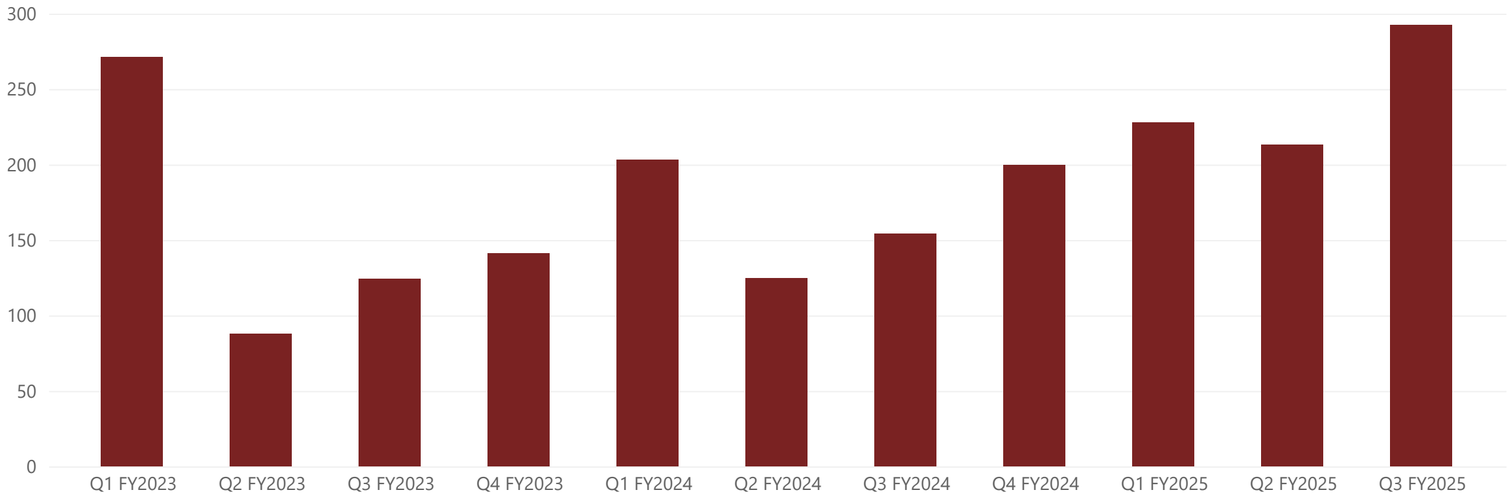
Wzrost sprzedaży bez wzrostu marży

dane: raporty okresowe i ESPI

Przychody LTM (mln zł)	EBITDA LTM (mln zł)	Marża inkrementalna	Pokrycie portfela
933,0	244,7	28,5%	37,6%

Przychody kwartalne



Co z tego wynika

Ostatnie 12 miesięcy to **933,0 mln zł** przychodów, o **49,7%** więcej niż rok wcześniej. Wzrost widać w każdym kwartale od Q1 FY2024 — to nie jednorazowy skok.

Marża stoi: **26,2%** wobec **25,1%**. Marża inkrementalna **28,5%** mówi, że nowa sprzedaż jest tylko nieco rentowniejsza od starej — model sprzedażowy, bez dźwigni operacyjnej.

Portfel rósł do Q1 FY2025 (**56,2%** pokrycia), potem zaczął odstawać: **37,6%**.

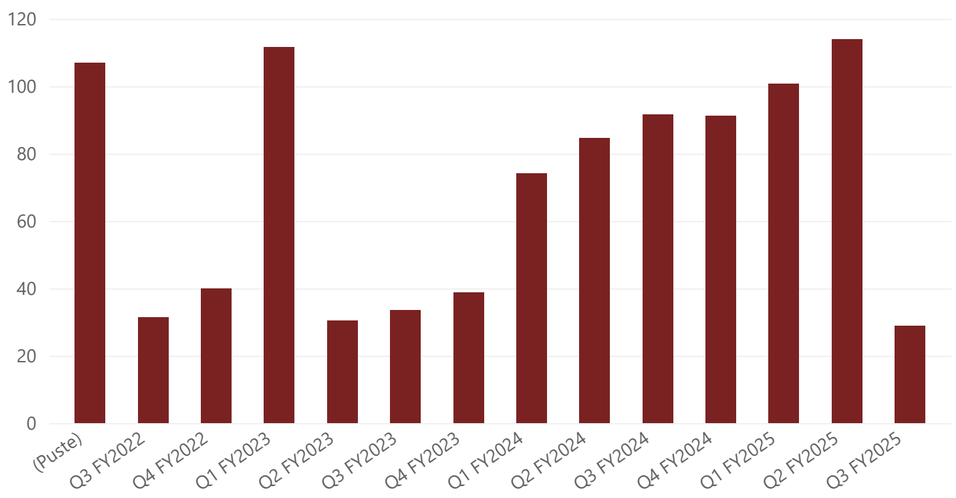
Segment	Przychody (mln zł)	EBITDA (mln zł)	Marża EBITDA	Udział w przychodach
Sprzęt medyczny, IT i usługi	1 912,8	527,9	27,6%	93,8%
Radiofarmaceutyki	141,9	44,7	31,5%	7,0%
Pozostałe i nieprzypisane	-15,6	-62,3		-0,8%
Suma	**2 039,1**	**510,3**	**25,0%**	**100,0%**

Umowy rosły szybciej niż realizacja

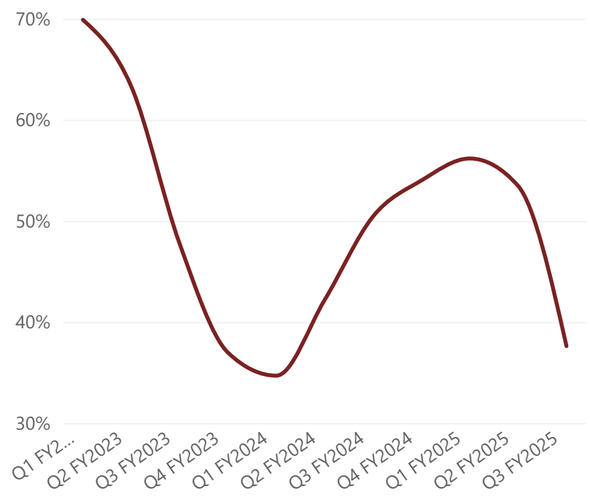
Umowy z raportów bieżących ESPI · pokrycie liczone krocząco za cztery kwartały

Wartość umów (mln zł)	Liczba umów	Średnia wartość umowy (mln zł)	Pokrycie portfela (4Q)
977,02	71	16,6	37,6%

Wartość umów (mln zł)



Pokrycie portfela



Jak to czytać

Słupki są nierówne z natury — kontrakt na sprzęt medyczny podpisuje się raz na kilka kwartałów. Pojedynczy kwartał nic nie mówi, dlatego pokrycie liczone jest krocząco za cztery kwartały.

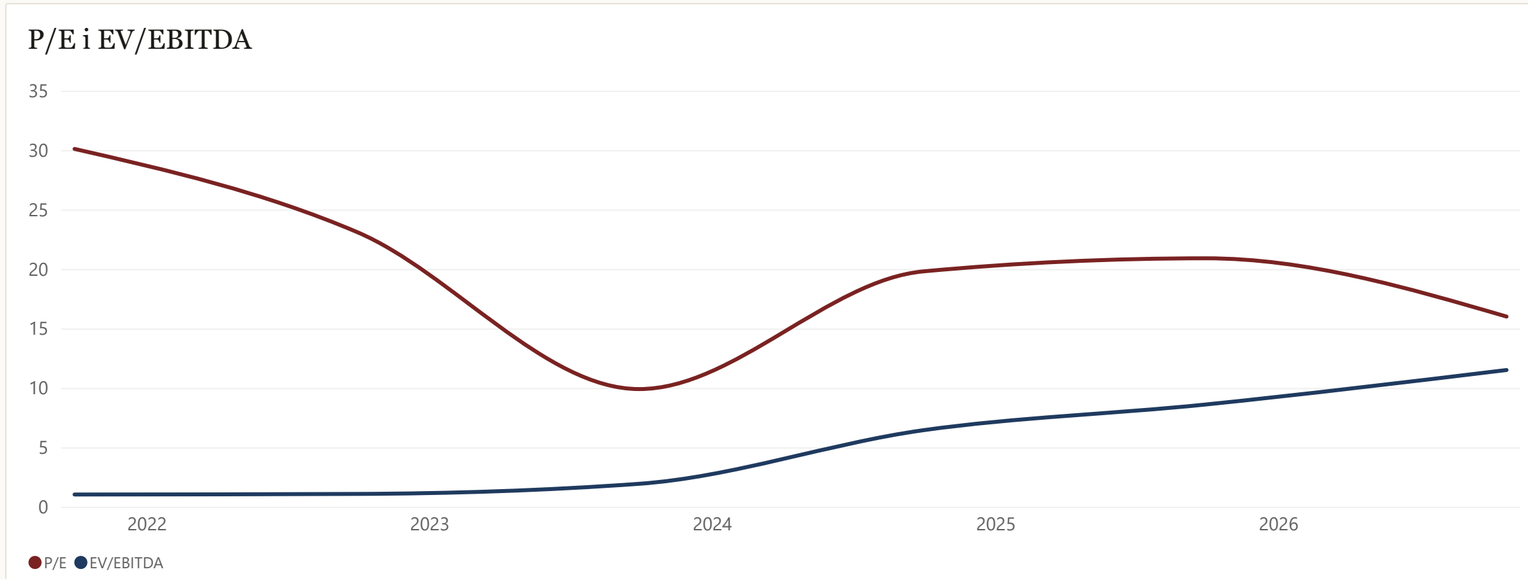
Szczyt wypadł w Q1 FY2025 **(56,2%)**. Od tego czasu realizacja rośnie szybciej niż nowe umowy: w Q3 FY2025 pokrycie spadło do **37,6%**.

To dolne ograniczenie - ESPI obejmuje tylko umowy istotne, mniejsze kontrakty serwisowe nie są raportowane

Data	Raport	Kwartał	Wartość (mln zł)
12 czerwca 2023	22/2023	Q3 FY2022	16,83
19 czerwca 2023	23/2023	Q3 FY2022	14,53
25 lipca 2023	30/2023	Q4 FY2022	12,76
Suma			**977,02**

Kurs ×11, mnożniki w dół

Kurs (zł)	EV / EBITDA	P / E	Kapitalizacja (mln zł)
334,20	11,5x	16,0	2,9 tys.



Wycena bez emocji

Kurs wzrósł z 29,60 zł do 334,20 zł, czyli 11-krotnie w pięć lat. P/E spadło w tym czasie z 30,1x do 16,0x - wzrost kursu pochodzi z zysków, nie z rozgrzania wyceny.

EV/EBITDA wróciło do poziomu z 2024 r. (11,5x). Spółka jest dziś wyceniana taniej niż w 2021 r., mimo że zarabia ponad dziesięć razy więcej.

To mnożniki rynkowe, nie modelowe. Wartość z DCF (284 zł) pozostaje w arkuszu - raport pokazuje, ile płaci rynek, a nie ile powinien.

Data	Kurs (zł)	Kapitalizacja	EV	EV/EBITDA	P/E	
30 września 2021	29,6	252,5	252,4	13,1	30,1	
30 września 2022	27,9	237,5	264,7	8,9	23,1	
29 września 2023	60,6	516,9	473,0	5,7	9,9	
30 września 2024	191,8	1 635,9	1 576,1	11,0	19,8	