



Dom Maklerski BDM S.A.

## SYNTHAVERSE

### RAPORT ANALITYCZNY

## KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 6,7 PLN

13 WRZEŚNIA 2023, 11:30 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Synthaverse od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 6,7 PLN. Spółka intensywnie inwestuje w powiększenie mocy produkcyjnych deficytowego w skali globalnej leku na raka pęcherza moczowego. Po zakończeniu inwestycji w 2025 r. wolumen produkcji wzrośnie 6-krotnie przy jednoczesnym wzroście marży, dzięki zamianie dotychczasowych ampułek na fiołki.

Synthaverse (dawniej Biomed-Lublin) zajmuje się produkcją leków z obszaru onkologii, hematologii i immunologii. Produkty spółki sprzedawane są w 35 krajach, przy czym na niektórych rynkach leki te nie są zarejestrowane, ale ze względu na duże zapotrzebowanie na deficytowe wyroby, otrzymują one pozwolenie na import.

Spółka jest jedynym krajowym dostawcą szczepionki przeciwgruźliczej BCG 10. W Polsce szczepienie to jest obowiązkowe w pierwszych dniach życia dziecka, dlatego co roku NFZ organizuje przetarg na dostawę szczepionek, który wygrywa Synthaverse. W ostatnim czasie widać też zwiększone zamówienia z zagranicy. W czerwcu'23 produkt został zarejestrowany na Węgrzech. W tym czasie spółka otrzymała też istotne zamówienie na dostawę niemal 1,7 mln dawek szczepionki na Ukrainę (zamówienie rozłożone na 2023 i 2024 r.) Do segmentu BCG wlicza się też produkcja i sprzedaż Onko BCG (lek na raka pęcherza moczowego), który ma kluczowe znaczenie dla rozwoju spółki. W 2022 r. przychody segmentu stanowiły 46% sprzedaży spółki.

Drugą nogą biznesu jest segment tradycyjny (54% sprzedaży spółki w 2022 r.), w którym Synthaverse produkuje Distreptazę (lek stosowany w ginekologii), preparaty krwiopochodne, wykorzystywane w konflikcie maczyno-łożowym oraz w profilaktyce zapalenia wątroby typu B oraz Lacid – probiotyk produkowany dla ZF Polpharma. Spółka posiada ugruntowaną pozycję na rynku. W sprzedaży zagranicznej dominuje przede wszystkim Distreptaza, która jest sprzedawana głównie na rynkach wschodnich.

Pierwszych przychodów z tytułu uruchomienia nowych mocy produkcyjnych w segmencie Onko spodziewamy się na początku 2025 r., kiedy to ruszą prace w Centrum Badawczo Rozwojowym. Produkty niewykorzystane do badań, ze względu na wysoką wartość terapeutyczną i wysokie zapotrzebowanie na rynku, będą sprzedawane jako drogocenny odpad (w 2025 r. szacujemy sprzedaż niewykorzystanych do badań preparatów na poziomie 60 tys. fiołek). Nowy zakład produkcyjny ma zostać uruchomiony w 2H'25, jego docelowe moce pozwolą na produkcję ok. 210 tys. fiołek Onko BCG rocznie, dlatego pełny potencjał zobaczymy w wynikach 2026 r.

Spółka już teraz lokuje planowane moce na nowych rynkach. Onko BCG posiada rejestrację w Polsce, Niemczech, Szwajcarii, Ukrainie i na Malcie. Aktualnie toczą się procesy rejestracyjne we Francji, Rumunii, Holandii, Turcji, Serbii oraz Bośni i Hercegowinie. Oprócz tego spółka sprzedaje lek także w innych krajach, w których produkt nie posiada rejestracji, na podstawie pozwolenia na import.

Rozbudowa mocy produkcyjnych przyniesie spółce skokowy wzrost wyników. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży wzrosną z 59,5 mln PLN w 2023 r. do 179 mln PLN w 2026 r., natomiast zysk netto naszym zdaniem ma potencjał wzrostu z ok. 9 mln PLN w 2023 do ok. 58 mln PLN w 2026 r.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	40,2	41,2	50,4	59,5	63,4	102,2	178,7
EBIT [mln PLN]	5,9	7,2	9,8	13,1	15,2	35,4	80,7
EBITDA [mln PLN]	11,8	13,7	16,1	19,9	24,3	50,5	94,2
Wynik netto [mln PLN]	4,4	4,2	6,1	9,0	8,6	23,0	57,8
P/E	73,2	80,2	60,3	41,1	43,2	16,2	6,5
P/BV	8,7	4,6	3,5	3,2	3,0	2,6	2,0
EV/EBIT	56,8	46,3	36,1	31,5	27,6	11,5	4,7
EV/EBITDA	28,6	24,2	22,1	20,7	17,2	8,1	4,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%

Wycena końcowa [PLN]	6,7
Wycena DCF [PLN]	7,0
Wycena porównawcza [PLN]	5,5
Potencjał do wzrostu / spadku	27,6%
Koszt kapitału	11,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,2
Kapitalizacja [mln PLN]	368,2
Ilość akcji [mln. szt.]	70,5*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-10,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucowicz	12,0%
Wiktor Napióra	11,1%
Waldemar Sierocki	10,5%
Przemysław Sierocki	10,2%
OPDF	5,7%
Pozostali	50,5%
* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję max 3,2 mln akcji)	

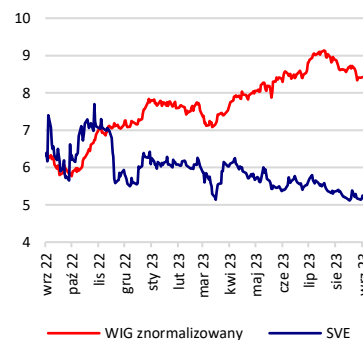
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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

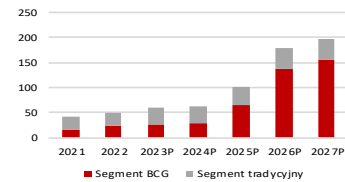
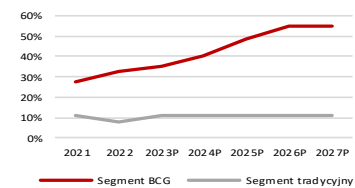
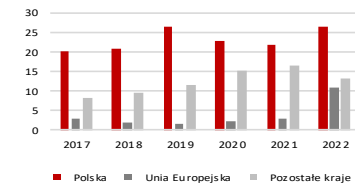
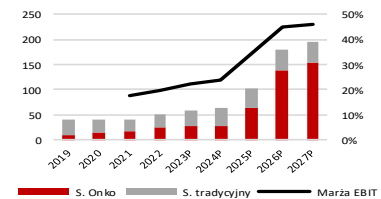


## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
MODEL BIZNESOWY .....	11
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE .....	11
MODELE SPRZEDAŻY PRODUKTÓW .....	13
STRATEGIA ROZWOJU .....	13
POLITYKA DYWIDENDOWA .....	14
PROGRAM MOTYWACYJNY .....	14
AKCJONARIAT .....	14
OTOCZENIE RYNKOWE .....	15
PROGNOZA NA 2Q'23 .....	19
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	20
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	21

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>40,2</b>	<b>41,2</b>	<b>50,4</b>	<b>59,5</b>	<b>63,4</b>	<b>102,2</b>	<b>178,7</b>
segment BCG	13,6	15,9	23,4	26,5	27,5	63,7	138,5
segment tradycyjny	25,2	27,0	32,9	35,7	38,3	40,0	41,1
<b>EBIT</b>	<b>5,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>13,1</b>	<b>15,2</b>	<b>35,4</b>	<b>80,7</b>
segment BCG	-	4,4	7,7	9,4	11,2	31,1	76,2
segment tradycyjny	-	2,8	2,2	3,7	4,0	4,3	4,5
<b>EBITDA</b>	<b>11,8</b>	<b>13,7</b>	<b>16,1</b>	<b>19,9</b>	<b>24,3</b>	<b>50,5</b>	<b>94,2</b>
Zysk brutto	4,3	5,9	8,3	12,4	11,6	30,7	76,1
<b>Zysk netto</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>23,0</b>	<b>57,8</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>63,8</b>	<b>76,0</b>	<b>107,7</b>	<b>218,4</b>	<b>238,8</b>	<b>227,5</b>	<b>225,2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	50,5	62,9	97,0	210,9	233,8	222,6	220,4
Aktywa niematerialne	0,6	0,4	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9,4	8,3	6,0	2,6	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>22,0</b>	<b>40,8</b>	<b>55,4</b>	<b>40,4</b>	<b>47,0</b>	<b>94,4</b>	<b>145,6</b>
Zapasy	9,1	9,3	12,7	16,7	16,7	32,9	38,4
Należności z tytułu dostaw i usług	10,6	11,6	15,1	19,8	18,0	35,6	56,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,8	14,3	27,1	2,7	11,3	24,8	49,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>85,9</b>	<b>116,8</b>	<b>163,1</b>	<b>258,8</b>	<b>285,9</b>	<b>321,9</b>	<b>370,8</b>
Kapitał własny	37,3	74,6	105,6	114,5	123,1	146,1	187,8
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>24,0</b>	<b>25,1</b>	<b>33,1</b>	<b>119,6</b>	<b>140,0</b>	<b>126,0</b>	<b>107,5</b>
Kredyty, pożyczki	3,2	1,8	6,0	42,9	56,5	46,5	32,1
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,3	0,9	2,0	2,1	1,7	1,5	1,2
Dotacje	1,9	11,6	20,7	70,9	78,1	74,3	70,6
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>24,6</b>	<b>17,2</b>	<b>24,5</b>	<b>24,7</b>	<b>22,7</b>	<b>49,8</b>	<b>75,4</b>
Kredyty, pożyczki	7,4	3,6	6,8	2,3	0,4	10,0	14,5
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,4	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
Dotacje	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	13,4	9,9	13,7	18,1	18,1	35,6	56,8
<b>Pasywa razem</b>	<b>85,9</b>	<b>116,8</b>	<b>163,1</b>	<b>258,8</b>	<b>285,9</b>	<b>321,9</b>	<b>370,8</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>10,3</b>	<b>27,8</b>	<b>23,0</b>	<b>67,0</b>
Amortyzacja	5,8	6,5	6,2	6,8	9,1	15,1	13,5
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-27,0</b>	<b>-65,6</b>	<b>-24,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-11,2</b>
CAPEX	2,0	18,4	36,8	115,7	31,9	3,7	11,1
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	0,0	12,1	9,7	50,4	7,2	0,0	0,0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>2,9</b>	<b>20,2</b>	<b>36,8</b>	<b>30,9</b>	<b>5,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>-31,3</b>
Odsetki	1,1	0,9	0,5	1,0	4,6	5,0	4,9
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>1,2</b>	<b>12,5</b>	<b>12,8</b>	<b>-24,4</b>	<b>8,5</b>	<b>13,6</b>	<b>24,5</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>1,8</b>	<b>14,3</b>	<b>27,1</b>	<b>2,7</b>	<b>11,3</b>	<b>24,8</b>	<b>49,3</b>
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody	3%	2%	22%	18%	7%	61%	75%
EBITDA	2%	17%	17%	24%	22%	108%	87%
Zysk netto	79%	-4%	43%	47%	-4%	168%	151%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Liczba akcji [mln]	62,3	65,3	70,3	70,5	71,1	71,7	72,3
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8
Przychody [mln PLN]	40,2	41,2	50,4	59,5	63,4	102,2	178,7
Marża brutto ze sprzedaży [%]	51,2%	55,1%	55,4%	54,6%	55,0%	55,2%	60,9%
EBIT [mln PLN]	5,9	7,2	9,8	13,1	15,2	35,4	80,7
EBITDA [mln PLN]	11,8	13,7	16,1	19,9	24,3	50,5	94,2
Zysk netto [mln PLN]	4,4	4,2	6,1	9,0	8,6	23,0	57,8
Dług netto	11,5	-7,8	-11,9	44,9	47,7	33,4	-1,4
BPS	0,6	1,1	1,5	1,6	1,7	2,0	2,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
ROE	12%	6%	6%	8%	7%	16%	31%
ROA	5%	4%	4%	3%	3%	7%	16%
Amortyzacja i odpisy aktualizujące RAT	5,3	6,3	6,0	6,7	8,9	14,9	13,4
Amortyzacja i odpisy aktualizujące WNIP	0,5	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
FCF	-1,7	-7,8	-24,0	-55,3	2,9	19,3	55,8
CAPEX	2,0	18,4	36,8	115,7	31,9	3,7	11,1
P/E	73,2	80,2	60,3	41,1	43,2	16,2	6,5
P/BV	8,7	4,6	3,5	3,2	3,0	2,6	2,0
EV/EBITDA	31,7	31,6	29,8	23,3	21,0	9,8	5,3
EV/EBIT	27,7	24,8	22,8	18,5	15,3	7,4	4,0

**Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]**

**Marża EBIT w podziale na segmenty [%]**

**Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]**

**Przychodowa tle marży EBIT [mln PLN]**

**Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji**

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 5,22 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7,0 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku farmaceutycznego została oparta na prognozach wyników na lata 2024-2026 i dała wartość 1 akcji na poziomie 5,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 20% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,7 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	7,0	33%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	5,5	5%
<b>Wycena spółki [PLN]</b>		<b>6,7</b>	<b>28%</b>

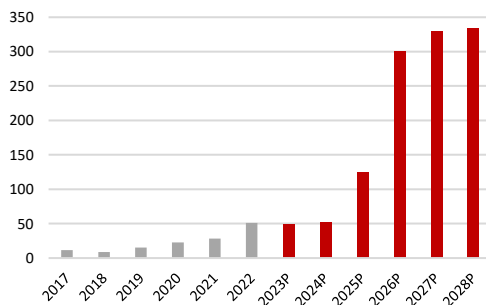
Źródło: BDM S.A.

### Rozbudowa mocy produkcyjnych

Synthaverse jest w trakcie rozbudowy mocy produkcyjnych w segmencie Onko. W bieżącym roku ma zakończyć się budowa Centrum Badawczo Rozwojowego. Po otrzymaniu stosownych pozwoleń rozpoczęcie działalności w nowym obiekcie planowane jest na 4Q'24. Podchodzimy jednak ostrożnie do takich deklaracji, dlatego w naszym modelu uwzględniamy pojawienie się pierwszych przychodów z tytułu sprzedaży Onko BCG wytworzonych w CBR w 1Q'25. Ze względu na znaczące globalne niedobory leku BCG, wytworzone dawki leku, które nie będą wykorzystywane do przeprowadzania badań będą sprzedawane.

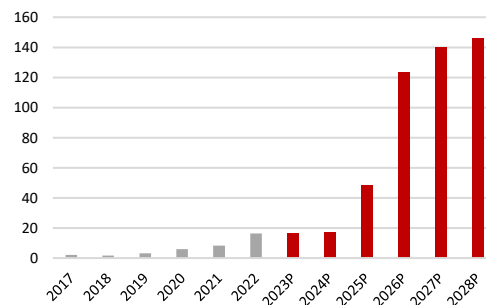
Drugim projektem w zakresie Onko BCG jest budowa nowego zakładu produkcyjnego. W naszym modelu uwzględniamy uruchomienie pełnych mocy wytwórczych w 4Q'25. Obie inwestycje doprowadzą do 6-krotnego zwiększenia wolumenów sprzedaży leku w porównaniu do obecnych wielkości.

### Wolumeny sprzedaży Onko BCG [tys. opakowań]



Źródło: BDM, spółka

### Przychody ze sprzedaży Onko BCG [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Aktualnie spółka wykorzystuje całość swoich mocy produkcyjnych. Na jednej linii naprzemiennie produkowane są Onko BCG oraz szczepionka BCG 10. Prowadzi to do ograniczeń produkcyjnych Onko BCG przy wysokich zamówieniach na szczepionkę. Po przeniesieniu produkcji do nowego zakładu, będzie tam wytwarzany tylko Onko BCG, natomiast produkcja szczepionki będzie kontynuowana na starej linii.

Istotnym czynnikiem poprawy przychodów i marżowości sprzedaży Onko BCG jest zmiana technologii produkcji. Do tej pory lek był sprzedawany w ampułkach, natomiast linie w CBR i w nowym zakładzie produkcyjnym są przystosowane do fiolek. Są one bardziej pożądane na rynku, zapewniają lepszą sterylność, dlatego też są sprzedawane w cenie wyższej niż ampułki.

Plany spółki skupiają się na produkcji Onko BCG, jednak nowa linia technologiczna daje znacznie szersze możliwości rozwoju. Jak ostatnio informował Synthaverse, wydajność jednej linii technologicznej to 10 mln fiolek rocznie (spółka zainstalowała już jedną w CBR, druga stanie w zakładzie produkcyjnym), co znacznie przewyższa planowane moce produkcyjne Onko BCG (ograniczeniem jest tutaj czas namnażania prątków BCG). Daje to spółce możliwości dalszego rozwoju poprzez wykorzystanie potencjału linii do wytwarzania innych preparatów.

Cały cykl leczenia preparatem Onco BCG trwa 3 lata. W tym czasie pacjent dostaje 27 dawek leku. Po rozpoczęciu kuracji danym preparatem zaleca się przeprowadzenie całej terapii przy użyciu tego samego leku (jednego producenta), co zapewnia utrzymywanie wolumenów sprzedaży w kolejnych latach.

Inwestycja budowy Centrum Badawczo Rozwojowego oraz nowego zakładu produkcyjnego wraz z wyposażeniem ma pochłonąć ok. 170 mln PLN. Szacujemy, że do końca 1H'23 spółka wydała na ten cel ok. 54 mln PLN. Na 2H'23 zakładamy wydatkowanie 86 mln PLN, natomiast pozostałe 30 mln PLN zostanie poniesione w 1H'24. Finansowanie inwestycji zostało zapewnione dzięki emisji akcji (25,4 mln PLN), dotacjom (29,2 mln PLN na CBR i 43,2 mln PLN na zakład produkcyjny) oraz pożyczce do 13 mln EUR udzielony przez ACP Credit I SCA SICAV-RAIF.

### Rejestracja na nowych rynkach

Synthaverse sprzedaje swoje produkty w 35 krajach. W części z nich wyroby spółki nie są zarejestrowane, jednak ze względu na duże zapotrzebowanie na nie, na niektórych rynkach sprzedaż odbywa się na zasadzie pozwolenia na import. Jest to decyzja krajowego organu, który dopuszcza import niezarejestrowanego na danym rynku leku. Zazwyczaj pozwolenie wydawane jest na okres jednego roku i zawiera dopuszczalny maksymalny wolumen zamówienia.

Spółka jednak stara się pozyskać partnerów w kolejnych krajach i rejestrować w nich leki, aby móc sprzedawać je bez ograniczeń. W sierpniu'22 zakończył się proces rejestracyjny Onko BCG w Niemczech i Szwajcarii. Lek jest także zarejestrowany w Urugwaju, Ukrainie i Malcie, natomiast aktualnie toczą się procesy rejestracyjne we Francji, Rumunii, Holandii, Turcji, Serbii oraz Bośni i Hercegowinie. Szczepionka przeciw gruźlicy jest zarejestrowana na Malcie, Ukrainie, w Uzbekistanie i Rumunii, a od czerwca'23 także na Węgrzech.

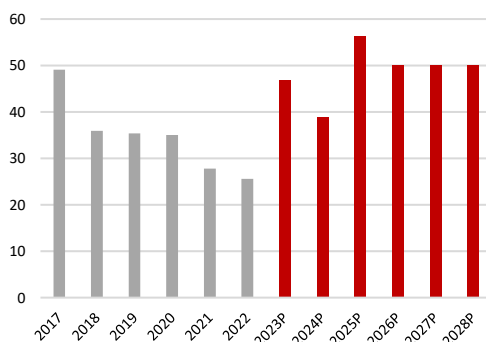
Największą liczbę rejestracji posiada Distreptaza – 12 krajów, w których promocję prowadzi Alpen Pharma. Spółka zamierza sukcesywnie powiększać tę liczbę o kolejne rynki, które wyrażają swoje zainteresowanie tym produktem.

### Zwiększone zapotrzebowanie na szczepionkę BCG 10

W Unii Europejskiej obligatoryjne szczepienia przeciwgruźlicze obowiązują w Bułgarii, Chorwacji, Węgrzech, Łotwie i Polsce. W Czechach i Słowenii są one obowiązkowe dla dzieci będących w grupie ryzyka. Swobodny przepływ ludności z krajów, w których zapadalność na tę chorobę jest podwyższona (głównie z krajów afrykańskich), powoduje wzrost liczby zachorowań. Widoczny jest także wpływ wojny na Ukrainie. W czerwcu'23 do Synthaverse spłynęło duże zamówienie na szczepionkę BCG 10. Obejmuje ono 1,1 mln dawek do końca 2023 r. oraz 0,6 mln dawek w 2024 r.

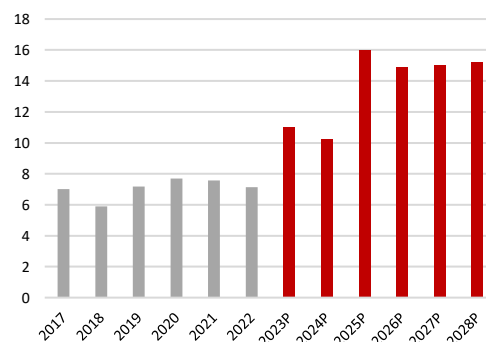
Aktualne moce produkcyjne BCG wynoszą ok. 80-90 tys. opakowań rocznie i uwzględniają zarówno szczepionkę, jak i Onko BCG. Po przeniesieniu produkcji Onko do nowego zakładu spodziewamy się wzrostu wolumenów produkcji szczepionki. Bierzymy jednak pod uwagę także tendencję spadkową urodzeń w kolejnych latach, dlatego zakładamy górną granicę od 2026 r. na poziomie 50 tys. opakowań rocznie w długim terminie.

Wolumeny sprzedaży szczepionki BCG 10 [tys. opakowań]



Źródło: BDM, spółka

Przychody ze sprzedaży szczepionki [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

### Nowa cząsteczka

W czasie konferencji prasowej zorganizowanej z okazji zmiany nazwy, prezes spółki zapowiedział prace nad nową cząsteczką. Na razie spółka nie podaje szczegółów, obecnie projekt jest na etapie visibility study.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**

Aktualnie prace związane z budową Centrum Badawczo Rozwojowego oraz nowego zakładu produkcyjnego idą zgodnie z założonym harmonogramem. Linia produkcyjna w CBR jest już zainstalowana, budynek czeka na niezbędne odbiory, natomiast kolejne kwartały będą się wiązały z oczekiwaniem na otrzymanie pozwoleń i certyfikacji, które umożliwią rozpoczęcie badań i produkcji. W naszym modelu zakładamy opóźnienie uruchomienia linii produkcyjnych, zarówno w BCR, jak i w nowym zakładzie produkcyjnym, rzędu jednego kwartału wobec deklarowanych przez spółkę terminów.
- **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 we Francji, Rumunii, Holandii, Turcji, Serbii oraz Bośni i Hercegowinie.
- **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 zaciągnęła umowę pożyczki na maksymalnie 13 mln EUR. Koszty finansowe 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 finansowych. Strony przyjęły okres finansowania do końca 2029 r., przy czym pierwsza rata kapitałowa zostanie spłacona na koniec 2026 r.
- **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 (pełna terapia Onko BCG trwa 3 lata), oceniamy, 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 2022 r. pięciu największych odbiorców odpowiadało za ok. 60% sprzedaży (największy jednostkowy udział wynosił 17%). 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 ogranicza 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.

## 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 (5,6%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 0,9, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla Synthaverse oraz innych spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

### Główne założenia modelu

- W związku z rozbudową mocy produkcyjnych zakładamy skokowy wzrost wolumenów i przychodów ze sprzedaży Onko BCG. Nasz model uwzględnia rozpoczęcie działalności w CBR od 1Q'25 oraz w nowym zakładzie produkcyjnym od 4Q'25. Będzie to rok przejściowy, dlatego zakładamy, że na obecnej linii lek będzie wytwarzany do końca 2025 r., jednak w mniejszym zakresie.
- W związku ze stałym ulepszaniem technologii namnażania prątków BCG, po osiągnięciu pełnej oczekiwanej zdolności produkcyjnej (ok. 120 tys. w CBR i ok. 210 tys. w nowym zakładzie), spodziewamy się ciągłego wzrostu wolumenów o 1% r/r w długim okresie.
- Wraz z przejściem z ampulek na fiolki zakładamy wzrost średniej ceny opakowania leku Onko BCG. Aktualnie szacujemy ją na poziomie 315 PLN, natomiast na 2025 r. przyjęliśmy 400 PLN jako przychód z jednej fiolki (cena rynkowa pomniejszona o prowizję dystrybutorów). Zakładamy wzrost średniej ceny o ok. 1% r/r w długim okresie.
- Po przeniesieniu produkcji Onko BCG zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży szczepionki BCG 10, jednak ze względu na spadającą liczbę urodzeń szacujemy maksymalny wolumen od 2026 r. na poziomie 50 tys. opakowań rocznie.
- W segmencie tradycyjnym spodziewamy się stabilnych wolumenów sprzedaży w długim okresie.
- W całym segmencie BCG szacujemy wzrost marży EBIT do 55% w 2026 r. z 32,7% w 2022 r. W segmencie tradycyjnym oczekujemy utrzymania marży operacyjnej na poziomie z 2021 r., czyli ok. 11,2%.
- W 2025 i 2026 r. spodziewamy się wzrostu kosztów SG&A o odpowiednio 20% r/r i 29% r/r, co wynika w dużej mierze z powiększenia zespołu R&D oraz liczby pracowników odpowiedzialnych za sprzedaż na nowych rynkach.
- Wydatki inwestycyjne w kolejnych okresach związane będą z inwestycją w powiększenie mocy produkcyjnych. W 2Q'23 szacujemy na 21 mln PLN, w 2H'23 86 mln PLN i w 1H'24 ok. 30 mln PLN, co powinno zakończyć wydatki przeznaczone na ten cel. Jednocześnie zakładamy wpływy przyznaných spółce dotacji – na 2Q-4Q'23 ok. 43 mln PLN z tego tytułu oraz rozliczenie pozostałych 7,2 mln PLN w 2024 r. Na razie będą one widoczne w rachunku przepływów pieniężnych, natomiast po oddaniu budynków do użytku będą rozliczane proporcjonalnie do amortyzacji w PPO.
- W 2024 r. spodziewamy się umorzenia połowy pożyczki z PFR, co pozytywnie wpłynie na pozostałe przychody operacyjne (+1,2 mln PLN).
- Ze względu na znaczącą pożyczkę w denominowanej w EUR (13 mln EUR), oprocentowaną EURIBOR + marża, przyjmujemy premię kredytową w wysokości 5%.
- Spółka posiada program motywacyjny dla kluczowych pracowników. Roczny koszt z tego tytułu, zwiększający koszty wynagrodzeń szacujemy na 0,8 mln PLN w 2023 r. i ok 1,5 mln PLN w kolejnych latach do 2028 r. Do obliczeń przyjęliśmy maksymalną liczbę akcji, jaka może być wyemitowana w ramach programu, czyli 3,2 mln rozłożone równomiernie po 584,5 tys. akcji rocznie od 2024 r. do 2028 r. (w 2023 r. przydzielono 277,4 tys. warrantów subskrypcyjnych). W wycenie skorygowaliśmy wynik EBIT o potencjalne koszty pozostające do rozliczenia na ten cel i przyjęliśmy docelową maksymalną liczbę akcji (73,5 mln).
- Spółka historycznie nie dzieliła się zyskami z akcjonariuszami oraz nie ma przyjętej polityki dywidendowej. Ze względu na prognozowany wysoki poziom gotówki w kolejnych latach oraz brak informacji na temat kolejnych znaczących inwestycji, w naszym modelu zakładamy rozpoczęcie wypłacania dywidendy w 2026 r. w wysokości 70% zysku netto za poprzedni rok.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 511,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 7,0 PLN.**

**Metoda DCF**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	59,5	63,4	102,2	178,7	196,4	203,4	207,3	211,3	215,4	219,5
EBIT [mln PLN]	13,1	15,2	35,4	80,7	90,1	93,6	95,4	97,2	99,1	101,0
Koszt programu motywacyjnego	0,8	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	13,9	16,7	36,9	82,2	91,6	95,1	95,4	97,2	99,1	101,0
Stopa podatkowa	27,6%	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,8	4,3	9,2	19,7	21,1	20,9	20,0	20,4	20,8	21,2
NOPLAT [mln PLN]	10,1	12,4	27,7	62,5	70,6	74,2	75,4	76,8	78,3	79,8
Amortyzacja [mln PLN]	6,8	9,1	15,1	13,5	13,4	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0
CAPEX [mln PLN]	-116,0	-32,1	-3,8	-11,2	-11,1	-12,1	-12,0	-12,4	-12,8	-13,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-4,4	1,8	-16,2	-5,5	-3,8	-1,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	-103,5	-8,8	22,8	59,3	69,0	73,9	75,7	76,6	77,6	78,9
DFCF [mln PLN]	-100,4	-7,7	18,0	42,2	44,2	42,5	39,1	35,5	32,3	29,5
Suma DFCF [mln PLN]	175,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	867,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	324,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	499,3									
Dług netto [mln PLN]	-11,9									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>511,2</b>									
Ilość akcji [tys.]	73,5									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>7,0</b>									

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

Przychody zmiana r/r	18,2%	6,5%	61,1%	74,9%	9,9%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	33,0%	16,0%	132,9%	128,2%	11,7%	3,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	-	-	160,3%	16,4%	7,0%	2,4%	1,3%	1,3%	1,6%
Marża EBITDA	33,4%	38,3%	49,4%	52,7%	52,7%	52,5%	52,3%	52,2%	52,1%	51,9%
Marża EBIT	22,0%	23,9%	34,6%	45,1%	45,9%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%
Marża NOPLAT	16,9%	19,5%	27,1%	35,0%	35,9%	36,5%	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%
CAPEX / Przychody	194,8%	50,7%	3,7%	6,3%	5,6%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
CAPEX / Amortyzacja	1700,9%	352,0%	25,0%	83,0%	83,0%	91,3%	91,4%	95,0%	98,3%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-7,4%	2,9%	-15,9%	-3,1%	-1,9%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-48,2%	46,7%	-41,9%	-7,2%	-21,5%	-21,5%	-21,5%	-21,5%	-21,5%	-21,5%

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

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
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	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Udział kapitału własnego	81,6%	79,4%	81,9%	87,1%	91,4%	91,9%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Udział kapitału obcego	18,4%	20,6%	18,1%	12,9%	8,6%	8,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,8%	10,7%	10,8%	11,0%	11,2%	11,2%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%

*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	0,6	7,0	7,4	7,9	8,6	9,4	10,5	11,9	14,0	17,3
	0,7	6,4	6,8	7,2	7,8	8,5	9,3	10,4	12,0	14,3
	0,8	6,0	6,3	6,7	7,1	7,7	8,3	9,2	10,5	12,2
	0,9	5,5	5,8	6,1	6,5	7,0	7,5	8,3	9,2	10,5
	1,0	5,2	5,4	5,7	6,0	6,4	6,8	7,4	8,2	9,2
	1,1	4,8	5,0	5,2	5,5	5,9	6,2	6,7	7,4	8,2
	1,2	4,5	4,7	4,9	5,1	5,4	5,7	6,1	6,6	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								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
premia za ryzyko	3,5%	7,7	8,2	8,8	9,6	10,7	12,1	14,1	17,2	22,5
	4,5%	6,8	7,3	7,8	8,4	9,2	10,2	11,5	13,5	16,5
	5,5%	6,1	6,5	6,9	7,4	7,9	8,7	9,7	11,0	12,9
	6,5%	5,5	5,8	6,1	6,5	7,0	7,5	8,3	9,2	10,5
	7,5%	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2	6,6	7,2	7,9	8,8
	8,5%	4,6	4,7	5,0	5,2	5,5	5,8	6,3	6,8	7,5
	9,5%	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,2	5,5	5,9	6,5

Źródło: DM BDM S.A.

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

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

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 Synthavere, 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 12 września 2023 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthavere, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

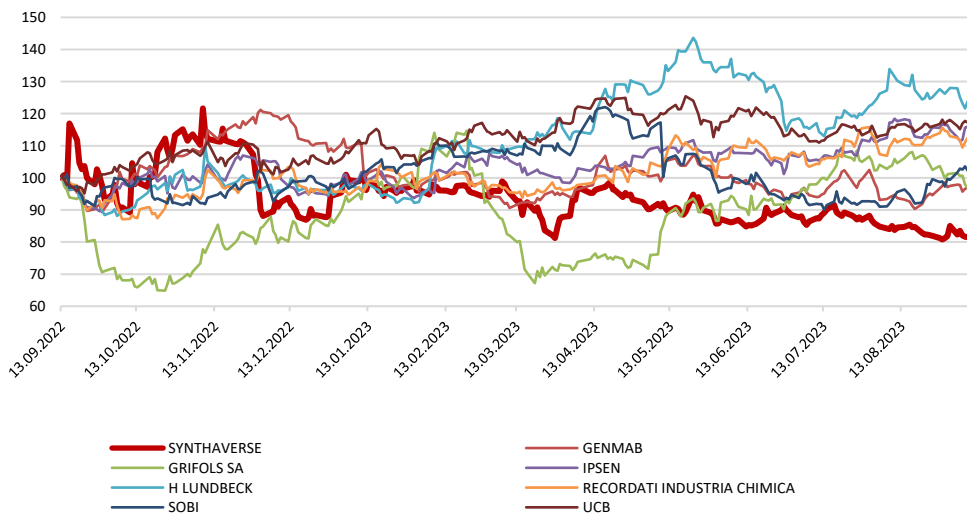
Porównując wyniki Synthavere do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 5,5 PLN. Przy bieżącej cenie rynkowej w wysokości 5,2 PLN nie jest to duże niedoważenie, jednak zwracamy uwagę, że wycena tą metodą w okresach przed uruchomieniem nowych mocy produkcyjnych bardzo zaniża potencjał.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MERCK & CO. INC.	12,7	11,4	10,7	10,4	9,1	8,5
GENMAB A/S	29,7	21,0	16,4	19,1	13,4	9,6
GRIFOLS SA	11,8	9,4	9,3	9,2	7,9	6,9
IPSEN	14,1	13,2	11,8	8,1	7,3	5,9
H LUNDBECK A/S	7,9	7,1	6,7	4,8	3,9	3,2
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	17,8	16,7	15,6	13,2	12,2	11,4
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	17,2	12,8	11,7	10,1	7,8	6,0
UCB SA	17,1	11,7	10,0	11,8	8,3	6,6
<b>Mediana</b>	<b>15,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,2</b>	<b>10,3</b>	<b>8,1</b>	<b>6,8</b>
<b>SYNTHAVERSE</b>	<b>43,2</b>	<b>16,2</b>	<b>6,5</b>	<b>17,2</b>	<b>8,1</b>	<b>4,0</b>
Premia/dyskonto grupa	176%	32%	-42%	68%	0%	-41%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>2,2</b>	<b>4,2</b>	<b>9,2</b>	<b>3,1</b>	<b>5,4</b>	<b>9,0</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>5,2</b>			<b>5,8</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>5,5</b>					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 12.09.2023

### Zachowanie kursu Synthavere na tle grupy porównawczej



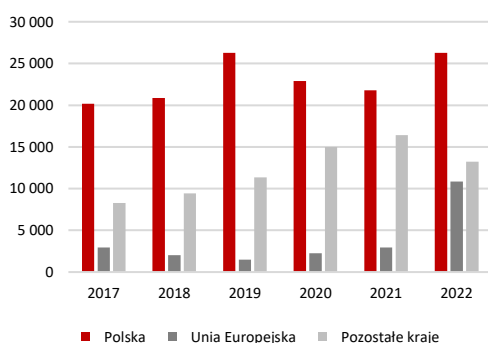
Źródło: Bloomberg

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

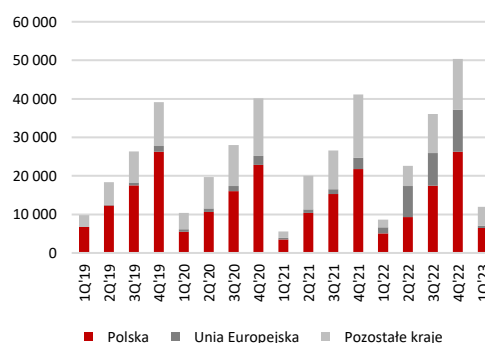
Synthaverse zajmuje się produkcją leków z obszaru onkologii, ginekologii, hematologii i immunologii. Działa zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Produkty spółki sprzedawane są w 35 krajach, przy czym w części krajów są one zarejestrowane, natomiast w pozostałych sprzedaż odbywa się w oparciu o import docelowy. Do czerwca'22 spółka działała pod nazwą Biomed-Lublin Wytwórnia Surowic i Szczepionek. Produkty spółki wytwarzane są w 8 osobnych działach w 2 lokalizacjach na terenie Lublina.

Struktura geograficzna sprzedaży rocznie



Źródło: BDM, spółka

Struktura geograficzna sprzedaży kwartalnie



Źródło: BDM, spółka

Działalność Synthaverse dzieli się na dwa segmenty: BCG i tradycyjny. W ich ramach spółka wytwarza 4 strategiczne produkty: Szczepionkę przeciwgruźliczą BCG 10, Onko BCG, Distreptazę i Gamma Anty-D.

### Segment BCG

W ramach tego segmentu wytwarzane są dwa produkty: Szczepionka przeciwgruźlicza BCG 10 oraz Onko BCG. Spółka posiada własny szczep BCG, określany jako brazylijski szczep Mareau, który wykorzystuje do produkcji ww. wyrobów. Odmiana ta jest wyłączną własnością spółki.

**Szczepionka BCG 10** od 1955 roku wykorzystywana jest w całej Polsce w ramach obowiązkowych szczepień niemowląt w pierwszych trzech dniach po urodzeniu. Jest to program finansowany przez NFZ. Zakup szczepionek realizowany jest na podstawie kontraktu zawieranego corocznie po rozstrzygnięciu przetargu (jak dotąd spółka jest jego jedynym uczestnikiem).

Wolumeny sprzedaży są ściśle powiązane z liczbą urodzeń w danym roku. Jedno opakowanie szczepionki zawiera 5 ampułek lub fiolek po 10 dawek w każdej z nich. Szczepionka ma postać proszku i powinna zostać zużyta bezpośrednio po jej rozpuszczeniu, dlatego w przypadku niewystarczającej liczby dzieci do szczepienia, część dawek musi zostać zutilizowana.

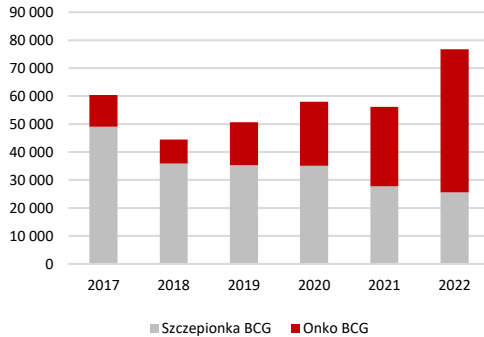
**Onko BCG** jest produktem stosowanym w leczeniu powierzchniowych, nieinwazyjnych guzów pęcherza moczowego. Używany jest jako alternatywa lub wsparcie chemioterapii. Aktualnie poza Polską lek zarejestrowany jest w 5 krajach: Niemczech, Szwajcarii, Ukrainie, Urugwaju i Malcie. Trwają także procesy rejestracyjne we Francji, Rumunii, Holandii i Turcji.

Ze względu na skuteczność leku oraz znaczne dysproporcje między zapotrzebowaniem na ten lek oraz jego dostępnością na rynku, spółka realizuje sprzedaż Onko BCG w ramach przetargów na podstawie pozwolenia na import. Jest to zgoda władz danego kraju na zakup leku, który nie jest zarejestrowany na tym rynku. Obejmuje konkretny wolumen i okres obowiązywania pozwolenia. Historycznie takim sposobem spółka sprzedawała produkt na takich rynkach jak: Austria, Turcja, Węgry, Wielka Brytania, Bośnia i Hercegowina, Kosowo, Republika Serbska, Serbia, Czarnogóra, Kuwejt oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie. W 2022 r. rozpoczęła eksport do Hiszpanii, Grecji i Brazylii.

Produkcja obu preparatów odbywa się naprzemiennie przy wykorzystaniu jednej linii produkcyjnej. Jest to ograniczenie, z którym spółka będzie się zmagać do czasu uruchomienia nowych mocy produkcyjnych.

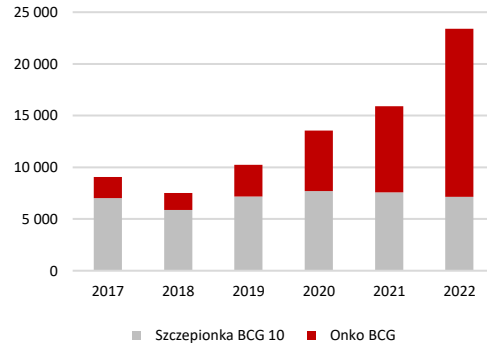
Wówczas produkcja Onko BCG zostanie przeniesiona do nowego zakładu produkcyjnego, a obecna linia będzie służyć do produkcji szczepionki.

#### Wolumeny sprzedaży



Źródło: BDM, spółka

#### Przychody ze sprzedaży [tys. PLN]



Źródło: BDM, spółka

#### Segment tradycyjny

Głównym produktem sprzedawanym w ramach tego segmentu jest **Distreptaza**. Lek ten stosowany jest w ginekologii przy przewlekłym zapaleniu przydatków oraz w leczeniu choroby hemoroidalnej. Na polskim rynku jest obecna od lat 60-tych XX w., a od 10 lat jest też eksportowana. Sprzedaż zagraniczna realizowana jest głównie na rynkach wschodnich, tj. Ukraina, Kazachstan, Gruzja, Mongolia, Białoruś, Uzbekistan, Kirgistan, Mołdawia, Mongolia, Bułgaria i inne. Aktualnie lek jest zarejestrowany na 14 rynkach, a w kolejnych 3 państwach trwa proces rejestracyjny (Serbia, Rumunia, Węgry).

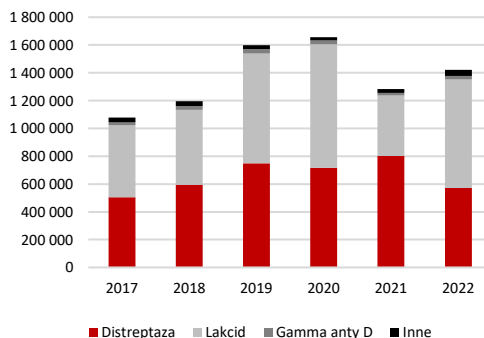
Drugim pod względem sprzedażowym produktem jest **Lakcid**. Jest to probiotyk wykorzystywany przede wszystkim w czasie i po antybiotykoterapii. W październiku '17 prawa do marki Lakcid zostały sprzedane podmiotom grupy „Zakłady Farmaceutyczne POLPHARMA” S.A. Jest on wytwarzany przez Synthaverse na zasadzie produkcji usługowej.

Ważnym elementem segmentu tradycyjnego są **preparaty krwiopochodne**. Są to produkty lecznicze uzyskiwane z krwi poprzez oddzielenie elementów morfotycznych od osocza, wydzielenie poszczególnych jej składników oraz konserwowania. Aktualnie w ofercie spółki są 2 takie preparaty:

- GAMMA anty D50 i 150 – ma zastosowanie w profilaktyce konfliktu matczyno-płodowego w zakresie antygenu D z układem Rh,
- GAMMA anty HBs 200 – stosowany w celu zapobiegania zachorowania na wirusowe zapalenie wątroby typu B i w biernej profilaktyce tej choroby.

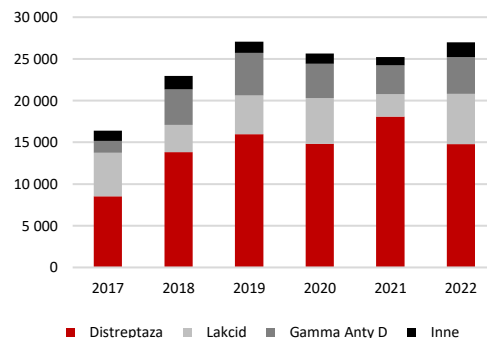
Spółka posiada technologię wytwarzania leków z osocza ludzkiego, zawierających immunoglobuliny. Posiada ona akceptację Głównego Inspektoratu Farmaceutycznego oraz Urzędu Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych.

#### Wolumeny sprzedaży



Źródło: BDM, spółka

#### Przychody ze sprzedaży [tys. PLN]



Źródło: BDM, spółka

Spółka produkuje także wyroby do diagnostyki laboratoryjnej oraz świadczy usługi wytwarzania i konfekcjonowania podmiotom zewnętrznym.

### Modele sprzedaży produktów

Spółka prowadzi sprzedaż swoich produktów w oparciu o dwa modele: przez dystrybutora oraz w modelu business to business.

- **Dystrybucja produktu gotowego Synthaverse przez wyłącznego dystrybutora (na dany kraj) na podstawie umowy dystrybucyjnej i marketingowej**

W tym modelu dystrybuowana jest Distreptaza. Spółka posiada certyfikat rejestracyjny na 12 rynkach zagranicznych (Ukraina, Uzbekistan, Mongolia, Mołdawia, Gruzja, Białoruś, Kirgistan, Kazachstan, Tadżykistan, Azerbejdżan, Armenia i Bułgaria). Synthaverse jest właścicielem rejestru oraz znaku towarowego, natomiast dystrybutor jest odpowiedzialny za promocję i dystrybucję leku własnymi zasobami i środkami finansowymi.

Od września'20 Distreptaza jest sprzedawana na podobnych zasadach także w Polsce. Synthaverse zawarł wtedy umowę współpracy przy dystrybucji z Symphar. Wynagrodzenie dystrybutora zależy od wolumenu sprzedaży. Umowa ma trwać 5 lat z automatycznym przedłużeniem na kolejne 3 lata pod warunkiem realizacji planowanej sprzedaży. W 2023 r. spółka stworzyła także swój zespół, który ma odpowiadać za sprzedaż na rynku krajowym.

- **Business to business (b2b)**

Model ten obejmuje sprzedaż przez przetargi, sprzedaż instytucjonalną i procedurę pozwolenia na import. W takiej formie sprzedawana jest szczepionka BCG 10, Onko BCG, Immunoglobulina GAMMA anty-D oraz Gamma anty-HBs.

Pozwolenie na import jest szczególnym trybem wprowadzania na rynek produktu niezarejestrowanego na danym obszarze. Stosuje się go w przypadku istotnego interesu zdrowia publicznego w danym kraju. Z powodu niedoborów lub braku produktów zarejestrowanych na danym rynku, instytucje odpowiedzialne za zdrowie publiczne w drodze wyjątku dopuszczają możliwość importu produktu, który nie jest zarejestrowany w tym kraju. Taki produkt musi posiadać tę samą substancję czynną, być wykorzystywany w tym samym wskazaniu oraz posiadać akceptowaną w danym kraju dokumentację dla produktu.

Na polskim rynku większość przychodów generowana jest przez sprzedaż do hurtowni leków. Istotnym odbiorcą jest też Zakład Zamówień Publicznych przy Ministrze Zdrowia, który co roku kupuje szczepionkę przeciwgruźliczą BGC 10.

Część przychodów spółki jest też realizowana ze sprzedaży wyrobów medycznych i odczynników laboratoryjnych do stacji sanitarno – epidemiologicznych, szpitali, instytutów naukowych, uczelni wyższych, centrów krwiodawstwa, czy laboratoriów medycznych i diagnostycznych.

### Strategia rozwoju

W listopadzie'22 spółka zaktualizowała swoją strategię rozwoju. Jej ambicją jest stworzenie efektywnej, nowoczesnej, dynamicznie rozwijającej się i innowacyjnej organizacji. Strategicznym priorytetem są produkty lecznicze BCG. Aktualnie spółka realizuje dwie duże inwestycje: Centrum Badawczo Rozwojowe oraz Zakład Produkcyjny Onko BCG.

Głównym celem budowy CBR jest zwiększenie konkurencyjności i umocnienie pozycji rynkowej spółki, natomiast nowy zakład produkcyjny ma 6-krotnie zwiększyć możliwości wytwórcze Onko BCG, co przy sprzedaży całego wytworzonego asortymentu skokowo zwiększy przychody spółki. Synthaverse aktywnie podejmuje działania w celu pozyskania rynków, pozwalających zagospodarować całość potencjalnych nowych mocy produkcyjnych. W ostatnim czasie Onko BCG został zarejestrowany w Niemczech i Szwajcarii. Trwają też procesy rejestracyjne we Francji, Rumunii, Holandii, Turcji, Serbii oraz Bośni i Hercegowinie. W tych krajach spółka ma już podpisane umowy z dystrybutorami, które określają minimalną łączną wartość zamówień w pierwszych 5 latach od uzyskania rejestracji na danym rynku.

Koszt obu inwestycji szacowany jest na ok. 170 mln PLN (70 mln PLN na CBR i 100 mln PLN na zakład produkcyjny). Zostaną one sfinansowane za pomocą dotacji (29,2 mln PLN na CBR i 43,2 mln PLN na zakład produkcyjny), pożyczki od ACP Credit I SCA SICAV-RAIF (13 mln EUR) oraz emisji akcji serii R, S i U.

Zarząd spółki postanowił rozpocząć realizację zadań, które mają poszerzyć portfel produktowy oraz zdywersyfikować zakres usług świadczonych przez Synthaverse. Głównymi projektami przedstawionymi w strategii są:

- Współpraca z liderami rynku farmaceutycznego w zakresie świadczenia usług wytwarzania i konfekcjonowania produktów leczniczych, zwłaszcza w obszarze probiotyków; w perspektywie długoterminowej spółka zamierza zbudować na nowo własną linię probiotyków;
- Produkcja dwóch nowych produktów leczniczych: Biohemoril (lek przeciw hemoroidom) i Bioglicerol (lek stosowany przy problemach z metabolizmem);
- Stworzenie własnego zespołu sprzedażowego w Polsce – zespół ten rozpoczął swoją działalność w lipcu'23;
- Dalsza ekspansja na rynki zagraniczne Distreptazy.

### Polityka dywidendowa

Spółka aktualnie nie wypłaca dywidendy i nie posiada polityki dywidendowej. W bilansie, w kapitale własnym widnieje strata z lat ubiegłych (na koniec 1Q'23 było to 31,7 mln PLN), która jest pokrywana zyskami z kolejnych kwartałów, dlatego w następnych okresach, przynajmniej do czasu całkowitego pokrycia ww. straty, nie spodziewamy się wypłaty dywidendy.

### Program motywacyjny

W lipcu'22 WZA podjęło decyzję o ustanowieniu programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników spółki (w czerwcu'23 został wydłużony o 1 rok). W ramach programu, uczestnicy, którzy zrealizują założone na dany rok cele (od 2022 r. do 2027 r.), mogą objąć warranty subskrypcyjne z prawem do objęcia akcji. W 2023 r. osoby uprawnione objęły 277 447 warrantów.

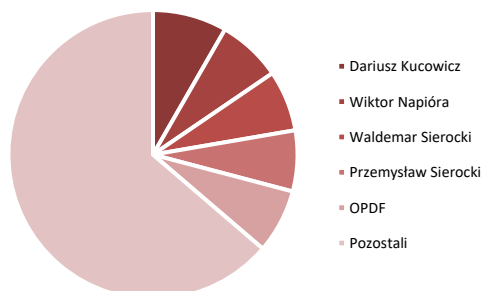
Program zakłada wyemitowanie maksymalnie 3,2 mln akcji do końca 2028 r. W naszym modelu zakładamy coroczną emisję 0,6 mln akcji, co przy założeniu ceny nabycia na poziomie 50% aktualnej ceny rynkowej powoduje powstanie kosztów w wysokości 1,5 mln PLN rocznie.

### Akcjonariat

Główni akcjonariusze są związani z polskim rynkiem farmaceutycznym i są obecni w Synthaverse niemal od początku obecności spółki na GPW. Największym akcjonariuszem jest Dariusz Kurowicz, który posiada 8,3% w kapitale zakładowym i 12,0% głosów na WZA, w tym pośrednio przez Medicare-Galenica 5,1% oraz poprzez Investcare 6,6%. Wiktor Napióra jest założycielem i prezesem Hurtap, a Waldemar i Przemysław Sierocki tworzą zarząd spółki Lubfarm. Przemysław Sierocki, Wiktor Napióra i Dariusz Kurowicz są też członkami rady nadzorczej Organizacji Polskich Dystrybutorów Farmaceutycznych, która posiada 7,2% akcji Synthaverse.

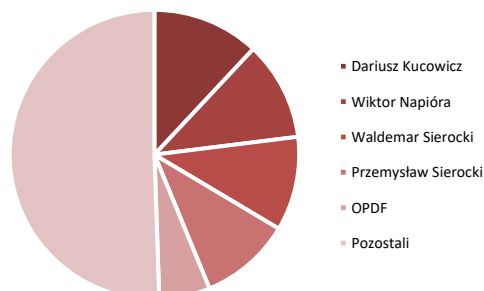
Waldemar Sierocki pełnił funkcję prezesa zarządu spółki (wtedy Biomed-Lublin) do lipca'16. Po rezygnacji ze stanowiska, objął funkcję Sekretarza Rady Nadzorczej, którą sprawuje do dzisiaj. Aktualnie, od sierpnia'22 prezesem Synthaverse jest Mieczysław Starkowicz – menadżer, mający 25-letnie doświadczenie w branży farmaceutycznej. Wcześniej 13 lat był dyrektorem generalnym w Farmaprojects w Barcelonie (partner strategiczny Grupy Polpharma). Posiada wykształcenie medyczne (UM w Gdańsku) i tytuł MBA INSEAD.

Akcjonariat - % akcji



Źródło: BDM, spółka

Akcjonariat - % głosów na WZA



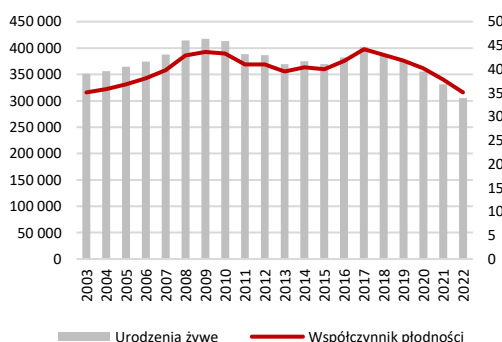
Źródło: BDM, spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

Synthaverse jest jedynym polskim producentem szczepionki przeciwgruźliczej i jako jedyny co roku uczestniczy w przetargach na jej zakup organizowanych przez NFZ. W ramach postępowania Fundusz wyłania dostawcę szczepionki podawanej noworodkom w ramach Programu Szczepień Ochronnych. Dziecko dostaje jedną dawkę tej szczepionki w pierwszych trzech dniach życia. Jest to szczepienie obowiązkowe.

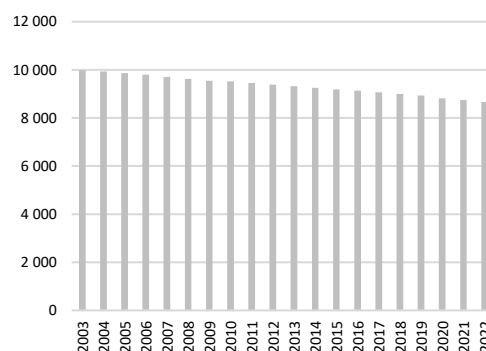
W ostatnich latach liczba urodzeń w Polsce spada. Chwilowy wzrost był obserwowany w 2016 i 2017 r. Od tego czasu liczba urodzeń regularnie zmniejsza się. Wśród powodów spadającej liczby urodzeń można wymienić wysoką inflację, spadek dochodu rozporządzalnego, czy wysokie ceny mieszkań. Z drugiej strony należy spojrzeć na strukturę wiekową ludności w Polsce. Liczba kobiet w wieku rozrodczym (15-49 lat) w kraju regularnie spada, a w kolejnych latach trend ten będzie kontynuowany. W 2022 r. wskaźnik płodności (liczba żywych urodzeń przypadająca na 1 000 kobiet w wieku rozrodczym) był na takim samym poziomie, co w 2003 r. Liczba urodzeń była natomiast o prawie 46 tysięcy niższa w 2022 r.

Liczba żywych urodzeń i wskaźnik płodności



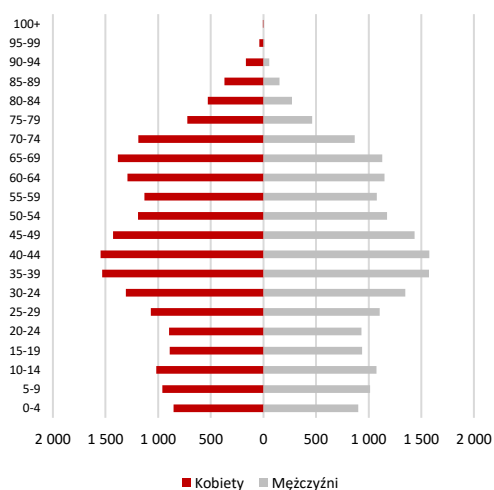
Źródło: BDM, GUS

Liczba Polek w wieku rozrodczym (15-49 lat) [tys.]



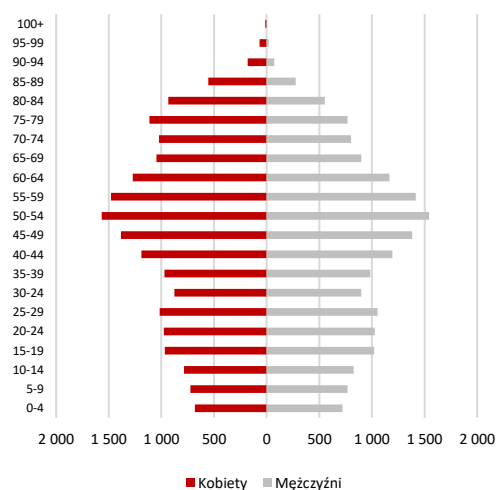
Źródło: BDM, GUS

Struktura wiekowa społeczeństwa w Polsce – 2022



Źródło: BDM, GUS

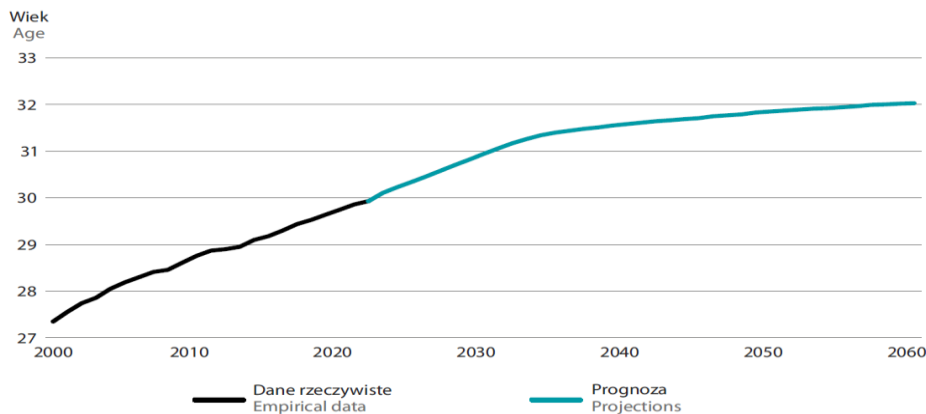
Struktura wiekowa społeczeństwa w Polsce – 2035P



Źródło: BDM, GUS

Według najnowszych prognoz GUS polskie społeczeństwo w kolejnych latach będzie się starzeć, a co za tym idzie, zmniejszy się liczba kobiet w wieku rozrodczym. Według danych Eurostatu w całej Europie obserwowany jest trend rosnący średniego wieku rodzenia (MAC) i obecnie nie przewiduje się jego odwrócenia. Na przestrzeni 20 lat (2001-2021) MAC w krajach UE wzrósł z 29 lat do 31,1 lat. W Polsce trend ten jest zbliżony do krajów Europy Zachodniej od połowy lat 90. XX w.

## Średni wiek rodzenia w latach 2000 - 2060

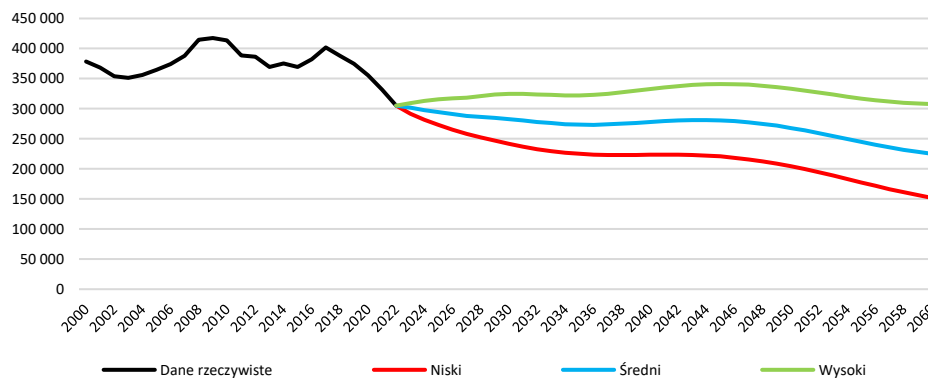


Źródło: GUS

Warto też odnotować zmiany w rozkładzie urodzeń według kolejności. Obecnie kobiety w przedziale 25-29 lat najczęściej rodzą pierwsze dziecko, natomiast w drugiej połowie XX w. zazwyczaj rodziły już drugie. Podobnie w starszych grupach – kobiety w wieku 35-39 lat rodzą najczęściej drugie dziecko, natomiast w latach 60. i 70. rodziły piąte z kolei.

Zmiany te doprowadzają do malejącej liczby urodzeń. Wg bazowego scenariusza GUS, do 2060 r. liczba urodzeń w żadnym roku nie osiągnie wartości z 2022 r. (305,1 tys.). W scenariuszu wysokim liczba ta będzie rosła, natomiast nie dorówna już poziomowi z 2015 r. (369,3 tys. żywych urodzeń).

## Liczba urodzeń wg scenariuszy 2000 – 2060 [tys.]

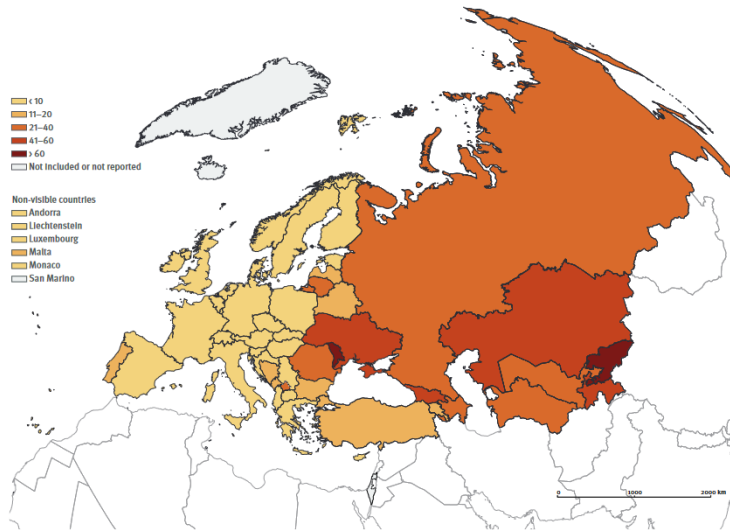


Źródło: BDM, GUS

Prognozowana liczba urodzeń w danym roku bezpośrednio wpływa na wielkość zamówień na Szczepionkę BCG 10, dlatego w długim okresie sprzedaż tego produktu na rynek krajowy może wykazywać spadek wolumenów. Szansę na wzrost przychodów widzimy w negocjowanych stawkach oraz sprzedaży eksportowej do kolejnych krajów.

W większości krajów UE szczepienia przeciw gruźlicy nie są obowiązkowe, jednak są refundowane. W krajach wschodnich widoczna jest podwyższona zapadalność liczona na 100 tys. mieszkańców. W ostatnim czasie wzrosło też zapotrzebowanie na szczepienia na tamtym rynku. Sugeruje to duże zamówienie na szczepionkę BCG 10, jakie spłynęło do Synthaverse w czerwcu'23. Obejmuje ono 1,1 mln dawek do końca 2023 r. oraz 0,6 mln dawek w 2024 r.

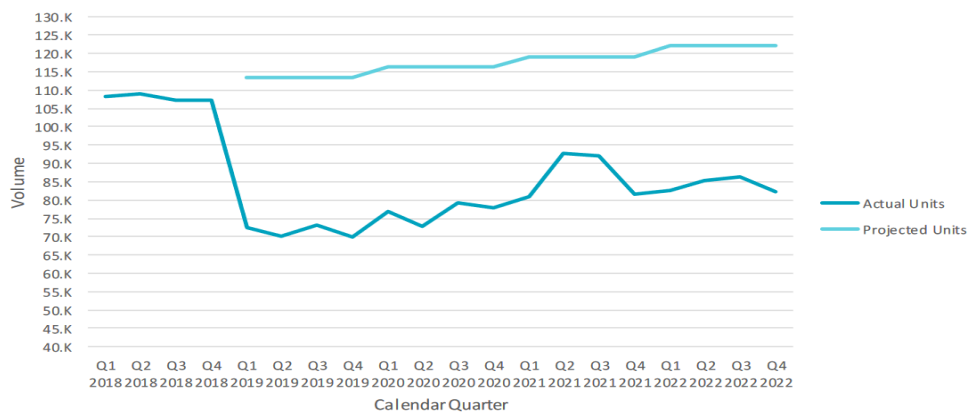


**Zapadalność na gruźlicę w Europie 2021 (zachorowania na 100 tys. mieszkańców)**


Źródło: ECDC

Strategiczne znaczenie dla działalności spółki ma występowanie niedoborów na lek BCG, wykorzystywany w leczeniu łagodnej postaci raka pęcherza moczowego. Globalny deficyt zaczął pojawiać się w 2012 r., kiedy FDA wstrzymała zgodę na produkcję leku dla Sanofi po kontroli i odnotowaniu wielu zastrzeżeń. Spółka podejmowała działania w celu spełnienia wymagań produkcyjnych, jednak w 2017 r. ostatecznie zrezygnowała z produkcji leku. Od tego czasu głównym dostawcą leku i największym konkurentem dla spółki jest Merck.

Po wyjściu z rynku przez Sanofi, Merck zwiększył moce produkcyjne BCG do maksymalnego poziomu, czyli ok. dwukrotnie. Mimo to, od 2019 r. niedobory stale wzrastają.

**Podaż BCG vs prognozowana wielkość rynku w USA**


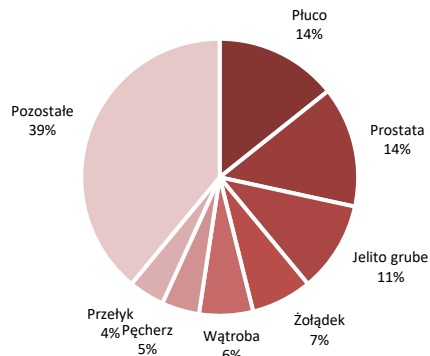
Źródło: End Drug Shortages Alliance

Sytuacja podobnie kształtuje się w pozostałych regionach świata. Wysoki próg wejścia na ten rynek ogranicza szybki wzrost konkurencji. Merck aktualnie rozbudowuje swoje moce produkcyjne, zgodnie z harmonogramem ogłoszonym w 2020 r. nowy zakład produkcyjny powinien być gotowy pod koniec 2025 lub w 2026 r. Biorąc pod uwagę czas na uzyskanie niezbędnych zgód, uruchomienie pełnych mocy może się odsunąć w czasie.

Pełna kuracja BCG trwa 3 lata i obejmuje 27 podań leku. Zaleca się, aby w tym czasie nie zmieniać leku (np. z Onko BCG Synthavarse na TICE BCG Merck), dlatego zwiększa to szanse Synthavarse na zdobycie udziałów w rynku przed konkurencją i utrzymanie ich w kolejnych latach.

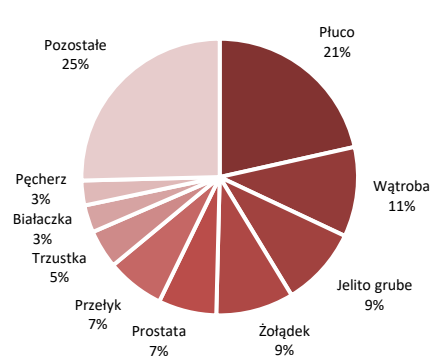
Rak pęcherza moczowego występuje najczęściej u mężczyzn, a współczynniki zachorowalności i śmiertelności wynoszą odpowiednio 9,5 i 3,3 na 100 tys. mężczyzn na świecie. Jest on 6. najczęstszym nowotworem i 9. najczęstszą przyczyną zgonów z powodu nowotworu wśród mężczyzn.

#### Zachorowania na nowotwory wśród mężczyzn



Źródło: BDM, Global Cancer Statistics 2020

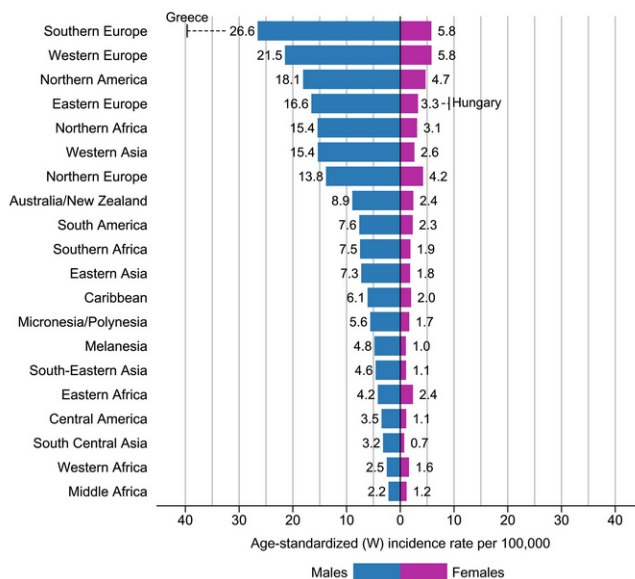
#### Umieralność z powodu nowotworów wśród mężczyzn



Źródło: BDM, Global Cancer Statistics 2020

Najwyższe wskaźniki zachorowalności u obu płci odnotowywane są w Europie Południowej (Grecja, Hiszpania, Włochy), Europie Zachodniej (Belgia i Holandia) oraz Ameryce Północnej, chociaż najwyższe światowe wskaźniki występują na Węgrzech wśród kobiet.

#### Zachorowalność na raka pęcherza wg regionów i płci



Źródło: Global Cancer Statistics 2020

Zaobserwowane wzorce zachorowalności na raka pęcherza moczowego odzwierciedlają powszechność palenia tytoniu, co jest uznawane za główny czynnik zwiększający ryzyko zachorowania na ten nowotwór. W związku z rosnącą liczbą kobiet palących papierosy w 2014 r. w USA oszacowano, że 39% przypadków raka pęcherza moczowego wśród kobiet można przypisać paleniu tytoniu, w porównaniu do 49% wśród mężczyzn.

Wskaźniki umieralności spadają głównie w najbardziej rozwiniętych krajach ze względu na wzrost jakości leczenia, jednak wyjątkami są kraje przechodzące szybką transformację gospodarczą, w tym kraje Ameryki Środkowej, i Południowej oraz niektóre kraje Europy.

## PROGNOZA NA 2Q'23

### Segment BCG

W segmencie BCG zakładamy wzrost wolumenów w 2Q'23 i całym bieżącym roku. Spółka jest w stanie delikatnie zwiększać ten potencjał przed planowanym skokowym wzrostem mocy produkcyjnych (2025 r.) dzięki pracom nad poprawą efektywności procesu technologicznego. Aktualnie wykorzystywana linia produkcyjna pozwala na naprzemienne wytwarzanie **szczepionki BCG 10** i leku **Onko BCG**. W 2Q'23 miały miejsce istotne zamówienia na szczepionkę (dostawy dla NFZ i na Ukrainę), co ogranicza potencjał produkcyjny dla Onko BCG. W 2Q'23 spodziewamy się 9,3 mln PLN przychodów w tym segmencie. Liczymy na wyższą marżę ze sprzedaży szczepionki – w 2Q'23 ok. 50% wolumenu sprzedaży miało trafić do NFZ, natomiast rok wcześniej były to w głównej mierze dostawy eksportowe, w których produkt sprzedawany jest po niższej cenie. W związku z zawartymi już umowami na dostawy szczepionki oraz jej rejestrację na rynku węgierskim, spodziewamy się istotnego wzrostu wolumenu sprzedaży także w 2H'23.

### Segment tradycyjny

W 2Q'23 liczymy na powrót wolumenów sprzedaży **Distreptazy** do poziomów sprzed wybuchu wojny na Ukrainie. Eksport tego leku obejmuje głównie kraje wschodnie, dlatego w 2Q'22 wolumeny sprzedaży istotnie spadły, natomiast aktualnie dostawy w tamtym kierunku wracają do normy. W kwietniu'23 zakończył się okres obowiązywania ostatniej umowy z Polpharma na wytwarzanie i dostawę **Lakcid Forte**. W związku z tym spodziewamy się, że strony będą negocjować warunki dalszej współpracy. Jak dotąd nie ukazała się informacja na ten temat, dlatego prognozujemy brak lub śladowe ilości sprzedaży leku, podobnie, jak rok wcześniej. Spodziewamy się powrotu sprzedaży po zawarciu nowej umowy. Sprzedaż **Gamma Anty D** oraz pozostałych produktów w segmencie tradycyjnym jest dosyć stabilna i oczekujemy, że w 2Q'23 wolumeny i przychody nie zmienią się istotnie.

Rentowność w poszczególnych okresach jest ściśle związana ze strukturą produktową i geograficzną sprzedaży. Najwyższe marże generuje Szczepionka BCG 10 w sprzedaży na rynku krajowym oraz Onko BCG. W 2Q'23 spodziewamy się spadku rentowności r/r, przy jednoczesnym wzroście k/k.

Szacujemy wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o ok. 24%. Jest to spowodowane głównie wzrostem wynagrodzeń i zaksięgowanie w 2Q'23 kosztów programu motywacyjnego (ok. 0,8 mln PLN). Mimo to spodziewamy się dwucyfrowej dynamiki zysku operacyjnego i zysku netto.

### Prognozy wyników za 2Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	r/r	1H'22	1H'23P	r/r
Przychody ze sprzedaży	8,6	14,0	13,5	14,3	12,0	18,5	31,8%	22,6	30,5	34,6%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,8	124,8%	2,1	5,2	151,9%
<i>Onko BCG</i>	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	-20,0%	9,7	7,9	-18,5%
<i>Distreptaza</i>	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,6	99,5%	6,0	12,4	105,5%
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	1,1	1,3	1,0	1,1	1,0	-7,5%	2,1	2,1	1,9%
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	1,2	2,9	2,0	0,0	-	2,0	2,0	2,4%
<i>Inne</i>	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,0%	0,7	0,8	2,9%
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	8,7	7,4	8,4	6,0	10,4	19,5%	12,2	16,4	34,5%
EBIT	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,3	21,9%	3,4	5,7	65,7%
EBITDA	1,5	5,1	3,6	5,9	2,9	6,0	17,5%	6,6	8,9	35,4%
Zysk netto	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	3,0	23,7%	2,0	3,8	91,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	56,2%		53,9%	53,9%	
Marża EBIT	-	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	23,6%		15,1%	18,6%	
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	32,6%		29,0%	29,2%	
Marża zysku netto	-	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	16,5%		8,7%	12,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>5,6</b>	<b>14,5</b>	<b>6,5</b>	<b>14,6</b>	<b>8,6</b>	<b>14,0</b>	<b>13,4</b>	<b>14,3</b>	<b>12,0</b>	<b>18,5</b>	<b>10,2</b>	<b>18,8</b>	<b>12,9</b>	<b>19,1</b>	<b>12,5</b>	<b>18,7</b>
Szczepionka BCG 10	1,6	2,4	1,6	1,9	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,8	2,2	3,6	1,8	2,9	2,4	3,1
Onko BCG	0,6	3,0	1,0	3,7	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	2,1	5,5	2,9	7,2	1,9	5,3
Distreptaza	2,3	7,2	1,7	6,9	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,6	4,4	5,3	5,0	6,9	5,4	6,6
Gamma Anty D	0,4	1,1	0,9	1,1	1,0	1,1	1,3	1,0	1,1	1,0	1,0	1,6	1,0	1,1	1,1	1,7
Lakcid	0,5	0,4	1,0	0,8	2,0	0,0	1,2	2,9	2,0	0,0	0,0	2,3	1,7	0,6	1,2	1,5
Inne	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>3,2</b>	<b>8,0</b>	<b>3,1</b>	<b>8,4</b>	<b>3,5</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>10,4</b>	<b>5,2</b>	<b>10,9</b>	<b>6,8</b>	<b>10,8</b>	<b>6,4</b>	<b>10,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-0,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>0,7</b>	<b>6,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>1,6</b>	<b>6,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>	<b>6,1</b>	<b>1,5</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,0</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>3,5</b>	<b>10,1</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>4,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>3,9</b>
Marża zysku brutto na sprzedaży	57,8%	55,4%	47,0%	57,3%	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	56,2%	51,1%	58,1%	53,3%	56,4%	51,1%	58,1%
Marża EBIT	-14,7%	28,6%	-5,9%	29,2%	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	23,6%	7,2%	35,6%	25,5%	19,9%	12,4%	34,9%
Marża EBITDA	11,8%	39,7%	19,0%	41,8%	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	32,6%	25,3%	44,9%	39,0%	29,6%	28,0%	54,1%
Marża zysku netto	-21,3%	20,4%	-8,8%	20,9%	-5,6%	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	16,5%	4,1%	25,3%	17,2%	11,1%	2,6%	21,0%

Źródło: BDM, spółka

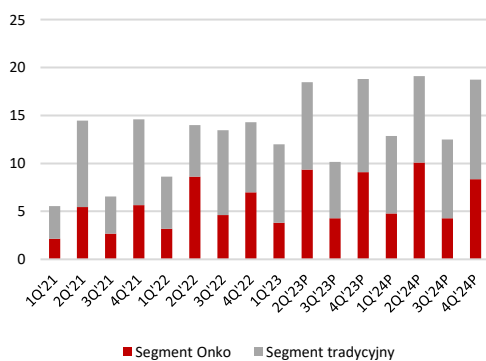
### Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>39,1</b>	<b>40,2</b>	<b>41,2</b>	<b>50,4</b>	<b>59,5</b>	<b>63,4</b>	<b>102,2</b>	<b>178,7</b>	<b>196,4</b>	<b>203,4</b>	<b>207,3</b>	<b>211,3</b>	<b>215,4</b>	<b>219,5</b>
Szczepionka BCG 10	7,2	7,7	7,6	7,1	11,0	10,2	16,0	14,9	15,1	15,2	15,4	15,5	15,7	15,8
Onko BCG	3,1	5,9	8,3	16,2	15,5	17,3	47,7	123,6	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8
Distreptaza	16,0	14,8	18,1	14,8	22,0	23,9	25,9	27,2	28,0	28,8	29,4	30,0	30,6	31,2
Gamma Anty D	5,1	4,1	3,4	4,4	4,7	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
Lakcid	4,6	5,5	2,7	6,0	4,3	5,0	5,4	5,7	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,6
Inne	1,4	1,2	1,0	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>21,3</b>	<b>20,6</b>	<b>22,7</b>	<b>27,9</b>	<b>32,5</b>	<b>34,9</b>	<b>56,4</b>	<b>108,9</b>	<b>120,7</b>	<b>125,8</b>	<b>127,4</b>	<b>130,6</b>	<b>133,9</b>	<b>137,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>13,1</b>	<b>15,2</b>	<b>35,4</b>	<b>80,7</b>	<b>90,1</b>	<b>93,6</b>	<b>95,4</b>	<b>97,2</b>	<b>99,1</b>	<b>101,0</b>
segment BCG	-	-	4,4	7,7	9,4	11,2	31,1	76,2	85,5	88,8	90,5	92,2	94,0	95,8
segment tradycyjny	-	-	2,8	2,2	3,7	4,0	4,3	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
<b>EBITDA</b>	<b>11,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,7</b>	<b>16,1</b>	<b>19,9</b>	<b>24,3</b>	<b>50,5</b>	<b>94,2</b>	<b>103,5</b>	<b>106,8</b>	<b>108,5</b>	<b>110,3</b>	<b>112,1</b>	<b>114,0</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>23,0</b>	<b>57,8</b>	<b>65,8</b>	<b>70,1</b>	<b>73,5</b>	<b>74,9</b>	<b>78,3</b>	<b>79,8</b>
Marża zysku brutto na sprzedaży	54,3%	51,2%	55,1%	55,4%	54,6%	55,0%	55,2%	60,9%	61,5%	61,9%	61,5%	61,8%	62,2%	62,6%
Marża EBIT	14,6%	14,8%	17,5%	19,5%	22,0%	23,9%	34,6%	45,1%	45,9%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%
Marża EBITDA	29,5%	29,3%	33,4%	31,9%	33,4%	38,3%	49,4%	52,7%	52,7%	52,5%	52,3%	52,2%	52,1%	51,9%
Marża zysku netto	6,3%	11,1%	10,3%	12,1%	15,0%	13,6%	22,5%	32,4%	33,5%	34,5%	35,4%	35,4%	36,4%	36,4%

Źródło: BDM, spółka

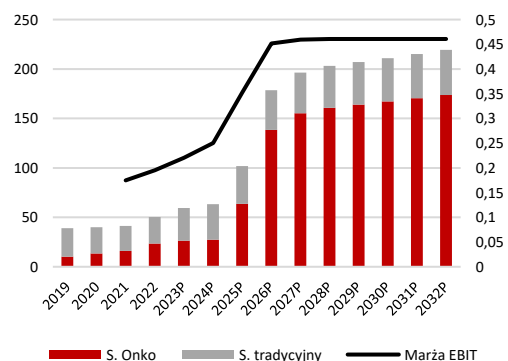
Do końca 2024 r. oczekujemy stabilnego wzrostu wyników, wynikającego z konsekwentnego wzrostu wolumenów sprzedaży leków. 2025 r. będzie okresem przejściowym, w którym rozpocznie działalność Centrum Badawczo Rozwojowe oraz zostaną uruchomione nowe moce produkcyjne w powstającym zakładzie produkcyjnym. Docelowe poziomy produkcji oraz skokowy wzrost wyników będzie widoczny w 2026 r., kiedy spółka będzie operowała pełnymi zdolnościami wytwórczymi.

### Przychody w podziale na segmenty kwartalnie [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

### Przychody w podziale na segmenty rocznie [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

**DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Aktywa trwałe	76,0	107,7	218,4	238,8	227,5	225,2	222,9	221,8	220,6	220,0	219,8	219,8
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	210,9	233,8	222,6	220,4	218,2	217,1	216,0	215,3	215,1	215,1
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	40,4	47,0	94,4	145,6	160,5	184,2	175,4	197,3	221,8	245,4
Zapasy	9,3	12,7	16,7	16,7	32,9	38,4	42,2	43,7	44,5	45,4	46,3	47,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	11,6	15,1	19,8	18,0	35,6	56,7	62,4	64,6	65,8	67,1	68,4	69,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,7	11,3	24,8	49,3	54,8	74,8	63,9	83,7	106,1	127,5
Aktywa razem	116,8	163,1	258,8	285,9	321,9	370,8	383,4	406,0	396,0	417,3	441,6	465,2
Kapitał własny	74,6	105,6	114,5	123,1	146,1	187,8	213,2	237,2	261,6	285,0	310,9	335,9
Kapitał podstawowy	6,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Zyski zatrzymane	-38,5	-32,4	-23,5	-14,9	8,2	49,9	75,2	99,2	123,6	147,1	172,9	197,9
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	119,6	140,0	126,0	107,5	103,7	68,0	64,5	61,2	58,3	55,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,8	6,0	42,9	56,5	46,5	32,1	32,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,1	1,7	1,5	1,2	0,9	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	24,7	22,7	49,8	75,4	66,5	100,7	69,9	71,1	72,4	73,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	3,6	6,8	2,3	0,4	10,0	14,5	0,0	32,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	9,9	13,7	18,1	18,1	35,6	56,8	62,4	64,6	65,9	67,2	68,5	69,8
Pasywa razem	116,8	163,1	258,8	285,9	321,9	370,8	383,4	406,0	396,0	417,3	441,6	465,2

<b>Rachunek wyników [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody	41,2	50,4	59,5	63,4	102,2	178,7	196,4	203,4	207,3	211,3	215,4	219,5
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,6	7,1	11,0	10,2	16,0	14,9	15,1	15,2	15,4	15,5	15,7	15,8
<i>Onko BCG</i>	8,3	16,2	15,5	17,3	47,7	123,6	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8
<i>Distreptoza</i>	18,1	14,8	22,0	23,9	25,9	27,2	28,0	28,8	29,4	30,0	30,6	31,2
<i>Gamma Anty D</i>	3,4	4,4	4,7	4,9	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
<i>Lakcid</i>	2,7	6,0	4,3	5,0	5,4	5,7	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,6
<i>Inne</i>	1,0	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Wynik brutto na sprzedaży	22,7	27,9	32,5	34,9	56,4	108,9	120,7	125,8	127,4	130,6	133,9	137,3
Koszty SG&A	14,9	17,1	19,2	20,9	24,8	31,9	34,1	35,5	35,2	36,4	37,7	39,1
EBIT	7,2	9,8	13,1	15,2	35,4	80,7	90,1	93,6	95,4	97,2	99,1	101,0
<i>segment BCG</i>	4,4	7,7	9,4	11,2	31,1	76,2	85,5	88,8	90,5	92,2	94,0	95,8
<i>segment tradycyjny</i>	2,8	2,2	3,7	4,0	4,3	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
EBITDA	13,7	16,1	19,9	24,3	50,5	94,2	103,5	106,8	108,5	110,3	112,1	114,0
Zysk brutto	5,9	8,3	12,4	11,6	30,7	76,1	85,5	89,9	93,0	94,8	99,1	101,0
Zysk netto	4,2	6,1	9,0	8,6	23,0	57,8	65,8	70,1	73,5	74,9	78,3	79,8

<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	10,3	27,8	23,0	67,0	75,9	81,2	85,3	84,0	87,5	89,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-65,6	-24,9	-3,8	-11,2	-11,1	-12,1	-12,0	-12,4	-12,8	-13,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	30,9	5,6	-5,7	-31,3	-59,3	-49,2	-84,3	-51,8	-52,4	-54,8
Przepływy pieniężne netto	12,5	12,8	-24,4	8,5	13,6	24,5	5,5	20,0	-10,9	19,8	22,3	21,4
FCF	-7,8	-24,0	-55,3	2,9	19,3	55,8	64,8	69,2	73,4	71,6	74,8	76,2
Środki pieniężne na początek okresu	1,8	14,3	27,1	2,7	11,3	24,8	49,3	54,8	74,8	63,9	83,7	106,1
Środki pieniężne na koniec okresu	14,3	27,1	2,7	11,3	24,8	49,3	54,8	74,8	63,9	83,7	106,1	127,5

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	2,5%	22,4%	18,2%	6,5%	61,1%	74,9%	9,9%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	16,9%	16,9%	24,0%	22,1%	107,6%	86,6%	9,8%	3,2%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%
EBIT zmiana r/r	21,3%	36,8%	33,0%	16,0%	132,9%	128,2%	11,7%	3,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-4,3%	43,1%	47,3%	-4,0%	168,0%	151,1%	13,8%	6,5%	4,8%	1,9%	4,6%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	55,1%	55,4%	54,6%	55,0%	55,2%	60,9%	61,5%	61,9%	61,5%	61,8%	62,2%	62,6%
Marża EBITDA	33,4%	31,9%	33,4%	38,3%	49,4%	52,7%	52,7%	52,5%	52,3%	52,2%	52,1%	51,9%
Marża EBIT	17,5%	19,5%	22,0%	23,9%	34,6%	45,1%	45,9%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%
Marża brutto	14,3%	16,6%	20,8%	18,3%	30,1%	42,6%	43,5%	44,2%	44,9%	44,9%	46,0%	46,0%
Marża netto	10,3%	12,1%	15,0%	13,6%	22,5%	32,4%	33,5%	34,5%	35,4%	35,4%	36,4%	36,4%
COGS / przychody	44,9%	44,6%	45,4%	45,0%	44,8%	39,1%	38,5%	38,1%	38,5%	38,2%	37,8%	37,4%
SG&A / przychody	36,2%	34,0%	32,2%	32,9%	24,3%	17,9%	17,4%	17,5%	17,0%	17,2%	17,5%	17,8%
SG&A / COGS	80,5%	76,2%	71,1%	73,2%	54,2%	45,7%	45,1%	45,8%	44,1%	45,2%	46,3%	47,5%
ROE	5,7%	5,8%	7,8%	7,0%	15,8%	30,8%	30,9%	29,5%	28,1%	26,3%	25,2%	23,8%
ROA	3,6%	3,7%	3,5%	3,0%	7,2%	15,6%	17,2%	17,3%	18,6%	17,9%	17,7%	17,2%
Dług	42,27	57,54	144,29	162,77	175,78	182,92	170,22	168,77	134,41	132,28	130,70	129,29
D / (D+E)	36,2%	35,3%	55,8%	56,9%	54,6%	49,3%	44,4%	41,6%	33,9%	31,7%	29,6%	27,8%
D / E	56,7%	54,5%	126,0%	132,2%	120,3%	97,4%	79,8%	71,2%	51,4%	46,4%	42,0%	38,5%
Dług netto	-7,8	-11,9	44,9	47,7	33,4	-1,4	-21,7	-42,0	-63,5	-83,7	-106,1	-127,5
Dług netto / kapitał własny	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Dług netto / EBITDA	-0,6	-0,7	2,3	2,0	0,7	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,1
Dług netto / EBIT	-1,1	-1,2	3,4	3,1	0,9	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1	-1,3
EV	332,8	354,8	413,1	418,9	407,7	375,9	358,7	341,4	319,9	299,7	277,4	256,0
Dług / EV	12,7%	16,2%	34,9%	38,9%	43,1%	48,7%	47,5%	49,4%	42,0%	44,1%	47,1%	50,5%
CAPEX / Przychody	44,8%	73,0%	194,8%	50,7%	3,7%	6,3%	5,6%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
CAPEX / Amortyzacja	281,6%	590,9%	1700,9%	352,0%	25,0%	83,0%	83,0%	91,3%	91,4%	95,0%	98,3%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	15,9%	12,3%	11,5%	14,4%	14,8%	7,6%	6,8%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	5,9%
Zmiana KO / Przychody	11,3%	5,9%	7,4%	-2,9%	15,9%	3,1%	1,9%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	301,0%	47,8%	-19,8%	418,6%	14,2%	5,0%	8,4%	12,1%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
MC/S*	8,9	7,3	6,2	5,8	3,6	2,1	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7
P/E*	80,2	60,3	41,1	43,2	16,2	6,5	5,8	5,5	5,2	5,1	4,9	4,8
P/BV*	4,6	3,5	3,2	3,0	2,6	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
P/CE*	31,6	29,8	23,3	21,0	9,8	5,3	4,8	4,6	4,4	4,4	4,2	4,1
EV/EBITDA*	24,2	22,1	20,7	17,2	8,1	4,0	3,5	3,2	2,9	2,7	2,5	2,2
EV/EBIT*	46,3	36,1	31,5	27,6	11,5	4,7	4,0	3,6	3,4	3,1	2,8	2,5
EV/S*	8,1	7,0	6,9	6,6	4,0	2,1	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
BVPS	1,1	1,5	1,6	1,7	2,0	2,6	2,9	3,2	3,6	3,9	4,2	4,6
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
FCFPS	-0,3	-0,5	-1,5	-0,1	0,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	10,6%	12,0%	12,8%	13,4%	13,7%	14,3%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 5,22 PLN

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

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

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

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji Synthaverse**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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 3Q'23*:	, 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	8	67%	0	0%
Akumuluj	2	17%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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



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

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

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

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

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

**Data sporządzenia materiału: 2023-09-13.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-13 (11:30 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-13 (11:30 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie zostały 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.

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

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

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

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

Zaznaczamy, że na dzień 12.09.2023 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 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.