



Dom Maklerski BDM S.A.

## SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

# KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 6,1 PLN**

30 STYCZNIA 2025, 15:25 CET

**Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów spółki, przy cenie docelowej 6,1 PLN na jedną akcję. Aktualnie spółka jest na etapie kwalifikacji urządzeń w nowym zakładzie produkcyjnym. Podtrzymujemy założenie uruchomienia sprzedaży Onko BCG produkowanego w tym obiekcie w połowie 2026 r.**

W grudniu'24 spółka poinformowała o dwóch dużych umowach dotyczących rejestracji i sprzedaży Onko BCG w Europie oraz Ameryce Południowej. Są to kolejne kontrakty, które pozwolą na zapewnienie nowych mocy produkcyjnych po ich uruchomieniu. Podtrzymujemy założenie, że sprzedaż leków wytworzonych w nowym zakładzie produkcyjnym ruszy w 2026 r. Spółka jednak prowadzi też prace modernizacyjne w starym zakładzie, co pozwoli na wcześniejszą produkcję Onko BCG we fiolkach i sprzedaż leku na nowych rynkach. Zwracamy uwagę, że produkty sprzedawane we fiolkach są bardziej rentowne od ampułek. Ze względu na brak szczegółów dotyczących zmodernizowanej linii i terminu uruchomienia sprzedaży fiolek, nie uwzględniamy ich wpływu w najbliższych okresach.

W naszej prognozie uwzględniamy dostawę ostatniej transzy szczepionki BCG dla Ministerstwa Zdrowia w 4Q'24. Przetarg na 2025 r. nie został jeszcze ogłoszony. W naszej ocenie, ze względu na późne przeprowadzenie poprzedniego postępowania, w 2025 r. również większość dostawy może przypaść na drugą połowę roku. Oznacza to, że w 1H'25 główną rolę w tym obszarze będzie odgrywał eksport.

W segmencie tradycyjnym podtrzymujemy założenie bardziej stabilnych wzrostów. Nowy zespół sprzedażowy w pierwszych miesiącach swojej działalności pokazał sprawność działania w pozyskiwaniu klientów. Spodziewaliśmy się, że zmiana kanału sprzedaży Distreptazy spowoduje w początkowej fazie istotny spadek przychodów, natomiast teraz prognozujemy niewielką zmianę w całym 2024 r. W naszej ocenie kolejne okresy będą już w pełni odzwierciedlać potencjał sprzedażowy tego leku.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek farmaceutycznych oparta na prognozach na lata 2025-2027 w większej mierze uwzględnia skokowy wzrost przychodów od 2026 r., dlatego jest istotnie wyższa od prezentowanej w poprzednim raporcie dla okresu 2024-2026 (5,6 PLN vs 4,9 PLN). Ze względu na coraz lepsze odzwierciedlenie potencjału spółki, zwiększyliśmy jej wagę w wycenie końcowej do 50% (poprzednio 20%).

<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>6,1</b>
Wycena DCF [PLN]	6,6
Wycena porównawcza [PLN]	5,6
Potencjał do wzrostu / spadku	<b>28,0%</b>
Koszt kapitału	12,3%
Cena rynkowa [PLN]	4,7
Kapitalizacja [mln PLN]	332,3
Ilość akcji [mln. szt.]	70,8*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,0
Stopa zwrotu za 3 mc	8,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-7,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,2%
Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kućwicz	11,9%
Wiktor Napióra	11,1%
Waldemar Sierocki	10,2%
Przemysław Sierocki	10,2%
OPDF	5,6%
Pozostali	50,9%
* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję jeszcze max 2,7 mln akcji)	

**Anna Tobiasz, DI**

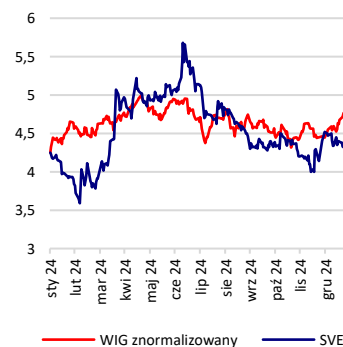
anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	69,0	77,1	143,0
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	9,7	14,8	49,0
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	17,8	31,9	63,8
Wynik netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	5,0	9,9	35,9
P/E	72,6	54,7	70,1	67,1	34,3	9,5
P/BV	4,1	3,1	3,0	2,8	2,6	2,1
EV/EBIT	41,8	32,6	46,4	42,2	27,3	7,9
EV/EBITDA	21,9	19,9	26,3	22,9	12,7	6,1
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



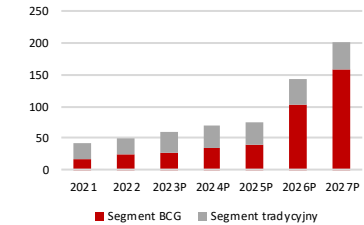
## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI 3Q'24.....	9
PROGNOZA NA 4Q'24 .....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	12
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	14

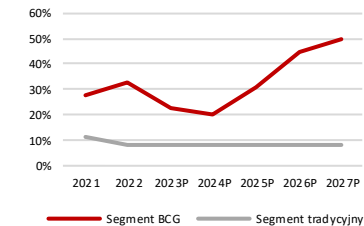
**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>41,2</b>	<b>50,4</b>	<b>58,6</b>	<b>69,0</b>	<b>77,1</b>	<b>143,0</b>	<b>202,1</b>
segment BCG	15,9	23,4	26,3	33,3	38,6	101,6	159,4
segment tradycyjny	27,0	32,3	35,4	37,4	40,3	41,5	42,7
<b>EBIT</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>14,8</b>	<b>49,0</b>	<b>83,1</b>
segment BCG	4,4	7,7	6,0	6,8	11,8	45,7	79,7
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	2,9	3,0	3,3	3,4
<b>EBITDA</b>	<b>13,7</b>	<b>16,1</b>	<b>15,3</b>	<b>17,8</b>	<b>31,9</b>	<b>63,8</b>	<b>97,8</b>
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	7,1	13,1	47,3	81,8
<b>Zysk netto</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>35,9</b>	<b>63,0</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>76,0</b>	<b>107,7</b>	<b>220,3</b>	<b>251,8</b>	<b>253,1</b>	<b>250,7</b>	<b>248,4</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	241,9	245,2	242,8	240,3
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	2,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>40,8</b>	<b>55,4</b>	<b>45,6</b>	<b>51,1</b>	<b>51,4</b>	<b>86,3</b>	<b>135,2</b>
Zapasy	9,3	12,7	15,5	20,1	22,5	30,7	43,4
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	27,6	27,7	45,2	64,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	1,9	-0,3	8,8	26,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>116,8</b>	<b>163,1</b>	<b>265,9</b>	<b>302,9</b>	<b>304,6</b>	<b>337,0</b>	<b>383,6</b>
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	118,2	128,0	163,9	209,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>25,1</b>	<b>33,1</b>	<b>122,3</b>	<b>144,9</b>	<b>135,5</b>	<b>105,8</b>	<b>102,2</b>
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	69,3	63,8	37,9	37,9
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,5	2,2	1,7	1,3
Dotacje	11,6	20,7	59,3	71,3	67,8	64,4	61,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>17,2</b>	<b>24,5</b>	<b>31,0</b>	<b>39,9</b>	<b>41,0</b>	<b>67,2</b>	<b>72,4</b>
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	2,2	0,0	13,5	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5
Dotacje	0,7	0,6	0,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	9,9	13,7	18,0	29,1	32,6	45,5	64,2
<b>Pasywa razem</b>	<b>116,8</b>	<b>163,1</b>	<b>265,9</b>	<b>302,9</b>	<b>304,6</b>	<b>337,0</b>	<b>383,6</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-5,3</b>	<b>22,1</b>	<b>32,3</b>	<b>41,5</b>	<b>65,7</b>
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	8,2	17,1	14,8	14,7
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-4,5</b>	<b>-27,0</b>	<b>-72,9</b>	<b>-25,1</b>	<b>-20,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-12,3</b>
CAPEX	18,4	36,8	112,6	40,9	20,3	12,3	12,1
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	15,6	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>20,2</b>	<b>36,8</b>	<b>53,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-14,0</b>	<b>-20,0</b>	<b>-36,0</b>
Odsetki	0,9	0,5	0,6	3,1	4,9	5,0	4,0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>-24,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,1</b>	<b>17,4</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>14,3</b>	<b>27,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>8,8</b>	<b>26,3</b>
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody	2%	22%	16%	18%	12%	86%	41%
EBIT	10%	23%	26%	19%	16%	91%	48%
segment BCG		76%	-21%	13%	74%	288%	74%
segment tradycyjny		-23%	20%	9%	6%	8%	4%
EBITDA	17%	17%	-5%	17%	79%	100%	53%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	5%	97%	265%	75%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Liczba akcji [mln]	65,3	70,3	70,5	70,8	71,4	72,1	72,8
Marża brutto ze sprzedaży [%]	55,1%	55,4%	60,0%	60,5%	62,9%	64,6%	67,5%
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9
BPS	1,1	1,5	1,6	1,7	1,8	2,3	2,9
P/E	72,6	54,7	70,1	67,1	34,3	9,5	5,5
P/BV	4,1	3,1	3,0	2,8	2,6	2,1	1,6
EV/EBITDA	21,9	19,9	26,3	22,9	12,7	6,1	3,7
EV/EBIT	41,8	32,6	46,4	42,2	27,3	7,9	4,3
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	73,0	67,0	45,0	13,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
ROE	6%	6%	4%	4%	8%	22%	30%
ROA	4%	4%	2%	2%	3%	11%	16%
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	-3,0	11,8	29,1	53,4

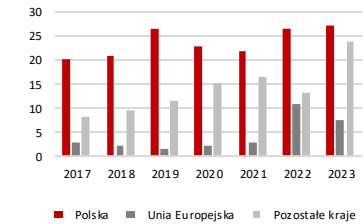
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



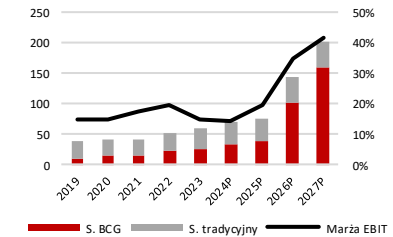
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



Przychody na tle marży EBIT [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1. Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych
2. Ryzyko opóźnienia procesów rejestracyjnych
3. Ryzyko kursowe i stóp procentowych
4. Ryzyko wzrostu cen energii i gazu
5. Ryzyko pojawienia się na rynku nowych, konkurencyjnych produktów
6. Ryzyko wycofania produktu z obrotu
7. Ryzyko wystąpienia efektów ubocznych lub interakcji z nowymi lekami
8. Ryzyko niepowodzenia prac badawczo-rozwojowych
9. Ryzyko uzależnienia od kluczowych partnerów
10. Ryzyko zerwania łańcuchów dostaw

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 4,73 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,6 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku farmaceutycznego została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 5,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej (poprzednio 80/20). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,1 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	6,6	38%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	5,6	17%
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>6,1</b>	<b>28%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Nowe umowy

- 10 grudnia 2024 r. spółka zawarła umowę ze słowacką firmą farmaceutyczną Biodrug, dotyczącą współpracy w zakresie rejestracji, dostawy i dystrybucji Onko BCG 100. Spółka udostępniła dystrybutorowi dossier rejestracyjne, na podstawie którego Biodrug zarejestruje lek na rynkach węgierskim, austriackim, czeskim i słowackim, a następnie będzie dostarczać produkt na terytorium tych państw. Umowa zakłada uzyskanie rejestracji nie później niż w ciągu 3 lat od podpisania umowy, a dostosowanie zdolności produkcyjnych przez Synthaverse będzie miało miejsce do końca 2025 r. łączna minimalna wartość zamówień w pierwszych 5 latach obowiązywania umowy wynosi 5,55 mln EUR (ok. 23,6 mln PLN), przy czym dystrybutor jest zobowiązany do zamówień na co najmniej 80% tej kwoty. Koszty rejestracji i marketingowe będzie ponosił Biodrug. Dodatkowo licencja ma charakter odpłatny. Biodrug zobowiązał się do zapłaty ustalonej kwoty w dwóch transzach. Jej wysokość nie została opublikowana, natomiast w ocenie spółki jest to poziom rynkowy.
- 18 grudnia 2024 r. spółka zawarła z brazylijską firmą farmaceutyczną Blau Farmaceutica dwie umowy dotyczące współpracy w zakresie rejestracji, dostawy i dystrybucji Onko BCG. Treść umów jest analogiczna, jednak dotyczą one różnych rynków. Pierwsza z nich zakłada udzielenia licencji do korzystania z dossier rejestracyjnego w celu rejestracji na terytorium Argentyny, Kolumbii, Peru, Ekwadoru, Chile i Paragwaju, natomiast druga dotyczy Brazylii. Po uzyskaniu rejestracji, Blau będzie dystrybuować lek na terytorium tych państw. Umowa zakłada uzyskanie rejestracji nie później niż w ciągu 2 lat od podpisania umowy, a dostosowanie zdolności produkcyjnych przez Synthaverse ma mieć miejsce do końca roku 2025. łączna minimalna wartość zamówień w pierwszych 5 latach obowiązywania umowy wynosi 39,6 mln EUR (168,9 mln PLN), z czego 23,6 mln EUR do Argentyny, Kolumbii, Peru, Ekwadoru, Chile i Paragwaju oraz 16,0 mln EUR do Brazylii. Dystrybutor jest zobowiązany do zamówień na co najmniej 70% tej kwoty. Koszty rejestracji i marketingowe będzie ponosił Blau. Dodatkowo licencja ma charakter odpłatny. Blau zobowiązał się do zapłaty ustalonej kwoty w trzech transzach. Jej wysokość nie została opublikowana, natomiast w ocenie spółki jest to poziom rynkowy.

Podpisane umowy potwierdzają nasze wcześniejsze założenia odnośnie ścieżki wzrostowej przychodów w kolejnych latach. Rejestracja leku na nowych rynkach oraz określony harmonogram zamówień w dużym stopniu ograniczają ryzyko niewykorzystania nowych mocy produkcyjnych.

W ostatnim wywiadzie dla ISBnews, prezes spółki poinformował, że już w bieżącym roku będzie możliwa sprzedaż Onko BCG na nowych rynkach, jeszcze przed uruchomieniem produkcji w nowym zakładzie. Będzie to możliwe dzięki modernizacji oraz usprawnieniom technologicznym w starym zakładzie, dzięki którym spółka będzie mogła produkować lek we fiolkach, co jest wymagane na dużych europejskich rynkach. Dotychczas lek sprzedawany był tylko w ampułkach.

## Zestawienie umów na rejestrację dostawę Onko BCG

Kraj	Podpisanie umowy	Wartość zamówień w pierwszych 5 latach	Zarejestrowany
Turcja	04.2020	9,8 mln EUR	NIE
Niemcy, Szwajcaria	11.2020	b.d.	TAK
Holandia	07.2022	10,3 mln EUR	NIE
Rumunia	02.2023	5,25 mln EUR	TAK
Francja	04.2023	14,9 mln EUR	TAK
Serbia, Bośnia i Hercegowina	09.2023	4,4 mln EUR	NIE
Austria, Czechy, Słowacja, Węgry	12.2024	5,55 mln EUR	NIE
Argentyna, Kolumbia, Peru, Ekwador, Chile, Paragwaj	12.2024	23,6 mln EUR	NIE
Brazylia	12.2024	16,0 mln EUR	NIE

Źródło: spółka

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,9%, poprzednio 5,7%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 0,8, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla Synthaverse oraz innych spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

## Zmiany założeń modelu

- Późne ogłoszenie i rozstrzygnięcie przetargu na szczepionkę BCG 10 w 2024 r. prawdopodobnie opóźni też procedurę w bieżącym roku. W naszej ocenie w 1H'25 sprzedaż tego produktu będzie oparta w głównej mierze na eksporcie. Ze względu na obecne możliwości produkcyjne spółki, szczepionka i Onko BCG produkowane są na tej samej linii, dlatego oczekujemy, że wzrost wolumenu sprzedaży szczepionki może wystąpić w 2026 r. po rozpoczęciu produkcji w nowym zakładzie.
- Wprowadzenie do sprzedaży leku Onko BCG we fiolkach pozwoli spółce na wcześniejsze wejście na nowe rynki. Ze względu na brak szczegółów dotyczących wydajności zmodernizowanej linii oraz terminu rozpoczęcia sprzedaży fiolek, nie uwzględniamy istotnej poprawy w tym obszarze względem naszych poprzednich prognoz.
- W segmencie tradycyjnym zakładamy kilkuprocentowe wzrosty wolumenów sprzedaży Distreptazy w średnim okresie. Pierwsze miesiące działania nowego zespołu sprzedażowego pokazały skuteczność w szybkim pozyskiwaniu klientów. Wyniki kolejnych okresów powinny w pełni obrazować potencjał sprzedażowy tego leku.
- W 2025 r. do sprzedaży ma wejść także nowy lek – Davoster – jednak w pierwszym roku w naszej ocenie nie będzie istotnie wpływał na przychody spółki.
- W spółce obowiązuje program motywacyjny. Podtrzymujemy nasze szacunki obciążenia wyniku 4Q'24 kwotą ok. 0,6 mln PLN. W prognozach długoterminowych uwzględniamy rozdzielanie pozostałych 2,7 mln akcji po równo w okresie 4 lat. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 73,4 mln.
- Szacujemy CAPEX na 4Q'24 w wysokości 5,0 mln PLN. W całym 2024 r. daje to kwotę 40,9 mln PLN. W 2025 r. nakłady powinny być istotnie niższe – prognozujemy ok. 20 mln PLN, a w kolejnych latach ok. 12-14 mln PLN rocznie.
- Podtrzymujemy poziom premii za ryzyko w wysokości 8% oraz betę 0,8. Koszt kapitału obcego wynosi 12,3%.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 481,1 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,6 PLN.**

**Metoda DCF**

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	77,1	143,0	202,1	209,3	213,2	217,3	221,4	225,6	229,8	234,2
EBIT [mln PLN]	14,8	49,0	83,1	87,0	89,4	91,1	92,8	94,6	96,4	98,2
Koszt programu motywacyjnego	1,6	1,6	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	16,4	50,6	84,7	88,5	89,4	91,1	92,8	94,6	96,4	98,2
Stopa podatkowa	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	4,1	12,1	19,5	19,5	18,8	19,1	19,5	19,9	20,2	20,6
NOPLAT [mln PLN]	12,3	38,4	65,2	69,1	70,7	72,0	73,4	74,7	76,1	77,6
Amortyzacja [mln PLN]	17,1	14,8	14,7	14,5	14,7	14,6	14,5	14,5	14,5	14,5
CAPEX [mln PLN]	-20,5	-12,4	-12,3	-13,4	-13,3	-13,8	-14,3	-14,5	-14,5	-14,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,0	-12,9	-12,7	-1,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	9,9	28,0	54,9	68,7	71,1	71,8	72,7	73,8	75,2	76,7
DFCF [mln PLN]	9,0	22,7	39,8	44,5	41,0	36,9	33,2	30,1	27,3	24,7
Suma DFCF [mln PLN]	309,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	759,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	245,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	554,1									
Dług netto [mln PLN]	73,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>481,1</b>									
Ilość akcji [tys.]	73,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>6,6</b>									

*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%*

Przychody zmiana r/r	11,8%	85,5%	41,3%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	53,5%	230,4%	69,6%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-151,5%	181,5%	96,3%	25,1%	3,6%	1,0%	1,2%	1,6%	1,9%	1,9%
Marża EBITDA	41,5%	44,6%	48,4%	48,5%	48,8%	48,6%	48,5%	48,4%	48,2%	48,1%
Marża EBIT	19,2%	34,3%	41,1%	41,6%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%
Marża NOPLAT	16,0%	26,9%	32,3%	33,0%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%
CAPEX / Przychody	26,6%	8,7%	6,1%	6,4%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	119,5%	83,8%	83,9%	92,2%	90,9%	95,1%	98,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	1,3%	-9,0%	-6,3%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	12,0%	-19,5%	-21,5%	-21,5%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,4%

*Źródło: DM BDM S.A.*
**Kalkulacja WACC**

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Premia kredytowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	78,1%	84,0%	89,6%	90,3%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Udział kapitału obcego	21,9%	16,0%	10,4%	9,7%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,4%	11,7%	11,9%	11,9%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%

*Źródło: DM BDM S.A.*

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
beta	0,5	7,1	7,5	7,9	8,4	9,0	9,9	11,0	12,5	14,9
	0,6	6,5	6,8	7,1	7,5	8,1	8,7	9,5	10,6	12,2
	0,7	6,0	6,2	6,5	6,8	7,2	7,7	8,4	9,2	10,3
	0,8	5,5	5,7	6,0	6,2	6,6	6,9	7,4	8,1	8,9
	0,9	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,3	6,7	7,2	7,8
	1,0	4,7	4,9	5,0	5,2	5,5	5,7	6,0	6,4	6,9
	1,1	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2

Źródło: DM BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
premia za ryzyko	5,0%	7,1	7,5	7,9	8,4	9,0	9,9	11,0	12,5	14,9
	6,0%	6,5	6,8	7,1	7,5	8,1	8,7	9,5	10,6	12,2
	7,0%	6,0	6,2	6,5	6,8	7,2	7,7	8,4	9,2	10,3
	8,0%	5,5	5,7	6,0	6,2	6,6	6,9	7,4	8,1	8,9
	9,0%	5,1	5,3	5,5	5,7	6,0	6,3	6,7	7,2	7,8
	10,0%	4,7	4,9	5,0	5,2	5,5	5,7	6,0	6,4	6,9
	11,0%	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2

Źródło: DM BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

	beta									
	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	
premia za ryzyko	5,0%	12,6	11,5	10,6	9,8	9,0	8,4	7,8	7,3	6,9
	6,0%	11,7	10,6	9,6	8,8	8,1	7,4	6,9	6,4	6,0
	7,0%	10,9	9,8	8,8	7,9	7,2	6,6	6,1	5,6	5,2
	8,0%	10,2	9,0	8,1	7,2	6,6	6,0	5,5	5,0	4,6
	9,0%	9,6	8,4	7,4	6,6	6,0	5,4	4,9	4,5	4,1
	10,0%	9,0	7,8	6,9	6,1	5,5	4,9	4,4	4,0	3,7
	11,0%	8,5	7,3	6,4	5,6	5,0	4,5	4,0	3,7	3,3

Źródło: DM BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla zagranicznych spółek działających w segmencie farmaceutycznym. Spółki te, podobnie jak Synthaverve, mają już swoje portfolio leków oraz opracowują kolejne. Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E oraz EV/EBITDA. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 30 stycznia 2025 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

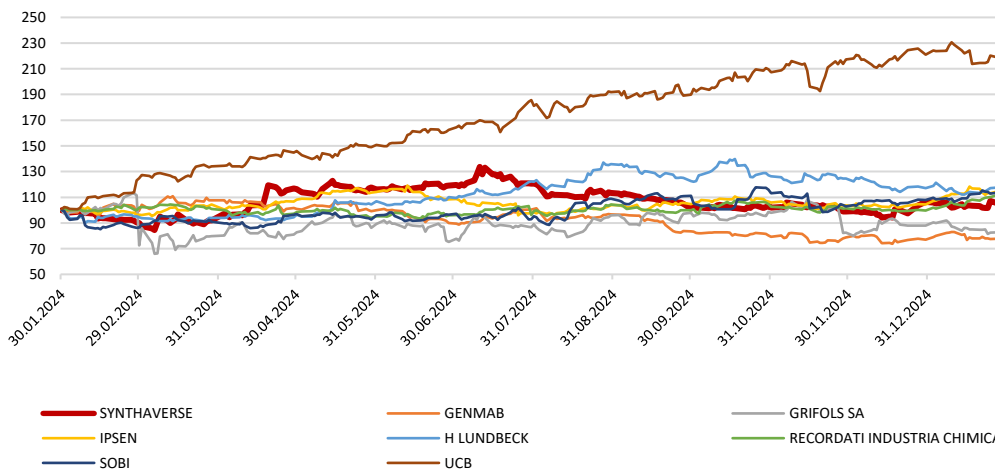
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 5,6 PLN (vs 4,9 PLN poprzednio). Zwracamy uwagę, że w obecnej wycenie uwzględniamy już rok 2027, dla którego prognozujemy istotnie wyższe wyniki po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych w 2026 r.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
MERCK & CO. INC.	10,6	9,7	8,9	8,9	8,0	7,8
GENMAB A/S	14,8	11,9	9,1	8,6	6,3	3,9
GRIFOLS SA	8,7	6,9	6,0	7,0	6,1	5,4
IPSEN	11,5	10,6	9,8	6,9	6,3	4,4
H LUNDBECK A/S	9,0	8,3	8,4	6,9	5,9	4,2
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	19,9	18,2	17,1	14,4	13,3	12,0
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	21,9	16,5	14,4	11,5	8,9	7,1
UCB SA	26,6	21,1	16,7	18,5	14,4	11,2
<b>Mediana</b>	<b>13,1</b>	<b>11,3</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>
<b>SYNTHAVERSE</b>	<b>67,1</b>	<b>34,3</b>	<b>9,5</b>	<b>22,9</b>	<b>12,7</b>	<b>6,1</b>
Premia/dyskonto grupa	412%	204%	1%	163%	77%	-3%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>2,1</b>	<b>5,9</b>	<b>8,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>8,3</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>5,4</b>			<b>5,7</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>5,6</b>					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 30.01.2025

### Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg



## WYNIKI 3Q'24

### Segment BCG

W 3Q'24 zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrosła sprzedaż Onko BCG (+40,9% r/r). Niższe od zakładanych okazały się przychody ze sprzedaży szczepionki, jednak odbieramy to neutralnie ze względu na możliwe modyfikacje harmonogramu dostaw zamówienia dla Ministerstwa Zdrowia. Nie widzimy ryzyka niewywiązania się z umową w określonym terminie.

### Segment tradycyjny

Sprzedaż Distreptazy wzrosła +16,7% r/r do 3,9 mln PLN. Jest to wynik niższy od naszych oczekiwań, jednak doceniamy tendencję wzrostową. Zgodnie z założeniami Gamma Anty D odnotowała spadek do 0,7 mln PLN, a Lakcid nie odnotował sprzedaży. Przychody kwartału zostały podbite przez pozostałe produkty w kwocie 2,5 mln PLN (0,9 mln PLN ocz.)

Marża brutto na sprzedaży została utrzymana na poziomie 63,1%, dlatego wynik brutto na sprzedaży, zgodnie z naszymi prognozami, wyniósł 8,5 mln PLN. Negatywnie jednak zaskoczyły koszty operacyjne, głównie koszty ogólnego zarządu, które w 3Q'24 wzrosły o +33%. Spodziewamy się, że jest to efekt włączenia do użytkowania Centrum Badawczo Rozwojowego. Dodatkowo wynik z pozostałej działalności wyniósł 0,2 mln PLN wobec oczekiwanego 1 mln PLN. W wyniku wzrostu ww. kosztów, wynik EBIT wyniósł -30 tys. PLN. Nieco lepszy od zakładanego wynik działalności finansowej ograniczył stratę, jednak na poziomie netto wyniosła ona -0,4 mln PLN.

Wyniki 3Q'24 oceniamy lekko negatywnie. Spodziewaliśmy się poprawy względem 3Q'23 i wyniku netto poniżej zera, jednak wzrost kosztów okazał się wyższy niż zakładaliśmy. W naszej ocenie jest to w głównej mierze pokłosie aktywowania kosztów działalności bieżącej związanej z prowadzeniem projektów inwestycyjnych CBR i ONKO. Dodatkowo, zgodnie z naszymi założeniami, widzimy wzrost zadłużenia, który skutkuje wzrostem kosztów finansowych. Od strony cash flow pozytywnie oceniamy przyspieszenie ściągania należności, co zwiększa przepływy z działalności operacyjnej. W 3Q'24 spółka odnotowała wpływ 2,1 mln PLN z tytułu dotacji rządowych i według naszych szacunków była to już ostatnia transza płatności.

### Wyniki za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	r/r	3Q'24P BDM	różnica	1-3Q'23	1-3Q'24	r/r
Przychody ze sprzedaży	8,1	13,4	65,5%	13,2	1,2%	38,5	42,5	10,5%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,3	2,9	1018,7%	4,0	-28,7%	5,2	8,0	52,3%
<i>Onko BCG</i>	2,4	3,4	40,9%	3,4	-1,5%	10,3	13,2	28,0%
<i>Distreptaza</i>	3,4	3,9	16,7%	4,1	-3,5%	15,7	15,5	-1,1%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	0,7	-36,2%	0,7	10,4%	3,2	2,5	-23,1%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0	-	0,0	-	2,0	0,5	-75,1%
<i>Inne</i>	0,9	2,5	165,5%	0,9	165,5%	2,0	2,9	43,1%
Wynik brutto na sprzedaży	5,1	8,5	65,3%	8,4	1,1%	22,3	25,3	13,4%
EBIT	-2,9	0,0	-	0,9	-	2,4	3,0	21,5%
EBITDA	-1,2	2,5	-	2,9	-15,2%	7,4	8,6	16,1%
Zysk netto	-2,4	-0,4	-	-0,1	-	0,9	0,6	-35,1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	63,1%	-	63,1%	-	58,0%	59,5%	-
Marża EBIT	-36,2%	-0,2%	-	6,7%	-	6,4%	7,0%	-
Marża EBITDA	-14,2%	18,3%	-	21,8%	-	19,4%	20,3%	-
Marża zysku netto	-29,8%	-3,3%	-	-0,6%	-	2,3%	1,4%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA 4Q'24

### Segment BCG

W zakresie szczepionki, zakładamy, że w 4Q'24 spółka dostarczy ostatnią partię zamówienia dla Ministerstwa Zdrowia. Baza z 4Q'23 jest bardzo wysoka, ponieważ większość sprzedaży z 3Q'23 została przesunięta na 4Q'23, stąd oczekujemy spadku przychodów z tego tytułu o -40,9%, czyli do 2,4 mln PLN. Nieco niższa od naszych wcześniejszych oczekiwań sprzedaż szczepionki w 3Q'24, w naszej ocenie pozwala na zwiększenie produkcji i sprzedaży Onko BCG (oba leki produkowane na tej samej linii). Zmiany w technologii namnażania prątków BCG powinny pozwolić na zwiększenie wolumenu produkcji w tym segmencie. Oczekujemy, że Sprzedaż Onko BCG w 4Q'24 wzrośnie do 9,8 mln PLN (+45,3% r/r), co w skali całego roku daje przychody rzędu 23,0 mln PLN (+35% r/r). Dodatkowo, w prognozach innych przychodów uwzględniamy wpływ z tytułu sprzedaży licencji do Onko BCG, które miały miejsce w omawianym okresie.

### Segment tradycyjny

Sezonowość sprzedaży Distreptazy wskazuje na mocny przychodowo okres. W 4Q'24 prognozujemy 6,8 mln PLN (-1,0% r/r), a w całym 2024 r. ok. 22,3 mln PLN (-1,1% r/r). Zrealizowanie tych prognoz, mimo lekkiego spadku, w naszej ocenie byłoby pozytywną informacją ze względu na zmianę sposobu dystrybucji tego leku – rezygnacją z zewnętrznego dystrybutora i zbudowanie własnego zespołu sprzedażowego. Dla Gammy Anty D przyjmujemy płaską wolumenowo sprzedaż, przy czym oczekujemy wzrostu ceny opakowania, stąd prognozujemy wzrost sprzedaży o +6,8% r/r. W całym roku oznacza to spadek z 4,8 mln PLN do 4,1 mln PLN. Przyjmujemy brak sprzedaży Lakcid.

Podsumowując oba segmenty, przychody ze sprzedaży szacujemy na 26,4 mln PLN (+31,3% r/r). W 4Q'24 spodziewamy się lekkiego spadku marży brutto na sprzedaży do 62,1%. Rentowność zysku operacyjnego obniżają dodatkowo koszty operacyjne, które z jednej strony wynikają ze wzrostu wynagrodzeń i premii dla handlowców, a z drugiej strony z utrzymania nowego zakładu produkcyjnego i CBR. Uwzględniamy także koszty programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników w wysokości ok. 0,6 mln PLN. W 4Q'24 oczekujemy wzrostu EBIT do 6,7 mln PLN (+7,8% r/r), EBITDA do 9,2 mln PLN (+17,2% r/r) oraz zysku netto do 4,4 mln PLN (+14,1% r/r). W ujęciu całorocznym spodziewamy się 17,8 mln PLN EBITDA (+16,7% r/r) oraz 5,0 mln PLN zysku netto (+4,9% r/r).

### Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	20,1	26,4	31,3%	58,6	69,0	17,7%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	4,0	2,4	-40,9%	9,2	10,3	11,8%
<i>Onko BCG</i>	6,8	9,8	45,3%	17,0	23,0	34,8%
<i>Distreptaza</i>	6,9	6,8	-1,0%	22,5	22,3	-1,1%
<i>Gamma Anty D</i>	1,6	1,7	6,8%	4,8	4,1	-13,4%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0		2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	1,0	5,6	476,7%	3,0	8,4	183,3%
Wynik brutto na sprzedaży	12,9	16,4	27,7%	35,2	41,7	18,6%
EBIT	6,2	6,7	7,8%	8,6	9,7	11,7%
EBITDA	7,8	9,2	17,2%	15,3	17,8	16,7%
Zysk netto	3,9	4,4	14,1%	4,8	5,0	4,9%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,8%	62,1%		60,0%	60,5%	
Marża EBIT	30,8%	25,3%		14,8%	14,0%	
Marża EBITDA	38,9%	34,7%		26,1%	25,9%	
Marża zysku netto	19,2%	16,7%		8,1%	7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>8,6</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>	<b>18,4</b>	<b>8,1</b>	<b>20,1</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>	<b>13,4</b>	<b>26,4</b>
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,6	0,3	4,0	2,5	2,6	2,9	2,4
<i>Onko BCG</i>	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	2,4	6,8	4,3	5,5	3,4	9,8
<i>Distreptaza</i>	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,5	3,4	6,9	5,5	6,1	3,9	6,8
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	1,1	1,3	1,0	1,1	1,0	1,1	1,6	0,9	0,8	0,7	1,7
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	1,2	2,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,9	1,0	0,2	0,2	2,5	5,6
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>3,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5,1</b>	<b>12,9</b>	<b>7,4</b>	<b>9,4</b>	<b>8,5</b>	<b>16,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>4,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>6,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>7,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>9,2</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,4</b>
Marża zysku brutto na sprzedaży	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	60,8%	63,1%	63,8%	53,3%	62,1%	63,1%	62,1%
Marża EBIT	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	22,2%	-36,2%	30,8%	1,8%	18,2%	-0,2%	25,3%
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	31,1%	-14,2%	38,9%	13,1%	28,8%	18,3%	34,7%
Marża zysku netto	-5,6%	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	14,0%	-29,8%	19,2%	-2,8%	9,3%	-3,3%	16,7%

Źródło: BDM, spółka

### Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>41,2</b>	<b>50,4</b>	<b>58,6</b>	<b>69,0</b>	<b>77,1</b>	<b>143,0</b>	<b>202,1</b>	<b>209,3</b>	<b>213,2</b>	<b>217,3</b>	<b>221,4</b>	<b>225,6</b>	<b>229,8</b>	<b>234,2</b>
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,6	7,1	9,2	10,3	9,3	19,2	19,4	19,5	19,7	19,9	20,1	20,3	20,5	20,7
<i>Onko BCG</i>	8,3	16,2	17,0	23,0	29,3	82,4	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9	164,2
<i>Distreptaza</i>	18,1	14,8	22,5	22,3	24,1	26,6	27,4	28,2	28,8	29,4	30,0	30,6	31,2	31,8
<i>Gamma Anty D</i>	3,4	4,4	4,8	4,1	4,4	4,8	5,0	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
<i>Lakcid</i>	2,7	6,0	2,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	1,0	1,8	3,0	8,4	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>22,7</b>	<b>27,9</b>	<b>35,2</b>	<b>41,7</b>	<b>48,5</b>	<b>92,4</b>	<b>136,4</b>	<b>142,8</b>	<b>146,1</b>	<b>150,2</b>	<b>154,5</b>	<b>158,9</b>	<b>163,4</b>	<b>168,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>14,8</b>	<b>49,0</b>	<b>83,1</b>	<b>87,0</b>	<b>89,4</b>	<b>91,1</b>	<b>92,8</b>	<b>94,6</b>	<b>96,4</b>	<b>98,2</b>
<i>segment BCG</i>	4,4	7,7	6,0	6,8	11,8	45,7	79,7	83,4	85,9	87,5	89,1	90,8	92,5	94,3
<i>segment tradycyjny</i>	2,8	2,2	2,6	2,9	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9
<b>EBITDA</b>	<b>13,7</b>	<b>16,1</b>	<b>15,3</b>	<b>17,8</b>	<b>31,9</b>	<b>63,8</b>	<b>97,8</b>	<b>101,5</b>	<b>104,1</b>	<b>105,7</b>	<b>107,4</b>	<b>109,1</b>	<b>110,9</b>	<b>112,7</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>9,9</b>	<b>35,9</b>	<b>63,0</b>	<b>67,0</b>	<b>69,8</b>	<b>71,0</b>	<b>72,8</b>	<b>74,2</b>	<b>75,6</b>	<b>77,0</b>
Marża zysku brutto na sprzedaży	55,1%	55,4%	60,0%	60,5%	62,9%	64,6%	67,5%	68,3%	68,5%	69,1%	69,8%	70,4%	71,1%	71,8%
Marża EBIT	17,5%	19,5%	14,8%	14,0%	19,2%	34,3%	41,1%	41,6%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%
Marża EBITDA	33,4%	31,9%	26,1%	25,9%	41,5%	44,6%	48,4%	48,5%	48,8%	48,6%	48,5%	48,4%	48,2%	48,1%
Marża zysku netto	10,3%	12,1%	8,1%	7,2%	12,8%	25,1%	31,2%	32,0%	32,7%	32,7%	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%

Źródło: BDM, spółka

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 06.11.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	65,3	69,0	5,6%	75,1	77,1	2,7%	137,6	143,0	3,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	39,4	41,7	5,7%	47,4	48,5	2,3%	89,6	92,4	3,2%
EBITDA	17,3	17,8	3,3%	32,4	31,9	-1,4%	64,1	63,8	-0,4%
EBIT	10,0	9,7	-3,5%	16,0	14,8	-7,1%	48,9	49,0	0,1%
Wynik brutto	6,8	7,1	5,1%	13,0	13,1	0,8%	46,5	47,3	1,7%
Wynik netto	4,5	5,0	9,7%	9,8	9,9	0,8%	35,3	35,9	1,7%
marża brutto	60,4%	60,5%		63,1%	62,9%		65,1%	64,6%	
marża EBITDA	26,4%	25,9%		43,2%	41,5%		46,5%	44,6%	
marża EBIT	15,3%	14,0%		21,2%	19,2%		35,6%	34,3%	
marża netto	7,0%	7,2%		13,0%	12,8%		25,7%	25,1%	

Źródło: BDM

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	107,7	220,3	251,8	253,1	250,7	248,4	247,2	245,9	245,2	244,9	244,9	244,9
Rzeczowe aktywa trwałe	97,0	208,8	241,9	245,2	242,8	240,3	239,1	237,9	237,2	237,0	237,0	237,0
Aktywa niematerialne	0,3	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Aktywa obrotowe	55,4	45,6	51,1	51,4	86,3	135,2	157,9	141,9	162,7	184,7	206,8	229,4
Zapasy	12,7	15,5	20,1	22,5	30,7	43,4	45,0	45,8	46,7	47,6	48,5	49,4
Należności handlowe oraz pozostałe należności	15,1	27,4	27,6	27,7	45,2	64,0	66,3	67,5	68,8	70,1	71,5	72,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,1	2,2	1,9	-0,3	8,8	26,3	45,1	27,0	45,7	65,5	85,3	105,7
Aktywa razem	163,1	265,9	302,9	304,6	337,0	383,6	405,1	387,8	407,9	429,6	451,7	474,3
Kapitał własny	105,6	112,6	118,2	128,0	163,9	209,0	231,8	254,7	276,9	300,0	323,2	346,9
Kapitał podstawowy	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Zyski zatrzymane	-32,4	-27,7	-22,7	-12,8	23,1	68,1	91,0	113,9	136,1	159,2	182,4	206,0
Zobowiązania długoterminowe	33,1	122,3	144,9	135,5	105,8	102,2	60,8	57,4	54,2	51,6	49,1	46,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,0	58,9	69,3	63,8	37,9	37,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,0	2,3	2,5	2,2	1,7	1,3	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	24,5	31,0	39,9	41,0	67,2	72,4	112,4	75,6	76,7	78,0	79,3	80,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,8	7,9	2,2	0,0	13,5	0,0	37,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,3	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	13,7	18,0	29,1	32,6	45,5	64,2	66,5	67,8	69,1	70,4	71,7	73,1
Pasywa razem	163,1	265,9	302,9	304,6	337,0	383,6	405,1	387,8	407,9	429,6	451,7	474,3

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	50,4	58,6	69,0	77,1	143,0	202,1	209,3	213,2	217,3	221,4	225,6	229,8
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,1	9,2	10,3	9,3	19,2	19,4	19,5	19,7	19,9	20,1	20,3	20,5
<i>Onko BCG</i>	16,2	17,0	23,0	29,3	82,4	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9
<i>Distreptoza</i>	14,8	22,5	22,3	24,1	26,6	27,4	28,2	28,8	29,4	30,0	30,6	31,2
<i>Gamma Anty D</i>	4,4	4,8	4,1	4,4	4,8	5,0	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9
<i>Lakcid</i>	6,0	2,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	1,8	3,0	8,4	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6
Wynik brutto na sprzedaży	27,9	35,2	41,7	48,5	92,4	136,4	142,8	146,1	150,2	154,5	158,9	163,4
Koszty SG&A	17,1	24,9	32,2	34,8	44,5	54,2	56,5	57,1	59,4	61,8	64,3	66,9
EBIT	9,8	8,6	9,7	14,8	49,0	83,1	87,0	89,4	91,1	92,8	94,6	96,4
<i>segment BCG</i>	7,7	6,0	6,8	11,8	45,7	79,7	83,4	85,9	87,5	89,1	90,8	92,5
<i>segment tradycyjny</i>	2,2	2,6	2,9	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8
EBITDA	16,1	15,3	17,8	31,9	63,8	97,8	101,5	104,1	105,7	107,4	109,1	110,9
Zysk brutto	8,3	6,6	7,1	13,1	47,3	81,8	85,8	88,3	89,9	92,1	93,9	95,7
Zysk netto	6,1	4,8	5,0	9,9	35,9	63,0	67,0	69,8	71,0	72,8	74,2	75,6

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,9	-5,3	22,1	32,3	41,5	65,7	79,8	83,6	82,0	83,8	85,3	86,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,0	-72,9	-25,1	-20,5	-12,4	-12,3	-13,4	-13,3	-13,8	-14,3	-14,5	-14,5
Przepływy z działalności finansowej	36,8	53,3	2,8	-14,0	-20,0	-36,0	-47,6	-88,4	-49,5	-49,7	-51,0	-51,9
Przepływy pieniężne netto	12,8	-24,9	-0,3	-2,2	9,1	17,4	18,9	-18,1	18,6	19,8	19,8	20,4
FCF	-24,0	-78,3	-3,0	11,8	29,1	53,4	66,4	70,3	68,1	69,5	70,8	72,3
Środki pieniężne na początek okresu	14,3	27,1	2,2	1,9	-0,3	8,8	26,3	45,1	27,0	45,7	65,5	85,3
Środki pieniężne na koniec okresu	27,1	2,2	1,9	-0,3	8,8	26,3	45,1	27,0	45,7	65,5	85,3	105,7

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	22,4%	16,3%	17,7%	11,8%	85,5%	41,3%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	16,9%	-4,9%	16,7%	79,2%	99,6%	53,3%	3,8%	2,6%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	36,8%	-12,1%	11,7%	53,5%	230,4%	69,6%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	43,1%	-21,7%	4,9%	97,4%	264,5%	75,5%	6,3%	4,2%	1,8%	2,5%	1,9%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	55,4%	60,0%	60,5%	62,9%	64,6%	67,5%	68,3%	68,5%	69,1%	69,8%	70,4%	71,1%
Marża EBITDA	31,9%	26,1%	25,9%	41,5%	44,6%	48,4%	48,5%	48,8%	48,6%	48,5%	48,4%	48,2%
Marża EBIT	19,5%	14,8%	14,0%	19,2%	34,3%	41,1%	41,6%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%
Marża brutto	16,6%	11,2%	10,3%	17,0%	33,0%	40,5%	41,0%	41,4%	41,4%	41,6%	41,6%	41,6%
Marża netto	12,1%	8,1%	7,2%	12,8%	25,1%	31,2%	32,0%	32,7%	32,7%	32,9%	32,9%	32,9%
COGS / przychody	44,6%	40,0%	39,5%	37,1%	35,4%	32,5%	31,7%	31,5%	30,9%	30,2%	29,6%	28,9%
SG&A / przychody	34,0%	42,6%	46,7%	45,1%	31,1%	26,8%	27,0%	26,8%	27,3%	27,9%	28,5%	29,1%
SG&A / COGS	76,2%	106,4%	118,2%	121,6%	87,9%	82,5%	85,1%	85,1%	88,6%	92,4%	96,4%	100,7%
ROE	5,8%	4,2%	4,2%	7,7%	21,9%	30,1%	28,9%	27,4%	25,7%	24,3%	22,9%	21,8%
ROA	3,7%	1,8%	1,6%	3,2%	10,7%	16,4%	16,5%	18,0%	17,4%	16,9%	16,4%	15,9%
Dług	57,54	153,27	184,77	176,54	173,07	174,57	173,24	133,03	130,94	129,62	128,46	127,44
D / (D+E)	35,3%	57,6%	61,0%	58,0%	51,4%	45,5%	42,8%	34,3%	32,1%	30,2%	28,4%	26,9%
D / E	54,5%	136,1%	156,4%	137,9%	105,6%	83,5%	74,7%	52,2%	47,3%	43,2%	39,7%	36,7%
Dług netto	-11,9	67,9	73,0	67,0	45,0	13,5	-5,9	-26,4	-45,7	-65,5	-85,3	-105,7
Dług netto / kapitał własny	-0,1	0,6	0,6	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,7	4,4	4,1	2,1	0,7	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	-1,2	7,8	7,6	4,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1
EV	320,4	401,4	407,8	404,9	386,0	357,7	341,5	321,0	301,7	281,9	262,1	241,7
Dług / EV	18,0%	38,2%	45,3%	43,6%	44,8%	48,8%	50,7%	41,4%	43,4%	46,0%	49,0%	52,7%
CAPEX / Przychody	73,0%	192,1%	59,4%	26,6%	8,7%	6,1%	6,4%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	590,9%	1698,4%	501,0%	119,5%	83,8%	83,9%	92,2%	90,9%	95,1%	98,4%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	12,3%	11,3%	11,8%	22,2%	10,4%	7,3%	6,9%	6,9%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%
Zmiana KO / Przychody	5,9%	18,6%	-9,1%	-1,3%	9,0%	6,3%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	118,0%	-76,6%	-9,4%	158,4%	19,3%	2,6%	12,0%	21,9%	21,5%	21,9%	21,9%	21,9%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>	<b>2033P</b>
MC/S*	6,6	5,7	4,8	4,3	2,3	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4
P/E*	54,7	70,1	67,1	34,3	9,5	5,5	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6
P/BV*	3,1	3,0	2,8	2,6	2,1	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
P/CE*	27,0	29,3	25,4	12,5	6,7	4,4	4,3	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9
EV/EBITDA*	19,9	26,3	22,9	12,7	6,1	3,7	3,4	3,1	2,9	2,6	2,4	2,2
EV/EBIT*	32,6	46,4	42,2	27,3	7,9	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	2,8	2,5
EV/S*	6,4	6,8	5,9	5,3	2,7	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
BVPS	1,5	1,6	1,7	1,8	2,3	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	4,7
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
FCFPS	-0,5	-1,7	-0,3	0,2	0,4	0,7	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,2%	12,7%	13,5%	14,1%	14,3%	14,7%	14,9%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 4,73 PLN

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**

W ostatnim czasie podpisano odbiór końcowy nowego zakładu produkcyjnego, a w CBR trwają już prace walidacyjne. Opóźnienia na kolejnych etapach inwestycji mogą skutkować późniejszym wprowadzeniem Onko BCG w fiolkach do sprzedaży.
- **Wydłużanie się procesów rejestracyjnych**

Proces rejestracji leku na nowym rynku trwa średnio 2 lata. Wydłużenie tych terminów mogłoby spowodować opóźnienia w zamówieniach zakontraktowanych leków i przesunięcie prognozowanych wzrostów przychodów w czasie. W najgorszym scenariuszu może nie dojść do rejestracji produktu na danym rynku, np. ze względu na niezgodność dokumentacji z przepisami prawa w danym kraju. Aktualnie trwają procesy rejestracyjne Onko BCG w Holandii, Turcji, Serbii, Bośni i Hercegowinie, Austrii, Czechach, Słowacji, Węgrzech, Argentynie, Kolumbii, Peru, Ekwadorze, Chile, Paragwaju i Brazylii.
- **Ryzyko wzrostu cen energii i gazu**

Istotnym czynnikiem kształtującym koszty produkcji jest energia elektryczna i gaz. Wzrost ich cen rynkowych może negatywnie wpłynąć na uzyskiwane marże.
- **Ryzyko kursowe i stóp procentowych**

Spółka zawarła umowę pożyczki na maksymalnie 13 mln EUR. Koszty związane z obsługą długu są zależne od kursu EUR/PLN oraz stawki EURIBOR. Wzrost stóp procentowych w strefie euro oraz osłabienie PLN względem EUR może spowodować wzrost kosztów obsługi długu. Strony przyjęły okres finansowania do końca 2029 r., przy czym pierwsza rata kapitałowa zostanie spłacona na koniec 2026 r. Niekorzystne zmiany kursowe mogą także wpływać na zmniejszenie przychodów ze sprzedaży na rynkach zagranicznych.
- **Ryzyko pojawienia się na rynku nowych produktów**

Prace badawczo-rozwojowe w medycynie i farmacji nie zwalniają tempa. Wejście na rynek nowego leku, konkurencyjnego w stosunku do produktów Synthaverse, może ograniczyć potencjał rozwoju pojedynczych wyrobów. Biorąc jednak pod uwagę czas potrzebny na rozpowszechnienie nowego produktu oraz konieczność dokończenia rozpoczętych terapii, oceniamy, że spółka ma wystarczająco dużo czasu na bieżące dostosowywanie swoich planów średnio- i długoterminowych do zmieniającego się otoczenia rynkowego.
- **Ryzyko wycofania produktu z obrotu**

Spółka spełnia wymogi co do jakości i bezpieczeństwa swoich produktów, jednak historycznie zdarzały się wycofania pojedynczych partii wyrobów. Średnioroczny koszt wycofania produktów spółki w latach 2012-2022 nie przekraczał 0,5% rocznych przychodów ze sprzedaży, dlatego ryzyko to oceniamy jako mało istotne dla wyceny.
- **Ryzyko wystąpienia efektów ubocznych lub interakcji z nowymi lekami**

W trakcie używania leku dopuszczonego do obrotu może dojść do wystąpienia niespodziewanych efektów ubocznych lub interakcji z innymi lekami. Minister Zdrowia może uchylić pozwolenie na obrót produktami w razie stwierdzenia działania ubocznego zagrażającego zdrowiu lub życiu pacjentów.
- **Ryzyko niepowodzenia prac badawczo-rozwojowych**

Spółka chce rozwijać portfolio produktowe oraz udoskonalać posiadane w ofercie produkty. Błędne założenia oraz niepowodzenia na etapie badań mogą opóźnić wprowadzenie nowych leków oraz ulepszeń i usprawnień produkcyjnych obecnych wyrobów.
- **Ryzyko uzależnienia od kluczowych partnerów**

W 2023 r. dwóch największych odbiorców odpowiadało za ok. 40% sprzedaży (największy jednostkowy udział wynosił 28%). Potencjalne problemy lub przerwanie współpracy mogłoby istotnie wpłynąć na wyniki spółki. W naszej ocenie umowy na rejestrację Onko BCG i sprzedaż na nowych rynkach znacząco ograniczają to ryzyko poprzez dywersyfikację dystrybutorów.
- **Ryzyko zerwania łańcuchów dostaw**

Niestabilna sytuacja geopolityczna lub wystąpienie zdarzenia porównywalnego do pandemii Covid-19 mogłoby zakłócić dostawy komponentów do produkcji.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedejus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: piotr.dedejus@bdm.pl

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

**Historia rekomendacji Synthaverse**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>6,1</b>	<b>Kupuj</b>	<b>6,1</b>	<b>30.01.2025</b>	<b>15:25</b>	<b>4,73</b>	<b>87 148,74</b>
Kupuj	6,1	Akumuluj	6,1	06.11.2024	07:55	4,30	80 271,30
Akumuluj	6,1	Kupuj	6,5	12.07.2024	15:50	5,62	88 398,89
Kupuj	6,5	Kupuj	6,7	10.05.2024	08:30	4,81	87 427,54
Kupuj	6,7	---	---	13.09.2023	11:30	5,2	66 571,93

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA – stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'25*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	42%	0	0%
Akumuluj	2	29%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych



**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwp>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

**Data sporządzenia materiału: 2025-01-30.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-30 (15:25 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-01-30 (15:25 CET).**

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 30.01.2025 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane \*
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.