

**bdm**  
Dom Maklerski BDM S.A.  
**BIOMAXIMA**  
RAPORT ANALITYCZNY

**KUPUJ**  
(POPZEDNIO: KUPUJ)  
**WYCENA 26,4 PLN**  
15 WRZEŚNIA 2023, 08:55 CEST

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów BioMaxima, wyznaczając cenę docelową na 26,4 PLN/akcję (poprzednio 38,7 PLN/akcję). Rozbudowa mocy produkcyjnych, szczególnie w obszarze lekooporności, daje spółce szansę na konkurowanie z europejskimi liderami z zakresu diagnostyki in vitro. W czasie pandemii spółka wykorzystała zwiększone zapotrzebowanie na swoje produkty i pozyskała nowych klientów. Spowodowało to powstanie wysokiej bazy porównawczej dla wyników kolejnych okresów, jednak dzięki tym środkom i relacjom spółka ma szansę na dynamiczny rozwój.

Obniżenie ceny docelowej spowodowane jest głównie przez wzrost kosztu kapitału własnego (z 6,5% do 9,5%) oraz obniżenie założeń wynikowych na 2023 i 2024 r. 4Q'22 i 1Q'23 pokazały jak kształtuje się obecny potencjał spółki po oczyszczeniu wyników z wpływu pandemii Covid-19. Opóźnienia w uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych oraz przeciągające się procesy patentowe w naszej ocenie wydłużają proces ich zagospodarowania przez pozyskiwanie nowych nabywców.

BioMaxima jest spółką, zajmującą się produkcją, handlem i usługami w dziedzinie medycznej diagnostyki laboratoryjnej oraz mikrobiologii przemysłowej. Działalność spółki opiera się na czterech platformach technologicznych: (1) dyfuzyjne systemy do badania lekowrażliwości, (2) podłoża mikrobiologiczne, (3) szybkie testy kasetkowe oraz (4) chemia kliniczna.

Spółka wielokrotnie pokazała swoją elastyczność i wysoką sprawność w reagowaniu na pojawiające się potrzeby rynkowe. Jako jedna z pierwszych firm wprowadziła na rynek testy do diagnostyki Covid-19. Po pojawieniu się zagrożenia ze strony wirusa małpiej ospy również szybko odpowiedziała na potencjalne zapotrzebowanie.

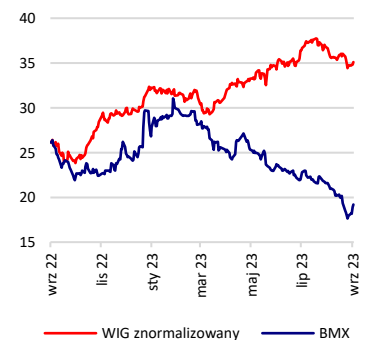
Oczekujemy, że w kolejnych latach motorem napędowym rozwoju spółki będzie rosnące zapotrzebowanie na diagnostykę w dziedzinie lekowrażliwości. W 2019 r. z powodu bakterii opornych na antybiotyki zmarło blisko 5 mln osób na świecie. Narastający problem antybiotykooporności, spowodowany głównie nieracjonalnym stosowaniem leków, wymaga zwiększenia roli diagnostyki w leczeniu pacjentów.

Rok 2023 jest okresem przejściowym dla spółki ze względu na znaczną inwestycję rozbudowy mocy produkcyjnych. Wyniki 2022 r. były istotnie podbite przez duże zamówienie na testy do diagnostyki Covid-19, natomiast wpływ uruchomienia nowych mocy produkcyjnych w naszej ocenie będzie w pełni widoczny w 2024 r. Dlatego też nieunikniony jest spadek wyników w całym 2023 r. w naszym modelu uwzględniamy jednak wpływ istotnych zamówień, które w ochronie zdrowia zazwyczaj występują pod koniec roku.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	61,3	79,1	143,9	51,9	61,6	80,7
EBIT [mln PLN]	10,5	13,7	34,9	4,0	5,4	13,4
EBITDA [mln PLN]	11,9	15,3	36,9	6,7	8,9	17,0
Wynik netto [mln PLN]	7,9	10,2	28,9	3,2	3,7	10,3
P/E	10,4	8,1	2,9	25,3	22,0	7,8
P/BV	4,2	2,8	1,6	1,5	1,4	1,2
EV/EBIT	8,7	7,1	2,0	20,9	15,2	5,9
EV/EBITDA	7,7	6,4	1,9	12,5	9,1	4,6
DPS w okresie	0,0	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1
DY	0,0%	1,3%	2,3%	2,6%	0,6%	0,7%

Wycena końcowa [PLN]	26,4
Wycena DCF [PLN]	22,5
Wycena porównawcza [PLN]	30,3
Potencjał do wzrostu / spadku	37,3%
Koszt kapitału	14,2%
Cena rynkowa [PLN]	19,2
Kapitalizacja [mln PLN]	82,9
Ilość akcji [mln. szt.]	4,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	28,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	17,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-18,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-30,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,0%
Akcjonariat (% głosów):	
Porozumienie akcjonariuszy: Łukasz Urban, Andrzej Mikosz oraz TriCar Services LTD, Krzysztof Mikosz, Mariusz Nowak	28,8%
Pozostali	71,2%

**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



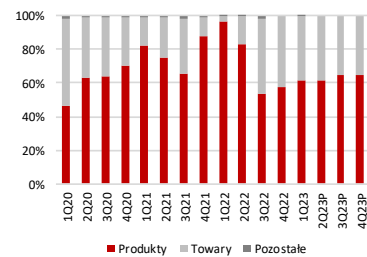
## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
MODEL BIZNESOWY .....	12
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE .....	12
ODBIORCY KOŃCOWI .....	13
STRATEGIA .....	14
AKCJONARIAT .....	15
OTOCZENIE RYNKOWE .....	16
RYNEK IVD .....	16
FINANSOWANIE SYSTEMU OCHRONY ZDROWIA .....	17
ZASOBY KADROWE .....	18
RYNEK MIKROBIOLOGII PRZEMYSŁOWEJ .....	19
PROGNOZA NA 2Q'23 I KOLEJNE OKRESY .....	20

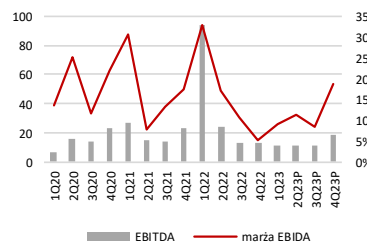
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>29,8</b>	<b>61,3</b>	<b>79,1</b>	<b>143,9</b>	<b>51,9</b>	<b>61,6</b>	<b>80,7</b>	<b>88,4</b>
Zużycie materiałów i energii	9,7	27,0	37,9	77,7	20,5	24,0	30,5	33,2
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	7,8	12,1	9,5	11,5	10,8	12,2	16,0	17,5
Koszty świadczeń pracowniczych	8,4	8,9	10,6	12,5	11,9	11,7	12,3	13,1
Usługi obce	2,4	3,0	4,7	5,0	4,5	5,1	6,2	6,5
Zmiana stanu produktów	-0,1	1,2	-2,2	-0,3	2,4	0,4	1,2	0,6
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>10,5</b>	<b>13,7</b>	<b>34,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,4</b>	<b>13,4</b>	<b>15,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>11,9</b>	<b>15,3</b>	<b>36,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>17,0</b>	<b>18,7</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>-0,7</b>	<b>9,6</b>	<b>12,8</b>	<b>35,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>12,7</b>	<b>15,4</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>-0,9</b>	<b>7,9</b>	<b>10,2</b>	<b>28,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>10,3</b>	<b>12,4</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2019</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>21,6</b>	<b>22,3</b>	<b>28,4</b>	<b>38,2</b>	<b>48,5</b>	<b>49,1</b>	<b>49,6</b>	<b>50,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	20,9	21,7	27,9	37,8	48,2	48,8	49,4	50,1
Aktywa niematerialne	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>14,4</b>	<b>25,4</b>	<b>33,5</b>	<b>36,2</b>	<b>35,7</b>	<b>37,7</b>	<b>46,2</b>	<b>54,6</b>
Pasasy	8,0	12,4	14,0	12,8	13,4	13,7	18,1	19,8
Należności z tytułu dostaw i usług	5,9	8,5	16,5	10,1	14,6	13,8	18,3	19,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,5	4,4	3,0	12,9	7,3	9,9	9,5	14,7
<b>Aktywa razem</b>	<b>36,1</b>	<b>47,7</b>	<b>61,9</b>	<b>74,4</b>	<b>84,2</b>	<b>86,8</b>	<b>95,8</b>	<b>105,0</b>
Kapitał własny	9,3	19,9	29,2	52,5	53,6	56,8	66,5	77,4
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>13,9</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>	<b>11,0</b>	<b>14,2</b>	<b>14,1</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>
Zobowiązania finansowe	6,2	7,1	8,0	3,9	6,4	7,0	4,6	4,4
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dotacje	6,9	6,6	6,2	6,0	6,8	6,1	5,5	4,8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>12,8</b>	<b>13,1</b>	<b>17,3</b>	<b>11,0</b>	<b>16,4</b>	<b>15,9</b>	<b>18,2</b>	<b>17,3</b>
Zobowiązania finansowe	5,6	4,1	8,1	1,3	4,0	3,4	2,4	0,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Dotacje	0,4	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	6,1	7,8	6,7	7,4	10,3	10,4	13,7	15,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>36,1</b>	<b>47,7</b>	<b>61,9</b>	<b>74,4</b>	<b>84,2</b>	<b>86,8</b>	<b>95,8</b>	<b>105,0</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2019</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>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>37,1</b>	<b>3,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>13,8</b>
Amortyzacja	1,3	1,4	1,7	2,0	2,7	3,6	3,7	3,0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-7,8</b>	<b>-10,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,9</b>
CAPEX	1,6	1,9	4,5	9,9	12,5	4,5	4,5	3,9
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-4,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-19,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,6</b>
Dywidenda	0,0	0,0	-1,1	-1,9	-2,1	-0,5	-0,5	-1,5
Odsutki	0,3	0,2	0,5	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2
Zmiana środków pieniężnych	-0,5	3,9	-1,4	9,9	-5,6	2,5	-0,4	5,2
Środki pieniężne	0,5	4,4	3,0	12,9	7,3	9,9	9,5	14,7
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody	-9%	106%	29%	82%	-64%	19%	31%	9%
EBITDA	-	933%	29%	141%	-82%	33%	90%	10%
Zysk netto	-	-	29%	182%	-89%	15%	182%	21%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2019</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]	3,7	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2
EPS	-0,2	1,8	2,4	6,7	0,8	0,9	2,5	3,0
Przychody [mln PLN]	29,8	61,3	79,1	143,9	51,9	61,6	80,7	88,4
Marża brutto na sprzedaży	-3,7%	15,6%	15,2%	24,1%	4,9%	6,3%	14,7%	16,0%
EBIT [mln PLN]	-0,1	10,5	13,7	34,9	4,0	5,4	13,4	15,7
EBITDA [mln PLN]	1,2	11,9	15,3	36,9	6,7	8,9	17,0	18,7
Zysk netto [mln PLN]	-0,9	7,9	10,2	28,9	3,2	3,7	10,3	12,4
Dług netto	12,3	8,1	14,3	-7,1	3,5	0,9	-2,1	-9,7
BPS	2,5	4,6	6,8	12,1	12,8	13,5	15,9	18,5
DPS w okresie	0,0	0,0	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1	0,4
Stopy dywidendy	0,0%	0,0%	1,3%	2,3%	2,6%	0,6%	0,7%	1,9%
ROE	-10%	40%	35%	55%	6%	6%	15%	16%
ROA	-2%	17%	17%	39%	4%	4%	11%	12%
Amortyzacja	1,3	1,4	1,7	2,0	2,7	3,6	3,7	3,0
FCF	4,3	3,1	-3,5	29,2	-7,6	4,0	4,3	9,9
CAPEX	1,6	1,9	4,5	9,9	12,5	4,5	4,5	3,9
P/E	-79,5	10,4	8,1	2,9	25,3	22,0	7,8	6,5
P/BV	7,7	4,2	2,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	73,0	7,7	6,4	1,9	12,5	9,1	4,6	3,8
EV/EBIT	-	8,7	7,1	2,0	20,9	15,2	5,9	4,5

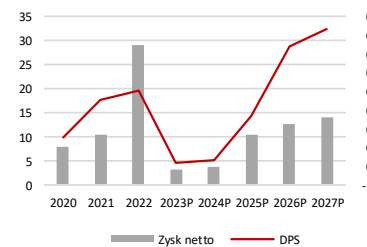
### Udział produktów i towarów w sprzedaży [%]



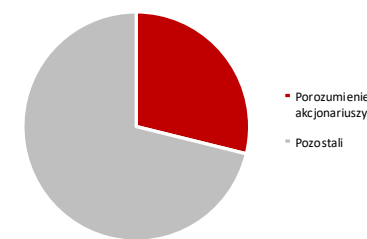
### Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]



### Dywidenda na akcję [PLN] na tle zysku netto [mln PLN]



### Struktura akcjonariatu [% głosów]



### Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- Ryzyko opóźnienia realizacji inwestycji i wprowadzania na rynek nowych wyrobów
- Ryzyko nasilenia konkurencji
- Ryzyko dostępności materiałów i zerwania łańcuchów dostaw
- Ryzyko koncentracji odbiorców
- Ryzyko braku możliwości utrzymania lub pozyskania nowej wykwalifikowanej kadry
- Ryzyko utraty certyfikatów jakości ISO
- Ryzyko wyłączenia możliwości waloryzacji cen wyrobów i towarów oferowanych przez spółkę w umowach z zakresu zamówień publicznych
- Ryzyko związane ze współpracą z ROSCO Diagnostica A/S
- Ryzyko walutowe
- Ryzyko pogorszenia koniunktury na rynku diagnostyki i laboratoryjnej
- Ryzyko ograniczenia finansowania diagnostyki i laboratoryjnej

Źródło: BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 19,2 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 22,5 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z segmentu diagnostyki in vitro, została oparta na prognozach wyników na lata 2023-2025 i dała wartość 1 akcji na poziomie 30,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 26,4 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	min PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	50%	94,2	22,5	17,0%
Wycena porównawcza	50%	126,8	30,3	57,6%
<b>Wycena końcowa</b>		<b>110,5</b>	<b>26,4</b>	<b>37,3%</b>

Źródło: BDM S.A.

### Dwie gałęzie – analityka i mikrobiologia

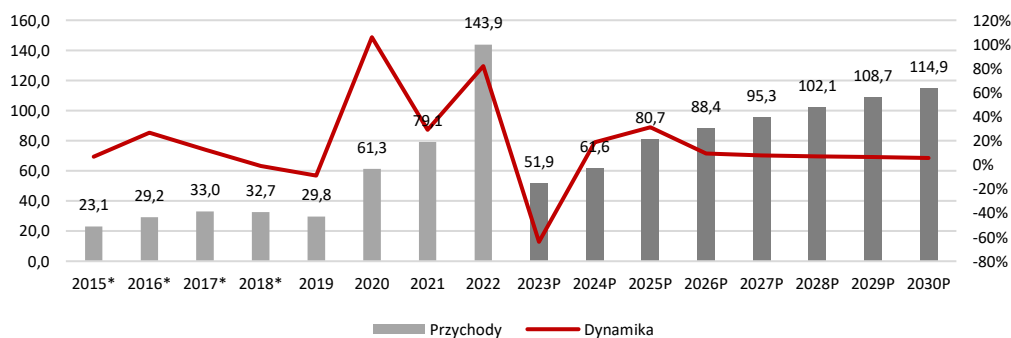
Spółka operuje w dwóch segmentach – analityka i mikrobiologia. Pierwszy obejmuje aparaturę i odczynniki do analityki medycznej IVD, szybkie testy immunochromatograficzne oraz sprzedaż materiałów pomocniczych i zużywalnych wykorzystywanych w laboratoriach. Segment mikrobiologii obejmuje systemy do diagnozowania chorób zakaźnych oraz badania bezpieczeństwa produktów przemysłowych, m. in. podłoża stosowane do pobrania, przechowania i transportu próbek na potrzeby diagnostyki, czy systemy do oznaczania lekowrażliwości. Dodatkowo klienci mogą skorzystać ze szkoleń związanych z tymi produktami oraz z prac serwisowych. Oba te segmenty dają spółce szerokie spektrum odbiorców – od laboratoriów klinicznych, przez przemysłowe, do naukowych.

### Rosnąca rozpoznawalność

Spółka działa na dynamicznie rozwijającym się rynku diagnostyki in vitro (badania wykonywane poza ciałem człowieka, np. z próbek moczu, krwi). Intensywny wzrost sprzedaży tego asortymentu nastąpił w czasie pandemii Covid-19 (szybkie testy). W tym czasie BioMaxima pozyskała nowych klientów, którzy zaopatrują się także w inne produkty spółki.

W 2019 roku, w związku z przeniesieniem dwóch zakładów produkcyjnych (Gdańsk i Warszawa) do Lublina, spółka poniosła znaczące koszty, co wpłynęło na pogorszenie sytuacji finansowej. Opóźnienia w dostawie niektórych urządzeń i w realizacji instalacji przyczyniły się do spadku sprzedaży. Dopiero pozyskanie finansowania w 3Q'19 i podwyższenie kapitału zakładowego w marcu'20 spowodowało odzyskanie płynności finansowej oraz zdolności finansowania zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Wybuch pandemii i nagłe zapotrzebowanie na testy do diagnostyki SARS-CoV-2 sprawiły, że BioMaxima szybko odbudowała utracone w czasie reorganizacji przychody. W tym czasie wzrost sprzedaży nastąpił we wszystkich obszarach (nie tylko związanych z diagnostyką Covid-19).

### Przychody grupy w latach 2015-2022 [mln PLN]



\* raportowane wg PSR

Źródło: BDM, spółka

BioMaximę uważamy za jednego z beneficjentów pandemii. W czasie jej trwania spółka pozyskała nowych klientów (głównie dzięki sprzedawanym szybkim testom), którzy później zaczęli kupować także inne produkty. Spółka wyróżnia się na tle zagranicznej konkurencji niższymi kosztami produkcji, i co za tym idzie niższymi cenami sprzedaży, przy zachowaniu europejskiej jakości. Test antygenowy BioMaximy w kierunku SARS-CoV-2 został wprowadzony na listę rekomendowanych w UE.

#### **Szybka reakcja na potrzeby rynkowe**

W działalności spółki ważny jest czas reakcji na pojawiające się potrzeby rynkowe. Po wybuchu pandemii Covid-19 już w marcu'20 BioMaxima wprowadziła do sprzedaży immunochromatograficzne testy do wykrywania przeciwciał IgG i IgM we krwi pełnej, osoczu lub surowicy, które były opracowane przez Hangzhou AllTest Biotach. Następnie pod koniec marca'20 wprowadzono test genetyczny RT-PCR, produkowany przez spółkę. Kolejne były testy antygenowe, które od sierpnia'20 BioMaxima sprzedawała jako dystrybutor, a od listopada'20 jako producent, i testy Combo do wykrywania wirusów SARS-CoV-2, grypy A/B i RSV (od listopada'20 jako wytwórca). W międzyczasie wprowadzała do swojej oferty produkty uzupełniające, takie jak Viral Transport Medium (VTM) – podłoże przygotowywane zarówno w butelkach, jak i próbkach, służące do transportowania i przechowywania próbek zawierających wirusy.

Poza zdarzeniami tak istotnymi jak pandemia Covid-19, okresowo pojawiają się małe ogniska chorób, które wymagają szybkiej diagnostyki. W takich sytuacjach BioMaxima jest beneficjentem, dzięki szerokiej ofercie produktowej oraz dostępności wyrobów. Ostatnim takim przykładem jest wzrost zapadalności na Legionellę. Do dnia wydania niniejszego raportu, z powodu zakażenia bakterią zmarły 24 osoby. Z powodu podejrzenia wystąpienia bakterii badane są sieci wodociągowe, baseny i inne miejsca, w których może dojść do zakażenia. W naszej opinii takie lokalne zdarzenia nie będą wpływać w dużym stopniu na działalność spółki, jednak będą wspierać wzrost sprzedaży w kolejnych okresach.

#### **Wysoka zdolność operacyjna**

Na początku 2022 r. spółka otrzymała zamówienie od jednostki finansów publicznych na testy do diagnostyki Covid-19. Wartość zamówienia wyniosła 94,8 mln PLN (120% przychodów z całego 2021 r.) BioMaxima zrealizowała je w trzy miesiące (05.04.2022 zakończono dostawy). Tym samym udowodniła wysoką zdolność operacyjną oraz gotowość do realizacji nawet tak dużych zleceń. Na chwilę obecną nie spodziewamy się powtórzenia takiego zlecenia, jednak po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych oczekujemy przystępowania przez spółkę do przetargów wymagających szybkiej realizacji dużej partii produktów, których przy aktualnej infrastrukturze nie jest w stanie obsługiwać.

#### **Rozbudowa mocy produkcyjnych**

Prowadzone prace rozwojowe mają na celu zwiększenie wydajności produkcji obecnie wytwarzanych testów poprzez automatyzację i robotyzację procesów produkcyjnych oraz wprowadzanie nowych produktów. Spółka kładzie szczególny nacisk na rozwój w dziedzinie lekowrażliwości – w nowym budynku znajduje się wydział produkujący systemy AST. Swoje miejsce znalazł tam też rozbudowany wydział produkcji testów i odczynników oraz wydział diagnostyki molekularnej. Aktualnie trwają prace modernizacyjne, mające zwiększyć moce produkcyjne w segmencie mikrobiologii. BioMaxima oczekuje, że inwestycje te, w perspektywie 3 lat od ich zakończenia, dadzą potencjał dodatkowych przychodów pomiędzy 45 a 75 mln PLN rocznie.

W naszym modelu zakładamy początki produkcji w nowym zakładzie w 3Q'23, jednak w naszej opinii nie będzie to miało znaczącego wpływu na wyniki 2023 r. Całość zaplanowanych mocy produkcyjnych powinna zacząć działać w 4Q'23, dlatego wzrost wyników z tytułu zwiększenia potencjału produkcyjnego powinien być widoczny w 2024 r. Ostrożnie podchodzimy jednak do prognoz spółki i zakładamy wolniejszy wzrost przychodów. W całym 2023 r. oczekujemy sprzedaży na poziomie 51,9 mln PLN, natomiast na 2026 r. zakładamy osiągnięcie 88,4 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost w perspektywie 3 lat o ok. 36,5 mln PLN. Spodziewamy się osiągnięcia dolnej granicy wyznaczonego przedziału w 2027 r., w którym szacujemy przychody w wysokości 95,3 mln PLN.

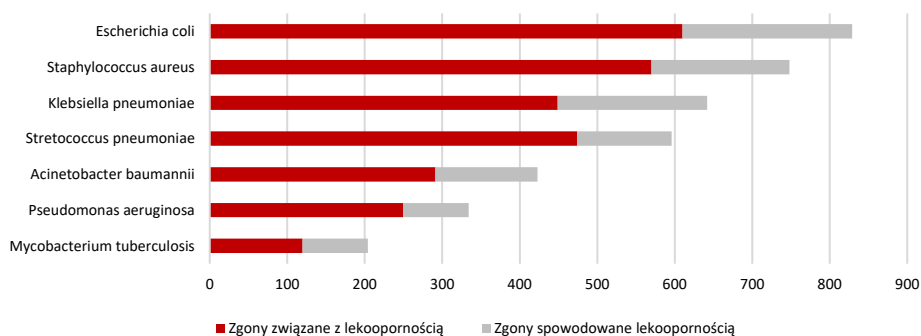
W listopadzie'22 spółka złożyła w Urzędzie Patentowym RP dwa zgłoszenia wynalazków w zakresie opracowanych technologii testów do oznaczania lekowrażliwości wraz z określeniem minimalnego stężenia hamującego rozwój mikroorganizmów. Jak dotąd nie ma informacji o udzieleniu takiego patentu, dlatego widzimy ryzyko dodatkowego opóźnienia startu produkcji wyrobów, które mogą zostać objęte patentami.

### Narastający problem lekooporności

The Institute for Health Metrics and Evaluation (IHME) z Uniwersytetu Waszyngtońskiego ocenia, że co najmniej 1,27 mln zgonów rocznie można przypisać bezpośrednio oporności na środki przeciwostrójowe. Szacuje się, że 4,95 mln osób, które zmarły w 2019 r. cierpiało z powodu infekcji bakteryjnych lekoopornych.

Przyczyny rosnącej skali problemu upatruje się głównie w nieracjonalnym stosowaniu leków. Niepotrzebne przepisywanie antybiotyków w schorzeniach nieuwarunkowanych zakażeniem bakteryjnym bądź niewłaściwe ich użycie przyspiesza powstawanie oporności, co sprawia, że stają się one nieskuteczne.

#### Zgony związane i spowodowane głównymi patogenami lekoopornymi w 2019 r. [tys.]



Źródło: BDM, Financial Times za Antimicrobial Resistance Collaborators

Według statystyk 48% pacjentów uważa, że antybiotyki są skuteczne w leczeniu infekcji wirusowych. Ponad 50% przepisywanych na antybiotyki recept w Polsce jest nieuzasadniona. Najczęstszymi przyczynami stosowania zbędnej farmakoterapii są kaszel (90%), przeziębienie (75%), ból gardła (60%) i zapalenie zatok (60%).

Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) zaliczyła oporność na antybiotyki do 10 największych globalnych zagrożeń dla zdrowia publicznego, porównywalnych do skutków wynikających ze zmian klimatu. Szacuje, że w 2050 r. na świecie z powodu chorób wywołanych przez bakterie odporne na antybiotyki może umrzeć nawet 10 mln osób.

BioMaxima w swojej ofercie posiada produkty związane z badaniem i określaniem lekowrażliwości bakterii i grzybów. Wśród systemów manualnych znajdują się krążki antybiotykowe, testy MIC, podłoża agarowe do oznaczania lekowrażliwości i podłoża chromogenne do oznaczania mechanizmów oporności. Spółka produkuje także dyfuzyjne systemy do oznaczania lekowrażliwości w postaci tabletek sprzedawanych przez ROSCO Diagnostica A/S.

Jako dystrybutor, BioMaxima sprzedaje w Polsce analizatory do monitorowania hodowli komórkowych Accelerate Pheno System. Sprzęt ten pozwala na szybką identyfikację i oznaczenie wrażliwości na antybiotyki drobnoustrojów z dodatniego posiewu krwi. Kompletne wyniki (identyfikacja drobnoustroju i oznaczenie lekowrażliwości) są dostępne w ciągu maksymalnie 7 godzin od uzyskania dodatniego posiewu krwi. W 2022 r. spółka sprzedała 6 takich urządzeń. Przychody uzyskane ze sprzedaży tego sprzętu dzielą się na jednorazowe (ok. 1 mln PLN) oraz powtarzalne (ok. 0,5 mln PLN rocznie) z tytułu dostaw odczynników i materiałów zużywalnych.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia realizacji inwestycji i wprowadzania na rynek nowych wyrobów**  
Opóźnienie uruchomienia nowych mocy produkcyjnych oraz wprowadzania na rynek nowych towarów może skutkować utratą potencjalnych kontraktów, których realizację uniemożliwiają aktualne ograniczenia operacyjne spółki.
- **Ryzyko nasilenia konkurencji**  
Rynek diagnostyki in vitro rozwija się bardzo dynamicznie. Powstawanie nowych technologii i podwyższanie parametrów urządzeń dostępnych na rynku może wpłynąć na pozycję konkurencyjną spółki. Niesie to za sobą ryzyko obniżenia poziomu marż, a w przypadku znacznego pogorszenia pozycji konkurencyjnej, także spadku sprzedaży, rentowności oraz udziału w rynku.
- **Ryzyko dostępności materiałów i zerwania łańcuchów dostaw**  
Spółka współpracuje z dostawcami zarówno z Polski, jak i z krajów UE, Dalekiego Wschodu, Środkowego Wschodu, USA i Wielkiej Brytanii. Zakłócenia dostaw, wynikające z ograniczeń eksportowych, kontroli celnych i granicznych lub innych przyczyn, mogą powodować istotne zakłócenia w procesach produkcyjnych spółki.
- **Ryzyko koncentracji odbiorców**  
W ostatnich latach znaczna część przychodów pochodziła od 4-5 klientów. Wynikało to głównie z faktu zamówień przez te podmioty dużych ilości testów do diagnostyki SARS-CoV-2. Brak istotnych zamówień ze strony tych kontrahentów może spowodować znaczny spadek przychodów spółki.
- **Ryzyko braku możliwości utrzymania lub pozyskania nowej wykwalifikowanej kadry**  
Działalność grupy wymaga utrzymywania i rozwijania wysoko wykwalifikowanego zespołu specjalistów, których dostępność na rynku pracy jest ograniczona. Dotychczas spółka nie miała problemów związanych z pozyskiwaniem nowych pracowników. Ogranicza powyższe ryzyko poprzez współpracę z ośrodkami akademickimi, w szczególności w Lublinie. Jest ona ukierunkowana na rozwój wyrobów na istniejących platformach produkcyjnych i platformach produktów spółki, a także na zachęcanie absolwentów do odbywania stażu lub ubiegania się o pracę w firmie.
- **Ryzyko utraty certyfikatów jakości ISO**  
Spółka posiada certyfikat jakości ISO 9001 oraz ISO 13485. Druga z tych norm potwierdza stosowanie przez spółkę standardów zarządzania jakością dotyczącą wytworzenia wyrobów medycznych. Utrata tej certyfikacji mogłaby spowodować brak możliwości stosowania oznaczenia CE na wyrobach producenta oraz utratę rynku dla wyrobów spółki i utratę jej wiarygodności jako dostawcy wyrobów medycznych do diagnostyki in vitro. Wszystkie dotychczas przeprowadzone audyty zakończyły się pozytywną oceną działania zakładu w Lublinie.
- **Ryzyko wyłączenia możliwości waloryzacji cen wyrobów i towarów oferowanych przez spółkę w umowach z zakresu zamówień publicznych**  
Niektóre umowy z zakresu zamówień publicznych zawierają postanowienia wyłączające lub istotnie ograniczające możliwość waloryzacji cen oferowanych przez spółkę wyrobów i towarów. Jednocześnie, przepisy uznają podatek VAT za część ceny, dlatego w przypadku wzrostu stawki podatku dostawca nie jest uprawniony do odpowiedniego podwyższenia ceny, co może negatywnie odbić się na rentowności sprzedaży.
- **Ryzyko związane ze współpracą z ROSCO Diagnostica A/S**  
Spółka jest producentem dyfuzyjnych systemów do określenia lekowrażliwości oraz identyfikacji drobnoustrojów w formie tabletek, które wprowadzane są na rynek przez duńską spółkę ROSCO Diagnostica A/S. BioMaxima jest wyłącznym producentem tych wyrobów, jednak nie wprowadza ich na rynek pod własną marką handlową. Jeżeli ROSCO Diagnostica A/S istotnie by obniżyła skalę zamówień, spółka mogłaby nie być w stanie ulokować tego produktu na rynku.
- **Ryzyko walutowe**  
Okolo 30% przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży eksportowej, dlatego niekorzystne kursy walutowe mogą wpływać na poziom uzyskiwanych w przyszłości przychodów.
- **Ryzyko pogorszenia koniunktury na rynku diagnostyki laboratoryjnej**
- **Ryzyko ograniczenia finansowania diagnostyki laboratoryjnej ze środków publicznych**



## 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 i specyficzne oraz współczynnika beta 0,9, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

### Główne założenia i zmiany modelu

- Od 2020 r. znacząca część przychodów spółki pochodziła ze sprzedaży testów do diagnostyki SARS-CoV-2. W latach 2020 i 2021 spółka zawarła istotne umowy dotyczące tego asortymentu opiewające na ponad 42 mln PLN. Na początku 2022 r. zrealizowała zamówienie na 94,8 mln PLN. Poza znaczącymi umowami dotyczącymi asortymentu „kovidowego”, spółka raportowała również istotne kontrakty dotyczące dostaw analizatorów do monitorowania hodowli komórkowych. Kwartalne przychody po wyłączeniu umów raportowanych w ESPI kształtowały się dosyć stabilnie. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży regularnej będą rosnąć w średnim okresie ok. 10% rocznie, a w długim okresie ok. 5% rocznie.
- W naszych prognozach zakładamy instalację jednego analizatora do monitorowania hodowli komórkowych kwartalnie od 4Q'23 do 4Q'25 (poprzednio od 2Q'23), a w długim terminie jednego urządzenia rocznie. Każdy analizator przynosi spółce ok. 1 mln PLN jednorazowego przychodu oraz 0,5 mln PLN rocznie z tytułu dostaw odczynników i materiałów zużywalnych.
- Nowe moce produkcyjne pozwolą spółce startować w większych przetargach, dlatego oczekujemy pojawiania się istotnych umów. Podchodzimy jednak ostrożnie do zapowiedzi spółki o przewidywanych dodatkowych przychodach: 45 – 75 mln PLN rocznie w perspektywie 3 lat. Zakładamy, że dolny pułap tej prognozy zostanie osiągnięty w 2027 r. (prognozujemy 95,3 mln PLN sprzedaży). Zakładamy również dążenie do zwiększania udziału wyrobów własnych w sprzedaży, które przynoszą wyższą marżę. W średnim okresie oczekujemy utrzymywania proporcji 65% produktów do 35% towarów, a w długim terminie zwiększenie udziału produktów do 70%.
- Nie przewidujemy istotnego zwiększenia liczby pracowników ze względu na zwiększenie mocy produkcyjnych. Oczekujemy wzrostu średniego wynagrodzenia o 5% r/r średniorocznie.
- W związku z trwającymi inwestycjami spodziewamy się zwiększonych nakładów w 2023 r. Szacujemy, że CAPEX w 2023 r. wyniesie ok. 12,5 mln PLN – po 4 mln PLN w 2Q'23 i 3Q'23 oraz 2,1 mln PLN w 4Q'23. W kolejnych latach zakładamy wydatki inwestycyjne rzędu 4-5 mln PLN rocznie.
- W związku z oddaniem do użytku nowego zakładu produkcyjnego spodziewamy się wzrostu amortyzacji stopniowo od 4Q'23 (poprzednio 2Q'23).
- W związku z dokonanymi inwestycjami w energię odnawialną spodziewamy się obniżenia kosztów energii w miesiącach letnich, jednak ze względu na dużą zależność ilości pozyskiwanej w ten sposób energii od pogody, ujęte w naszym modelu spadki kosztów nie są znaczące.
- Spółka nie ma określonej polityki dywidendowej. W 2023 r. wypłaciła 0,5 PLN dywidendy na akcję, czyli ok. 7% zysku netto za 2022 r. W swoich prognozach zakładamy od 2024 r. do 2026 r. wypłacanie 15% zysku netto uzyskanego w roku poprzedzającym wypłatę, a w długim okresie wzrost do 25%.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 94,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 22,5 PLN.**



**Metoda DCF**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	51,9	61,6	80,7	88,4	95,3	102,1	108,7	114,9	120,6	126,7
EBIT [mln PLN]	4,0	5,4	13,4	15,7	17,4	19,1	20,8	22,3	23,6	25,0
Stopa podatkowa	17,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,7	1,0	2,5	3,0	3,3	3,6	4,0	4,2	4,5	4,8
NOPLAT [mln PLN]	3,3	4,4	10,8	12,7	14,1	15,5	16,9	18,1	19,2	20,3
Amortyzacja [mln PLN]	2,7	3,6	3,7	3,0	3,1	3,2	3,3	3,2	3,2	3,1
CAPEX [mln PLN]	-12,5	-4,5	-4,5	-3,9	-4,0	-3,6	-3,6	-3,4	-3,2	-3,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,2	0,6	-5,5	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6	-1,7
FCF [mln PLN]	-8,6	4,1	4,5	9,8	11,3	13,3	14,7	16,2	17,5	18,6
DFCF [mln PLN]	-8,3	3,5	3,3	6,5	6,5	6,7	6,5	6,3	6,0	5,6
Suma DFCF [mln PLN]	42,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	155,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	46,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	89,2									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-7,1									
Dywidenda 2023 [mln PLN]	2,1									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>94,2</b>									
Ilość akcji [tys.]	4,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>22,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-63,9%	18,6%	31,1%	9,5%	7,8%	7,1%	6,4%	5,7%	5,0%	5,0%
EBIT zmiana r/r	-88,5%	33,5%	149,2%	17,1%	10,8%	10,1%	8,8%	7,3%	5,9%	5,9%
FCF zmiana r/r	-130,2%	-147,6%	8,9%	120,4%	14,8%	17,7%	10,8%	10,5%	7,5%	6,6%
Marża EBITDA	13,0%	14,6%	21,1%	21,1%	21,5%	21,9%	22,2%	22,3%	22,2%	22,2%
Marża EBIT	7,8%	8,7%	16,6%	17,7%	18,2%	18,7%	19,1%	19,4%	19,6%	19,8%
Marża NOPLAT	6,4%	7,1%	13,4%	14,4%	14,8%	15,2%	15,5%	15,7%	15,9%	16,0%
CAPEX / Przychody	24,0%	7,2%	5,6%	4,5%	4,2%	3,5%	3,3%	2,9%	2,7%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	457,1%	122,7%	123,0%	132,7%	128,0%	110,4%	109,9%	103,2%	102,7%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	0,9%	-6,9%	-2,2%	-2,0%	-1,9%	-1,7%	-1,5%	-1,3%	-1,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,4%	5,9%	-28,9%	-24,9%	-27,8%	-27,8%	-27,8%	-27,8%	-27,8%	-27,8%

*Źródło: 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 rynkowe	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Udział kapitału własnego	87,1%	87,5%	92,3%	95,3%	97,7%	99,8%	99,9%	99,9%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,9%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	12,9%	12,5%	7,7%	4,7%	2,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,1%	13,5%	13,8%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,2%

*Źródło: BDM S.A.*

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
beta	0,6	25,4	26,5	27,8	29,4	31,3	33,7	36,8	40,8	46,3
	0,7	23,1	24,0	25,1	26,3	27,8	29,6	31,9	34,8	38,6
	0,8	21,1	21,9	22,7	23,7	24,9	26,3	28,0	30,2	32,9
	0,9	19,4	20,0	20,7	21,5	22,5	23,6	24,9	26,5	28,6
	1,0	17,9	18,4	19,0	19,6	20,4	21,3	22,3	23,6	25,1
	1,1	16,5	17,0	17,5	18,0	18,6	19,4	20,2	21,2	22,4
	1,2	15,4	15,7	16,1	16,6	17,1	17,7	18,4	19,2	20,1

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
premia za ryzyko	6,5%	25,0	26,1	27,4	28,9	30,7	33,0	35,9	39,7	44,9
	7,5%	22,9	23,8	24,8	26,0	27,5	29,2	31,4	34,2	37,9
	8,5%	21,0	21,8	22,6	23,6	24,8	26,2	27,9	30,0	32,6
	9,5%	19,4	20,0	20,7	21,5	22,5	23,6	24,9	26,5	28,6
	10,5%	18,0	18,5	19,1	19,7	20,5	21,4	22,5	23,7	25,3
	11,5%	16,7	17,1	17,6	18,2	18,8	19,5	20,4	21,4	22,6
	12,5%	15,5	15,9	16,3	16,8	17,3	17,9	18,6	19,5	20,4

Źródło: 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	6,5%	45,1	40,6	36,8	33,5	30,7	28,3	25,4	22,4	19,9
	7,5%	41,6	37,0	33,3	30,1	27,5	25,2	22,6	19,9	17,6
	8,5%	38,4	34,0	30,3	27,3	24,8	22,6	20,2	17,1	15,8
	9,5%	35,7	31,3	27,8	24,9	22,5	20,4	18,2	15,4	14,2
	10,5%	33,3	29,0	25,6	22,8	20,5	18,5	16,5	14,0	12,8
	11,5%	31,1	27,0	23,7	21,0	18,8	17,0	15,0	12,8	11,7
	12,5%	29,2	25,2	22,0	19,4	17,3	15,6	14,0	12,8	11,7

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy na lata 2023-2025 dla zagranicznych spółek z branży IVD. Wycena jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 14.09.2023.

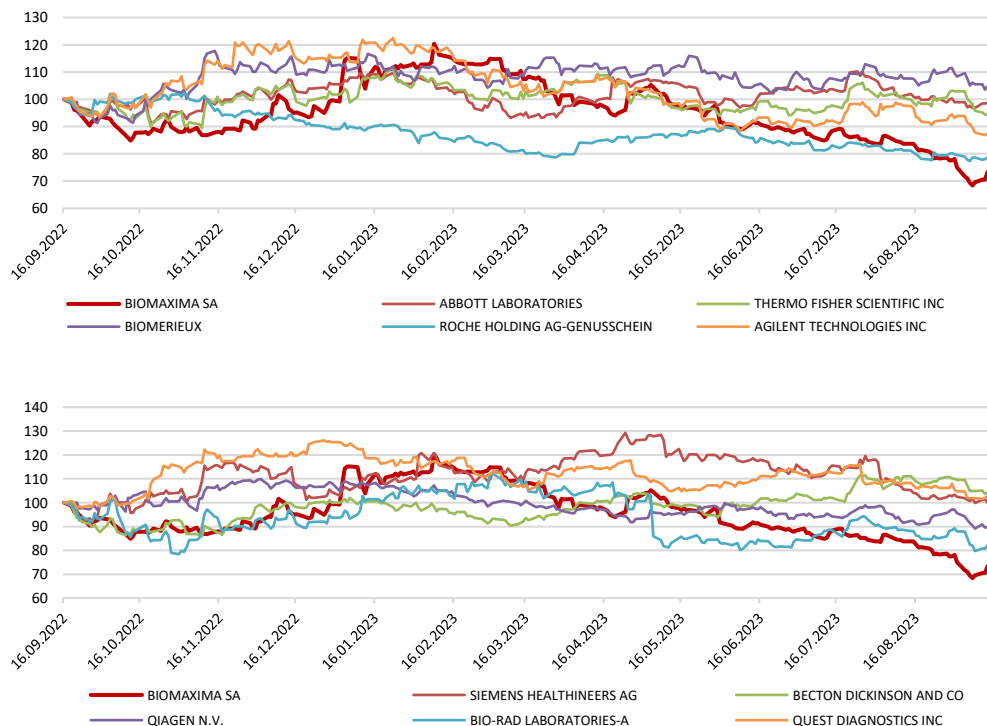
Porównując wyniki spółki BioMaxima ze wskaźnikami innych podmiotów otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 30,3 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 19,2 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów na wskaźniku EV/EBITDA.

### Wycena porównawcza do spółek z sektora IVD

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
ABBOTT LABORATORIES	23,1	22,1	20,0	17,8	16,1	14,2	20,4	19,2	16,8
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	22,9	21,3	19,3	20,1	18,1	16,3	22,2	20,2	18,2
BIOMERIEUX	25,0	21,5	19,6	12,9	11,3	10,2	18,0	15,7	14,0
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	14,3	13,4	12,2	9,6	8,9	7,9	10,8	10,0	9,0
AGILENT TECHNOLOGIES INC	21,0	20,1	18,2	17,6	16,5	15,1	18,9	17,5	15,9
SIEMENS HEALTHINEERS AG	23,9	20,4	17,5	15,9	13,3	11,4	21,5	17,3	14,3
BECTON DICKINSON AND CO	21,9	19,5	17,6	17,4	15,5	13,9	20,0	18,3	16,4
QIAGEN N.V.	18,9	18,0	16,3	13,3	11,6	10,2	17,7	15,3	13,1
BIO-RAD LABORATORIES-A	28,5	25,6	21,9	17,7	15,0	12,8	22,7	18,8	15,7
QUEST DIAGNOSTICS INC	14,5	14,0	13,0	9,8	9,2	8,4	12,1	11,4	10,4
<b>Mediana</b>	<b>22,4</b>	<b>20,3</b>	<b>17,9</b>	<b>16,7</b>	<b>14,2</b>	<b>12,1</b>	<b>19,5</b>	<b>17,4</b>	<b>15,0</b>
<b>BIOMAXIMA</b>	<b>25,3</b>	<b>22,0</b>	<b>7,8</b>	<b>12,5</b>	<b>9,1</b>	<b>4,6</b>	<b>20,9</b>	<b>15,2</b>	<b>5,9</b>
Premia/dyskonto grupa	13%	9%	-56%	-25%	-36%	-62%	7%	-13%	-61%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>17,0</b>	<b>17,7</b>	<b>44,0</b>	<b>25,8</b>	<b>30,0</b>	<b>49,4</b>	<b>17,9</b>	<b>22,1</b>	<b>48,4</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>26,2</b>			<b>35,1</b>			<b>29,5</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>30,3</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 14.09.2023

### Zachowanie kursu BioMaxima na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## MODEL BIZNESOWY

### Podstawowe informacje o spółce

Spółka jest producentem rozwiązań do diagnostyki in vitro chorób zakaźnych i badania bezpieczeństwa produktu w przemyśle oraz dystrybutorem produktów światowych firm, takich jak Accelerate Diagnostics, Nova Biomedical, PHC Europe, Technoclone, Kabe, czy Biolog. Zdecydowana większość wyrobów spółki dedykowana jest do użytku profesjonalnego.

W skład grupy kapitałowej wchodzi BioMaxima S.A., jako podmiot dominujący, oraz BioMaxima Romania SRL – spółka zależna operująca w Rumunii.

Podstawowa działalność BioMaximy obejmuje produkcję i sprzedaż wyrobów własnych produkowanych w ramach czterech obszarów technologicznych:

- **Produkcja podłoży mikrobiologicznych**, w tym podłoży w formie RTU (ang. ready to use) oraz DCM (ang. dehydrated culture media), a także suplementów, dodatków i innych składników podłoży mikrobiologicznych; istotna część wyrobów wytwarzanych w ramach tej platformy technologicznej trafia do laboratoriów przemysłowych; służą one do identyfikacji drobnoustrojów, kontroli czystości mikrobiologicznej, hodowli kultur bakterii i grzybów, a także do pobierania, dezaktywacji, przechowywania oraz transportu próbek materiału biologicznego;
- **Produkcja systemów dyfuzyjnych do oznaczania lekowrażliwości oraz mechanizmów oporności bakterii i grzybów** – w tej grupie znajdują się krążki bibutowe i tabletki; w nowym zakładzie mają być też produkowane paski gradientowe do badania minimalnego stężenia hamującego – MIC;
- **Wytwarzanie szybkich testów** do wykrywania chorób infekcyjnych, markerów nowotworowych, markerów zawału serca, środków uzależniających wraz z czynnikami;
- **Produkcja własnych odczynników diagnostycznych** do badania parametrów biochemicznych krwi i innych płynów ustrojowych oraz kontroli, a także wytwarzanie **automatycznych analizatorów biochemicznych** pracujących w systemie zamkniętym, z wykorzystaniem tych odczynników; odczynniki są również oferowane do wykorzystania z innymi analizatorami działającymi w systemie otwartym.

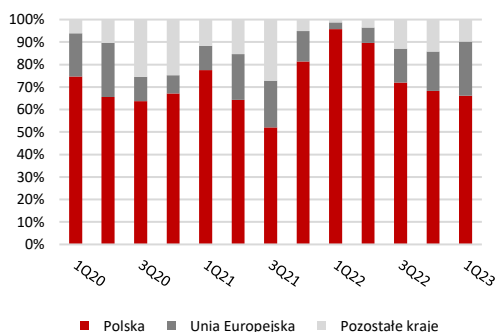
Od 2019 r. spółka buduje również swoje kompetencje w zakresie piątej platformy – **diagnostyki molekularnej**. Początkowo były to testy rt-PCR przeznaczone dla laboratoriów przemysłowych, które spółka wprowadziła we współpracy z partnerem niemieckim. Po wybuchu pandemii COVID-19, w 2020 r. BioMaxima wprowadziła na rynek testy rt-PCR w kierunku obecności wirusa SARS-CoV-2 w kooperacji z partnerem hiszpańskim. Obecnie w ofercie spółki znajduje się cała paleta testów umożliwiających oznaczanie i różnicowanie patogenów górnych dróg oddechowych. BioMaxima produkuje m. in. testy combo, różnicujące SARS-CoV-2, RSV i grypę A/B, które od stycznia'23 są refundowane w Polsce.

Dodatkowo, działalność grupy uzupełniona jest dystrybucją towarów komplementarnych z ofertą wyrobów własnych oraz działalnością szkoleniową. Są to urządzenia służące do diagnostyki in vitro, tj. analizatory immunochemiczne, hematologiczne, jonoselektywne, FISH, czy analizatory moczu. Do tej grupy zaliczają się także systemy aspiracyjno – próżniowe do pobierania krwi i jednorazowe materiały zużywalne.

Sprzedaż towarów wiąże się z niższą marżą niż handel produktami. W przypadku analizatorów głównym źródłem rentowności jest sprzedaż odczynników do zainstalowanych urządzeń działających w systemie zamkniętym. W tej grupie produktowej możliwy jest także najem urządzenia z jednoczesną sprzedażą odczynników i/lub materiałów zużywalnych.

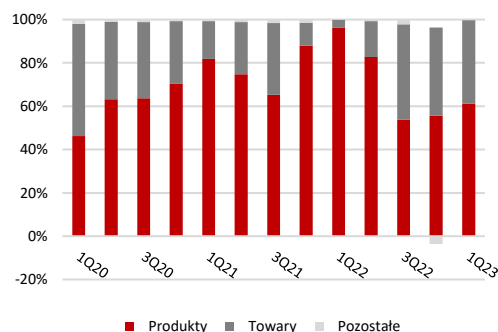
Spółka zaopatruje odbiorców zarówno w Polsce, jak i za granicą. Jako dystrybutor, sprzedaje towary w Polsce, jednak wyroby BioMaximy są sprzedawane za pośrednictwem 60 dystrybutorów zagranicznych na czterech kontynentach. W niektórych krajach spółka współpracuje z więcej niż jednym dystrybutorem. Wynika to z ukierunkowania tych podmiotów na różne segmenty rynku, szczególnie dotyczy to podziału na odbiorców klinicznych i przemysłowych. Na rynku rumuńskim działalność dystrybucyjną prowadzi BioMaxima Romania – spółka w 100% zależna.

### Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: BDM, spółka

### Struktura asortymentowa sprzedaży



Źródło: BDM, spółka

Spółka prowadzi także szkolenia, które dotyczą głównie oferty mikrobiologicznej. Związane są z wprowadzaniem nowych wyrobów oraz przekazywaniem informacji o innowacjach w zakresie diagnostyki mikrobiologicznej. Szkolenia towarzyszą także instalacji zaawansowanych technologicznie urządzeń, takich jak analizatory gazometryczne hodowli komórek, czy systemy Biolog.

### Odbiorcy końcowi

Wśród klientów spółki można wyróżnić 3 grupy odbiorców:

- Laboratoria kliniczne (publiczne i prywatne), w tym szpitalne, niezależne oraz sieciowe;
- Laboratoria przemysłowe, kontrolujące czystość mikrobiologiczną surowców, procesu, środowiska oraz wyrobu gotowego, w tym laboratoria przykładowe oraz sieciowe; dotyczy to głównie przemysłu spożywczego, farmaceutycznego, kosmetycznego, badania wody (w tym ścieków); zaliczają się tutaj również publiczne instytucje kontroli i nadzoru, takie jak Inspekcja Sanitarno-Epidemiologiczna, czy Inspekcja Weterynaryjna;
- Laboratoria naukowe (uniwersyteckie, dydaktyczne, instytuty badawcze).

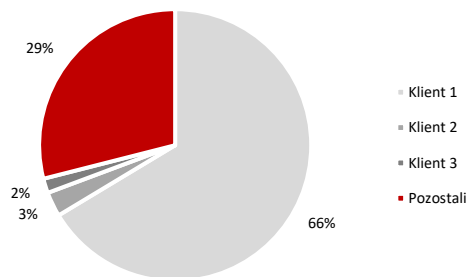
Pozyskiwanie klientów z segmentu laboratoriów klinicznych odbywa się poprzez udział w przetargach organizowanych na podstawie odpowiednich przepisów o zamówieniach publicznych oraz przez aktywność przedstawicieli handlowych.

W przypadku laboratoriów przemysłowych przez system zamówień publicznych pozyskuje się zamówienia z Inspekcji Sanitarno-Epidemiologicznej oraz Inspekcji Weterynaryjnej. Pozostałe relacje nawiązywane są głównie za pomocą sieci przedstawicieli handlowych.

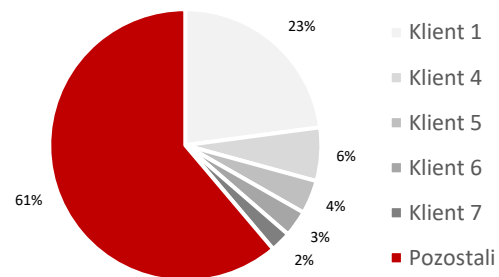
Pozyskiwanie klientów zagranicznych odbywa się w oparciu o dystrybutorów zagranicznych. Spółka buduje swoją rozpoznawalność i zagraniczne kontakty poprzez udział w międzynarodowych targach. Uczestniczy m. in. w takich imprezach jak MEDICA (Duesseldorf, Niemcy), Medlab (Dubai, ZEA), czy Metlab Asia Pacific (Singapur).

W 2022 r. trzech największych klientów zapewniło spółce 71% przychodów. Warto jednak podkreślić, że wartość ta obejmuje całkowitą realizację istotnej umowy na dostawę testów ze stycznia'22, która obejmowała 66% przychodów z tego okresu. Wynika z tego, że pozostałych dwóch największych klientów zapewniło w 2022 r. ok. 5% sprzedaży.

W poprzednich latach również widoczne było uzależnienie od kilku głównych klientów. W 2020 r. pięciu największych kontrahentów przynosiło spółce ok. 23% przychodów, a w 2021 r. ok. 39%. 2022 r. był nieproporcjonalnie uzależniony od jednego klienta ze względu na zamówienie testów w kierunku SARS-CoV-2, jednak uważamy, że jest to zdarzenie jednorazowe i tak duży udział w przychodach jednego klienta nie powtórzy się w przyszłości.

**Sprzedaż w podziale na klientów 2022 r.**


Źródło: BDM, spółka

**Sprzedaż w podziale na klientów 2021 r.**


Źródło: BDM, spółka

### Strategia

Strategia spółki zakłada rozwijanie dotychczasowej działalności poprzez rozwój organiczny. BioMaxima jest w trakcie rozbudowy mocy produkcyjnych. W nowym budynku znajduje się nowy wydział produkujący systemy AST (lekooporność), a także rozbudowany wydział produkcji testów i odczynników oraz diagnostyki molekularnej. W czerwcu'23 budynek został oddany do użytku. Aktualnie trwa rozbudowa mocy w segmencie mikrobiologii w istniejącym już zakładzie produkcyjnym. Oczekujemy, że całość prac zostanie zakończona w 2023 r. Spółka szacuje, że inwestycje te dadzą potencjał, aby w perspektywie 3 lat od ich zakończenia uzyskać dodatkowe przychody w segmencie mikrobiologii, oznaczania lekowrażliwości, szybkich testów oraz diagnostyki molekularnej na poziomie pomiędzy 45 a 75 mln PLN rocznie.

Spółka bierze pod uwagę także rozwój poprzez akwizycje. Potencjalny podmiot powinien zwiększać kompetencje produkcyjne grupy i wzbogacić jej ofertę w zakresie platform technologicznych, w których operuje.

Priorytetem spółki jest zwiększanie udziału produktów własnych, które sprzedawane są z wyższą marżą niż towary, w całkowitej sprzedaży oraz rozwój eksportu. Zwiększenie mocy produkcyjnych i poszerzenie asortymentu z zakresu lekowrażliwości będzie jednym z kluczowych narzędzi do realizacji tego celu.

Spółka konsekwentnie rozbudowuje farmę fotowoltaiczną w celu ograniczenia kosztów energii elektrycznej. Aktualnie posiada trzy instalacje, które zaspokajają ponad 20% zapotrzebowania na energię. Oczekujemy, że docelowo spółka posiadać będzie pięć instalacji, które pokryją ponad 30% zapotrzebowania.

BioMaxima regularnie ubiega się o dotacje z dostępnych funduszy krajowych i unijnych. Ostatnie pozyskane dofinansowanie (styczeń'23) na zakup wysokowydajnej linii produkcyjnej do wytwarzania testów do identyfikacji SARS-CoV-2 opiewało na kwotę 1,8 mln PLN. Spodziewamy się uzyskania kolejnych funduszy, jednak ze względu na brak informacji o potencjalnych projektach nie są uwzględnione w naszym modelu.

### Wykaz istotnych dotacji uzyskanych od 2019 r.

Data ESPI	Kwota [PLN]	Opis
16.01.2023	1 839 600	dofinansowanie na zakup w pełni automatycznej, wysokowydajnej linii produkcyjnej do wytwarzania testów do identyfikacji SARS-CoV-2
30.01.2020	1 600 538	prace badawczo – rozwojowe w zakresie opracowania grupy testów do oznaczania lekowrażliwości
05.11.2019	119 836	dofinansowanie na udział w targach Medlab w Dubaju w lutym'21
05.06.2019	589 200	zakup maszyn związanych z produkcją testów do oznaczania lekooporności

Źródło: BDM, spółka

Dodatkowo spółka pozyskiwała mniejsze dotacje, o których nie informowała odrębnymi komunikatami. Obejmowały one m. in. dofinansowanie budowy instalacji fotowoltaicznych oraz udział w międzynarodowych targach.

## Akcjonariat

Spółka kontrolowana jest przez porozumienie akcjonariuszy, w skład którego wchodzi: Łukasz Urban (Prezes Zarządu), Andrzej Mikosz (Członek Rady Nadzorczej, bezpośrednio oraz poprzez Tricar Ltd.), Krzysztof Mikosz (Członek Rady Nadzorczej) i Mariusz Nowak (Przewodniczący Rady Nadzorczej). Razem posiadają 28,8% akcji. We wrześniu'23 spółka umorzyła 180 187 akcji własnych. Po tej operacji kapitał własny spółki dzieli się na 4.193.118 akcji. W wyniku umorzenia, udział Andrzeja Mikosza (członek porozumienia) przewyższył 10%. Free float wynosi 71,2%. Największy udział, ponad 12%, posiada prezes spółki Łukasz Urban.

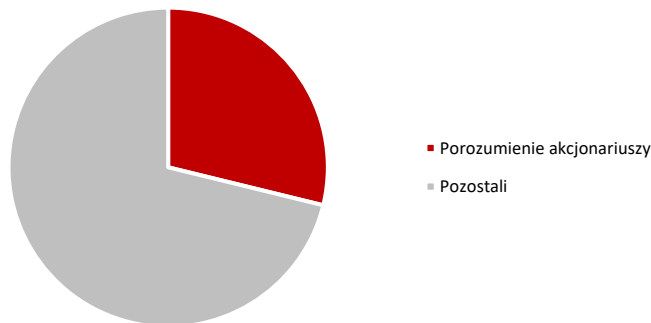
### Główni akcjonariusze spółki

Akcjonariusz	Liczba akcji	% głosów	Liczba głosów	% głosów
Porozumienie akcjonariuszy	1 208 589*	28,82%	1 208 589	28,82%
Pozostali	2 984 529	71,18%	2 984 529	71,18%
<b>Razem</b>	<b>4 193 118</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 193 118</b>	<b>100,00%</b>

\* wyliczenia własne na podstawie raportów bieżących publikowanych przez spółkę

Źródło: BDM, spółka

### Akcjonariat (% akcji i głosów)



Źródło: BDM, spółka



## OTOCZENIE RYNKOWE

Rozwiązania oferowane przez spółkę na rynku badań klinicznych obejmują diagnostykę in vitro chorób zakaźnych oraz badania bezpieczeństwa dla przemysłu spożywczego, kosmetycznego, farmaceutycznego, a także dostawców wody. Tym samym można zaszerzować jej działalność do dwóch segmentów rynkowych – IVD (ang. In-Vitro Diagnostics Market) i mikrobiologii przemysłowej.

### Rynek IVD

Diagnostyka in vitro to wykonywane poza ciałem pacjenta nieinwazyjne testy na próbkach biologicznych (np. krwi, moczu czy tkankach). Wyroby medyczne do diagnostyki in vitro obejmują zarówno produkty zaawansowanych technologii, stosowane wyłącznie w laboratoriach klinicznych, jak i proste testy do samodzielnego wykonania, np. testy ciążowe, czy do monitorowania poziomu glukozy.

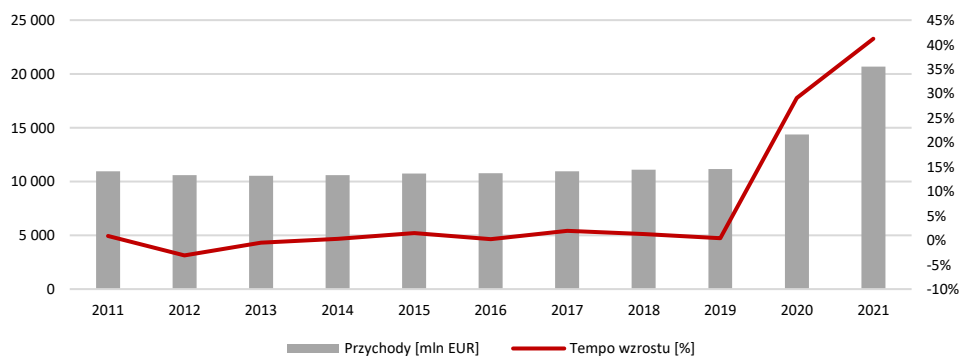
Szacowana wartość globalnego rynku diagnostyki in vitro znacznie różni się w zależności od firmy analitycznej sporządzającej raport. Według Grand View Research wartość tego rynku w 2022 r. wyniosła 132,95 mld USD i ma spadać w latach 2023-2030 z CAGR -2,8% do 106,2 mld USD, przy czym największy wartościowo rynek USA (43,4 mld USD w 2021) ma spadać z CAGR -3,4%. Wg MarketsandMarkets globalny rynek IVD w 2022 był wart 115,8 mld USD i do 2027 r. ma rosnąć w tempie CAGR 4,6% do 144,7 mld USD. Z kolei Market Data Forecast szacuje rozmiar rynku w 2023 r. na 78,07 mld USD i prognozuje jego wzrost do 2028 r. w tempie CAGR 5,6% do 102,51 mld USD.

Według Grand View Research największy udział w przychodach w 2021 r., wynoszący 65,5%, miał segment odczynników. Oczekuje się, że utrzyma swoją dominację w kolejnych latach i pozostanie jednym z najszybciej rozwijających się obszarów rynku IVD. Spośród dostępnych technologii największy udział w rynku miała diagnostyka molekularna (42,9%). Wynika to z rosnącej popularności testów point-of-care i szybkich testów, a także coraz większej liczby wprowadzanych na rynek produktów w związku z zezwoleniem na użycie w sytuacjach awaryjnych różnych testów diagnostycznych na obecność wirusa SARS-CoV-2.

Diagnostyka in vitro umożliwia wykrywanie mikroorganizmów wywołujących choroby zakaźne i to właśnie ten obszar stanowi największy udział w rynku (w 2021 r. 59,5%). Najczęstszymi zagrażającymi życiu infekcjami są HIV/AIDS, gruźlica, zapalenie wątroby i zapalenie płuc. Na drugim miejscu w tej klasyfikacji znalazła się cukrzyca, a dalej nowotwory i choroby wieńcowe.

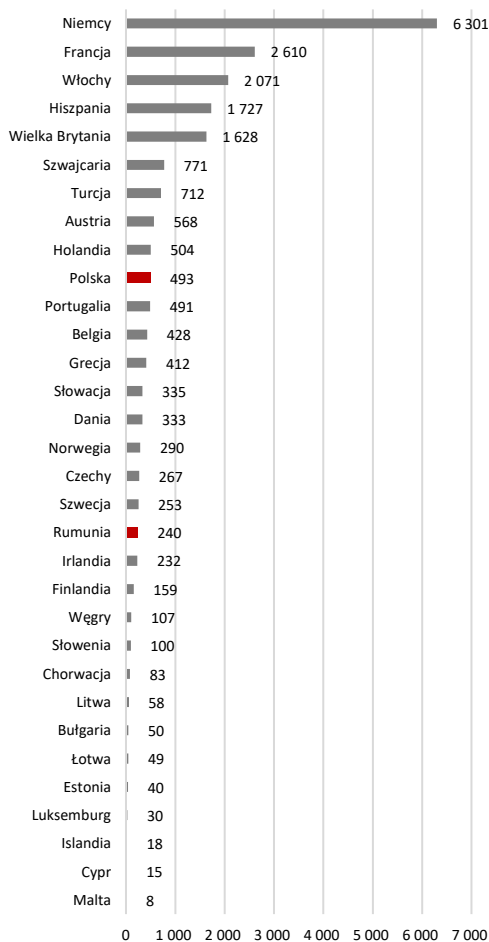
Pod względem geograficznym najczęściej stosuje się podział na pięć regionów: Amerykę Północną, Europę, region Azji i Pacyfiku, Amerykę Łacińską oraz Bliski Wschód i Afrykę. Największy udział w światowym rynku w 2021 r., wynoszący ponad 42%, miała Ameryka Północna. Głównymi czynnikami, które wspierają rozwój rynku w tym regionie jest rosnąca częstotliwość występowania chorób przewlekłych, szybko rosnąca populacja geriatryczna oraz wysokie wydatki na opiekę zdrowotną. Znaczący udział w przychodach miał także region Azji i Pacyfiku. Oczekuje się, że w kolejnych latach to właśnie ten rynek regionalny ma się rozwijać najszybciej.

### Europejski rynek diagnostyki in vitro

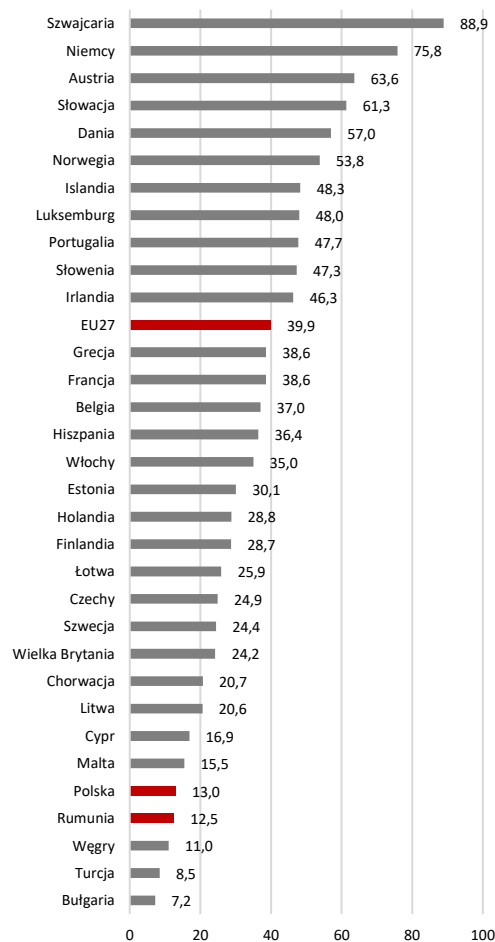


Źródło: BDM, [www.medtecheurope.org](http://www.medtecheurope.org)

Rynek europejski przed pandemią notował zbliżone r/r przychody. Wg MedTech Europe w 2020 r. odnotował wzrost +25,4% r/r, natomiast w 2021 r. +41,2%. Całkowite przychody w UE-27, Wielkiej Brytanii i EFTA osiągnęły 20,7 mld EUR. Ożywienie widoczne było nie tylko w obszarze związanym z diagnostyką Covid-19, ale też w chemii klinicznej, immunologii i hematologii.

**Rynek IVD wg krajów w 2021 r. [mln EUR]**


Źródło: BDM, [www.medtecheurope.org](http://www.medtecheurope.org)

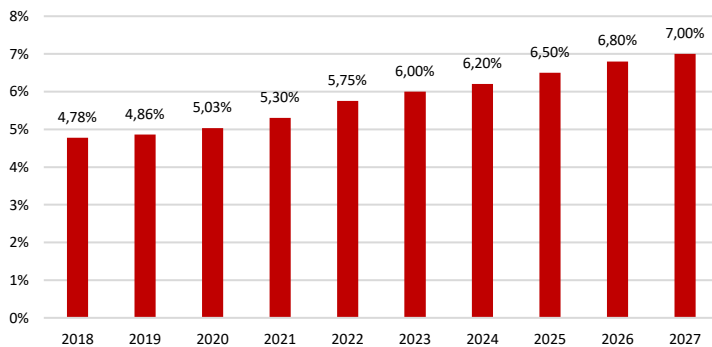
**Rynek IVD w 2021 r. – wydatki per capita [EUR]**


Źródło: BDM, [www.medtecheurope.org](http://www.medtecheurope.org)

Polski rynek IVD wg MedTech Europe w 2021 osiągnął wartość 493 mln EUR, co daje 13 EUR per capita. Pod tym względem Polska zajmuje piąte od końca miejsce w Europie, wyprzedzając tylko Bułgarię (7,2 EUR), Turcję (8,5 EUR), Węgry (11,0 EUR) i Rumunię (12,5 EUR). W krajach EU27 wskaźnik ten wynosi 39,9 EUR.

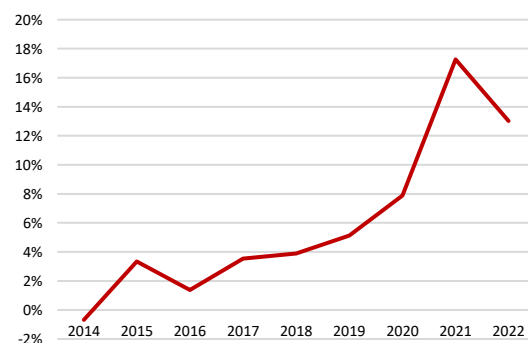
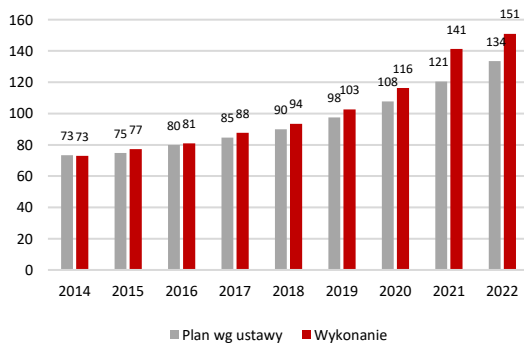
### Finansowanie systemu ochrony zdrowia

Istotnym czynnikiem rozwoju polskiego rynku IVD może mieć wzrost wydatków na ochronę zdrowia. Rynek ochrony zdrowia w Polsce finansowany jest w głównej mierze z ubezpieczenia zdrowotnego w NFZ, który pokrywa ponad 80% publicznych wydatków na ochronę zdrowia i prawie 60% wydatków ogółem. Drugim w kolejności publicznym źródłem finansowania jest budżet państwa oraz budżety JST. Pandemia Covid-19 uwypukliła problemy występujące w polskim systemie opieki zdrowotnej i potrzebę jej większego dotowania. Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych zakłada nakłady w wysokości 7% PKB na zdrowie do 2027 roku, w tym inwestycje w szpitale, cyfryzację, wyższą jakość obsługi pacjenta i wzrost wynagrodzeń dla medyków. Ustawa określa minimalne wysokości środków finansowych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia w kolejnych latach.

**Minimalny poziom środków pieniężnych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia [%PKB]**


Źródło: BDM, Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych, Dz. U. 2021 poz. 1285

Doświadczenie ostatnich lat pokazuje, że zazwyczaj finalna wartość finansowania przewyższa planowane poziomy. Przed wybuchem pandemii, w latach 2017-19 wykonanie przewyższało plan o ok 4-5%, natomiast w 2020 roku różnica wyniosła +8%, w 2021 r. +17%, a w 2022 r. +13%.

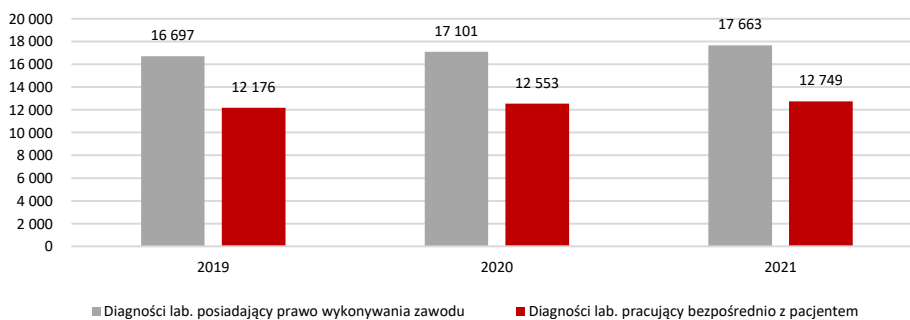
**Wzrost nakładów na ochronę zdrowia w latach 2014-2022 [mld PLN] Nadwyżka finalnego finansowania nad planowanym**


Źródło: BDM, GUS

Źródło: BDM, GUS

**Zasoby kadrowe**

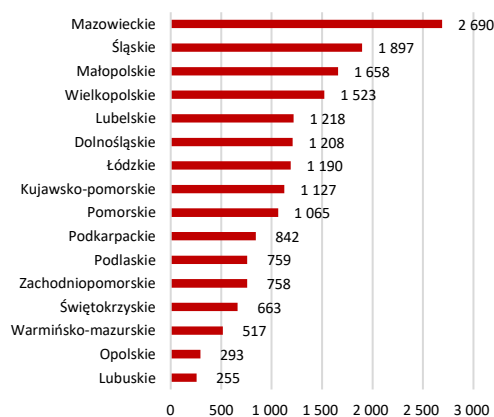
Liczba diagnostów laboratoryjnych posiadających prawo wykonywania zawodu w Polsce wzrasta z roku na rok (w 2021 r. 17,7 tys.) Statystyki te obejmują wszystkie osoby mające prawo wykonywania zawodu w Polsce, bez względu na status na rynku pracy oraz miejsce pracy, dlatego istotniejsza jest informacja o dostępności personelu pracującego bezpośrednio z pacjentem. W 2021 r. takich diagnostów było 12,7 tys.

**Osoby mające prawo wykonywania zawodu diagnosty laboratoryjnego w Polsce i pracujący bezpośrednio z pacjentem**


Źródło: BDM, GUS

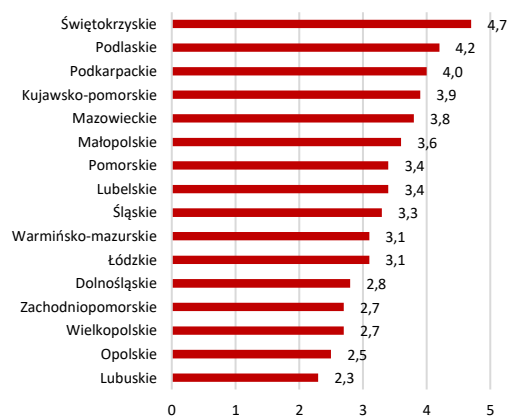
Liczba diagnostów laboratoryjnych w zależności od województw jest bardzo zróżnicowana. Najwięcej specjalistów w 2021 r. było w województwie mazowieckim – 2,7 tys. osób, natomiast najmniej w lubuskim – 255 osób.

**Diagności laboratoryjni posiadający prawo wykonywania zawodu wg województw**



Źródło: BDM, GUS

**Diagności laboratoryjni pracujący bezpośrednio z pacjentem na 10 tys. mieszkańców**



Źródło: BDM, GUS

### Rynek mikrobiologii przemysłowej

Badania bezpieczeństwa produktu w przemyśle polegają na weryfikacji czystości mikrobiologicznej produktów. Mikrobiologia przemysłowa obejmuje wykorzystanie mikroorganizmów w procesach przemysłowych, m. in. w pracach nad produktami leczniczymi, badaniach patogenów żywności i wody, produkcji szczepionek, fermentacji przemysłowej, oczyszczaniu ścieków, czy chemii przemysłowej. Niektóre mikroorganizmy wykorzystuje się też do produkcji leków, żywności, czy kosmetyków.

W zarządzaniu bezpieczeństwem żywności integralną część stanowi analiza mikrobiologiczna, która obejmuje badania mikrobiologiczne, mające na celu monitorowanie aktualnej sytuacji, analizę trendu oraz wykrywanie nowych zagrożeń.

W przypadku mikrobiologii farmaceutycznej ważne jest określenie jakości mikrobiologicznej produktów, co w tym obszarze obejmuje kontrole środowiska wytwarzania produktów leczniczych (w tym czystość mikrobiologiczną powierzchni, powietrza i personelu biorącego udział w procesie produkcji), procesu produkcyjnego oraz surowców, produktów pośrednich i produktu końcowego.

Wartość globalnego rynku mikrobiologii przemysłowej w 2022 r. wyniosła ok. 13 mld USD i szacuje się, że będzie rosła do 2032 r. w tempie CAGR 5,63% do 22,4 mld USD (prognozy Precedence Research).

Rosnąca globalna populacja prowadzi do napędzania popytu konsumpcyjnego. W związku z tym istnieje potrzeba weryfikacji jakości produktów. Dodatkowo coraz większy nacisk na bezpieczeństwo żywności i bezpieczeństwo przemysłowe zwiększy zapotrzebowanie na badania w kolejnych latach. Kluczowe znaczenie ma tutaj upowszechnienie na całym świecie norm ISO, których spełnienie warunkuje dopuszczenie wody, żywności, kosmetyków itp. do obrotu na obszarze Unii Europejskiej. W przemyśle farmaceutycznym natomiast standardy produkcji wyznaczają farmakopea oraz dobre praktyki produkcji.

## PROGNOZA NA 2Q'23 I KOLEJNE OKRESY

2Q'23 był neutralnym okresem z punktu widzenia sprzedaży. Nie wystąpiły w nim istotne zdarzenia jednorazowe, spodziewamy się, że sprzedaż testów do diagnostyki SARS-CoV-2 i testów combo była śladowa, a w pozostałym asortymencie wróciła do normy. Nie da się go porównywać z 2Q'22, w którym istotną rolę odegrało zamówienie na szybkie testy do diagnostyki Covid. W tamtym okresie tylko z tytułu ww. umowy spółka wypracowała ponad 14 mln PLN przychodów. Szacujemy, że w 2Q'23 sprzedaż wyniosła ok. 11 mln PLN, czyli stabilnie k/k.

Spółka jednocześnie inwestuje wypracowane w czasie pandemii zyski. Aktualnie trwa proces przeprowadzki i uruchamiania linii produkcyjnych w nowym zakładzie, gdzie znajdzie się wydział produkujący systemy AST oraz rozbudowany wydział produkcji testów i odczynników, a także wydział diagnostyki molekularnej. Równocześnie trwają już prace modernizacyjne, mające zwiększyć moce produkcyjne w segmencie mikrobiologii. Spodziewamy się wystąpienia opóźnienia startu zmodernizowanego wydziału i uruchomienie pełnych mocy w 4Q'23.

W 2Q'23 spodziewamy się lekkiego wzrostu rentowności względem 1Q'23. Szacujemy marżę EBITDA na poziomie 11,4% w porównaniu do 9,0% kwartał wcześniej oraz marżę zysku netto w wysokości 4,7% wobec 4,3% w 1Q'23. Wyniki te oceniamy neutralnie. Z uwagi na zanikomy poziom testowania w kierunku SARS-CoV-2, spadki wyników r/r są nieuniknione. Poziom przychodów przy braku istotnych kontraktów oceniamy jako stabilny.

Druga połowa roku zazwyczaj charakteryzuje się zwiększonym poziomem zamówień w jednostkach ochrony zdrowia, dlatego oczekujemy pojawienia się zamówień na analizatory, które dystrybuje spółka. Oczekujemy, że zamówienia te w połączeniu z uruchomieniem pełnych mocy produkcyjnych mogą przynieść skokowy wzrost sprzedaży względem 1H'23. Spodziewamy się, że będzie to widoczne w 4Q'23.

Ze względu na brak istotnych umów w 3Q'23 oraz niższe od naszych oczekiwań wyniki 4Q'22 i 1Q'23, które pokazały aktualny potencjał oczyszczony z wpływu pandemii Covid-19, obniżamy naszą całoroczną prognozę w stosunku do prognoz zamieszczonych w rekomendacji z 25.04.2023 do 51,9 mln PLN przychodów, 6,7 mln PLN EBITDA oraz 3,2 mln PLN zysku netto. Z powodu opóźnień w uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych oraz przeciągających się procedur patentowych, obniżamy też prognozy wyników na 2024 r. Uważamy, że wskazane czynniki mogą negatywnie wpłynąć na tempo lokowania na rynku nowych wolumenów. Od roku 2025 nasze prognozy nie wykazują tak dużych różnic w porównaniu do poprzednich założeń. Oczekujemy pozytywnego wpływu zwiększenia skali działalności, przy stabilnym wzroście kosztów, co spowoduje wzrost marż w kolejnych latach.

Rok 2023 traktujemy jako okres przejściowy, w którym spółka intensywnie inwestuje zarówno w zwiększenie wolumenów sprzedaży, jak i jakość produkowanych wyrobów. Oczekujemy, że inwestycje pozwolą zoptymalizować koszty i czas produkcji.

### Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

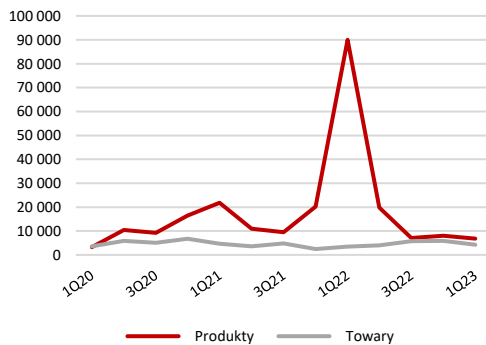
	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	26,7	14,8	14,6	23,1	93,6	23,9	13,0	13,4	11,1	11,0	11,2	18,7
EBIT	7,8	0,8	1,5	3,5	30,2	3,6	0,9	0,2	0,5	0,7	0,3	2,6
Amortyzacja	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,9
EBITDA	8,2	1,2	1,9	4,0	30,7	4,1	1,4	0,7	1,0	1,3	1,0	3,5
Zysk brutto	7,6	0,8	1,5	2,9	30,4	4,2	0,9	0,4	0,5	0,6	0,2	2,5
Zysk netto	6,3	0,6	1,3	2,0	24,2	3,4	0,9	0,3	0,5	0,5	0,2	2,0
Marża EBITDA	30,7%	8,0%	13,2%	17,4%	32,8%	17,0%	10,8%	5,3%	9,0%	11,4%	8,5%	18,7%
Marża EBIT	29,3%	5,6%	10,0%	15,3%	32,3%	14,9%	6,9%	1,3%	4,2%	6,2%	2,3%	14,0%
Marża zysku netto	23,5%	4,3%	9,2%	8,7%	25,8%	14,4%	7,2%	2,4%	4,3%	4,6%	1,5%	10,9%

Źródło: BDM S.A.

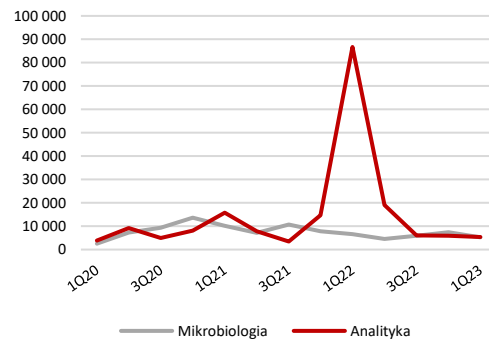
**Prognozy wyników rocznych [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	29,8	61,3	79,1	143,9	51,9	61,6	80,7	88,4	95,3
EBIT	-0,1	10,5	13,7	34,9	4,0	5,4	13,4	15,7	17,4
Amortyzacja	1,3	1,4	1,7	2,0	2,7	3,6	3,6	3,0	3,1
EBITDA	1,2	11,9	15,3	36,9	6,7	8,9	17,0	18,7	20,5
Zysk brutto	-0,7	9,6	12,8	35,9	3,8	4,5	12,7	15,4	17,1
Zysk netto	-0,9	7,9	10,2	28,9	3,2	3,7	10,3	12,4	13,9
Marża EBITDA	3,9%	19,4%	19,4%	25,6%	12,9%	14,5%	21,0%	21,1%	21,5%
Marża EBIT	-0,4%	17,1%	17,3%	24,2%	7,8%	8,7%	16,6%	17,7%	18,2%
Marża zysku netto	-3,0%	13,0%	13,0%	20,1%	6,1%	5,9%	12,8%	14,1%	14,6%

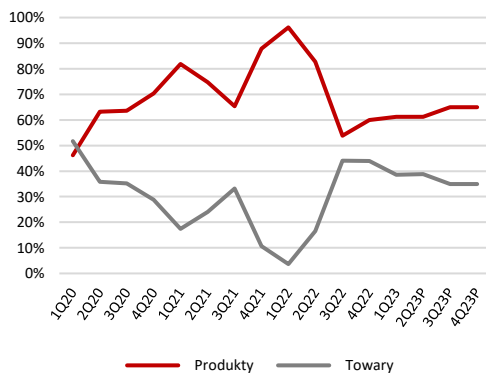
Źródło: BDM S.A.

**Sprzedaż w podziale na produkty i towary [tys. PLN]**


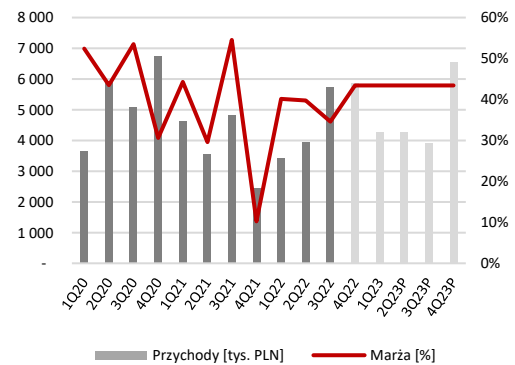
Źródło: BDM, spółka

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


Źródło: BDM, spółka

**Udział produktów i towarów w sprzedaży [%]**


Źródło: BDM, spółka

**Przychody i marża brutto ze sprzedaży towarów**


Źródło: BDM, spółka

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dnia 25.04.2023 [mln PLN]**

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	64,5	51,9	-19,5%	80,3	61,6	-23,3%	89,7	80,7	-10,0%
EBITDA	8,5	6,7	-21,5%	13,8	8,9	-35,4%	17,2	17,0	-1,1%
EBIT	5,8	4,0	-30,4%	10,4	5,4	-48,2%	13,7	13,4	-2,1%
Wynik brutto	6,0	3,8	-36,2%	10,6	4,5	-57,3%	14,3	12,7	-10,9%
Wynik netto	4,9	3,2	-34,8%	8,6	3,7	-57,3%	11,6	10,3	-10,9%
marża EBITDA	13,2%	12,9%		17,2%	14,5%		19,2%	21,0%	
marża EBIT	9,0%	7,8%		12,9%	8,7%		15,2%	16,6%	
marża netto	9,4%	7,4%		13,2%	7,3%		15,9%	15,8%	

Źródło: BDM S.A.

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	28,4	38,2	48,5	49,1	49,6	50,3	51,3	51,6	51,8	51,8	51,8	51,6
Rzeczowe aktywa trwałe	27,9	37,8	48,2	48,8	49,4	50,1	51,0	51,4	51,6	51,6	51,5	51,4
Aktywa niematerialne	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	33,5	36,2	35,7	37,7	46,2	54,6	63,1	73,5	87,3	102,3	118,0	134,8
Zapasy	14,0	12,8	13,4	13,7	18,1	19,8	21,4	22,9	24,4	25,8	27,1	28,4
Należności handlowe oraz pozostałe należności	16,5	10,1	14,6	13,8	18,3	19,8	21,3	22,9	24,3	25,7	27,0	28,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,0	12,9	7,3	9,9	9,5	14,7	20,1	27,4	38,3	50,4	63,6	77,7
Aktywa razem	61,9	74,4	84,2	86,8	95,8	105,0	114,4	125,1	139,2	154,1	169,8	186,5
Kapitał własny	29,2	52,5	53,6	56,8	66,5	77,4	88,2	100,3	113,5	127,6	142,6	158,5
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Zobowiązania długoterminowe	15,4	11,0	14,2	14,1	11,1	10,3	7,9	5,4	5,2	5,0	4,8	4,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	8,0	3,9	6,4	7,0	4,6	4,4	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	17,3	11,0	16,4	15,9	18,2	17,3	18,3	19,4	20,5	21,5	22,4	23,4
Oprocentowane kredyty i pożyczki	8,1	1,3	4,0	3,4	2,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Pasywa razem	61,9	74,4	84,2	86,8	95,8	105,0	114,4	125,1	139,2	154,1	169,8	186,5
<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 ze sprzedaży	79,1	143,9	51,9	61,6	80,7	88,4	95,3	102,1	108,7	114,9	120,6	126,7
Produkty	62,6	124,8	32,9	40,0	52,5	57,5	66,7	71,5	76,1	80,4	84,5	88,7
Towary	15,5	19,0	19,0	21,6	28,3	30,9	28,6	30,6	32,6	34,5	36,2	38,0
Koszty operacyjne	67,0	109,1	49,4	57,7	68,9	74,3	79,5	84,6	89,6	94,3	98,8	103,5
Zysk na sprzedaży	12,1	34,7	2,5	3,9	11,9	14,1	15,8	17,5	19,1	20,6	21,8	23,2
EBIT	13,7	34,9	4,0	5,4	13,4	15,7	17,4	19,1	20,8	22,3	23,6	25,0
EBITDA	15,3	36,9	6,7	8,9	17,0	18,7	20,5	22,4	24,1	25,6	26,8	28,2
Zysk brutto	12,8	35,9	3,8	4,5	12,7	15,4	17,1	19,2	21,1	22,7	24,1	25,7
Zysk netto	10,2	28,9	3,2	3,7	10,3	12,4	13,9	15,6	17,1	18,4	19,6	20,8
<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	-0,1	37,1	3,1	8,4	8,9	13,8	15,3	17,0	18,5	19,8	21,1	22,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,4	-7,8	-10,8	-4,5	-4,5	-3,9	-4,0	-3,6	-3,6	-3,4	-3,2	-3,1
Przepływy z działalności finansowej	2,1	-19,3	2,1	-1,4	-4,8	-4,6	-5,9	-6,0	-4,0	-4,3	-4,7	-4,9
Przepływy pieniężne netto	-1,4	9,9	-5,6	2,5	-0,4	5,2	5,4	7,4	10,9	12,1	13,1	14,1
Środki pieniężne na początek okresu	4,4	3,0	12,9	7,3	9,9	9,5	14,7	20,1	27,4	38,3	50,4	63,6
Środki pieniężne na koniec okresu	3,0	12,9	7,3	9,9	9,5	14,7	20,1	27,4	38,3	50,4	63,6	77,7

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	29,1%	81,9%	-63,9%	18,6%	31,1%	9,5%	7,8%	7,1%	6,4%	5,7%	5,0%	5,0%
EBITDA zmiana r/r	28,8%	140,9%	-81,8%	33,3%	90,1%	9,8%	9,9%	9,1%	7,6%	6,2%	4,8%	5,0%
EBIT zmiana r/r	30,4%	155,3%	-88,5%	33,5%	149,2%	17,1%	10,8%	10,1%	8,8%	7,3%	5,9%	5,9%
Zysk netto zmiana r/r	30,4%	155,3%	-88,5%	33,5%	149,2%	17,1%	10,8%	10,1%	8,8%	7,3%	5,9%	5,9%
Marża EBITDA	19,4%	25,6%	12,9%	14,5%	21,0%	21,1%	21,5%	21,9%	22,2%	22,3%	22,2%	22,2%
Marża EBIT	17,3%	24,2%	7,8%	8,7%	16,6%	17,7%	18,2%	18,7%	19,1%	19,4%	19,6%	19,8%
Marża brutto	16,2%	24,9%	7,4%	7,3%	15,8%	17,4%	18,0%	18,8%	19,4%	19,8%	20,0%	20,3%
Marża netto	13,0%	20,1%	6,1%	5,9%	12,8%	14,1%	14,6%	15,3%	15,7%	16,0%	16,2%	16,4%
ROE	35,1%	55,1%	5,9%	6,4%	15,5%	16,1%	15,7%	15,5%	15,0%	14,4%	13,7%	13,1%
ROA	16,5%	38,8%	3,8%	4,2%	10,8%	11,9%	12,1%	12,5%	12,3%	11,9%	11,5%	11,2%
Dług	17,3	5,8	10,8	10,8	7,4	5,0	2,6	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
D / (D+E)	37,2%	10,0%	16,8%	16,0%	10,0%	6,0%	2,9%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
D / E	59,2%	11,1%	20,2%	19,1%	11,1%	6,4%	3,0%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Dług netto	14,3	-11,7	3,5	0,9	-2,1	-9,7	-17,4	-27,2	-38,1	-50,3	-63,5	-77,7
Dług netto / kapitał własny	0,5	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
Dług netto / EBITDA	0,9	-0,3	0,5	0,1	-0,1	-0,5	-0,9	-1,2	-1,6	-2,0	-2,4	-2,8
Dług netto / EBIT	1,0	-0,3	0,9	0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-1,4	-1,8	-2,3	-2,7	-3,1
EV	97,2	71,4	84,0	81,4	78,4	70,8	63,1	53,3	42,4	30,2	17,0	2,8
Dług / EV	17,8%	8,2%	12,9%	13,3%	9,4%	7,0%	4,1%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,0%
CAPEX / Przychody	5,7%	6,9%	24,0%	7,2%	5,6%	4,5%	4,2%	3,5%	3,3%	2,9%	2,7%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja	271,0%	489,1%	457,1%	122,7%	123,0%	132,7%	128,0%	110,4%	109,9%	103,2%	102,7%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	1,4%	5,2%	5,8%	4,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%
Zmiana KO / Przychody	13,5%	-5,8%	4,2%	-0,9%	6,9%	2,2%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	60,0%	-12,8%	-2,4%	-5,9%	28,9%	24,9%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%
<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*	1,0	0,6	1,6	1,3	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/E*	8,1	2,9	25,3	22,0	7,8	6,5	5,8	5,2	4,7	4,4	4,1	3,9
P/BV*	2,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
P/CE*	7,0	2,7	13,6	11,0	5,8	5,2	4,7	4,3	4,0	3,7	3,5	3,4
EV/EBITDA*	6,4	1,9	12,5	9,1	4,6	3,8	3,1	2,4	1,8	1,2	0,6	0,1
EV/EBIT*	7,1	2,0	20,9	15,2	5,9	4,5	3,6	2,8	2,0	1,4	0,7	0,1
EV/S*	1,2	0,5	1,6	1,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0
BVPS	6,8	12,1	12,8	13,5	15,9	18,5	21,0	23,9	27,1	30,4	34,0	37,8
EPS	2,4	6,7	0,8	0,9	2,5	3,0	3,3	3,7	4,1	4,4	4,7	5,0
CEPS	2,8	7,1	1,4	1,7	3,3	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,4	5,7
FCFPS	-1,1	6,3	-2,2	0,9	1,0	2,4	2,7	3,2	3,5	3,9	4,2	4,6
DPS w okresie	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1	0,4	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
DY	1,3%	2,3%	2,6%	0,6%	0,7%	1,9%	3,9%	4,3%	4,8%	5,3%	5,7%	6,1%
Payout ratio	10,7%	6,7%	65,8%	13,1%	5,3%	12,4%	22,4%	22,3%	22,8%	23,2%	23,5%	23,5%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 19,2 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 BioMaxima**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>Kupuj</b>	<b>26,4</b>	<b>Kupuj</b>	<b>38,7</b>	<b>15.09.2023*</b>	<b>08:55 CEST</b>	<b>19,20</b>	<b>67 199,88</b>
Kupuj	38,7	---	---	25.04.2022	08:50 CEST	24,80	62 642,50

\*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

**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 wahał 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	10	71%	0	0%
Akumuluj	2	14%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	1	7%	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/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

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

**Data sporządzenia materiału: 2023-09-15.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-09-15 (08:55 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-09-15 (08:55 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien 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 mogły zostać wyczytane 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>

**ODDATKOWE 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 14.09.2023 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM 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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.