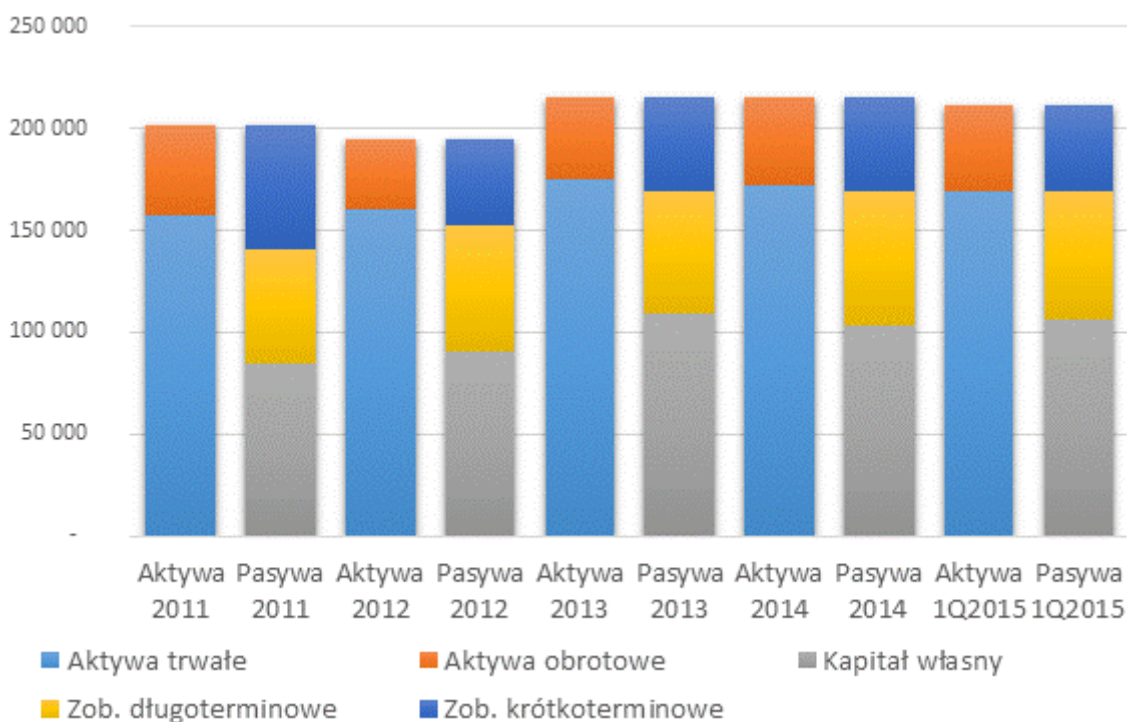
Bilans grupy Voxel może budzić skrajne odczucia. Co prawda zadłużenie znajduje się na umiarkowanym poziomie, ale tylko jeśli mierzyć je w relacji do aktywów czy kapitałów własnych. W stosunku do wyników EBIT czy EBITDA są to poziomy mało komfortowe, charakteryzujące się wysoką zmiennością, będącą pochodną rachunku wyników. Jednak największe zastrzeżenia można mieć do płynności grupy, która znajduje się zdecydowanie poniżej norm. Ale należy od razu uzupełnić, że grupa funkcjonuje w ten sposób od lat, a niska płynność może mieć przynajmniej częściowe wytłumaczenie w ujemnym cyklu konwersji gotówki, o czym w dalszej części.



Wysoki poziom aktywów trwałych (80,2 proc. sumy bilansowej na koniec marca) powoduje, że grupa Voxel dokonuje relatywnie dużych odpisów amortyzacyjnych, co odznacza się w przepływach operacyjnych oraz wyniku EBITDA (to szczególnie widoczne na tle zysku operacyjnego).

Warto podkreślić stosunkowo wysoki udział wartości niematerialnych. Na koniec marca tego roku stanowiły one 47,6 mln zł na 169,3 mln zł aktywów trwałych (28,1 proc.) i w większości była to „wartość firmy” wykazywana w kwocie 39,4 mln zł. Na rzeczowe aktywa trwałe przypadało natomiast 121,3 mln zł, z czego większość to kategoria „inne” (75,8 mln zł) oraz budynki (28,2 mln zł).

### Struktura bilansu



Źródło: raporty finansowe grupy.

Przetawiony wyżej wykres w pełni oddaje to, że suma bilansowa grupy w długim okresie nie podlega większym wahaniom, a struktura aktywów i pasywów pozostaje na niezmiennym poziomie od lat. Działalność grupy jest połowicznie finansowana kapitałem własnym, zaś kapitał stały (kapitał własny plus zobowiązania długoterminowe) jest zbliżony do poziomu majątku trwałego. Taka struktura aktywów i pasywów oznacza jednocześnie niski, momentami wręcz ujemny, poziom kapitału obrotowego netto, tj. niską płynność bieżącą.

Pod względem zadłużenia grupy Voxel, mierzonego jako relację zobowiązań i rezerw do aktywów lub kapitału własnego, trudno o jakiegokolwiek poważniejsze zarzuty. Są to poziomy komfortowe i stosunkowo stabilne na przestrzeni kilku ostatnich lat. Warto przy tym podkreślić, że więcej o zadłużeniu grupy mówią zobowiązania finansowe, bo wśród całkowitych zobowiązań wykazywane są także relatywnie wysokie przychody przyszłych okresów (24,2 proc. wszystkich zobowiązań; głównie w części długoterminowej), które w większości stanowią otrzymane dotacje.

Poziom zadłużenia finansowego netto w relacji do kapitału własnego nie powinien budzić zastrzeżeń. Od kilku lat utrzymuje się on w okolicach 0,5-0,55x, nie ma więc mowy o przelewarowaniu. Lecz z racji niestabilnych wyników znacznie gorzej prezentuje się relacja długu netto do wyniku EBITDA. Na koniec marca tego roku wynosiła ona 4,19x, co na pewno jest przekroczeniem szeroko pojętych norm (2,5-3x).

#### Wskaźniki zadłużenia

	2011	2012	2013	2014	1Q15
Ogólne zadłużenie	0,58	0,53	0,49	0,52	0,50
Zadłużenie kapitału własnego	1,38	1,15	0,98	1,08	0,98
Zadłużenie finansowe (tys. zł)	53 719	51 692	56 471	58 499	57 242
Dług netto (tys. zł)	41 081	46 540	56 063	57 964	56 673
Dług netto do kapitału własnego	0,48	0,51	0,51	0,56	0,53
Dług netto do EBIT 12M	18,73	3,91	9,14	85,73	23,82
Dług netto do EBITDA 12M	4,18	2,19	3,42	4,98	4,19

Źródło: obliczenia Obligacje.pl na podst. raportów finansowych grupy Voxel.

Wśród oprocentowanych zobowiązań grupy Voxel, uwagę zwraca systematyczny wzrost udziału papierów dłużnych. Na koniec marca stanowiły one 48,5 proc. zadłużenia finansowego. Dla porównania, na koniec 2011 r. było to 10,7 proc., 2012 r. – 34 proc., zaś w grudniu 2013 r. udział obligacji wzrósł do 40,2 proc. Sukcesywna zmiana podejścia do papierów dłużnych oczywiście rodzi pytanie na ile wybór droższego źródła finansowania jest uelastycznieniem zobowiązań, a na ile wymuszonym działaniem.

Na koniec marca Voxel miał w obsłudze trzy serie obligacji. Notowane na Catalyst serie D i E o wartości odpowiednio 12 i 10 mln zł oraz nienotowaną serię A zamienną na akcje (6,6 mln zł). Emisje wprowadzone do obrotu oprocentowane są na 5 i 4,5 pkt proc. marży ponad WIBOR 6M. Pierwsza z nich zabezpieczona jest zastawem na akcjach Alteris, natomiast druga poręczeniem majątkowym udzielonym przez Alteris.

Konsekwencję grupy na poziomie bilansu widać także w przypadku zarządzania płynnością. Wciąż znajduje się ona – co trzeba wyraźnie podkreślić – na niskich poziomach. Wprawdzie widać pewną powolną poprawę, ale nie na tyle dużą, by można było mówić o przełomie. Zarówno płynność bieżąca, jak i szybka (odpowiednio 1,01x i 0,89x w marcu) znajdują się nieco poniżej norm. Natomiast płynność gotówkowa jest po prostu bardzo niska (0,0137x), choć trudno w tym przypadku o porównanie do przedziału referencyjnego, bo taki nie występuje.

#### Wskaźniki płynności

	2011	2012	2013	2014	1Q15
Kapitał obrotowy netto (tys. zł)	-16 832	-7 547	-5 794	-3 579	226
Płynność bieżąca	0,73	0,82	0,87	0,92	1,01
Płynność szybka	0,68	0,76	0,80	0,84	0,89
Płynność natychmiastowa	0,2063	0,1230	0,0089	0,0116	0,0137

Źródło: obliczenia Obligacje.pl na podst. raportów finansowych grupy Voxel.

Mówiąc o niskiej płynności grupy Voxel, warto nadmienić, że większość jej aktywów obrotowych składa się z należności. Na koniec marca stanowiły one blisko 30 mln zł (71,6 proc. majątku obrotowego), z czego 27,5 mln zł przypadało na należności handlowe (65,7 proc. majątku obrotowego). Ponadto warto uwzględnić stosunkowo wysoką jakość tych ostatnich. Na koniec roku (grupa nie podaje danych po I kw.) należności z terminem spłaty do miesiąca stanowiły 90 proc., zaś na należności przeterminowane powyżej trzech miesięcy przypadało 3,2 proc.

Duży udział należności handlowych oraz ich relatywnie krótkie wiekowanie mogą być usprawiedliwieniem niskiej płynności. Warto też dodać, że grupa Voxel wykazuje ujemny cykl konwersji gotówki. W pierwszym kwartale wyniósł on minus 24 dni wobec minus 34 dni w całym 2014 r. Oznacza to tyle, że inwestowane środki są szybko uwalniane. Być może to jeden z powodów, dla których grupa Voxel niespecjalnie dąży do istotnego zwiększenia poziomu kapitału obrotowego.

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

#### **Konflikt interesów**

Przygotowując analizę Obligacje.pl Sp. z o.o. nie działała na zlecenie Voxel S.A, ale nie wyklucza współpracy w przyszłości.