



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,6 PLN

20 MAJA 2025, 18:09 CET/CEST

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów spółki, podnosząc cenę docelową do 6,6 PLN na akcję (poprzednio 6,1 PLN na akcję). Wdrożenie w 2024 r. produkcji Onko BCG we fiolkach poprawiło krótkoterminowe perspektywy wynikowe. Produkt w nowym opakowaniu jest na rynku sprzedawany po wyższej cenie, dlatego podnosimy prognozy przychodowe, przy zachowaniu podobnego poziomu kosztów operacyjnych segmentu.

Wprowadzenie nowej postaci leku wiąże się z zawieraniem nowych umów z dotychczasowymi klientami oraz pozyskiwaniem nowych odbiorców. Dzięki tej zmianie spółka może rozpocząć sprzedaż na nowych rynkach (np. niemieckim), gdzie wymagana jest fiołka. Wiąże się to jednak z wydłużonym procesem sprzedażowym oraz koniecznością udziału w nowych przetargach, co przesunęło w czasie termin dostawy produktu do klienta końcowego. W 1Q'25 spowodowało to przejściowe problemy płynnościowe – jeden z dystrybutorów nie był w stanie na czas spłacić zobowiązań, dlatego spółka była zmuszona wydłużyć termin płatności. Zakładamy, że sytuacja była przejściowa, w kolejnych miesiącach będzie wzrastać sprzedaż produktu i płynność powinna wrócić do neutralnych poziomów.

Zakład Zamówień Publicznych przy Ministerstwie Zdrowia nadal nie opublikował przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej. Spodziewamy się, że zostanie on ogłoszony do końca 1H'25, natomiast z uwagi na spadającą liczbę urodzeń oczekujemy zmniejszenia wolumenu zamówienia. W 2025 r. prognozujemy spadek wolumenu sprzedaży szczepionki, co pozwoli na zwiększenie produkcji Onko BCG.

W segmencie tradycyjnym podtrzymujemy założenie stabilnych wzrostów, jednak podnosimy prognozę rentowności segmentu. W 2024 r. spółka pokazała powrót do marży EBIT z 2021 r. Zakładamy, że w kolejnych okresach rentowność zysku operacyjnego zostanie utrzymana na dwucyfrowym poziomie.

Zwracamy uwagę na wzrost wyceny DCF, który wynika głównie z poprawy krótkoterminowych perspektyw spółki, ale też z obniżenia stopy wolnej od ryzyka z 5,9% do 5,5%, będącej pochodną rentowności 10-letnich obligacji rządowych. Z drugiej strony, pod presją znalazła się wycena porównawcza. Zagraniczne spółki porównywalne są notowane na niższych wskaźnikach względem do poprzedniej projekcji, stąd spadek wyceny mnożnikowej. Ostatecznie, wzrost wyceny DCF przeważał i cena docelowa ukształtowała się na poziomie 6,6 PLN/akcję.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	50,4	58,6	71,8	81,6	137,7	197,2
EBIT [mln PLN]	9,8	8,6	12,4	16,3	49,3	83,5
EBITDA [mln PLN]	16,1	15,3	19,1	33,4	66,0	100,0
Wynik netto [mln PLN]	6,1	4,8	7,6	11,1	36,3	63,5
P/E	65,9	84,5	53,4	36,7	11,3	6,5
P/BV	3,8	3,6	3,3	3,1	2,4	1,9
EV/EBIT	39,5	54,3	38,9	28,6	8,7	4,7
EV/EBITDA	24,2	30,8	25,4	14,0	6,5	4,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%

Wycena końcowa [PLN]	6,6
Wycena DCF [PLN]	7,7
Wycena porównawcza [PLN]	5,5
Potencjał do wzrostu / spadku	15,4%
Koszt kapitału	11,9%

Cena rynkowa [PLN]	5,7
Kapitalizacja [mln PLN]	400,5
Ilość akcji [mln. szt.]	70,8*

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,0

Stopa zwrotu za 3 mc	21,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	29,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	23,2%

Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucowicz	11,9%
Wiktor Napióra	11,1%
Waldemar Sierocki	10,5%
Przemysław Sierocki	10,2%
OPDF	5,6%
Pozostali	50,7%

* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję jeszcze max 2,7 mln akcji)

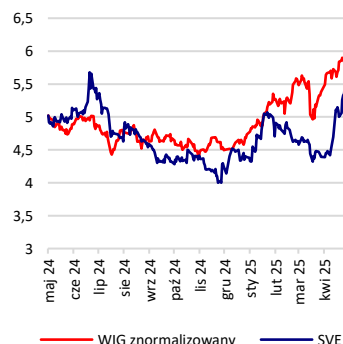
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

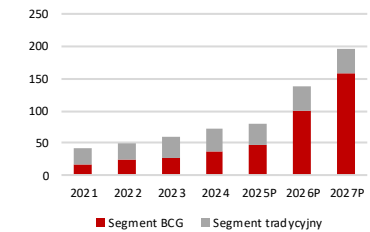
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 4Q'24.....	8
PROGNOZA NA 1Q'25	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

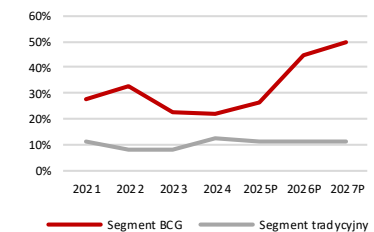
Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	41,2	50,4	58,6	71,8	81,6	137,7	197,2
segment BCG	15,9	23,4	26,3	36,7	47,4	100,4	158,5
segment tradycyjny	27,0	32,3	35,1	33,5	36,4	37,6	38,8
EBIT	7,2	9,8	8,6	12,4	16,3	49,3	83,5
segment BCG	4,4	7,7	6,0	8,1	12,6	45,2	79,3
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	4,3	3,8	4,1	4,2
EBITDA	13,7	16,1	15,3	19,1	33,4	66,0	100,0
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	9,6	14,8	47,8	82,5
Zysk netto	4,2	6,1	4,8	7,6	11,1	36,3	63,5
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	76,0	107,7	220,3	252,4	245,9	242,4	239,7
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	241,7	237,1	233,6	230,7
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	1,6	1,7	1,8	2,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	2,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	45,6	46,2	47,0	84,7	129,7
Zapasy	9,3	12,7	15,5	9,7	10,1	17,1	24,5
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	35,0	28,7	32,3	46,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	0,8	7,4	34,5	58,1
Aktywa razem	116,8	163,1	265,9	298,6	292,9	327,1	369,4
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	121,5	132,6	168,9	214,3
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	122,3	134,2	135,3	105,3	101,6
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	58,2	63,3	37,1	37,1
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,6	2,2	1,8	1,3
Dotacje	11,6	20,7	59,3	71,6	68,1	64,7	61,4
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	31,0	43,0	25,0	53,0	53,5
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	18,6	0,0	13,3	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	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	9,9	13,7	18,0	16,9	17,7	32,5	46,5
Pasywa razem	116,8	163,1	265,9	298,6	292,9	327,1	369,4
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	-5,3	14,8	38,2	59,9	73,0
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	8,1	17,1	16,7	16,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-72,9	-25,9	-12,6	-13,3	-13,7
CAPEX	18,4	36,8	112,6	41,8	12,3	13,0	13,4
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	15,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	53,3	9,7	-19,0	-19,4	-35,7
Odsetki	0,9	0,5	0,6	2,2	4,6	4,6	3,6
Zmiana środków pieniężnych	12,5	12,8	-24,9	-1,4	6,6	27,1	23,6
Środki pieniężne	14,3	27,1	2,2	0,8	7,4	34,5	58,1
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	2%	22%	16%	22%	14%	69%	43%
EBIT	10%	23%	26%	26%	19%	79%	47%
segment BCG		76%	-21%	35%	55%	260%	76%
segment tradycyjny		-23%	20%	64%	-13%	9%	4%
EBITDA	17%	17%	-5%	25%	75%	98%	52%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	59%	47%	227%	75%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
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%	61,7%	64,6%	68,2%	70,2%
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,9
BPS	1,1	1,5	1,6	1,7	1,9	2,3	2,9
P/E	87,5	65,9	84,5	53,4	36,7	11,3	6,5
P/BV	5,0	3,8	3,6	3,3	3,1	2,4	1,9
EV/EBITDA	26,5	24,2	30,8	25,4	14,0	6,5	4,0
EV/EBIT	50,6	39,5	54,3	38,9	28,6	8,7	4,7
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	79,6	58,9	18,3	-19,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
ROE	6%	6%	4%	6%	8%	22%	30%
ROA	4%	4%	2%	3%	4%	11%	17%
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	-11,1	25,6	46,5	59,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 5,7 PLN.

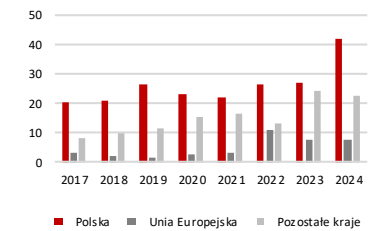
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



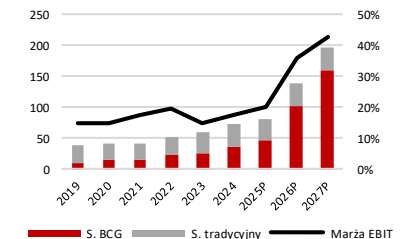
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



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

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 7,7 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 5,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	7,7	34%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	5,5	-3%
Wycena spółki [PLN]		6,6	15%

Źródło: BDM S.A.

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 (5,5%, poprzednio 5,9%), 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

- Ministerstwo Zdrowia w dalszym ciągu nie ogłosiło przetargu na zakup szczepionki przeciwgruźliczej. Zakładamy, że pojawi się on przed końcem 1H'25, jednak z uwagi na spadek liczby urodzeń, oczekujemy spadku wolumenów sprzedaży tego preparatu w 2025 r., biorąc pod uwagę, że nadal szczepionka i Onko BCG jest produkowane na tej samej linii. W długim okresie podtrzymujemy założenie, że po przeniesieniu produkcji Onko BCG do nowego zakładu, spółka uruchomi sprzedaż na nowe rynki i zwiększy wolumeny produkcji szczepionki.
- W 4Q'24 spółka rozpoczęła produkcję Onko BCG we fiolkach (dotychczas lek ten był sprzedawany tylko w ampułkach). Nasze wcześniejsze prognozy zakładały wdrożenie tej innowacji w 2025 r. Mocne wyniki 4Q'24 pokazały potencjał wyższej rentowności tego leku jeszcze przed uruchomieniem nowego zakładu produkcyjnego, dlatego podnosimy nasze prognozy na 2025 r. W długim terminie podtrzymujemy prognozowaną ścieżkę przychodową oraz marżę EBIT segmentu BCG na poziomie 51%.
- W segmencie tradycyjnym podnosimy długoterminowe założenia marży EBIT. Rok 2024 pokazał powrót do marżowości, jaką obserwowaliśmy w 2021 r. i spodziewamy się, że zostanie ona utrzymana powyżej 11% w długim okresie (poprzednio 8,2%).
- W 2025 r. do sprzedaży wszedł lek Davoster. Jest to nowy produkt, dlatego zakładamy, że w pierwszych kwartałach przychody z tego tytułu nie będą istotnie oddziaływać na wynik spółki.
- W programie motywacyjnym do 2028 roku pozostaje 2,7 mln warrantów subskrypcyjnych, które mogą zostać przyznane kluczowym pracownikom. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 73,4 mln.
- CAPEX na 2025 r. szacujemy na ok. 12,3 mln PLN, wobec 41,8 mln PLN w 2024 r. W kolejnych latach wydatki inwestycyjne w naszej prognozie kształtują się na poziomie 13-15 mln PLN.
- Podtrzymujemy poziom premii za ryzyko w wysokości 8% oraz betę 0,8.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 561,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 7,7 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	81,6	137,7	197,2	204,6	209,0	213,0	217,1	221,2	225,4	229,7
EBIT [mln PLN]	16,3	49,3	83,5	87,6	90,3	92,0	93,7	95,5	97,3	99,2
Koszt programu motywacyjnego	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	18,2	51,2	85,4	89,5	90,3	92,0	93,7	95,5	97,3	99,2
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]	4,6	12,3	19,6	19,7	19,0	19,3	19,7	20,1	20,4	20,8
NOPLAT [mln PLN]	13,7	38,9	65,8	69,8	71,3	72,7	74,1	75,5	76,9	78,3
Amortyzacja [mln PLN]	17,1	16,7	16,5	16,3	16,6	16,4	16,3	16,3	16,3	16,3
CAPEX [mln PLN]	-12,6	-13,3	-13,7	-14,2	-14,6	-15,3	-15,8	-16,3	-16,3	-16,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	6,5	4,2	-7,4	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	24,7	46,5	61,2	71,0	72,8	73,3	74,1	74,9	76,3	77,8
DFCF [mln PLN]	23,2	39,2	46,2	48,1	44,1	39,7	35,8	32,4	29,5	26,8
Suma DFCF [mln PLN]	364,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	801,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	276,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	641,5									
Dług netto [mln PLN]	79,6									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	561,9									
Ilość akcji [tys.]	73,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	13,7%	68,9%	43,1%	3,8%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	31,4%	201,8%	69,5%	4,9%	3,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	88,3%	31,4%	16,1%	2,4%	0,7%	1,1%	1,1%	1,9%	1,9%
Marża EBITDA	40,9%	47,9%	50,7%	50,8%	51,1%	50,9%	50,7%	50,5%	50,4%	50,3%
Marża EBIT	20,0%	35,8%	42,4%	42,8%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%
Marża NOPLAT	16,8%	28,2%	33,4%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%	34,1%
CAPEX / Przychody	15,4%	9,7%	7,0%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,2%	7,1%
CAPEX / Amortyzacja	73,6%	79,6%	83,2%	86,8%	88,2%	93,2%	96,7%	100,2%	100,2%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	8,0%	3,1%	-3,7%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	66,8%	7,5%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%	-12,4%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Udział kapitału własnego	77,4%	83,9%	89,5%	90,2%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Udział kapitału obcego	22,6%	16,1%	10,5%	9,8%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,3%	11,5%	11,5%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%

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	8,2	8,6	9,1	9,7	10,5	11,5	12,8	14,8	17,9
	0,6	7,5	7,9	8,3	8,7	9,3	10,1	11,1	12,5	14,5
	0,7	7,0	7,2	7,6	8,0	8,4	9,0	9,8	10,8	12,2
	0,8	6,5	6,7	7,0	7,3	7,7	8,1	8,7	9,4	10,5
	0,9	6,0	6,2	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,4	9,1
	1,0	5,6	5,8	6,0	6,2	6,4	6,7	7,1	7,5	8,1
	1,1	5,3	5,4	5,5	5,7	5,9	6,2	6,5	6,8	7,3

Źródło: DM BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
premia za ryzyko		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
	5,0%	8,2	8,6	9,1	9,7	10,5	11,5	12,8	14,8	17,9
	6,0%	7,5	7,9	8,3	8,7	9,3	10,1	11,1	12,5	14,5
	7,0%	7,0	7,2	7,6	8,0	8,4	9,0	9,8	10,8	12,2
	8,0%	6,5	6,7	7,0	7,3	7,7	8,1	8,7	9,4	10,5
	9,0%	6,0	6,2	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,4	9,1
	10,0%	5,6	5,8	6,0	6,2	6,4	6,7	7,1	7,5	8,1
	11,0%	5,3	5,4	5,5	5,7	5,9	6,2	6,5	6,8	7,3

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%	14,7	13,4	12,2	11,3	10,5	9,7	9,1	8,5	8,0
	6,0%	13,6	12,2	11,1	10,2	9,3	8,6	8,0	7,5	7,0
	7,0%	12,7	11,3	10,2	9,2	8,4	7,7	7,1	6,6	6,2
	8,0%	11,8	10,5	9,3	8,4	7,7	7,0	6,4	5,9	5,5
	9,0%	11,1	9,7	8,6	7,7	7,0	6,4	5,8	5,4	4,9
	10,0%	10,5	9,1	8,0	7,1	6,4	5,8	5,3	4,9	4,5
	11,0%	9,9	8,5	7,5	6,6	5,9	5,4	4,9	4,4	4,1

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 20 maja 2025 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

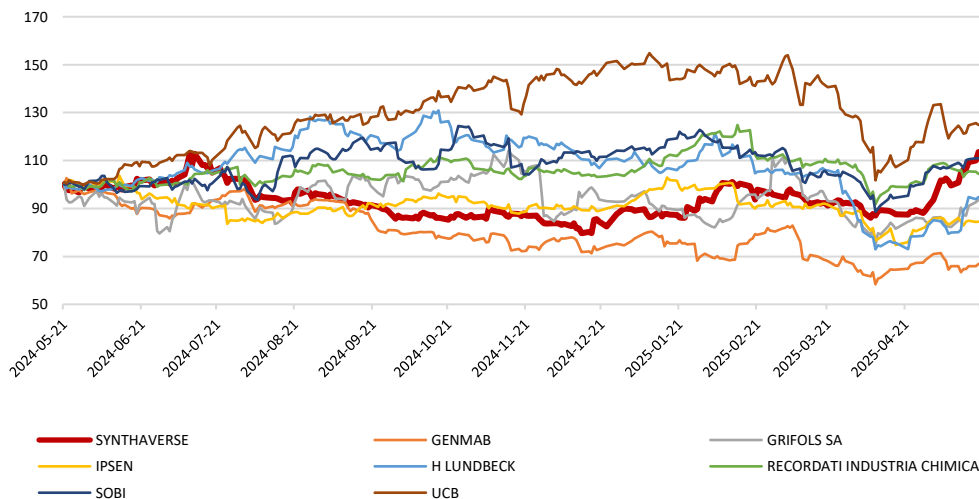
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 5,5 PLN (vs 5,6 PLN poprzednio). Zwracamy uwagę, że w obecnej wycenie uwzględniamy już rok 2027, dla którego prognozujemy istotnie wyższe wyniki po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych w 2026 r.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
MERCK & CO. INC.	8,8	8,1	7,5	7,8	6,9	6,5
GRIFOLS SA	10,5	8,2	6,6	7,5	6,6	5,9
IPSEN	10,0	9,4	8,7	5,7	5,0	4,1
H LUNDBECK A/S	7,7	6,8	6,5	6,3	5,1	4,4
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	16,8	15,6	14,3	12,7	11,5	10,5
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	23,0	17,0	13,5	11,3	9,1	7,3
UCB SA	22,3	17,4	13,9	15,6	11,9	9,6
Mediana	10,5	9,4	8,7	7,8	6,9	6,5
SYNTHAVERSE	53,4	36,7	11,3	25,4	14,0	6,5
Premia/dyskonto grupa	407%	291%	29%	224%	103%	0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	1,9	5,0	7,9	3,0	6,2	9,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		4,9			6,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]	5,5					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 20.05.2025

Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 4Q'24

Segment BCG

2024 był intensywnym czasem inwestycji na liniach produkcyjnych BCG. Spółka wdrażała innowacje nie tylko w nowym zakładzie produkcyjnym i CBR, ale też mające na celu zwiększenie mocy produkcyjnych, poprawę rentowności oraz zmianę opakowania bezpośredniego z ampułki na fiolkę na dotychczasowym wydziale. Ulepszenia te umożliwiły wzrost mocy z 50 tys. jednostek (ampułek/fiolek) rocznie do 75 tys. Pozwoliło to na istotny wzrost sprzedaży Onko BCG, zarówno w ujęciu wartościowym, jak i ilościowym (fiolka jest sprzedawana po wyższej cenie). Wolumen sprzedaży szczepionki był niższy niż zakładaliśmy, co zapewne spowodowane było dużym zapotrzebowaniem na Onko, które jest produkowane na tej samej linii, jednak zakładamy, że wolumen ten został przeniesiony na 1Q'25.

Segment tradycyjny

Przychody ze sprzedaży Disteptazy oraz Gammy Anty D również bardzo pozytywnie zaskoczyły. Nasze prognozy ocenialiśmy jako dosyć ambitne, a mimo to spółka istotnie przebiła nasze oczekiwania. Z drugiej strony wzrosty te zrównoważyły niższe przychody ze sprzedaży pozostałych produktów. Oczekiwaliśmy mocnego 4Q'24 w kategorii „inne”, jednak po intensywnym 3Q'24 sprzedaż pokazała spadki k/k.

Marża brutto na sprzedaży wzrosła z 63,8% w 4Q'23 do 64,8% w 4Q'24. Koszty ogólnego zarządu wzrosły z 4,5 mln PLN do 7,8 mln PLN, czyli zgodnie z naszymi prognozami. W naszej ocenie, za znaczące wzrosty odpowiadają głównie koszty utrzymania nowych budynków, które jeszcze nie prowadzą działalności komercyjnej. Koszty finansowe wyniosły 1,0 mln PLN wobec prognozowanych 0,8 mln PLN.

Wyniki 4Q'24 wyraźnie przebiły nasze prognozy, zarówno pod kątem przychodowym, jak i wynikowym. Istotny wzrost sprzedaży pozwolił na pokrycie wysokich kosztów operacyjnych, związanych z utrzymaniem nowych budynków, jednocześnie pozwalając na wygenerowanie najwyższego od 4Q'17 zysku netto (wynik był wtedy znacząco podbity zdarzeniem jednorazowym). Zwiększone inwestycje spowodowały jednak problemy płynnościowe, które uwypukliły się w 1Q'25. Głównym powodem turbulencji był wzrost ceny Onko BCG w fiolce w porównaniu do ampułki, co spowodowało trudności w regulacji zobowiązań przez jednego z kluczowych odbiorców. Konieczność zbudowania zapasu oraz udział w nowych przetargach na produkt w fiolce i związane z tym dłuższe procedury spowodowały przesunięcia w dostawach do klienta końcowego, dlatego spółka musiała wydłużyć termin spłaty należności. W naszej ocenie problemy te są przejściowe i nie powinny istotnie wpływać na sytuację płynnościową spółki w długim okresie.

Wyniki za 4Q'24 [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24	r/r	4Q'24P BDM	r/r	2023	2024	r/r
Przychody ze sprzedaży	20,1	29,2	45,2%	26,4	10,6%	58,6	71,8	22,4%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	4,0	1,9	-53,4%	2,4	-21,2%	9,2	9,8	6,4%
<i>Onko BCG</i>	6,8	13,7	102,5%	9,8	39,3%	17,0	26,8	57,5%
<i>Distreptaza</i>	6,9	9,0	31,1%	6,8	32,4%	22,5	24,5	8,7%
<i>Gamma Anty D</i>	1,6	3,7	137,9%	1,7	122,8%	4,8	6,2	29,4%
<i>Lakcid</i>	0,0	0,0		0,0		2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	1,0	1,0	3,8%	5,6	-82,0%	3,0	3,9	30,4%
Wynik brutto na sprzedaży	12,9	19,0	47,5%	16,4	15,5%	35,2	44,3	25,8%
EBIT	6,2	9,4	52,5%	6,7	41,5%	8,6	12,4	43,7%
EBITDA	7,8	11,9	51,5%	9,2	29,3%	15,3	14,2	-7,0%
Zysk netto	3,9	7,0	80,3%	4,4	58,0%	4,8	7,6	58,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,8%	64,8%		62,1%		60,0%	61,7%	
Marża EBIT	30,8%	32,3%		25,3%		14,8%	17,3%	
Marża EBITDA	38,9%	40,6%		34,7%		26,1%	19,8%	
Marża zysku netto	19,2%	23,8%		16,7%		8,1%	10,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 1Q'25

Segment BCG

Ministerstwo Zdrowia nie ogłosiło jeszcze przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, dlatego zakładamy spadek przychodów ze sprzedaży tego produktu w 1Q'25 do 1,0 mln PLN. Spodziewamy się, że sprzedaż szczepionki będzie widoczna głównie w 2H'25. Z drugiej strony, wyniki segmentu powinny wspierać przychody ze sprzedaży Onko BCG (7,9 mln PLN, czyli +82,7% r/r). Mniejsza sprzedaż szczepionki, co do zasady powinna oznaczać zwiększone możliwości produkcyjne Onko. Dodatkowo, inwestycje, które spółka przeprowadza także w starym zakładzie produkcyjnym, powinny pozwolić na zwiększanie wolumenów tego segmentu jeszcze przed uruchomieniem nowego zakładu.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym zakładaliśmy wysoką sprzedaż w 4Q'24. Zazwyczaj, po intensywnym sprzedażowo kwartale, kolejny okres wykazuje niższe przychody, dlatego szacujemy, że w 1Q'25 segment pokaże ok. 40% spadku tej pozycji. Zakładamy, że produkcja Lakcidu nie będzie kontynuowana w 2025 r. Do sprzedaży z początkiem roku został wprowadzony nowy lek – Davoster, stosowany przy łagodnym rozroście gruczolu krokowego u mężczyzn. Szacujemy, że w pierwszych okresach sprzedaż tego produktu będzie pomijalna.

W związku z wysokim udziałem w sprzedaży Onko BCG, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży do 63,1% (vs 53,3% rok wcześniej). Wynik operacyjny będzie jednak istotnie obciążać zwiększona amortyzacja. W naszej ocenie, zakończenie kolejnych etapów inwestycji w CBR i nowy zakład produkcyjny będą skutkować stopniowym wzrostem tej pozycji kosztowej. W 1Q'25 zakładamy istotny wzrost amortyzacji do 3,7 mln PLN wobec 1,6 mln PLN w 1Q'24 oraz szacowanych 2,5 mln PLN w 4Q'24. Wzrost kosztów delikatnie mitygować będzie rozpoczęcie rozliczenia dotacji. Prognozujemy, że będzie to powiększać pozostałe przychody operacyjne o ok. 0,9 mln PLN kwartalnie. Implikuje to stratę zysku operacyjnego w 1Q'25 w wysokości -0,4 mln PLN oraz netto na poziomie -0,6 mln PLN. Zysk EBITDA szacujemy na 3,3 mln PLN (+80,2% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024	r/r	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,9	13,1	-5,9%	58,6	71,8	22,4%	81,6	13,7%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,5	1,0	-60,5%	9,2	9,8	6,4%	10,5	7,0%
<i>Onko BCG</i>	4,3	7,9	82,7%	17,0	26,8	57,5%	36,8	37,2%
<i>Distreptaza</i>	5,5	3,8	-31,5%	22,5	24,5	8,7%	25,2	2,9%
<i>Gamma Anty D</i>	0,9	0,2	-81,1%	4,8	6,2	29,4%	4,2	-32,1%
<i>Lakcid</i>	0,5	0,0		2,0	0,5		0,0	
<i>Inne</i>	0,2	0,2	5,0%	3,0	3,9	30,4%	4,1	5,0%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	8,3	11,6%	35,2	44,3	25,8%	52,6	19,0%
EBIT	0,2	-0,4	-	8,6	12,4	43,7%	16,3	31,3%
EBITDA	1,8	3,3	80,2%	15,3	14,2	-7,0%	33,4	75,2%
Zysk netto	-0,4	-0,6	-	4,8	7,6	58,7%	11,1	47,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	53,3%	63,1%		60,0%	61,7%		64,6%	
Marża EBIT	1,8%	-2,8%		14,8%	17,3%		20,0%	
Marża EBITDA	13,1%	25,1%		26,1%	19,8%		40,9%	
Marża zysku netto	-2,8%	-4,8%		8,1%	10,5%		13,6%	

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'24	1Q'25P
Przychody ze sprzedaży	8,6	14,0	13,5	14,3	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,4	29,2	13,1
<i>Szczepionka BCG 10</i>	<i>0,4</i>	<i>1,7</i>	<i>2,9</i>	<i>2,2</i>	<i>1,4</i>	<i>3,6</i>	<i>0,3</i>	<i>4,0</i>	<i>2,5</i>	<i>2,6</i>	<i>2,9</i>	<i>1,9</i>	<i>1,0</i>
<i>Onko BCG</i>	<i>2,8</i>	<i>6,9</i>	<i>1,7</i>	<i>4,8</i>	<i>2,4</i>	<i>5,5</i>	<i>2,4</i>	<i>6,8</i>	<i>4,3</i>	<i>5,5</i>	<i>3,4</i>	<i>13,7</i>	<i>7,9</i>
<i>Distreptaza</i>	<i>2,2</i>	<i>3,8</i>	<i>5,9</i>	<i>2,9</i>	<i>4,8</i>	<i>7,5</i>	<i>3,4</i>	<i>6,9</i>	<i>5,5</i>	<i>6,1</i>	<i>3,9</i>	<i>9,0</i>	<i>3,8</i>
<i>Gamma Anty D</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,3</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,6</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>3,7</i>	<i>0,2</i>
<i>Lakcid</i>	<i>2,0</i>	<i>0,0</i>	<i>1,2</i>	<i>2,9</i>	<i>2,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Inne</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>2,5</i>	<i>1,0</i>	<i>0,2</i>
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	8,7	7,4	8,4	6,0	11,2	5,1	12,9	7,4	9,4	8,5	19,0	8,3
EBIT	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,4
EBITDA	1,5	5,1	3,6	5,9	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	11,9	3,3
Zysk netto	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,6
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%	64,8%	63,1%
Marża EBIT	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	22,2%	-36,2%	30,8%	1,8%	18,2%	-0,2%	32,3%	-2,8%
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	31,1%	-14,2%	38,9%	13,1%	28,8%	18,3%	40,6%	25,2%
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%	23,8%	-4,8%

Źródło: BDM, spółka

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	58,6	71,8	81,6	137,7	197,2	204,6	209,0	213,0	217,1	221,2	225,4	229,7
<i>Szczepionka BCG 10</i>	<i>9,2</i>	<i>9,8</i>	<i>10,5</i>	<i>18,0</i>	<i>18,5</i>	<i>19,1</i>	<i>19,6</i>	<i>19,8</i>	<i>20,0</i>	<i>20,2</i>	<i>20,4</i>	<i>20,6</i>
<i>Onko BCG</i>	<i>17,0</i>	<i>26,8</i>	<i>36,8</i>	<i>82,4</i>	<i>140,0</i>	<i>145,7</i>	<i>148,6</i>	<i>151,6</i>	<i>154,6</i>	<i>157,8</i>	<i>160,9</i>	<i>164,2</i>
<i>Distreptaza</i>	<i>22,5</i>	<i>24,5</i>	<i>25,2</i>	<i>27,8</i>	<i>28,6</i>	<i>29,5</i>	<i>30,1</i>	<i>30,7</i>	<i>31,3</i>	<i>31,9</i>	<i>32,6</i>	<i>33,2</i>
<i>Gamma Anty D</i>	<i>4,8</i>	<i>6,2</i>	<i>4,2</i>	<i>4,5</i>	<i>4,8</i>	<i>5,1</i>	<i>5,2</i>	<i>5,3</i>	<i>5,4</i>	<i>5,5</i>	<i>5,6</i>	<i>5,7</i>
<i>Lakcid</i>	<i>2,0</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Inne</i>	<i>3,0</i>	<i>3,9</i>	<i>4,1</i>	<i>4,1</i>	<i>4,2</i>	<i>4,2</i>	<i>4,3</i>	<i>4,3</i>	<i>4,3</i>	<i>4,4</i>	<i>4,4</i>	<i>4,5</i>
Wynik brutto na sprzedaży	35,2	44,3	52,6	94,0	138,5	145,3	148,5	152,8	156,4	160,0	163,7	167,4
EBIT	8,6	12,4	16,3	49,3	83,5	87,6	90,3	92,0	93,7	95,5	97,3	99,2
<i>segment BCG</i>	<i>6,0</i>	<i>8,1</i>	<i>12,6</i>	<i>45,2</i>	<i>79,3</i>	<i>83,2</i>	<i>85,8</i>	<i>87,4</i>	<i>89,1</i>	<i>90,8</i>	<i>92,5</i>	<i>94,2</i>
<i>segment tradycyjny</i>	<i>2,6</i>	<i>4,3</i>	<i>3,8</i>	<i>4,1</i>	<i>4,2</i>	<i>4,4</i>	<i>4,5</i>	<i>4,6</i>	<i>4,7</i>	<i>4,7</i>	<i>4,8</i>	<i>4,9</i>
EBITDA	15,3	19,1	33,4	66,0	100,0	103,9	106,9	108,4	110,0	111,8	113,6	115,4
Zysk netto	4,8	7,6	11,1	36,3	63,5	67,7	70,7	72,0	73,6	75,0	76,4	77,9
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,0%	61,7%	64,6%	68,2%	70,2%	71,0%	71,1%	71,8%	72,0%	72,3%	72,6%	72,9%
Marża EBIT	14,8%	17,3%	20,0%	35,8%	42,4%	42,8%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%
Marża EBITDA	26,1%	26,5%	40,9%	47,9%	50,7%	50,8%	51,1%	50,9%	50,7%	50,5%	50,4%	50,3%
Marża zysku netto	8,1%	10,5%	13,6%	26,4%	32,2%	33,1%	33,8%	33,8%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 30.01.2025 [mln PLN]

	2025P			2026P			2027P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	77,1	81,6	5,8%	143,0	137,7	-3,7%	202,1	197,2	-2,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	48,5	52,6	8,6%	92,4	94,0	1,7%	136,4	138,5	1,5%
EBITDA	31,9	33,4	4,5%	63,8	66,0	3,5%	97,8	100,0	2,3%
EBIT	14,8	16,3	10,1%	49,0	49,3	0,6%	83,1	83,5	0,5%
Wynik brutto	13,1	14,8	12,7%	47,3	47,8	1,2%	81,8	82,5	0,9%
Wynik netto	9,9	11,1	12,7%	35,9	36,3	1,2%	63,0	63,5	0,9%
marża brutto	62,9%	64,6%		64,6%	68,2%		67,5%	70,2%	
marża EBITDA	41,5%	40,9%		44,6%	47,9%		48,4%	50,7%	
marża EBIT	19,2%	20,0%		34,3%	35,8%		41,1%	42,4%	
marża netto	12,8%	13,6%		25,1%	26,4%		31,2%	32,2%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	220,3	252,4	245,9	242,4	239,7	237,5	235,6	234,5	233,9	233,9	234,0	234,0
Rzeczowe aktywa trwałe	208,8	241,7	237,1	233,6	230,7	228,4	226,7	225,6	225,1	225,1	225,1	225,1
Aktywa niematerialne	0,4	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Aktywa obrotowe	45,6	46,2	47,0	84,7	129,7	153,2	138,9	160,0	182,1	204,0	226,6	249,7
Zapasy	15,5	9,7	10,1	17,1	24,5	25,5	26,0	26,5	27,0	27,5	28,0	28,6
Należności handlowe oraz pozostałe należności	27,4	35,0	28,7	32,3	46,3	48,1	49,1	50,1	51,0	52,0	53,0	54,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	0,8	7,4	34,5	58,1	78,9	63,0	82,7	103,3	123,8	144,8	166,4
Aktywa razem	265,9	298,6	292,9	327,1	369,4	390,7	374,4	394,5	416,0	438,0	460,5	483,7
Kapitał własny	112,6	121,5	132,6	168,9	214,3	237,5	260,8	283,3	306,5	330,0	354,0	378,3
Kapitał podstawowy	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Zyski zatrzymane	-27,7	-20,1	-9,0	27,3	72,7	95,9	119,2	141,7	164,9	188,4	212,4	236,7
Zobowiązania długoterminowe	122,3	134,2	135,3	105,3	101,6	61,0	57,7	54,4	51,8	49,3	46,9	44,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	58,9	58,2	63,3	37,1	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,3	2,6	2,2	1,8	1,3	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	31,0	43,0	25,0	53,0	53,5	92,2	56,0	56,7	57,7	58,7	59,7	60,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	7,9	18,6	0,0	13,3	0,0	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	18,0	16,9	17,7	32,5	46,5	48,2	49,3	50,2	51,2	52,1	53,1	54,1
Pasywa razem	265,9	298,6	292,9	327,1	369,4	390,7	374,4	394,5	416,0	438,0	460,5	483,7

Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	58,6	71,8	81,6	137,7	197,2	204,6	209,0	213,0	217,1	221,2	225,4	229,7
<i>Szczepionka BCG 10</i>	9,2	9,8	10,5	18,0	18,5	19,1	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,6
<i>Onko BCG</i>	17,0	26,8	36,8	82,4	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9	164,2
<i>Distreptaza</i>	22,5	24,5	25,2	27,8	28,6	29,5	30,1	30,7	31,3	31,9	32,6	33,2
<i>Gamma Anty D</i>	4,8	6,2	4,2	4,5	4,8	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
<i>Lakcid</i>	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>	3,0	3,9	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5
Wynik brutto na sprzedaży	35,2	44,3	52,6	94,0	138,5	145,3	148,5	152,8	156,4	160,0	163,7	167,4
Koszty SG&A	24,9	32,0	38,1	46,4	56,5	59,0	59,4	61,9	63,5	65,2	67,0	68,8
EBIT	8,6	12,4	16,3	49,3	83,5	87,6	90,3	92,0	93,7	95,5	97,3	99,2
<i>segment BCG</i>	6,0	8,1	12,6	45,2	79,3	83,2	85,8	87,4	89,1	90,8	92,5	94,2
<i>segment tradycyjny</i>	2,6	4,3	3,8	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9
EBITDA	15,3	19,1	33,4	66,0	100,0	103,9	106,9	108,4	110,0	111,8	113,6	115,4
Zysk brutto	6,6	9,6	14,8	47,8	82,5	86,8	89,5	91,1	93,2	95,0	96,8	98,6
Zysk netto	4,8	7,6	11,1	36,3	63,5	67,7	70,7	72,0	73,6	75,0	76,4	77,9

Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,3	14,8	38,2	59,9	73,0	82,6	86,5	85,1	86,8	88,3	89,8	91,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-72,9	-25,9	-12,6	-13,3	-13,7	-14,2	-14,6	-15,3	-15,8	-16,3	-16,3	-16,3
Przepływy z działalności finansowej	53,3	9,7	-19,0	-19,4	-35,7	-47,7	-87,7	-50,1	-50,4	-51,5	-52,5	-53,5
Przepływy pieniężne netto	-24,9	-1,4	6,6	27,1	23,6	20,8	-15,9	19,7	20,6	20,4	21,0	21,6
FCF	-78,3	-11,1	25,6	46,5	59,3	68,5	71,8	69,8	71,0	72,0	73,5	75,1
Środki pieniężne na początek okresu	27,1	2,2	0,8	7,4	34,5	58,1	78,9	63,0	82,7	103,3	123,8	144,8
Środki pieniężne na koniec okresu	2,2	0,8	7,4	34,5	58,1	78,9	63,0	82,7	103,3	123,8	144,8	166,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	16,3%	22,4%	13,7%	68,9%	43,1%	3,8%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	-4,9%	24,7%	75,2%	97,7%	51,5%	3,9%	2,8%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	-12,1%	43,7%	31,4%	201,8%	69,5%	4,9%	3,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-21,7%	58,7%	47,1%	227,2%	74,9%	6,5%	4,4%	1,8%	2,3%	1,9%	1,9%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	60,0%	61,7%	64,6%	68,2%	70,2%	71,0%	71,1%	71,8%	72,0%	72,3%	72,6%	72,9%
Marża EBITDA	26,1%	26,5%	40,9%	47,9%	50,7%	50,8%	51,1%	50,9%	50,7%	50,5%	50,4%	50,3%
Marża EBIT	14,8%	17,3%	20,0%	35,8%	42,4%	42,8%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%
Marża brutto	11,2%	13,4%	18,2%	34,7%	41,9%	42,4%	42,8%	42,8%	42,9%	42,9%	42,9%	42,9%
Marża netto	8,1%	10,5%	13,6%	26,4%	32,2%	33,1%	33,8%	33,8%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%
COGS / przychody	40,0%	38,3%	35,4%	31,8%	29,8%	29,0%	28,9%	28,2%	28,0%	27,7%	27,4%	27,1%
SG&A / przychody	42,6%	44,5%	46,8%	33,7%	28,7%	28,8%	28,4%	29,0%	29,3%	29,5%	29,7%	29,9%
SG&A / COGS	106,4%	116,2%	131,9%	106,2%	96,3%	99,4%	98,4%	102,8%	104,7%	106,5%	108,4%	110,4%
ROE	4,2%	6,2%	8,4%	21,5%	29,7%	28,5%	27,1%	25,4%	24,0%	22,7%	21,6%	20,6%
ROA	1,8%	2,5%	3,8%	11,1%	17,2%	17,3%	18,9%	18,2%	17,7%	17,1%	16,6%	16,1%
Dług	153,27	177,15	160,30	158,23	155,07	153,21	113,61	111,15	109,47	107,95	106,57	105,33
D / (D+E)	57,6%	59,3%	54,7%	48,4%	42,0%	39,2%	30,3%	28,2%	26,3%	24,6%	23,1%	21,8%
D / E	136,1%	145,8%	120,9%	93,7%	72,4%	64,5%	43,6%	39,2%	35,7%	32,7%	30,1%	27,8%
Dług netto	67,9	79,6	58,9	18,3	-19,2	-40,5	-62,4	-82,7	-103,3	-123,8	-144,8	-166,4
Dług netto / kapitał własny	0,6	0,7	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	4,4	4,2	1,8	0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1	-1,3	-1,4
Dług netto / EBIT	7,8	6,4	3,6	0,4	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7
EV	469,8	483,0	466,1	429,4	395,6	378,1	356,3	335,9	315,3	294,9	273,9	252,3
Dług / EV	32,6%	36,7%	34,4%	36,9%	39,2%	40,5%	31,9%	33,1%	34,7%	36,6%	38,9%	41,7%
CAPEX / Przychody	192,1%	58,3%	15,4%	9,7%	7,0%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,2%	7,1%
CAPEX / Amortyzacja	1698,4%	517,1%	73,6%	79,6%	83,2%	86,8%	88,2%	93,2%	96,7%	100,2%	100,2%	100,2%
Amortyzacja / Przychody	11,3%	11,3%	20,9%	12,2%	8,4%	8,0%	7,9%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%	7,1%
Zmiana KO / Przychody	18,6%	4,0%	-8,0%	-3,1%	3,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	34,9%	-49,8%	-43,2%	13,2%	1,6%	7,2%	11,6%	12,5%	12,7%	12,7%	12,7%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	6,8	5,6	4,9	2,9	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7
P/E*	84,5	53,4	36,7	11,3	6,5	6,2	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
P/BV*	3,6	3,3	3,1	2,4	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1
P/CE*	35,3	28,5	14,5	7,7	5,2	5,0	4,8	4,7	4,7	4,6	4,5	4,4
EV/EBITDA*	30,8	25,4	14,0	6,5	4,0	3,6	3,3	3,1	2,9	2,6	2,4	2,2
EV/EBIT*	54,3	38,9	28,6	8,7	4,7	4,3	3,9	3,7	3,4	3,1	2,8	2,5
EV/S*	8,0	6,7	5,7	3,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
BVPS	1,6	1,7	1,9	2,3	2,9	3,2	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8	5,2
EPS	0,1	0,1	0,2	0,5	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
CEPS	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
FCFPS	-1,7	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	10,6%	11,3%	11,8%	12,0%	12,3%	12,5%	12,8%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 5,7 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 z nowej linii 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
Doradca Inwestycyjny
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](#)

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Synthaverse

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	6,6	Kupuj	6,1	20.05.2025	18:09	5,70	102 543,24
Kupuj	6,1	Kupuj	6,1	30.01.2025	15:25	4,73	87 148,74
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 2Q'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	7	59%	0	0%
Akumuluj	1	8%	0	0%
Trzymaj	4	33%	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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). 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: 2025-05-20.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-05-20 (18:09 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-20 (18:09 CET/CEST).

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 jakiegokolwiek 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 obarczona 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 jakiegokolwiek 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 i 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 mogły 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 Inwestycyjnego).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi 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 20.05.2025 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.