



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ dla walorów Synektik, podnosząc cenę docelową do 261,1 PLN na akcję. Opóźnienie w publikacji listy podmiotów, które zakwalifikowały się do dofinansowania w ramach KPO w onkologii, spowodowało częściowe przesunięcie liczby instalacji nowych systemów da Vinci. Już teraz widzimy zwiększone kontraktowanie i spodziewamy się kolejnych umów.

Środki z Krajowego Planu Odbudowy dla onkologii w naszej ocenie są najistotniejszym elementem, determinującym wzrost przychodów spółki w najbliższych okresach. Patrząc na liczbę zainstalowanych i zakontraktowanych systemów, zwiększamy prognozę dostaw w 2024 r. fin. do 29 robotów (28 poprzednio) oraz w 2025 r. fin. do 31 (29 poprzednio). Pierwsze instalacje w krajach nadbałtyckich powinny się wydarzyć w 2025 r. fin.

Oprócz onkologii, spółka może liczyć też na zamówienia finansowane ze środków KPO, przeznaczonych dla szpitali działających w ramach Krajowej Sieci Kardiologicznej (budżet 2,7 mld PLN) oraz z programu cyfryzacji szpitali (3,1 mld PLN).

Szybszy, niż zakładaliśmy, wzrost liczby zabiegów przeprowadzanych przy asyście da Vinci, spowodował podniesienie szacunków liczby operacji w kolejnych okresach. Eksploatacja pojedynczego systemu jest coraz bardziej intensywna i spodziewamy się, że średnia liczba wykonywanych zabiegów przez jeden system będzie dalej rosła. Implikuje to wzrost przychodów powtarzalnych, które będą wpływać na poprawę rentowności spółki i zabezpieczą przychody na okresy, w których liczba instalacji będzie mniejsza.

W związku z wysokim zaawansowaniem prac nad kardioznacznikiem, projekt zostanie wyodrębniony do nowej spółki Syn2bio. W lipcu'25 Synektik ogłosił plan podziału, następnym krokiem będzie złożenie prospektu emisyjnego do KNF. Spodziewamy się, że nowa spółka powinna zostać wydzielona i notowana na GPW w okolicy połowy 2026 r. kalendarzowego.

W ostatnim czasie rynek nerwowo zareagował na pojawienie się nowego gracza na rynku robotyki chirurgicznej. W naszej ocenie rozwój konkurencji jest naturalny w tak dynamicznie rosnącej branży, natomiast ryzyko utraty pozycji lidera przez Intuitive Surgical w średnim okresie jest niewielkie. Duży udział w rynku i wysoka liczba wyszkolonych na tym systemie lekarzy, powinny zapewniać w kolejnych latach utrzymanie wiodącej roli w operacjach robotycznych.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	166,9	446,9	624,1	695,0	767,4	810,4
EBIT [mln PLN]	17,6	67,9	126,8	151,2	174,8	173,4
EBITDA z dział. kont. [mln PLN]	29,7	82,6	143,1	171,2	194,1	192,0
Wynik netto z dział. kont. [mln PLN]	10,3	52,5	98,5	120,7	140,0	139,2
P/E	188,0	36,9	23,4	19,4	17,1	14,3
P/BV	22,0	14,4	10,1	8,8	7,0	5,5
EV/EBIT	111,4	27,9	14,8	12,6	10,2	9,8
EV/EBITDA	66,2	22,9	13,1	11,1	9,2	8,8
DPS w okresie	0,5	0,6	3,0	8,3	6,4	7,3
DY	0,2%	0,3%	1,3%	3,6%	2,8%	3,2%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 261,1 PLN

25 SIERPNIA 2025, 13:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	231,5
Wycena porównawcza [PLN]	218,1
Wycena rNPV	33,0
Wycena końcowa [PLN]	261,1
Potencjał do wzrostu / spadku	15,0%
Koszt kapitału	11,9%
Cena rynkowa [PLN]	227,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 936,1
Ilość akcji [mln. szt.]	8,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	235,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	188,0
Stopa zwrotu za 3 mc	3,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	31,7%
Akcjonariat (% głosów):	
Książek Holding	26,1%
Melhus Company	24,0%
Pozostali	49,9%

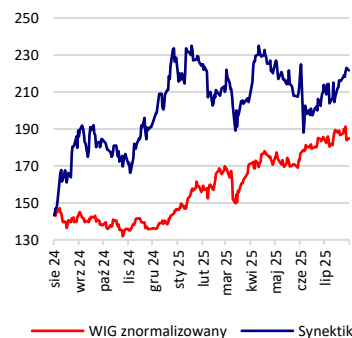
Anna Tobiasz, DI

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
WYDZIELENIE NOWEJ SPÓŁKI	4
INSTALACJE NOWYCH SYSTEMÓW DA VINCI	4
ROZWÓJ RYNKU ROBOTYKI CHIRURGICZNEJ	5
TELECHIRURGIA.....	6
OBNIŻENIE WYCEN ZABIEGÓW REFUNDOWANYCH.....	6
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYCENA RNPV	12
WYNIKI 3Q'24 FIN.....	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	14
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	166,9	446,9	624,1	695,0	767,4	810,4
Koszty sprzedaży	18,7	32,8	43,1	53,1	61,5	65,0
Koszty zarządu	9,5	13,7	15,6	19,6	21,5	23,7
EBIT	17,6	67,9	126,8	151,2	174,8	173,4
EBITDA	37,8	97,1	123,5	145,9	161,8	187,5
Sprzęt diagnostyczny i IT	29,7	98,9	143,6	174,7	195,4	191,9
Produkcja radiofarmaceutyków	7,3	11,2	16,3	17,6	20,2	22,9
Centrum Badań i Rozwoju	-8,1	-14,5	-2,5	-2,7	-2,6	-2,1
Centrum Badań nad Nowymi Częściami	0,0	0,0	-19,6	-25,3	-32,4	-4,5
Pozycje nieprzypisane	-0,5	-13,7	-14,3	-17,7	-18,5	-20,8
Eliminacje	1,3	0,6	0,0	-0,7	-0,4	0,1
EBITDA z dział. kont.	29,7	82,6	143,1	171,2	194,1	192,0
Zysk brutto z dział. kont.	12,3	65,7	123,8	149,3	173,3	172,2
Zysk netto z dział. kont.	10,3	52,5	98,5	120,7	140,0	139,2

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	126,7	131,3	162,9	154,7	150,6	147,5
Rzeczowe aktywa trwałe	35,1	37,7	59,4	64,0	65,9	67,9
Aktywa niematerialne	56,6	50,3	42,2	36,7	31,1	26,3
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	19,8	22,6	27,8	26,9	26,5	26,2
Aktywa obrotowe	109,8	168,6	214,8	308,0	302,6	442,7
Zapasy	48,3	21,3	12,7	47,3	13,2	16,2
Należności handlowe oraz pozostałe	47,4	79,7	114,3	172,4	96,3	145,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,7	62,7	84,3	66,2	171,0	259,0
Aktywa razem	236,5	299,9	377,7	462,7	453,3	590,2
Kapitał własny	87,8	134,2	192,1	219,6	278,2	351,0
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	43,7	47,5	49,7	59,7	54,3	52,2
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	0,0	0,0	3,9	3,9	3,9
Zobowiązania handlowe i pozostałe	11,8	11,6	4,0	6,1	3,4	6,1
Zobowiązania z tytułu leasingu	11,9	13,8	18,5	17,0	14,2	9,5
Zobowiązania krótkoterminowe	104,9	118,2	135,9	183,4	120,8	183,0
Oprocentowane kredyty i pożyczki	20,6	1,3	0,0	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania handlowe i pozostałe	71,6	90,8	92,7	139,9	78,2	141,8
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,1	3,6	5,0	5,1	4,3	2,8
Pasywa razem	236,5	299,9	377,7	462,7	453,3	586,2

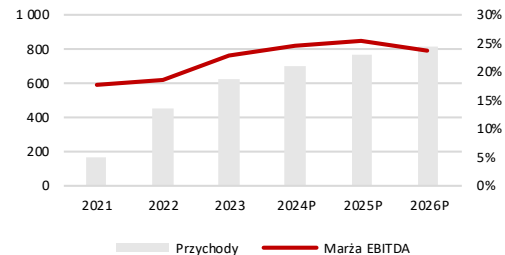
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	-6,2	96,1	89,6	68,2	183,0	171,3
Amortyzacja	12,0	14,8	16,5	20,5	19,9	19,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-11,5	-34,8	-12,8	-15,8	-16,0
CAPEX	-10,2	-9,7	-44,9	-16,1	-15,8	-16,0
Przepływy z działalności finansowej	2,1	-31,6	-33,2	-73,6	-62,3	-67,3
Dywidenda	-3,8	-5,1	-25,8	-70,4	-54,8	-62,4
Odsetki	-1,3	-1,6	-1,4	-2,1	-1,7	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-8,6	53,0	21,7	-18,1	104,9	88,0
Środki pieniężne	9,7	62,7	84,3	66,2	171,0	259,0

Liczba nowych instalacji da Vinci	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Polska	5	11	20	21	20	15
Czechy	1	9	7	6	7	4
Słowacja	1	1	0	2	1	1
Kraje nadbałtyckie				0	3	3
Razem	7	21	27	29	31	23

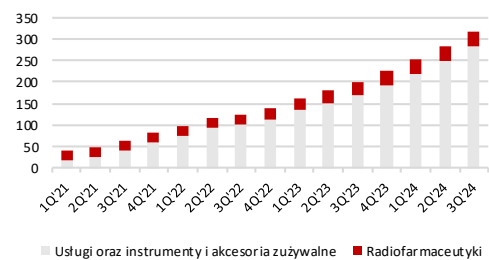
Liczba przeprowadzonych zabiegów [tys.]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Polska	3,0	5,9	11,9	19,5	26,4	32,8
Czechy i Słowacja	3,9	6,9	9,5	12,6	16,5	18,5
Kraje nadbałtyckie				0,0	0,3	0,7

Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji [mln]	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
ROE	12%	39%	43%	45%	41%	39%
ROA	4%	17%	22%	22%	25%	23%
DPS w okresie	0,5	0,6	3,0	8,3	6,4	7,3
Stopa dywidendy	0,2%	0,3%	1,3%	3,6%	2,8%	3,2%
P/E	188,0	36,9	23,4	19,4	17,1	14,3
P/BV	22,0	14,4	10,1	8,8	7,0	5,5
EV/EBITDA	66,2	22,9	13,1	11,1	9,2	8,8

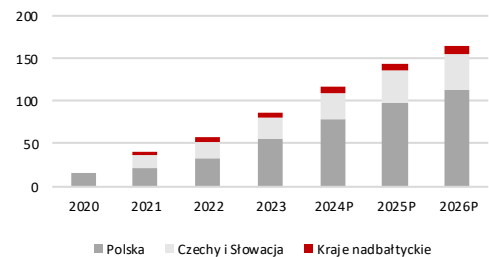
Marża EBITDA z dział. kont. [%] na tle przychodów [mln PLN]



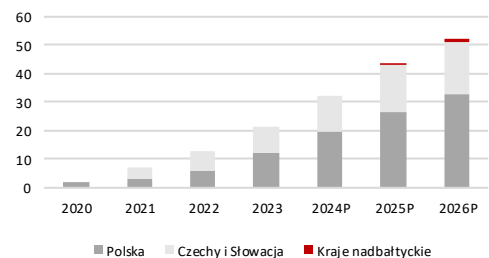
Przychody powtarzalne LTM [mln PLN]



Liczba robotów da Vinci pod opieką serwisową grupy



Liczba zabiegów przeprowadzonych przy użyciu da Vinci [tys.]



Czynniki ryzyka

- 1) Ryzyko walutowe
- 2) Ryzyko zmian w polityce zdrowotnej państwa
- 3) Ryzyko nieefektywnego wykorzystania sprzętu
- 4) Ryzyko zakończenia współpracy z producentami
- 5) Ryzyko dostępności finansowania dla klientów
- 6) Ryzyko ograniczenia popytu na radiofarmaceutyki
- 7) Ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych
- 8) Ryzyko badań klinicznych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 227,0 PLN.; dane dotyczą lat i kwartałów finansowych (październik-wrzesień)

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na trzech metodach. Biznes sprzętu diagnostycznego i IT, produkcji radiofarmaceutyków oraz CBR (działalność kontynuowana) wyceniliśmy za pomocą modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wyceny porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 finansowe (październik-wrzesień) sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 231,5 PLN. Wycena porównawcza do dystrybutorów sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 218,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 75% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 25% dla wyceny porównawczej. Projekt kardioznacznika wyceniliśmy w oparciu o metodę rNPV, która dała wartość 33,0 na akcję. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 261,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	mln PLN	PLN/akcję
Wycena DCF [PLN]	1 974,1	231,5
Wycena porównawcza [PLN]	1 859,9	218,1
Wycena rNPV [PLN]	281,3	33,0
Wycena końcowa [PLN]	2 226,9	261,1

Źródło: BDM S.A.

Wydzielenie nowej spółki

W związku z wysokim zaawansowaniem projektu kardioznacznika, Synektik postanowił wyodrębnić go do osobnej spółki. Zgodnie z planem podziału, nastąpi on w drodze przeniesienia na nowopowstałą spółkę – Syn2bio – części majątku spółki Synektik. Syn2bio będzie prowadzić działalność związaną z badaniami nad nowymi cząsteczkami farmaceutycznymi, w tym nad kardioznacznikiem.

Podział nie obniży kapitału zakładowego Synektika. Jednocześnie, zostanie przeprowadzone podwyższenie kapitału zakładowego Syn2bio z kwoty 0,1 mln PLN do 4,4 mln PLN poprzez emisję 8 529 129 akcji, czyli dokładnie tylu, na ile obecnie dzieli się kapitał spółki. Akcje nowej spółki zostaną przedzielone akcjonariuszom Synektika, przy zachowaniu stosunku wymiany 1:1.

Na potrzeby podziału dokonano wyceny. Wartość Synektika na dzień 30 czerwca 2025 ustalono na ok. 2,11 mld PLN (247,54 PLN na akcję), z czego ok. 163 mln PLN stanowi wartość wydzielana (19,14 PLN na akcję), czyli ok. 7,73%. Zwracamy uwagę, że Syn2bio została wyceniona metodą skorygowanych nakładów netto z uwzględnieniem wartości dotychczas poniesionych i części planowanych nakładów na projekty badawcze. Nie uwzględnia ona wartości potencjalnej komercjalizacji farmaceutyku.

Syn2bio zostanie wyposażona w środki niezbędne do kontynuowania badań przez okres kolejnych 12-14 miesięcy w kwocie 50 mln PLN. Są to środki, które zostaną wydatkowane od dnia dokonania wyceny, czyli 30.06.2025 r., dlatego w dniu podziału zostaną one pomniejszone o wydatki, jakie zostaną poniesione do tego momentu.

Instalacje nowych systemów da Vinci

Inwestycje z Krajowego Planu Odbudowy w ochronie zdrowia mają opiewać na 18 mld PLN, z czego ok. 5,2 mld PLN jest przeznaczone dla szpitali zakwalifikowanych do Krajowej Sieci Onkologicznej (KSO). Spośród 259 wniosków w obszarze onkologii, 102 szpitale uzyskały finansowanie. Część projektów obejmuje zakup sprzętu diagnostycznego oraz systemów robotyki chirurgicznej.

W związku z późniejszym niż zakładaliśmy ogłoszeniem listy projektów zakwalifikowanych do KPO, harmonogram instalacji, który prognozowaliśmy z poprzedniej rekomendacji uległ zmianie poprzez przesunięcie części inwestycji z pierwszych kwartałów na 2H'25 i 1H'26 (roku kalendarzowego). Ze względu na pojawiającą się dużą ilość kontraktów w ostatnim czasie spodziewamy się, że sezonowo mocny czwarty kwartał (1Q'25 fin.) zanotuje najwyższą liczbę dostarczonych systemów da Vinci, dlatego skorygowaliśmy prognozy na 1Q'25 fin. i 2Q'25 fin. (przesunięcie między kwartałami).

Wejście na rynek krajów bałtyckich przebiegło zgodnie z planem, jednak pierwsze dostawy jeszcze się nie pojawiły, dlatego korygujemy też założenia dla tego rynku.

Pozytywnie zaskoczyła nas też liczba zabiegów wykonanych w ostatnich okresach, dlatego podnosimy prognozy liczby procedur.

Zmiana założeń dotyczących instalacji da Vinci w stosunku do poprzedniej rekomendacji z dnia 11.12.2024

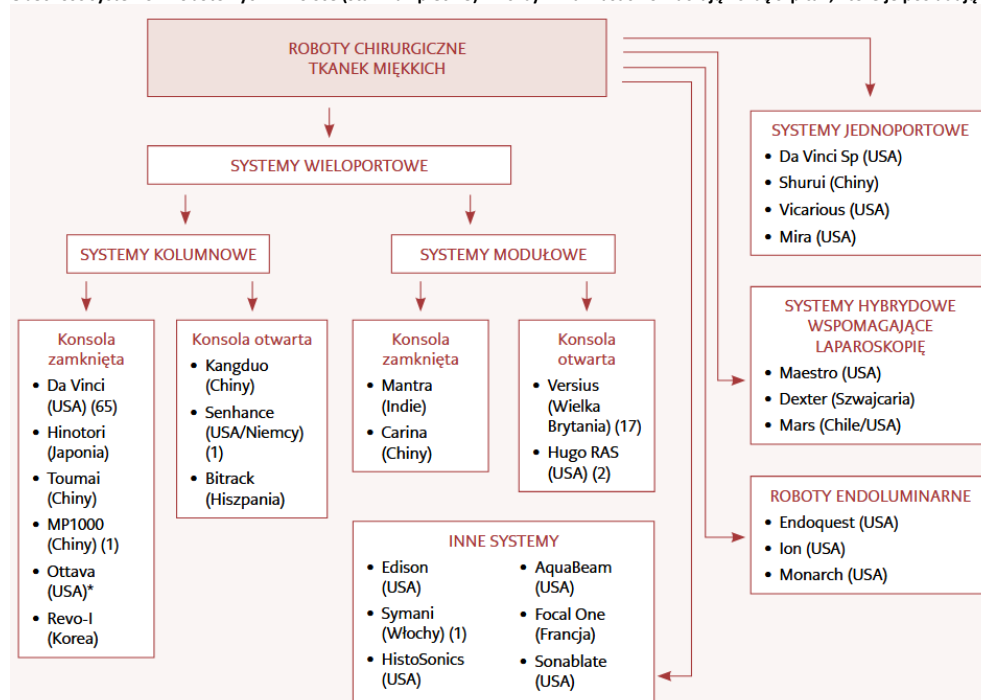
	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P	2023	2024P	2025P	2026P
Liczba nowych instalacji	9	3	6	11	16	5	9	1	27	29	31	23
Polska	8	0	4	9	10	3	7	0	20	21	20	15
Czechy	0	2	2	2	3	2	2	0	7	6	7	4
Słowacja	1	1	0	0	1	0	0	0	0	2	1	1
Kraje nadbałtyckie	0	0	0	0	2	0	0	1	0	0	3	3
Poprzednia prognoza	10	5	6	7	10	9	9	1	27	28	29	23
Polska	7	2	3	7	6	6	7	0	20	19	19	15
Czechy	2	2	2	0	2	2	2	0	7	6	6	4
Słowacja	1	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1
Kraje nadbałtyckie		1	1	0	1	1	0	1		2	3	3
Liczba przeprowadzonych zabiegów [tys.]	6,9	8,0	8,5	8,7	9,9	10,8	11,6	10,8	21,4	32,1	43,2	52,0
Polska	4,1	4,8	5,1	5,5	6,0	6,5	7,1	6,8	11,9	19,5	26,4	32,8
Czechy i Słowacja	2,8	3,2	3,4	3,2	3,9	4,2	4,4	3,9	9,5	12,6	16,5	18,5
Kraje nadbałtyckie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,7
Poprzednia prognoza	6,6	7,0	7,8	8,5	9,0	9,5	10,0	9,9	21,4	30,0	39,1	46,9
Polska	4,0	4,3	4,8	5,5	5,9	6,2	6,6	6,5	11,9	18,6	25,1	30,5
Czechy i Słowacja	2,5	2,7	3,0	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	9,5	11,3	13,4	15,0
Kraje nadbałtyckie			0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2		0,1	0,7	1,3

Rozwój rynku robotyki chirurgicznej

Rynek robotyki chirurgicznej rozwija się w szybkim tempie. Da Vinci jest liderem rynku i w najbliższych latach widzimy małe ryzyko utraty tej pozycji. W 2024 r. w asyście robotów da Vinci wykonano 2,68 mln zabiegów na świecie. Na rynkach, na których działa Synektik, wykonano ok. 24,1 tys. takich operacji.

W Polsce najbardziej liczącym się konkurentem aktualnie jest marka Versius – roboty modułowe, produkowane przez firmę CMR (Wielka Brytania). Trzecim graczem na rynku jest robot Hugo (w sierpniu'25 zainstalowano trzeci w Polsce system), amerykańskiej firmy Medtronic.

Obecność systemów robotowych w Polsce (stan na lipiec'25) – liczby w nawiasach oznaczają liczbę szpitali, które je posiadają



* system został tu zaklasyfikowany do konstrukcji kolumnowych, choć tak naprawdę ramiona są zintegrowane ze stołem operacyjnym, a nie oddzielną kolumną

Źródło: Modern Healthcare Institute „Rozwój chirurgii robotowej w Polsce w 2024 r.”

Z wymienionych powyżej urządzeń, Synektik jest dystrybutorem nie tylko da Vinci, ale także robota Symani. Jest to system wykorzystywany do zabiegów mikrochirurgicznych i supermikrochirurgicznych w obrębie naczyń krwionośnych, nerwów i naczyń limfatycznych.

W 1H'25 zamieszczenie na rynku wywołało pojawienie się nowego robota MP1000, produkowanego przez chińską spółkę Edge Medical. Dystrybutorem tego urządzenia w Polsce i innych krajach Europy Centralnej jest polska spółka Meden-Inmed. W czerwcu'25 podpisano kontrakt na sprzedaż pierwszego robota do polskiego szpitala. 1 sierpnia 2025 r. przeprowadzono dwie operacje na odległość, z użyciem tego robota. Operatorzy w Gdańsku kierowali zabiegami na pacjentach przebywających w Warszawie. Pierwszy z zabiegów dotyczył kardiochirurgii, natomiast drugi urologii.

W naszej ocenie, pojawienie się nowego gracza na rynku jest dosyć naturalną konsekwencją rozwoju tego obszaru. Ugruntowana pozycja i wysoki udział robotów da Vinci, a co za tym idzie duża liczba chirurgów przeszkolonych i doświadczonych w operacjach na tym systemie, powinny gwarantować utrzymanie pozycji lidera rynku w średnim okresie. Na koniec czerwca'25 w Polsce działało 69 systemów da Vinci. Spółka ma podpisane umowy na kolejne instalacje oraz startuje w kolejnych przetargach, dlatego zakładamy, że osiągnie swoje cele w zakresie instalacji (po ok. 30 systemów w 2024 r. fin. oraz w 2025 r. fin. na wszystkich rynkach, na których działa). Po zakończeniu projektów finansowanych w ramach KPO spodziewamy się spadku liczby instalacji, jednak wykonywane zabiegi pozwolą na osiąganie regularnych przychodów z tytułu dostaw instrumentów zużywalnych i akcesoriów oraz serwisu sprzętu.

Telechirurgia

Zabiegi telechirurgiczne (na odległość), z pewnością stanowią bardzo ważną rolę w rozwoju chirurgii. Pierwszy taki zabieg został przeprowadzony w 2001 roku i dotyczył usunięcia pęcherzyka żółciowego. Lekarz znajdował się w Nowym Jorku, natomiast pacjentka z Strasburgu. Operacja przeprowadzona na początku sierpnia w Polsce była pierwszym zabiegiem telechirurgicznym w Europie. Stanowi krok milowy w tej dziedzinie, jednak w naszej ocenie w średnim okresie trudno będzie o upowszechnienie tej metody.

Na świecie od lat trwa dyskusja na temat technologicznych i etycznych ograniczeń telechirurgii. Z jednej strony wątpliwości budzi ryzyko awarii i niestabilność połączenia sieciowego, które może wystąpić w trakcie zabiegu. W takiej sytuacji konieczna jest obecność przy pacjencie personelu, który w razie takiego wypadku będzie mógł przejąć stery i dokończyć operację. Rozwój technologii z każdym rokiem pozwala ograniczać to ryzyko. Opóźnienie transmisji w trakcie operacji w Warszawie wynosiło 5 milisekund. W sytuacji niepowodzenia operacji lub wystąpienia komplikacji, trudno stwierdzić kto powinien ponosić odpowiedzialność: szpital, lekarz operujący zdalnie, lekarz będący przy pacjencie, dostawca Internetu, czy producent systemu robotycznego.

Drugim, równie ważnym aspektem, są względy etyczne. Chirurg powinien być obecny przy pacjencie nie tylko w czasie operacji, ale także omówić wcześniej plan leczenia, a także zająć się nim po operacji. Lekarz, który nie jest obecny w trakcie operacji, a ma zająć się pacjentem po zabiegu, nie ma pełnego obrazu jego przebiegu, dlatego może nie wiedzieć z czego wynikają komplikacje. Takie argumenty były podnoszone w środowisku już wcześniej, w odniesieniu do lekarzy, którzy wykonywali zabiegi w różnych szpitalach, w których nie pracowali na co dzień, przez co pacjenci nie byli przez nich nadzorowani od początku do końca (artykuł portalu rynekzdrowia.pl *"Wycinacze" z wybujałym ego za konsolą robotów chirurgicznych? Sprawdzamy, jak wygląda nadzór nad zabiegami* - [link](#)).

Obniżenie wycen zabiegów refundowanych

W lipcu'25 NFZ obniżył wycenę prostatektomii w asyście robota medycznego z 32,7 tys. PLN do 28,1 tys. PLN (-14%). Obniżenie wyceny miało na celu jej urealnienie, biorąc pod uwagę rzeczywiste koszty oraz upowszechnienie robotów i zwiększenie liczby lekarzy mogących wykonywać takie zabiegi.

W naszej ocenie obniżenie wyceny nie powinno negatywnie wpłynąć na liczbę zabiegów wykonywanych w asyście robotów. Zwracamy uwagę, że refundacja prostatektomii przy użyciu robota została wprowadzona w kwietniu'22 i początkowo wynosiła ok. 21 tys. PLN, a jej wzrost wynikał z podniesienia wartości punktu diagnostycznego. Oznacza to, że aktualna cena jest istotnie wyższa od pierwotnej. Aktualnie trwają prace nad wdrożeniem refundacji w kolejnych wskazaniach, m. in. chirurgii klatki piersiowej.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko walutowe**

Spółka dystrybuje towary zagranicznych producentów oraz działa na rynkach zagranicznych, dlatego rozliczenia następują w walucie obcej, głównie USD i EUR. Wahanie kursów mogą wpływać na wyniki poszczególnych kwartałów i lat.

Kurs USD jest również istotnym elementem kształtującym wartość kardioznacznika. Zmiana prognoz dotyczących kursu może istotnie wpłynąć na wartość wyceny.
- **Ryzyko zmian w polityce zdrowotnej**

W tym zakresie istnieje ryzyko w obie strony. Wysokość nakładów na służbę zdrowia w kolejnych latach oraz zmiany legislacyjne mogą zarówno napędzać, jak i hamować rozwój spółek medycznych. Zapisany w ustawie docelowy poziom procentu PKB przeznaczonego na finansowanie służby zdrowia powinien przynieść wzrost nakładów na ten sektor w kolejnych latach. W 2024 r. widoczny jest jednak deficyt środków w NFZ, przez co szpitale dostają środki z nadwykonania procedur z opóźnieniem lub nie zostają one rozliczone. W przypadku utrzymywania trudnej sytuacji finansowej sektora, możliwe jest ograniczanie inwestycji w celu zaspokojenia bieżących potrzeb podmiotów leczniczych.
- **Ryzyko nieefektywnego wykorzystania sprzętu**

Robotyka chirurgiczna w Polsce rozwija się w szybkim tempie. W porównaniu do rozwiniętych rynków zagranicznych widoczne jest pole do dalszego rozwoju tej dziedziny. Istnieje jednak ryzyko, że zakupione urządzenia nie będą w pełni wykorzystywane przez brak wykwalifikowanej kadry lekarskiej. Zbyt szybkie tempo wzrostu liczby zainstalowanych urządzeń, motywowane dostępem do dofinansowań na ten cel, może okazać się nieefektywne w długiej perspektywie.
- **Ryzyko zakończenia współpracy z producentami**

Spółka ma podpisane z producentami umowy na dystrybucję sprzętu. Najważniejszą z nich jak dotąd jest umowa z Intuitive, która w 2024 r. została przedłużona do 2029 r. Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki spółki oraz sprawną współpracę, oceniamy to ryzyko jako mało prawdopodobne.
- **Ryzyko dostępności finansowania dla klientów**

Aktualnie szpitale mogą korzystać z programów dofinansowania inwestycji, z czego największym jest Krajowy Plan Odbudowy. W długim okresie, ograniczenia w pozyskiwaniu środków na zakup sprzętu oraz problemy finansowe placówek ochrony zdrowia, mogą ograniczać ten potencjał.
- **Ryzyko ograniczenia popytu na radiofarmaceutyki**

Badania PET-TK są refundowane przez NFZ, natomiast obowiązują limity wykonywania tych świadczeń. W przypadku trudności z finansowaniem NFZ, istnieje ryzyko, że badania ponadlimitowe nie zostaną rozliczone, dlatego placówki wykonujące badania w takiej sytuacji mogą ograniczać liczbę wykonywanych procedur. W przypadku diagnostyki onkologicznej w naszej ocenie ryzyko jest ograniczone. Z drugiej strony w ciągu roku w Polsce powinien zacząć działać nowy cyklotron, dlatego wzrośnie podaż radiofarmaceutyków.
- **Ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych**

Spółka w ciągu ostatnich lat rozwijała się bardzo intensywnie. Spodziewamy się, że w kolejnych okresach będzie musiała dostosować organizację do obecnej skali biznesu. W naszych prognozach ujęliśmy oczekiwany wzrost kosztów operacyjnych, natomiast istnieje ryzyko, że skala wzrostu okaże się większa.
- **Ryzyko badań klinicznych**

Kardioznacznik jest w trakcie badań klinicznych III fazy. Prawdopodobieństwo wprowadzenia produktu na rynek wzrosło powyżej 50%, natomiast dalej istnieje ryzyko osiągnięcia niesatysfakcjonujących wyników.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF dla segmentów sprzętu diagnostycznego i IT, produkcji radiofarmaceutyków i CBR 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 (5,4% vs 5,6% poprzednio), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia modelu

- Podnosimy założenia dotyczące instalacji nowych systemów da Vinci w 2024 r. fin. i 2025 r. fin. do odpowiednio 29 i 31 systemów (28 i 29 poprzednio). Trwa proces przygotowania placówek do instalacji w krajach nadbałtyckich, jednak ze względu na planowane późniejsze niż zakładaliśmy dostawy, zmieniamy prognozy dla tego rynku i szacujemy sprzedaż pierwszych 3 systemów w 2025 r. fin. (poprzednio zakładaliśmy dostawę 2 systemów w 2024 r. fin.)
- Liczba przeprowadzonych zabiegów w ostatnich okresach zaskoczyła nas pozytywnie, dlatego podnosimy prognozy w tym zakresie w kolejnych latach. Szacujemy wzrost tego wskaźnika o +50% r/r w 2024 r. fin. oraz +35% w 2025 r. fin. (poprzednio +40% i +30% r/r). Spodziewamy się, że zwiększenie bazy spowoduje zmniejszenie dynamiki w późniejszych latach, dlatego obniżamy prognozy wzrostu liczby zabiegów w długim okresie z 3% r/r do 2% r/r.
- Uwzględniając wzrost założeń dotyczących liczby nowych instalacji da Vinci oraz liczby zabiegów, a także przychodów z tytułu pozostałych urządzeń, podnosimy prognozy wyników segmentu sprzętu diagnostycznego i IT (szczegółowe prognozy w rozdziale „Prognoza na kolejne okresy”).
- Podtrzymujemy założenie pojawienia się efektu wymiany obecnie pracujących systemów na nowsze modele od 2028 r. – instalacja nowych systemów nie będzie bezpośrednio przekładać się na wzrost bazy zainstalowanych robotów.
- W segmencie radiofarmaceutyków obniżyliśmy założenia wzrostu przychodów i zysków ze względu na niższe od naszych wcześniejszych prognoz wyniki 1-3Q'24 fin. Spodziewamy się, że sektor ten będzie rozwijał się stabilnie, wraz ze wzrostem liczby badań PET-TK w Polsce. W 2024 r. fin. zakładamy osiągnięcie przychodów na poziomie podobnym do roku poprzedniego, natomiast w kolejnych latach powrót do dwucyfrowej dynamiki, a w długim okresie generowanie 10% wzrostu przychodów r/r.
- Podtrzymujemy prognozę spadku rentowności EBIT w 2025 r. fin., co wynikać będzie z jednej strony z istotnego udziału w sprzedaży nowych instalacji da Vinci, a z drugiej z rosnących kosztów operacyjnych, będących następstwem intensywnego rozwoju spółki i wejścia na nowe rynki (kraje nadbałtyckie).
- W segmencie Centrum Badawczo Rozwojowe, szacujemy wydatki rzędu 3,0 mln PLN w długim okresie. Są to nakłady na badania nad radiofarmaceutykami, nie uwzględniające projektu kardioznacznika.
- W średnim okresie szacujemy CAPEX na poziomie ok. 16 mln PLN rocznie (poprzednio 15,5 mln PLN). Nakłady te mogą wzrosnąć w przypadku zwiększonego zainteresowania dzierżawą urządzeń, jednak przy prognozowanym wzroście instalacji w związku z programem KPO, zakładamy pojawianie się pojedynczych nowych umów dzierżawy.
- W styczniu '25 spółka wypłaciła dywidendę, stanowiącą ok. 85% skonsolidowanego zysku netto za rok poprzedni. W kolejnych latach spodziewamy się, że spółka będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami w wymiarze ok. 55%, a w długim okresie ok. 80%.
- W naszej kalkulacji nie uwzględniamy przepływów związanych z przeprowadzeniem badań i komercjalizacją kardioznacznika, ponieważ został on wyceniony osobno metodą rNPV.
- Wycena DCF została sporządzona na dzień 25.08.2025 r.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,97 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 231,5 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	695,0	767,4	810,4	872,8	985,6	1 077,7	1 175,8	1 214,2	1 248,7	1 295,2
EBIT skorygowany [mln PLN]	151,2	174,8	173,4	178,8	199,4	215,2	231,8	241,6	246,0	253,3
Stopa podatkowa	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,0	33,5	33,2	34,3	38,2	41,2	44,4	46,3	47,2	48,6
NOPLAT [mln PLN]	122,2	141,3	140,1	144,5	161,2	173,9	187,4	195,3	198,9	204,8
Amortyzacja [mln PLN]	20,0	19,4	18,6	18,1	17,6	17,2	17,0	16,8	16,5	16,3
CAPEX [mln PLN]	-16,1	-15,8	-16,0	-16,2	-16,4	-16,6	-16,9	-16,7	-16,5	-16,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-43,6	45,8	14,3	-1,1	-1,9	-1,6	-1,7	-0,6	-0,6	-0,8
FCF [mln PLN]	82,6	190,6	157,1	145,3	160,5	173,0	185,8	194,7	198,3	204,0
DFCF [mln PLN]	81,6	168,7	124,4	102,9	101,6	97,9	94,0	88,0	80,2	73,7
Suma DFCF [mln PLN]	1 013,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 491,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	900,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 913,3									
Dług netto [mln PLN]	-60,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 974,1									
Ilość akcji [tys.]	8,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	231,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3%

Przychody zmiana r/r	11,4%	10,4%	5,6%	7,7%	12,9%	9,4%	9,1%	3,3%	2,8%	3,7%
EBIT zmiana r/r	19,2%	15,6%	-0,8%	3,1%	11,5%	7,9%	7,7%	4,2%	1,8%	3,0%
FCF zmiana r/r	103,1%	130,8%	-17,6%	-7,5%	10,4%	7,8%	7,4%	4,8%	1,9%	2,9%
Marża EBITDA	24,6%	25,3%	23,7%	22,6%	22,0%	21,6%	21,2%	21,3%	21,0%	20,8%
Marża EBIT	21,8%	22,8%	21,4%	20,5%	20,2%	20,0%	19,7%	19,9%	19,7%	19,6%
Marża NOPLAT	17,6%	18,4%	17,3%	16,6%	16,4%	16,1%	15,9%	16,1%	15,9%	15,8%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	80,3%	81,9%	86,0%	89,8%	93,3%	96,4%	99,3%	99,7%	99,9%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-6,3%	6,0%	1,8%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-61,5%	63,3%	33,2%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	94,0%	94,6%	96,9%	97,9%	98,5%	98,8%	99,0%	99,2%	99,3%	99,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Udział kapitału obcego	6,0%	5,4%	3,1%	2,1%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%
WACC	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	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									
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
beta	0,7	231,1	241,9	255,1	271,6	292,8	321,2	361,1	421,2	522,2
	0,8	218,0	227,1	238,1	251,7	268,8	291,2	321,5	365,1	433,1
	0,9	206,3	214,1	223,4	234,6	248,7	266,6	290,2	322,9	371,1
	1,0	195,8	202,5	210,4	219,8	231,5	246,0	264,8	290,0	325,5
	1,1	186,4	192,1	198,9	206,9	216,6	228,6	243,7	263,5	290,5
	1,2	177,9	182,8	188,6	195,5	203,6	213,6	226,0	241,9	262,8
	1,3	170,1	174,4	179,4	185,3	192,3	200,6	210,9	223,7	240,4

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
premia za ryzyko	3,5%	256,1	270,4	288,4	311,6	342,6	386,4	452,6	564,4	794,3
	4,5%	232,2	243,1	256,5	273,2	294,8	323,8	364,5	426,3	530,7
	5,5%	212,5	220,9	231,1	243,5	259,1	279,3	306,2	344,3	401,9
	6,5%	195,8	202,5	210,4	219,8	231,5	246,0	264,8	290,0	325,5
	7,5%	181,7	187,0	193,2	200,6	209,4	220,2	233,8	251,4	274,9
	8,5%	169,5	173,8	178,8	184,6	191,4	199,7	209,8	222,5	238,9
	9,5%	159,0	162,5	166,5	171,1	176,5	182,9	190,6	200,1	211,9

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

	beta									
		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
premia za ryzyko	3,5%	445,3	414,1	387,1	363,5	342,6	324,2	307,6	292,8	279,4
	4,5%	394,4	363,5	337,1	314,5	294,8	277,5	262,3	248,7	236,5
	5,5%	354,2	324,2	299,0	277,5	259,1	243,1	229,0	216,6	205,5
	6,5%	321,7	292,8	268,8	248,7	231,5	216,6	203,6	192,3	182,2
	7,5%	294,8	267,2	244,5	225,5	209,4	195,6	183,6	173,1	163,9
	8,5%	272,3	245,8	224,3	206,5	191,4	178,6	167,5	157,8	149,2
	9,5%	253,0	227,8	207,4	190,6	176,5	164,5	154,1	145,1	137,2

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla dystrybutorów sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków. Do obliczeń przyjęliśmy prognozy skorygowane o wyniki kardioznacznika.

Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 25.08.2025 roku.

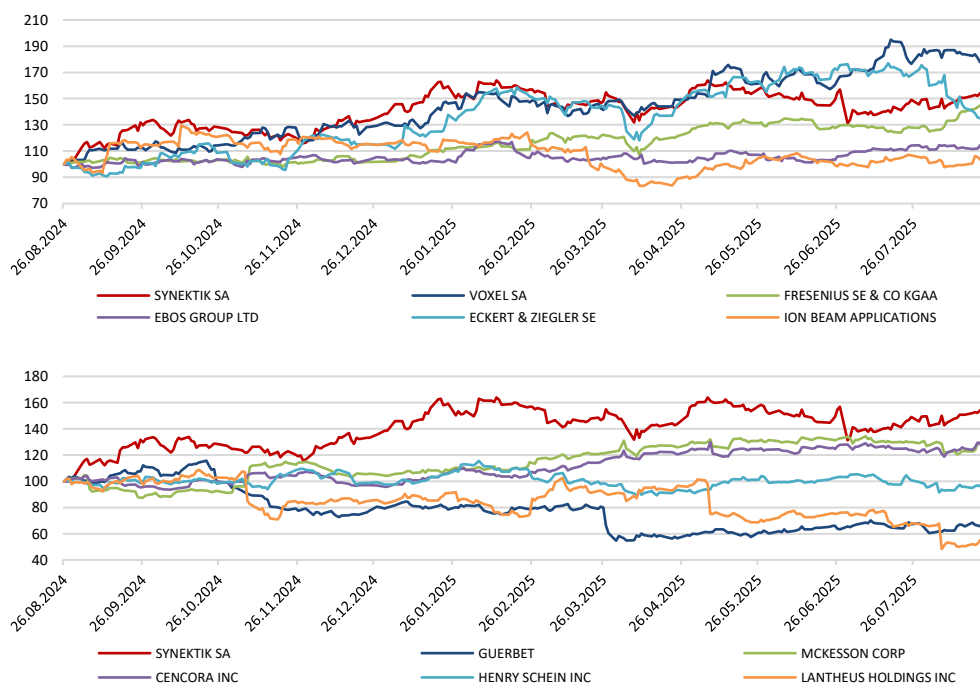
Porównując wyniki segmentów sprzętu diagnostycznego i IT oraz produkcji radiofarmaceutyków spółki Synektik do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 218,1 PLN.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
VOXEL	16,6	14,8	13,7	9,6	8,5	7,8	13,2	11,6	10,6
FRESENIUS	14,5	13,1	11,9	10,1	9,1	8,3	14,6	13,2	12,0
EBOS GROUP	30,0	25,1	22,7	15,4	14,0	12,9	19,2	16,8	15,4
ECKERT & ZIEGLER	21,6	19,5	17,7	10,9	9,8	8,7	13,2	11,8	10,3
ION BEAM APPLICATIONS	16,8	11,2	10,2	7,7	5,7	4,5	11,0	7,4	5,7
GUERBET	12,5	9,8	8,4	4,8	4,4	3,9	10,8	9,2	8,0
MCKESSON CORP	20,5	18,4	16,9	15,3	13,1	12,1	15,9	14,0	12,8
CENCORA	18,2	16,8	15,5	13,0	11,8	10,8	14,4	13,1	12,0
HENRY SCHEIN	14,2	13,3	12,2	9,4	8,6	7,9	10,9	9,9	8,9
LANTHEUS HOLDINGS	9,5	9,6	8,1	6,8	5,7	3,9	7,2	6,3	4,2
Mediana	16,7	14,0	13,0	9,9	8,9	8,1	13,2	11,7	10,5
Synektik	19,4	17,1	14,3	13,0	11,1	9,0	12,6	10,2	9,8
Premia/dyskonto grupa	16%	22%	11%	32%	25%	12%	-5%	-13%	-6%
Wycena wg wskaźnika	194,9	186,5	205,3	205,5	221,3	212,2	238,8	257,3	240,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		195,6			213,0			245,6	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	218,1								

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 25.08.2025

Zachowanie kursu Synektik na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYCENA rNPV

Wyceny kardioznacznika dokonaliśmy w oparciu o metodę rNPV (NPV ważone ryzykiem). Spółka jest na etapie przeprowadzania badań III fazy. Zgodnie ze statystykami badań klinicznych przeprowadzanych w latach 2014-2023, szacujemy prawdopodobieństwo zakończenia III fazy na 55,0% oraz późniejszej rejestracji na 91,8%.

W związku ze zwiększonymi kosztami, charakteryzującymi fazę III badań klinicznych, spodziewamy się wydatków rzędu 25,9 mln PLN w 2024, 32,9 mln PLN w 2025 fin., oraz 5,0 mln PLN w 2026 fin. z tytułu rejestracji.

Oczekujemy, że badania III fazy zostaną zakończone w 2027 r. kalendarzowym, następnie konieczne będzie przejście procesu rejestracji, dlatego do sprzedaży powinien trafić w 2028 r. W naszej wycenie zakładamy sprzedaż praw partnerowi, który wprowadzi kardioznacznik na rynek w 2026 r. fin. Wartość upfront payment przyjmujemy w wysokości 75 mln USD, a płatności za kamienie milowe (zakończenie badań III fazy, rejestracja) w kwocie 15 mln USD. W naszej ocenie jest to dosyć konserwatywne podejście, patrząc na zaawansowanie prac, jednak biorąc pod uwagę różne scenariusze komercjalizacji (sprzedaż przed ukończeniem III fazy lub po ukończeniu, ale przed rejestracją, ewentualnie po samodzielnie zakończonym procesie rejestracji), ostrożnie podchodzimy do prognoz w tym zakresie.

Istotnym czynnikiem kształtującym wycenę jest wysokość płatności royalties po wprowadzeniu kardioznacznika na rynek. Zakładamy, że koszt jednej dawki może wahać się w przedziale 400-450 USD, a liczba wykonywanych badań osiągnie poziom 2,7 tys. w 2030 r. fin. i będzie rosła w długim okresie ok. 2% r/r. Zakładamy, że spółka będzie otrzymywać royalties w wysokości 7% sprzedaży.

Do obliczeń zastosowaliśmy WACC wyliczony przy wycenie DCF, pomniejszony o ryzyko rynkowe, ponieważ zostało ono uwzględnione w kalkulacji skorygowanych o ryzyko przepływów pieniężnych.

Wycena rNPV wykazała wartość projektu w wysokości 281,3 mln PLN, co daje 33,0 PLN na akcję.

Wycena rNPV

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Koszty [mln PLN]	-25,9	-32,9	-5,0							
Upfront payment [mln USD]			75,0							
Milestones [mln USD]				15,0						
Koszt znacznika [USD]				400,0	400,0	404,0	408,0	412,1	416,2	420,4
Liczba wykonanych badań [tys.]				100,0	300,0	900,0	1 350,0	1 377,0	1 404,5	1 432,6
% royalties				7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Royalties [mln USD]				40,0	120,0	363,6	550,9	567,5	584,6	602,3
Kurs USD/PLN	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
CF [mln PLN]	-25,9	-32,9	268,5	63,6	29,7	89,9	136,1	140,2	144,5	148,8
Prawdopodobieństwo powodzenia	55%	55%	92%	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC - premia za ryzyko	5,6%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
CF ważone ryzykiem	-23,6	-28,4	131,9	29,6	12,0	34,6	49,7	48,5	47,4	46,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
CF ważone ryzykiem po opodatkowaniu	-19,1	-23,0	106,6	24,0	9,7	27,9	40,1	39,2	38,3	37,5
rNPV [mln PLN]	281,3									
Liczba akcji [mln]	8,5									
rNPV per share [PLN]	33,0									

Źródło: DM BDM S.A.

WYNIKI 3Q'24 FIN.

W 3Q'24 fin. (kwiecień-czerwiec'25) spółka rozliczyła sprzedaż 6 systemów robotycznych da Vinci w Polsce i Czechach. W naszych prognozach zakładaliśmy dostawę 5 systemów. Z drugiej strony przeszacowaliśmy przychody z tytułu pozostałych urządzeń. Przychody powtarzalne w omawianym okresie wzrosły o +69% r/r do 82,1 mln PLN (LTM +67% r/r do 284,0 mln PLN). Rosnąca liczba zainstalowanych urządzeń medycznych oraz wzrost liczby procedur wykonywanych przy ich użyciu, implikują wzrost powtarzalnych przychodów w kolejnych okresach.

W 3Q'24 fin. rynki robotyki chirurgicznej, na których obecna jest spółka, rozwijały się w wysokim tempie. W Polsce zrealizowano 5,1 tys. zabiegów chirurgicznych w asyście da Vinci (+57% r/r), a w Czechach i na Słowacji 3,4 tys. zabiegów (+28% r/r). Na koniec czerwca'25 w Polsce użytkowanych było 69 autoryzowanych systemów da Vinci, a w Czechach i na Słowacji 36 systemów. Pod opieką serwisową grupy na koniec czerwca'25 znajdowało się 105 systemów.

Spółka zrealizowała też m. in. dostawę tomografu komputerowego oraz produktów diagnostycznych marki Hologic (m. in. mammograf). Grupa kontynuuje wdrażanie SynDose w kolejnych pracowniach diagnostyki obrazowej oraz rozwija Zbadani.pl

Przychody segmentu Sprzętu diagnostycznego i IT okazały się lekko niższe od naszych szacunków. Sprzedaż wyniosła 139,7 mln PLN (+22,4% r/r) vs 142,5 mln PLN ocz. Zysk EBITDA wyniósł 42,8 mln PLN (vs 40,3 mln PLN ocz.), co oznacza wzrost rentowności z 27,8% w 3Q'23 fin. do 30,6% w 3Q'24 fin (prognozowaliśmy 28,3%).

Wyniki segmentu radiofarmaceutyków okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami. Po słabszym 2Q'24 fin. wyniki omawianego okresu pokazały odbicie. Najbardziej widoczne było to w obszarze produktów uzupełniających, których sprzedaż wzrosła +136% r/r. W 2Q'24 fin. dostawy generatorów były opóźnione z przyczyn niezależnych od spółki. Przychody całego segmentu wyniosły 15,1 mln PLN (+47,5% r/r), a EBITDA 5,2 mln PLN (+50,0% r/r).

W ramach Centrum Badań nad Nowymi Częsteczkami spółka kontynuuje badania nad kardioznacznikiem. Koszty 3Q'24 fin. okazały się znacząco wyższe od naszych założeń (8,2 mln PLN vs 5,8 mln PLN ocz.) Przekłada się to na -8,1 mln PLN EBITDA z działalności wydzielanej.

Wyniki 3Q'24 fin. oceniamy pozytywnie. Przychody na poziomie grupy okazały się delikatnie niższe od naszych prognoz, jednak wynikowo spółka przebiła nasze oczekiwania. EBITDA z działalności kontynuowanej wyniosła 41,6 mln PLN (+31,4% r/r), podwyższając rentowność z 25,5% do 27,0%. W naszej ocenie było to związane ze zwiększoną sprzedażą towarów o wyższej marży. Wynik netto z działalności kontynuowanej wzrósł o +36,0% r/r do 30,5 mln PLN, przewyższając nasze prognozy o 9,9%. Zysk skonsolidowany obniżyła działalność wydzielana. W związku z prowadzeniem badań klinicznych wzrost kosztów jest uzasadniony, dlatego odbieramy to neutralnie.

Backlog na koniec czerwca'25 wyniósł 32,8 mln PLN, wobec 20,5 mln PLN rok wcześniej. Podkreślamy istotny wzrost aktywnych ofert (137,0 mln PLN vs 97,0 mln PLN rok wcześniej). Od tego czasu spółka zawarła umowy, m. in. na dostawę systemów da Vinci, tomografów komputerowych oraz angiografów. 7 umów zostało uznanych za znaczące (przekazane w ramach ESPI). Wzrost backlogu i aktywnych ofert w naszej ocenie częściowo wynika z realizacji projektów w ramach KPO, dlatego do połowy 2026 r. można oczekiwać wzmożonych inwestycji.

Prognozy wyników za 3Q'24 fin. [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	r/r	3Q'24P BDM	różnica
Przychody ze sprzedaży	124,0	154,2	24,4%	157,1	-1,8%
EBIT	27,8	36,4	31,0%	34,9	4,5%
EBITDA z działalności kontynuowanej	31,7	41,6	31,4%	40,1	3,7%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	31,7	42,8	34,9%	40,3	6,0%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	3,4	5,2	50,0%	4,9	5,7%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,7	-0,8	-	-0,8	-
<i>Centrum Badań nad Nowymi Częsteczkami - część wydzielana</i>	-7,1	-8,1	-	-4,1	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-2,8	-5,0	-	-4,5	-
EBITDA razem	24,6	33,5	36,3%	36,0	-6,9%
Wynik netto z dział. kont.	22,5	30,5	36,0%	27,8	9,9%
Działalność wydzielana	-5,7	-6,8	-	-4,7	-
Wynik netto	16,7	23,7	41,6%	23,1	2,5%
Marża EBIT	22,4%	23,6%		22,2%	
Marża EBITDA z dział. kont.	25,5%	27,0%		25,5%	
Marża zysku netto z dział. kont.	18,1%	19,8%		17,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na kolejne kwartały [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
Przychody ze sprzedaży	143,8	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	141,1	203,1	124,7	154,2	212,9
EBIT	24,6	3,2	17,0	23,0	48,8	21,0	27,8	29,2	45,7	25,4	36,4	43,7
EBITDA z działalności kontynuowanej	28,0	6,8	20,9	26,9	52,7	24,9	31,7	33,8	50,5	30,4	41,6	48,7
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	30,3	9,7	24,9	34,0	53,1	23,4	31,7	35,3	50,6	32,2	42,8	49,1
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	1,5	3,3	3,1	3,4	4,1	4,4	3,4	4,3	3,9	3,8	5,2	4,7
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-1,7	-3,3	-4,6	-4,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,4	-4,3	-7,1	-4,9	-4,1	-5,1	-8,1	-8,1
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-2,0	-2,8	-2,7	-6,2	-4,2	-2,3	-2,8	-5,0	-3,5	-4,9	-5,0	-4,4
EBITDA razem	29,8	10,2	25,4	31,7	49,3	20,6	24,6	29,0	46,5	25,3	33,5	40,6
Wynik netto z działalności kontynuowanej	19,1	4,0	13,5	15,8	37,4	15,7	22,5	22,9	36,5	18,6	30,5	35,0
Marża EBIT	17,1%	4,8%	16,8%	17,0%	18,0%	23,9%	22,4%	20,7%	22,5%	20,4%	23,6%	20,5%
Marża EBITDA	19,5%	10,4%	20,5%	19,8%	19,4%	28,4%	25,5%	24,0%	24,9%	24,4%	27,0%	22,9%
Marża zysku netto	13,3%	6,1%	13,3%	11,7%	13,8%	17,9%	18,1%	16,2%	18,0%	15,0%	19,8%	16,4%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	134,8	125,4	128,6	166,9	446,9	624,1	695,0	767,4	810,4	872,8	985,6	1 077,7
EBIT	12,7	12,0	11,2	17,6	67,9	126,8	151,2	174,8	173,4	178,8	199,4	215,2
EBITDA z działalności kontynuowanej	18,0	18,6	19,2	29,7	82,6	143,1	171,2	194,1	192,0	196,9	217,0	232,4
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	19,7	17,8	18,6	29,7	98,9	143,6	174,7	195,4	191,9	193,4	213,6	229,3
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	7,8	8,4	7,6	7,3	11,2	16,3	17,6	20,2	22,9	27,8	30,2	32,8
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-2,4	-3,1	-3,8	-8,1	-14,5	-2,5	-2,7	-2,6	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-19,6	-25,3	-32,4	-4,5	0,5	0,5	0,5
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-7,4	-5,0	-4,1	-0,5	-13,7	-14,3	-17,7	-18,5	-20,8	-23,3	-26,1	-29,5
EBITDA razem	20,3	21,6	23,0	37,8	97,1	123,5	145,9	161,8	187,5	197,4	217,5	232,9
Wynik netto z działalności kontynuowanej	9,1	8,8	8,4	10,3	52,5	98,5	120,7	140,0	139,2	143,9	160,8	173,7
Marża EBIT	9,4%	9,6%	8,7%	10,6%	15,2%	20,3%	21,8%	22,8%	21,4%	20,5%	20,2%	20,0%
Marża EBITDA	13,3%	14,8%	14,9%	17,8%	18,5%	22,9%	24,6%	25,3%	23,7%	22,6%	22,0%	21,6%
Marża zysku netto	6,8%	7,0%	6,5%	6,2%	11,7%	15,8%	17,4%	18,3%	17,2%	16,5%	16,3%	16,1%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dnia 11.12.2024

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	671,1	695,0	3,6%	734,5	767,4	4,5%	787,1	810,4	3,0%
EBITDA	143,8	145,9	1,4%	154,7	161,8	4,5%	176,5	187,5	6,2%
EBITDA z działalności kontynuowanej	168,2	171,2	1,8%	179,1	194,1	8,4%	180,3	192,0	6,5%
EBIT	151,9	151,2	-0,5%	163,0	174,8	7,2%	164,4	173,4	5,4%
Wynik brutto	150,4	149,3	-0,7%	161,6	173,3	7,2%	163,1	172,2	5,6%
Wynik netto (dz. kont. + zan.)	101,1	99,6	-1,4%	110,1	113,5	3,0%	128,0	135,1	5,5%
marża EBITDA	21,4%	21,0%		21,1%	21,1%		22,4%	23,1%	
marża EBIT	25,1%	24,6%		22,2%	22,8%		22,9%	23,7%	
marża netto	15,1%	14,3%		15,0%	14,8%		16,3%	16,7%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	131,3	162,9	154,7	150,6	147,5	145,2	143,5	142,4	141,8	141,3	140,9	140,4
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	59,4	64,0	65,9	67,9	69,9	71,9	74,1	76,3	78,5	80,8	83,2
Aktywa niematerialne	50,3	42,2	36,7	31,1	26,3	22,3	18,9	16,0	13,6	11,5	9,8	8,3
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	22,6	27,8	26,9	26,5	26,2	25,8	25,5	25,2	24,9	24,2	23,1	21,8
Aktywa obrotowe	168,6	214,8	308,0	302,6	442,7	521,9	587,1	648,2	713,8	765,9	814,8	869,1
Zapasy	21,3	12,7	47,3	13,2	16,2	17,5	19,7	21,5	23,5	24,3	25,0	25,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	79,7	114,3	172,4	96,3	145,4	156,6	176,8	193,4	211,0	217,9	224,1	232,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62,7	84,3	66,2	171,0	259,0	325,8	368,5	411,2	457,2	501,7	543,7	588,8
Aktywa razem	299,9	377,7	462,7	453,3	590,2	667,1	730,6	790,6	855,6	907,3	955,7	1 009,6
Kapitał własny	134,2	192,1	219,6	278,2	351,0	420,6	466,3	511,3	559,6	605,0	647,7	693,4
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	47,5	49,7	59,7	54,3	52,2	49,5	48,3	47,6	47,4	47,0	46,9	47,0
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	0,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Zobowiązania z tytułu leasingu	13,8	18,5	17,0	14,2	9,5	6,3	4,2	2,7	1,8	1,2	0,8	0,5
Zobowiązania krótkoterminowe	118,2	135,9	183,4	120,8	183,0	192,9	212,0	227,7	244,6	251,1	257,1	265,1
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,6	5,0	5,1	4,3	2,8	1,9	1,2	0,8	0,5	0,4	0,2	0,2
Pasywa razem	299,9	377,7	462,7	453,3	586,2	663,0	726,6	786,6	851,6	903,2	951,7	1 005,5

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	446,9	624,1	695,0	767,4	810,4	872,8	985,6	1 077,7	1 175,8	1 214,2	1 248,7	1 295,2
Koszty sprzedaży	-32,8	-43,1	-53,1	-61,5	-65,0	-69,6	-77,9	-85,0	-92,7	-95,8	-98,7	-102,6
Koszty zarządu	-13,7	-15,6	-19,6	-21,5	-23,7	-26,0	-28,7	-31,5	-34,7	-38,1	-41,9	-44,0
EBIT	67,9	126,8	151,2	174,8	173,4	178,8	199,4	215,2	231,8	241,6	246,0	253,3
EBITDA	97,1	123,5	145,9	161,8	187,5	197,4	217,5	232,9	249,2	258,8	263,0	270,0
Sprzęt diagnostyczny i IT	98,9	143,6	174,7	195,4	191,9	193,4	213,6	229,3	245,9	255,4	259,6	264,6
Produkcja radiofarmaceutyków	11,2	16,3	17,6	20,2	22,9	27,8	30,2	32,8	35,7	38,9	42,5	46,5
Centrum Badań i Rozwoju	-14,5	-2,5	-2,7	-2,6	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
Centrum Badań nad Nowymi Częściami	0,0	-19,6	-25,3	-32,4	-4,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
Pozycje nieprzypisane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminacje	-13,7	-14,3	-17,7	-18,5	-20,8	-23,3	-26,1	-29,5	-33,1	-37,1	-41,3	-43,8
EBITDA z działalności kontynuowanej	82,6	143,1	171,2	194,1	192,0	196,9	217,0	232,4	248,8	258,3	262,6	269,6
Zysk brutto	65,7	123,8	149,3	173,3	172,2	178,1	199,0	214,9	231,7	241,5	246,0	253,4
Zysk netto z działalności kontynuowanej	52,5	98,5	120,7	140,0	139,2	143,9	160,8	173,7	187,3	195,2	198,9	204,8

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	96,1	89,6	68,2	183,0	171,3	160,5	176,4	189,5	202,8	211,6	215,2	220,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,5	-34,8	-12,8	-15,8	-16,0	-16,2	-16,4	-16,6	-16,9	-16,7	-16,5	-16,3
Przepływy z działalności finansowej	-31,6	-33,2	-73,6	-62,3	-67,3	-77,6	-117,3	-130,1	-139,9	-150,4	-156,6	-159,4
Przepływy pieniężne netto	53,0	21,7	-18,1	104,9	88,0	66,7	42,7	42,7	46,0	44,5	42,0	45,0
Środki pieniężne na początek okresu	9,7	62,7	84,3	66,2	171,0	259,0	325,8	368,5	411,2	457,2	501,7	543,7
Środki pieniężne na koniec okresu	62,7	84,3	66,2	171,0	259,0	325,8	368,5	411,2	457,2	501,7	543,7	588,8

Prezentowane wyniki nie uwzględniają przychodów z tytułu komercjalizacji kardioznacznika;

Dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

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	167,8%	39,7%	11,4%	10,4%	5,6%	7,7%	12,9%	9,4%	9,1%	3,3%	2,8%	3,7%
EBITDA zmiana r/r	178,7%	73,1%	19,7%	13,4%	-1,1%	2,5%	10,2%	7,1%	7,0%	3,8%	1,6%	2,7%
EBIT zmiana r/r	285,2%	86,9%	19,2%	15,6%	-0,8%	3,1%	11,5%	7,9%	7,7%	4,2%	1,8%	3,0%
Zysk netto zmiana r/r	409,2%	57,4%	20,6%	13,9%	19,1%	6,5%	11,8%	8,0%	7,8%	4,3%	1,9%	3,0%
Marża EBITDA	21,7%	19,8%	21,0%	21,1%	23,1%	22,6%	22,1%	21,6%	21,2%	21,3%	21,1%	20,8%
Marża EBIT	15,2%	20,3%	21,8%	22,8%	21,4%	20,5%	20,2%	20,0%	19,7%	19,9%	19,7%	19,6%
Marża brutto	14,7%	19,8%	21,5%	22,6%	21,2%	20,4%	20,2%	19,9%	19,7%	19,9%	19,7%	19,6%
Marża netto	11,7%	15,8%	17,4%	18,3%	17,2%	16,5%	16,3%	16,1%	15,9%	16,1%	15,9%	15,8%
COGS / przychody	70,5%	69,6%	67,1%	65,9%	67,3%	68,2%	68,7%	68,9%	69,2%	68,8%	68,8%	68,9%
SG&A / przychody	10,4%	9,4%	10,5%	10,8%	10,9%	11,0%	10,8%	10,8%	10,8%	11,0%	11,3%	11,3%
SG&A / COGS	14,8%	13,5%	15,6%	16,4%	16,3%	16,1%	15,7%	15,7%	15,6%	16,0%	16,4%	16,4%
ROE	39,1%	43,0%	45,4%	40,8%	38,5%	34,2%	34,5%	34,0%	33,5%	32,3%	30,7%	29,5%
ROA	17,5%	21,9%	21,5%	25,0%	22,9%	21,6%	22,0%	22,0%	21,9%	21,5%	20,8%	20,3%
Dług	18,7	23,5	27,9	24,3	18,1	13,9	11,2	9,4	8,2	7,4	6,8	6,5
D / (D+E)	12,2%	10,9%	11,3%	8,0%	4,9%	3,2%	2,3%	1,8%	1,4%	1,2%	1,0%	0,9%
D / E	14,0%	12,2%	12,7%	8,7%	5,2%	3,3%	2,4%	1,8%	1,5%	1,2%	1,1%	0,9%
Dług netto	-43,9	-60,8	-38,2	-146,7	-240,9	-311,8	-357,3	-401,8	-449,1	-494,3	-536,9	-582,3
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBITDA	-0,5	-0,5	-0,3	-0,9	-1,3	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,2
Dług netto / EBIT	-0,6	-0,5	-0,3	-0,8	-1,4	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3
EV	1 892,2	1 875,3	1 897,9	1 789,4	1 695,2	1 624,3	1 578,8	1 534,3	1 487,0	1 441,8	1 399,2	1 353,8
Dług / EV	1,0%	1,3%	1,5%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Przychody	2,2%	7,2%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	65,5%	271,4%	78,2%	79,7%	83,7%	87,4%	90,8%	93,9%	96,7%	97,1%	97,3%	97,3%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	2,6%	3,0%	2,6%	2,4%	2,1%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	-3,1%	5,1%	6,3%	-6,0%	-1,8%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-4,9%	17,8%	61,5%	-63,3%	-33,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	4,3	3,1	2,8	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,5
P/E*	36,9	23,4	19,4	17,1	14,3	13,5	12,0	11,1	10,3	9,9	9,7	9,5
P/BV*	14,4	10,1	8,8	7,0	5,5	4,6	4,2	3,8	3,5	3,2	3,0	2,8
P/CE*	28,8	19,6	16,2	14,6	12,6	12,0	10,8	10,1	9,5	9,1	9,0	8,8
EV/EBITDA*	22,9	13,1	11,1	9,2	8,8	8,2	7,3	6,6	6,0	5,6	5,3	5,0
EV/EBIT*	27,9	14,8	12,6	10,2	9,8	9,1	7,9	7,1	6,4	6,0	5,7	5,3
EV/S*	4,2	3,0	2,7	2,3	2,1	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
BVPS	15,7	22,5	25,7	32,6	41,1	49,3	54,7	59,9	65,6	70,9	75,9	81,3
EPS	6,1	9,7	11,7	13,3	15,8	16,9	18,9	20,4	22,0	22,9	23,3	24,0
CEPS	7,9	11,6	14,0	15,6	18,0	19,0	20,9	22,4	23,9	24,9	25,3	25,9
FCFPS	10,1	5,2	6,1	19,6	18,2	16,9	18,8	20,3	21,8	22,9	23,3	24,0
DPS w okresie	0,6	3,0	8,3	6,4	7,3	8,7	13,5	15,1	16,3	17,6	18,3	18,7
DY	0,3%	1,3%	3,6%	2,8%	3,2%	3,8%	5,9%	6,6%	7,2%	7,7%	8,1%	8,2%
Payout ratio	49,7%	49,3%	85,2%	55,0%	55,0%	55,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

* obliczenia przy cenie 227,0 PLN

Prezentowane wyniki nie uwzględniają przychodów z tytułu komercjalizacji kardioznacznika

Dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

Źródło: BDM S.A.

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 Synektik

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	261,1	Kupuj	225,5	25.08.2025	13:15 CEST	227,0	108 385,41
Kupuj	225,5	---	---	11.12.2024	11:00 CET	183,0	82 374,29

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, jaką 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 3Q'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	2	33%	0	0%
Akumuluj	3	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	17%	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.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawartą umowę 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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-08-25.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-08-25 (13:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-01.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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.

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 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 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 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 WPŁYWAĆ 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 podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premii. 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 25.08.2025 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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 jakiejkolwiek 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.
- Nie 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 jakiejkolwiek 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

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 świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.