



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów Synthaverse, wyznaczając cenę docelową na 6,5 PLN/akcję (poprzednio 6,7 PLN/akcję). Wzrost kosztów operacyjnych i spadek krótkoterminowego potencjału sprzedaży w poszczególnych produktach spowodował obniżenie prognoz na kolejne okresy. Istotnym czynnikiem obniżenia wyceny był także wzrost kosztu kapitału własnego (z 11,5% do 12,0%). W długiej perspektywie nadal oczekujemy skokowego wzrostu wyników po uruchomieniu nowych mocy produkcyjnych.

W marcu'24 lek Onko BCG został dopuszczony do obrotu na terytorium Rumunii. Zgodnie z umową, rejestracja miała zostać przeprowadzona do końca 2024 r. Przyspieszenie procesu, w naszej ocenie, pozwoli na zwiększenie sprzedaży leku w krótkim terminie. Dodatkowo, w bieżącym roku Ministerstwo Zdrowia nadal nie ogłosiło przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej. Jest ona produkowana na tej samej linii, co Onko BCG, a spółka wykorzystuje aktualnie 100% mocy w tym segmencie. Z jednej strony obniży to sprzedaż szczepionki BCG 10, z drugiej – daje możliwość zwiększenia produkcji Onko i sprzedaży na rynkach eksportowych.

W kolejnych kwartałach spodziewamy się także spadku sprzedaży Distreptazy. Spółka zakończyła współpracę z dystrybutorem Symphar. W naszej ocenie, powołany w 2023 r. zespół sprzedażowy będzie potrzebował kilku miesięcy na nawiązanie relacji z podmiotami, do których wcześniej docierał dystrybutor, dlatego spodziewamy się, że odbudowa wolumenów potrwa dwa kwartały. W perspektywie długoterminowej pozytywnie oceniamy zmianę kanału dystrybucji – spółka zaoszczędzi na prowizji oraz będzie bardziej elastyczna w dostosowaniu cen i produkcji do zapotrzebowania rynku.

Nadal trwają negocjacje nad nową umową dotyczącą produkcji kontraktowej Lakcid. Spółka nadal nie przekazała informacji na temat porozumienia, dlatego spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży tego produktu pojawią się najwcześniej w 3Q'24.

Rozbudowa mocy produkcyjnych idzie zgodnie z planem. W lipcu'24 ma odbyć się odbiór końcowy nowego zakładu produkcyjnego. Nie zmieniamy założeń dotyczących potencjalnej sprzedaży – oczekujemy pierwszych rezultatów pod koniec 2025 r. (sprzedaż niewykorzystanych do badań preparatów wyprodukowanych w CBR), natomiast pełny potencjał powinniśmy zobaczyć w 2026 r. po uruchomieniu pełnych mocy produkcyjnych.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	58,4	93,3	174,6
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	6,5	25,7	73,2
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	15,5	41,3	87,6
Wynik netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	4,5	19,1	55,4
P/E	73,9	55,6	71,3	75,5	18,1	6,3
P/BV	4,2	3,2	3,0	2,9	2,5	2,0
EV/EBIT	42,6	33,1	47,1	63,4	16,0	5,1
EV/EBITDA	22,3	20,3	26,6	26,5	10,0	4,3
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,5 PLN

10 MAJA 2024, 08:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,5
Wycena DCF [PLN]	6,3
Wycena porównawcza [PLN]	7,0
Potencjał do wzrostu / spadku	34,8%
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,8
Kapitalizacja [mln PLN]	338,0
Ilość akcji [mln. szt.]	70,5*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,6
Stopa zwrotu za 3 mc	16,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,2%
Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucowicz	11,9%
Wiktor Napióra	11,0%
Waldemar Sierocki	10,5%
Przemysław Sierocki	10,2%
OPDF	5,7%
Pozostali	50,6%

* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję max 3,2 mln akcji)

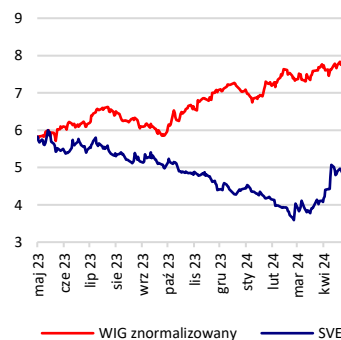
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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

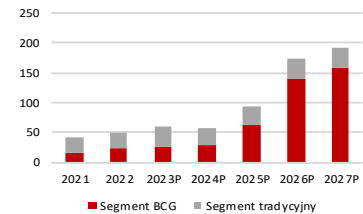
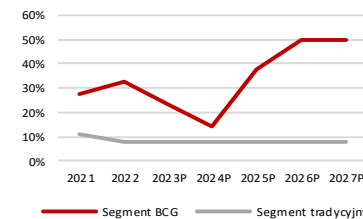
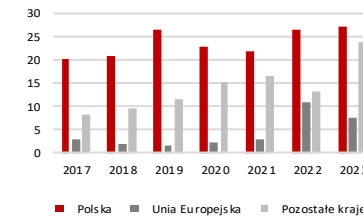
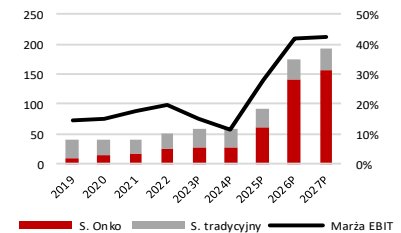


SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 4Q'23.....	11
PROGNOZA NA 1Q'24	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	41,2	50,4	58,6	58,4	93,3	174,6	192,1
segment BCG	15,9	23,4	26,3	28,2	61,1	141,0	157,6
segment tradycyjny	27,0	32,3	29,8	31,7	33,1	34,0	34,9
EBIT	7,2	9,8	8,6	6,5	25,7	73,2	81,6
segment BCG	4,4	7,7	6,0	4,1	23,1	70,5	78,8
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	2,4	2,6	2,7	2,8
EBITDA	13,7	16,1	15,3	15,5	41,3	87,6	95,8
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	6,1	25,4	72,9	81,7
Zysk netto	4,2	6,1	4,8	4,5	19,1	55,4	62,9
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	76,0	107,7	220,3	247,6	245,4	243,0	240,6
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	237,8	238,2	235,8	233,4
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	2,6	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	45,6	41,2	72,2	122,1	132,5
Zapasy	9,3	12,7	15,5	18,4	32,3	37,5	41,3
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	21,7	38,2	55,3	60,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	0,6	1,2	28,8	29,8
Aktywa razem	116,8	163,1	265,9	288,8	317,6	365,1	373,1
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	117,2	136,2	178,3	202,4
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	122,3	139,2	126,2	108,5	104,8
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	59,3	50,3	36,6	36,6
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,0	1,7	1,4	1,0
Dotacje	11,6	20,7	59,3	76,2	72,5	68,8	65,4
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	31,0	32,4	55,1	78,3	65,6
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	7,5	15,3	18,1	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,9	0,8	0,7	0,5	0,4
Dotacje	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	9,9	13,7	18,0	20,0	35,0	55,5	61,1
Pasywa razem	116,8	163,1	265,9	288,8	317,6	365,1	372,8
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	-5,3	25,1	25,0	70,3	74,4
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	9,0	15,6	14,4	14,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-72,9	-21,1	-15,9	-11,9	-11,8
CAPEX	18,4	36,8	112,6	37,9	15,9	11,9	11,8
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	16,9	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	53,3	-5,6	-8,5	-30,8	-61,5
Odsetki	0,9	0,5	0,6	5,6	5,6	5,6	4,5
Zmiana środków pieniężnych	12,5	12,8	-24,9	-1,6	0,6	27,6	1,1
Środki pieniężne	14,3	27,1	2,2	0,6	1,2	28,8	29,8
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2%	22%	16%	0%	60%	87%	10%
EBITDA	17%	17%	-5%	2%	166%	112%	9%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	-5%	321%	191%	14%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	65,3	70,3	70,5	71,1	71,7	72,3	72,9
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8	0,9
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	58,4	93,3	174,6	192,1
Marża brutto ze sprzedaży [%]	55,1%	55,4%	60,0%	60,5%	61,0%	67,0%	68,2%
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	6,5	25,7	73,2	81,6
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	15,5	41,3	87,6	95,8
Zysk netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	4,5	19,1	55,4	62,9
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	69,0	66,8	27,8	8,2
BPS	1,1	1,5	1,6	1,6	1,9	2,5	2,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5
ROE	6%	6%	4%	4%	14%	31%	31%
ROA	4%	4%	2%	2%	6%	15%	17%
Amortyzacja i odpisy aktualizujące RAT	6,3	6,0	6,5	8,9	15,5	14,3	14,1
Amortyzacja i odpisy aktualizujące WNIPI	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	4,0	9,1	58,4	62,6
CAPEX	18,4	36,8	112,6	37,9	15,9	11,9	11,8
P/E	73,9	55,6	71,3	75,5	18,1	6,3	5,6
P/BV	4,2	3,2	3,0	2,9	2,5	2,0	1,7
EV/EBITDA	22,3	20,3	26,6	26,5	10,0	4,3	3,7
EV/EBIT	42,6	33,1	47,1	63,4	16,0	5,1	4,4

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 4,81 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 6,3 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 7,0 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 6,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	6,3	32%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	7,0	47%
Wycena spółki [PLN]		6,5	35%

Źródło: BDM S.A.

Brak przetargu na szczepionkę

Zakład Zamówień Publicznych Przy Ministrze Zdrowia co roku ogłasza przetarg na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej. Co do zasady, ogłoszenie pojawiało się najpóźniej do końca marca, jednak w bieżącym roku nadal nie ma żadnych informacji w tej sprawie. Synthaverse jest jedynym dostawcą szczepionki na krajowym rynku, dlatego co roku spółka wygrywała przetarg i mogła negocjować atrakcyjną cenę.

W naszej ocenie zaistniała sytuacja może wynikać z malejącej liczby urodzeń (w 2023 r. było ich zaledwie 270 tys.) Prawdopodobnie zapas z poprzedniego roku był na tyle duży, że wystarczył na 1H'24. W naszej prognozie zakładamy, że w 1Q'24 spółka realizowała dostawy szczepionki do klientów zagranicznych, natomiast w 2Q'24 spodziewamy się braku sprzedaży tego produktu. Jeżeli przetarg zostanie ogłoszony w kolejnych miesiącach, dostawy powinny ruszyć w 3Q'24. Obniżamy też założenia średnioterminowe – w 2025 r. oczekujemy sprzedaży ok. 40 tys. opakowań (wcześniej 56 tys.), natomiast w kolejnych okresach utrzymujemy 50 tys. opakowań rocznie. Ryzykiem realizacji tych założeń będzie dalszy spadek liczby urodzeń, natomiast oczekujemy rozszerzenia sprzedaży o kolejne rynki zagraniczne.

Rejestracje na nowych rynkach

W marcu'24 spółka poinformowała o dopuszczeniu do obrotu na terytorium Rumunii produktu leczniczego Onko BCG. Pozwolenie zostało wydane na okres 3 lat, ale w naszej ocenie można z dużym prawdopodobieństwem przyjąć, że po tym okresie zostanie ono przedłużone na kolejne okresy. Wynika to z faktu, że rozpoczęta terapia Onko BCG musi zostać dokończona przy użyciu tego samego leku, a trwa ona ok. 2 lat. Spółka oraz lokalny dystrybutor ocenili, że potrzeby rynkowe Rumunii na ten lek wynoszą ok 12,5 – 15,0 tys. opakowań rocznie, co ma przynieść maksymalnie 1,23 mln EUR przychodów rocznie.

Jednocześnie trwają procesy rejestracyjne w innych krajach: Turcji, Holandii, Francji, Serbii oraz Bośni i Hercegowinie. W przypadku Holandii komercjalizacja produktu, zgodnie z umową, ma nastąpić w 2025 r., natomiast we Francji, Serbii, Bośni i Hercegowinie spółka zobowiązała się dostosować zdolności produkcyjne do końca 2025 r.

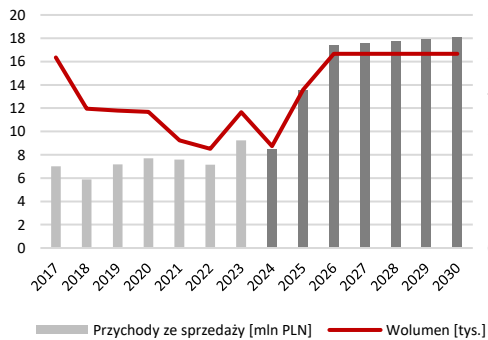
Rozbudowa mocy produkcyjnych

Spółka realizuje dwie strategiczne inwestycje – Centrum Badawczo-Rozwojowe oraz Nowy Zakład Produkcyjny Onko BCG. W kwietniu'24 informowała o uzyskaniu pozwolenia na użytkowanie zakładu. Kolejnymi etapami procesu inwestycyjnego będą odbiory inwestorskie oraz odbiór końcowy, który planowany jest na 1 lipca 2024 r.

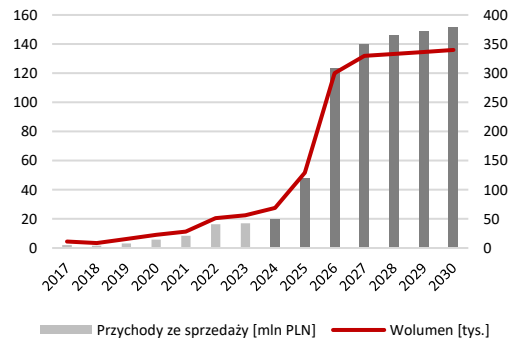
Odbiór końcowy CBR miał miejsce w styczniu'24. Budynek jest już użytkowany, jednak pełną zdolność operacyjną powinien osiągnąć w 1H'25 po przeprowadzeniu wszystkich procesów walidacji, rejestracji oraz certyfikacji. Dla zakładu Onko BCG zakończenie tych procesów planowane jest na 2H'25.

Po zakończeniu inwestycji istotnie wzrosną moce produkcyjne Onko BCG oraz Szczepionki BCG 10 (aktualnie oba produkty wytwarzane są na jednej linii, co jest ograniczeniem w produkcji). Możliwości wytwórcze wzrosną 6-krotnie. Spodziewamy się, że pierwsze przychody ze sprzedaży leku wyprodukowanego w nowym zakładzie ukażą się w 4Q'25, z kolei linia znajdująca się w CBR będzie pracować od 1H'25.

Aktualnie w ofercie Synthaverse znajduje się Onko BCG w ampułkach, natomiast nowa linia pozwoli na produkcję liofilizowanego leku we fiolkach. Umożliwi to na wzrost ceny opakowania i znaczący wzrost rentowności.

Przychody i wolumen sprzedaży Szczepionki BCG 10


Źródło: BDM, spółka

Przychody i wolumen sprzedaży Onko BCG


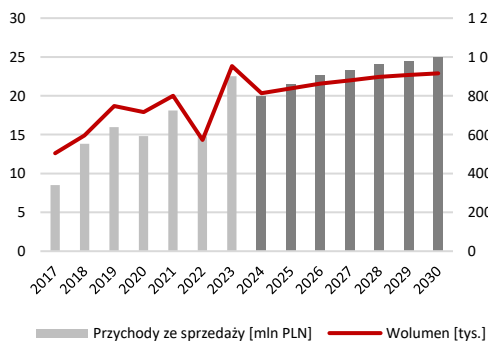
Źródło: BDM, spółka

Distreptaza – nowy model sprzedaży w Polsce

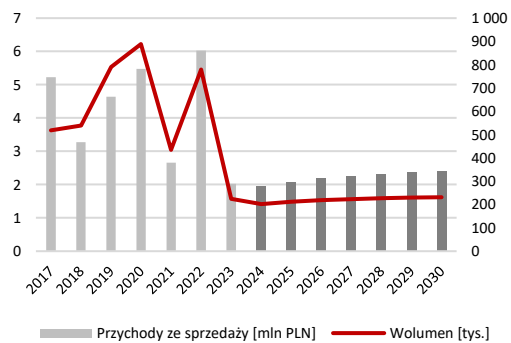
W marcu'23 spółka rozwiązała umowę z Symphar, krajowym dystrybutorem Distreptazy, z powodu niewywiązywania się z umowy. Za sprzedaż i promocję tego leku w Polsce będzie teraz odpowiedzialny wyłącznie, utworzony w 2023 r., zespół sprzedażowy. W naszej ocenie jest to pozytywna zmiana, ponieważ spółka będzie mogła bardziej elastycznie reagować na potrzeby rynku i kształtować ceny. Trzeba jednak wziąć pod uwagę, że na początku będzie się to zapewne wiązać ze spadkiem sprzedaży. Nowy zespół musi dotrzeć do odbiorców, z którymi wcześniej współpracował zewnętrzny dystrybutor. W naszej ocenie okres przejściowy może potrwać ok. pół roku, dlatego zakładamy spadek wolumenu sprzedaży w 2Q'24 i 3Q'24. W długim terminie zakładamy wzrosty zarówno wolumenów, jak i ceny leku.

Lakcid – dalsze negocjacje

Umowa na wytwarzanie i dostawę Lakcid z ZF Polpharma obowiązywała do końca kwietnia'23. Od tamtej pory nie wystąpiła sprzedaż produktu. Wnioskujemy, że nadal trwają negocjacje odnośnie nowych warunków, dotyczących ceny oraz wolumenu dostaw. W naszych prognozach zakładamy, że pierwsze dostawy będą miały miejsce w 3Q'24.

Przychody i wolumen sprzedaży Distreptazy


Źródło: BDM, spółka

Przychody i wolumen sprzedaży Lakcid


Źródło: BDM, spółka

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. W CBR trwają procesy walidacyjne, a zakład produkcyjny czeka na odbiór końcowy. Opóźnienie inwestycji na dalszych etapach rejestracji i walidacji spowodowałoby odroczenie skokowego wzrostu sprzedaży.
- **Wydłużanie się procesów rejestracyjnych**

Proces rejestracji leku na nowym rynku trwa średnio 2 lata. Wydłużenie tych terminów mogłoby spowodować opóźnienia w zamówieniach zakontraktowanych leków i przesunięcie prognozowanych wzrostów przychodów w czasie. W najgorszym scenariuszu może nie dojść do rejestracji produktu na danym rynku, np. ze względu na niezgodność dokumentacji z przepisami prawa w danym kraju. Aktualnie trwają procesy rejestracyjne Onko BCG we Francji, 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 zawarła umowę pożyczki na maksymalnie 13 mln EUR. Koszty związane z obsługą długu są zależne od kursu EUR/PLN oraz stawki EURIBOR. Wzrost stóp procentowych w strefie euro oraz osłabienie PLN względem EUR może spowodować wzrost kosztów obsługi długu. Strony przyjęły okres finansowania do końca 2029 r., przy czym pierwsza rata kapitałowa zostanie spłacona na koniec 2026 r. Niekorzystne zmiany kursowe mogą także wpływać na zmniejszenie przychodów ze sprzedaży na rynkach zagranicznych.
- **Ryzyko pojawienia się na rynku nowych produktów**

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

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

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

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

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

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

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 0,8 (wcześniej 0,9), który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla Synthaverse oraz innych spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

Zmiany założeń modelu

- W związku z brakiem przetargu MZ na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, obniżamy prognozę sprzedaży tego produktu. Obecnie prognozujemy sprzedaż ok. 26,2 tys. opakowań w 2024 r. i 40,7 tys. w 2025 r. vs 38,9 tys. / 56,3 tys. poprzednio. Podtrzymujemy prognozę sprzedaży ok. 50 tys. opakowań od 2026 r.
- Obniżeniu uległy też prognozy sprzedaży Distreptazy i Lakcidu ze względu na nową sytuację w tym obszarze. Po zerwaniu umowy z Symphar zespół sprzedażowy potrzebuje czasu na nawiązanie relacji z klientami, którzy byli wcześniej obsługiwani przez dystrybutora, natomiast odnośnie Lakcidu nadal nie została podpisana nowa umowa na wytwarzanie. W długim okresie spodziewamy się stabilnych wzrostów wolumenów.
- Ze względu na wzrost kosztów operacyjnych, obniżyliśmy prognozy marży EBIT w segmencie BCG z 55% do 50% w 2026 r. W segmencie tradycyjnym zakładamy utrzymanie marży z 2022 i 2023 r., czyli ok. 8,1% - wcześniej przyjmowaliśmy powrót do rentowności z 2021 r. (11,2%).
- W 2024 r. szacujemy wzrost kosztów SG&A na poziomie 11% r/r. Wcześniej zakładaliśmy wzrost o 9% r/r przy niższej bazie kosztowej (niższe prognozy na 2023 r.) Spodziewamy się dwucyfrowych dynamik do 2027 r., przy czym najistotniejszy wzrost nastąpi w 2026 r. po uruchomieniu wszystkich mocy produkcyjnych (ocz. +38% r/r).
- Podtrzymujemy założenie CAPEX w 1H'24 w wysokości ok. 30 mln PLN. W kolejnych okresach szacujemy wydatki inwestycyjne na ok. 4 mln PLN kwartalnie.
- W poprzedniej rekomendacji prognozowaliśmy umorzenie połowy pożyczki z PFR (1,2 mln PLN). Decyzja jednak nadal nie zapadła, dlatego nie uwzględniamy takiego zdarzenia w obecnej wycenie.
- W ramach programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników, w 2023 r. ostatecznie nie zostało objętych 15,9 tys. akcji. Pomniejsza to pulę dostępnych walorów i docelową maksymalną liczbę akcji, która aktualnie wynosi 73,4 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.
- Istotną rolę z obniżeniu wyceny miało podniesienie premii za ryzyko z 6,5% do 8,0%. Powodem takiej decyzji był spadek obrotu akcjami spółki na GPW. Po obniżeniu bety z 0,9 na 0,8, koszt kapitału obcego wzrósł z 11,5% na 12,0%.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 465,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,3 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	58,4	93,3	174,6	192,1	198,8	202,6	206,4	210,4	214,4	218,5
EBIT [mln PLN]	6,5	25,7	73,2	81,6	85,4	87,9	89,5	91,2	93,0	94,7
Koszt programu motywacyjnego	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	7,9	27,1	74,6	83,0	86,8	87,9	89,5	91,2	93,0	94,7
Stopa podatkowa	26,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,1	6,8	17,9	19,1	19,1	18,5	18,8	19,2	19,5	19,9
NOPLAT [mln PLN]	5,8	20,3	56,7	63,9	67,7	69,4	70,7	72,1	73,4	74,8
Amortyzacja [mln PLN]	9,0	15,6	14,4	14,2	14,1	14,0	13,9	13,9	13,8	13,8
CAPEX [mln PLN]	-38,0	-15,9	-11,9	-11,8	-12,9	-12,8	-13,2	-13,6	-13,8	-13,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,8	-15,3	-1,9	-3,8	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	-18,3	4,7	57,2	62,5	67,5	69,8	70,6	71,5	72,6	74,0
DFCF [mln PLN]	-17,1	3,9	43,2	42,3	40,9	37,8	34,1	30,8	28,0	25,4
Suma DFCF [mln PLN]	269,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	768,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	264,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	533,7									
Dług netto [mln PLN]	67,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	465,9									
Ilość akcji [tys.]	73,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,3									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	-0,3%	59,7%	87,1%	10,0%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-25,1%	296,9%	184,6%	11,5%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	-	1124,2%	9,3%	7,9%	3,4%	1,2%	1,2%	1,6%	1,9%
Marża EBITDA	26,6%	44,3%	50,2%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	50,0%	49,8%	49,7%
Marża EBIT	11,1%	27,6%	41,9%	42,5%	43,0%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%
Marża NOPLAT	10,0%	21,8%	32,5%	33,3%	34,1%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
CAPEX / Przychody	64,9%	17,1%	6,8%	6,2%	6,5%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	419,7%	102,1%	83,1%	83,1%	91,5%	91,6%	95,0%	98,3%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	8,2%	-16,4%	-1,1%	-2,0%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2811,8%	-44,0%	-2,4%	-21,5%	-21,5%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,5%	-21,5%

Źródło: DM BDM S.A.
Kalkulacja WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Premia kredytowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Udział kapitału własnego	75,9%	78,6%	84,5%	89,8%	90,5%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Udział kapitału obcego	24,1%	21,4%	15,5%	10,2%	9,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,1%	11,4%	11,6%	11,6%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
beta	0,5	6,8	7,2	7,7	8,2	8,9	9,9	11,1	13,0	15,8
	0,6	6,2	6,5	6,9	7,3	7,9	8,6	9,6	10,8	12,7
	0,7	5,7	5,9	6,2	6,6	7,1	7,6	8,3	9,3	10,6
	0,8	5,2	5,4	5,7	6,0	6,3	6,8	7,3	8,0	9,0
	0,9	4,8	5,0	5,2	5,4	5,7	6,1	6,5	7,1	7,8
	1,0	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,3	6,8
	1,1	4,1	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3	5,6	6,0

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
premia za ryzyko	5,0%	6,8	7,2	7,7	8,2	8,9	9,9	11,1	13,0	15,8
	6,0%	6,2	6,5	6,9	7,3	7,9	8,6	9,6	10,8	12,7
	7,0%	5,7	5,9	6,2	6,6	7,1	7,6	8,3	9,3	10,6
	8,0%	5,2	5,4	5,7	6,0	6,3	6,8	7,3	8,0	9,0
	9,0%	4,8	5,0	5,2	5,4	5,7	6,1	6,5	7,1	7,8
	10,0%	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,3	6,8
	11,0%	4,1	4,2	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3	5,6	6,0

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

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 9 maja 2024 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthavere, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

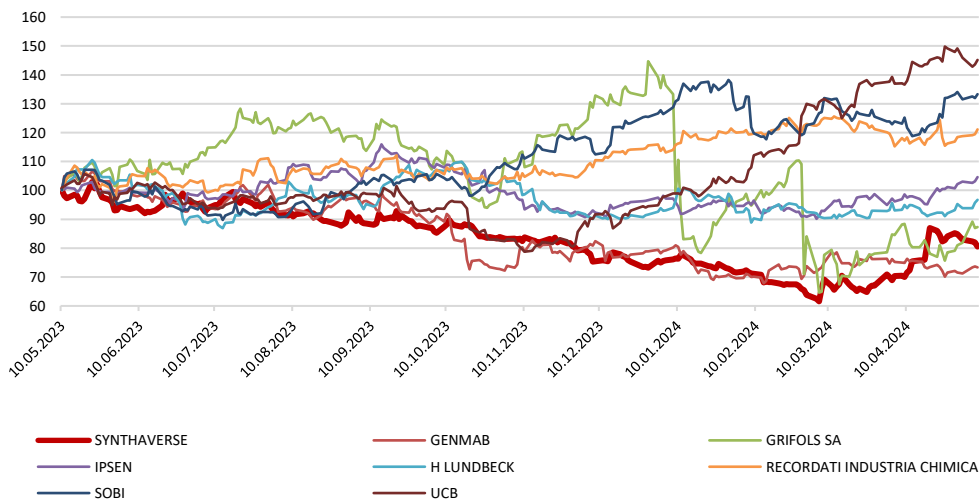
Porównując wyniki Synthavere do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 7,0 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,81 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych podmiotów.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MERCK & CO. INC.	15,1	13,1	12,1	11,9	10,0	9,0
GENMAB A/S	25,6	19,7	15,9	16,9	12,1	8,7
GRIFOLS SA	12,0	8,0	7,1	8,0	6,7	5,9
IPSEN	13,0	11,9	11,1	7,9	6,9	5,9
H LUNDBECK A/S	7,5	7,4	6,7	5,0	4,0	3,1
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	19,2	18,1	16,5	14,1	12,9	12,0
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	23,3	16,3	12,6	12,8	9,8	7,6
UCB SA	27,5	18,4	15,2	18,2	12,6	10,1
Mediana	17,1	14,7	12,3	12,3	9,9	8,1
SYNTHAVERSE	75,5	18,1	6,3	26,5	10,0	4,3
Premia/dyskonto grupa	340%	23%	-49%	114%	1%	-47%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	1,4	4,2	9,7	5,3	11,5	10,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		5,1			9,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]	7,0					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 09.05.2024

Zachowanie kursu Synthavere na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 4Q'23

Segment BCG

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w 4Q'23 nastąpił istotny wzrost sprzedaży szczepionki BCG 10 oraz Onko BCG. W przypadku szczepionki (+82,7% r/r) było to spowodowane przesunięciem części sprzedaży z 3Q'23 na 4Q'23. W całym 2023 r. przychody ze sprzedaży BCG 10 wzrosły +29,5% r/r. Spadek średniej ceny opakowania (-5,4% r/r) został nadrobiony wysokim wolumenem sprzedaży (+36,9% r/r). Podobnie sytuacja kształtowała się w Onko BCG – spadek ceny jednostkowej (-4,2% r/r) w połączeniu ze wzrostem wolumenu sprzedaży (+9,5%) dały +4,9% wzrostu przychodów w całym roku. 4Q'23 był najlepszy wolumenowo w Onko w historii spółki (22,8 tys. sprzedanych opakowań Onko BCG).

Segment tradycyjny

Sprzedaż Distreptazy w 4Q'23 odnotowała istotny wzrost (+139%) i okazała się delikatnie niższa, niż oczekiwaliśmy. Wynikało to zarówno z niższych od prognozowanych wolumenów sprzedaży oraz spadku ceny jednostkowej opakowania. Warto zauważyć, że w całym 2023 r. wolumen sprzedaży leku wzrósł +67% r/r. Pozostała sprzedaż w minionym kwartale okazała się delikatnie wyższa od naszych założeń. Sprzedaż Lakcid nadal nie została uruchomiona, co oznacza przedłużanie negocjacji nowych warunków sprzedażowych z Polpharmą.

Ceny oraz rentowność poszczególnych produktów jest uzależniona od struktury geograficznej sprzedaży w danym okresie. Marża brutto na sprzedaży w 4Q'23 okazała się delikatnie niższa od naszych prognoz (63,8% vs 65,0% ocz.) Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były nieco niższe od oczekiwań – spodziewaliśmy się mocniejszego wpływu wynagrodzeń nowego zespołu sprzedażowego. Dodatkowo, na poziom EBIT pozytywnie wpłynęły pozostałe przychody operacyjne, gdzie istotną rolę odegrało rozliczenie przyznanych dotacji (0,7 mln PLN w 4Q'23), a także wycena nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej (0,3 mln PLN). Wynik netto został obniżony głównie przez ujemne różnice kursowe.

4Q'23 był dla spółki rekordowy pod względem przychodów i marży brutto ze sprzedaży. Lekko niższy od oczekiwań poziom przychodów, w naszej ocenie wynika z miksów sprzedażowego i zróżnicowania cen produktów na poszczególnych rynkach. Pozytywnie oceniamy poziom zysku operacyjnego – koszty okazały się lekko niższe od naszych założeń, a rozliczenie dotacji zrekompensowało niższy od prognoz wzrost przychodów. Spadek EBIT w całym 2023 r. wynika ze zwiększonych kosztów operacyjnych, na które wpływ miał m. in. wzrost kosztów wynagrodzeń. W 2023 r. spółka uruchomiła nowy kanał dystrybucji – zespół przedstawicieli handlowych, co wiązało się z zatrudnieniem dodatkowych pracowników. Zysk netto obciążony był ujemnymi różnicami kursowymi.

Wyniki 4Q'23 oceniamy neutralnie. Mimo znaczącego wzrostu zysku w minionym kwartale, wyniki całego roku były niższe, niż rok wcześniej. Wiąże się to ze zmianami, jakie zachodzą w spółce, m. in. utworzeniem zespołu sprzedażowego, dzięki czemu w marcu'24 spółka mogła zrezygnować ze współpracy z dystrybutorem działającym na krajowym rynku, co w naszej ocenie pozwoliło zaoszczędzić na prowizji oraz zwiększyć elastyczność spółki we współpracy z krajowymi podmiotami.

Wyniki za 4Q'23 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23	r/r	4Q'23P BDM	różnica	2022	2023	r/r
Przychody ze sprzedaży	14,3	20,1	40,9%	20,6	-2,3%	50,4	58,6	16,3%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,2	4,0	82,7%	4,2	-5,2%	7,1	9,2	29,5%
<i>Onko BCG</i>	4,8	6,8	41,2%	6,6	1,7%	16,2	17,0	4,9%
<i>Distreptaza</i>	2,9	6,9	138,9%	7,3	-6,6%	14,8	22,5	52,5%
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	1,6	49,0%	1,5	3,2%	4,4	4,8	8,5%
<i>Lakcid</i>	2,9	0,0	-100,0%	0,0	-	6,0	2,0	-66,5%
<i>Inne</i>	0,5	1,0	85,0%	0,8	16,1%	1,8	3,0	66,4%
Wynik brutto na sprzedaży	8,4	12,9	53,5%	13,4	-4,1%	27,9	35,2	25,9%
EBIT	4,4	6,2	41,9%	5,6	10,4%	9,8	8,6	-12,1%
EBITDA	5,9	7,8	32,9%	7,4	6,4%	16,1	15,3	-4,9%
Zysk netto	2,6	3,9	50,5%	4,2	-7,0%	6,1	4,8	-21,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	58,5%	63,8%		65,0%		55,4%	60,0%	
Marża EBIT	30,5%	30,8%		27,2%		19,5%	14,8%	
Marża EBITDA	41,2%	38,9%		35,7%		31,9%	26,1%	
Marża zysku netto	18,0%	19,2%		20,2%		12,1%	8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 1Q'24

Segment BCG

W 1Q'24 spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno szczepionki, jak i Onko BCG. Zakład Zamówień Publicznych Przy Ministrze Zdrowia nadal nie ogłosił przetargu na szczepionkę przeciwgruźliczą, dlatego zakładamy, że dostawy szczepionki na krajowym rynku są wstrzymane, natomiast szacujemy, że sprzedaż eksportowa przyniesie ok 2,5 mln PLN. W ostatnich latach spółka informowała o zamówieniach z Rumunii, Węgrzech i Ukrainy, dlatego spodziewamy się, że w bieżącym roku pokryje zapotrzebowanie na tych rynkach.

W **Onko BCG** oczekujemy wzrostu wolumenów przy spadku ceny jednostkowej opakowania. Szacujemy wzrost przychodów do 4,5 mln PLN vs 2,4 mln PLN w 1Q'23. Mimo tak dużego skoku w 1Q'24, w całym 2024 r. oczekujemy ok. 16% wzrostu przychodów. Wynika to z nierównomiernego rozłożenia dużych partii zamówień na poszczególne rynki, przez co występują istotne wahania pomiędzy poszczególnymi kwartałami.

Segment tradycyjny

Spodziewamy się wzrostu sprzedaży **Distreptazy** w 1Q'24 do 5,4 mln PLN (vs 4,8 mln PLN rok wcześniej). W związku z zerwaniem umowy z dystrybutorem Symphar, szacujemy spadek sprzedaży w kolejnym okresie i stopniową odbudowę pozycji rynkowej przez nowy zespół sprzedażowy.

Gamma Anty D w naszej ocenie powinna wykazywać stabilną sprzedaż z możliwym odchyleniem w dół. Lek stosowany jest głównie w profilaktyce konfliktu maczyno-śródowego, dlatego spadek liczby urodzeń może powodować spadek zapotrzebowania na takie leki. W 1Q'24 spodziewamy się sprzedaży na poziomie 1,1 mln PLN (-1,7% r/r).

W zakresie produkcji kontraktowej (**Lakcid**) nie widać na razie szans na wznowienie sprzedaży. Nadal nie pojawiły się informacje o zakończeniu negocjacji z Polpharmą, dlatego szacujemy, że pierwsze przychody po przerwie pojawią się najwcześniej w 3Q'24.

Ze względu na strukturę sprzedaży (wzrost w Onko BCG) szacujemy wzrost marży brutto na sprzedaży z 50,3% w 1Q'23 do 53,0% w 1Q'24. Z drugiej strony od 2H'23 obserwujemy zwiększone koszty SG&A i oczekujemy, że utrzymają się one na podobnym poziomie k/k, co oznacza wzrost o ok. 46% r/r. Dodatkowo w pozostałych kosztach operacyjnych, w związku z dalszym brakiem sprzedaży Lakcid, powinny być odnotowywane koszty niewykorzystanych mocy, które szacujemy na ok. 1 mln PLN (podobnie jak w 3Q'23 i 4Q'23). Implikuje to spadek EBITDA do 1,8 mln PLN (-37,3% r/r) oraz EBIT do 0,1 mln PLN (vs 1,3 mln PLN rok wcześniej). Powoduje to wystąpienie straty netto na poziomie -0,02 mln PLN wobec 0,7 mln PLN zysku w 1Q'23.

Prognozy wyników za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	12,0	13,8	14,7%	58,6	58,4	-0,3%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,4	2,5	76,5%	9,2	8,4	-8,6%
<i>Onko BCG</i>	2,4	4,5	85,9%	17,0	19,8	15,9%
<i>Distreptaza</i>	4,8	5,4	12,7%	22,5	20,0	-11,3%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	1,1	-1,7%	4,8	4,8	0,9%
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	-100,0%	2,0	2,0	-3,4%
<i>Inne</i>	0,3	0,3	5,0%	3,0	3,0	1,8%
Wynik brutto na sprzedaży	6,0	7,3	21,0%	35,2	35,4	0,6%
EBIT	1,3	0,1	-92,5%	8,6	6,4	-25,5%
EBITDA	2,9	1,8	-37,3%	15,3	15,5	1,4%
Zysk netto	0,7	-0,02	-	4,8	4,5	-4,7%
Marża zysku brutto na sprzedaży	50,3%	53,0%		60,0%	60,5%	
Marża EBIT	10,9%	0,7%		14,8%	11,0%	
Marża EBITDA	24,0%	13,1%		26,1%	26,5%	
Marża zysku netto	6,2%	-0,2%		8,1%	7,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	8,6	14,0	13,4	14,3	12,0	18,4	8,1	20,1	13,7	11,4	12,3	20,6
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,6	0,3	4,0	2,5	0,0	3,6	2,4
<i>Onko BCG</i>	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	2,4	6,8	4,5	6,1	1,6	7,6
<i>Distreptaza</i>	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,5	3,4	6,9	5,4	3,4	3,7	7,5
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	1,1	1,3	1,0	1,1	1,0	1,1	1,6	1,1	1,2	1,4	1,1
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	1,2	2,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,9
<i>Inne</i>	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,9	1,0	0,3	0,8	0,9	1,0
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	8,7	7,4	8,4	6,0	11,2	5,1	12,9	7,3	7,0	7,8	13,3
EBIT	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,1	-0,7	0,9	6,2
EBITDA	1,5	5,1	3,6	5,9	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	1,1	2,8	9,8
Zysk netto	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	0,0	-0,5	0,5	4,5
Marża zysku brutto na sprzedaży	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	60,8%	63,1%	63,8%	53,2%	61,0%	63,7%	64,6%
Marża EBIT	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	22,2%	-36,2%	30,8%	0,7%	-6,0%	6,9%	30,2%
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	31,1%	-14,2%	38,9%	13,2%	9,8%	22,6%	47,7%
Marża zysku netto	-5,6%	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	14,0%	-29,8%	19,2%	-0,2%	-4,5%	4,5%	22,0%

Źródło: BDM, spółka

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	40,2	41,2	50,4	58,6	58,4	93,3	174,6	192,1	198,8	202,6	206,4	210,4	214,4	218,5
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,7	7,6	7,1	9,2	8,4	13,5	17,4	17,6	17,7	17,9	18,1	18,3	18,5	18,7
<i>Onko BCG</i>	5,9	8,3	16,2	17,0	19,8	47,6	123,6	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9
<i>Distreptaza</i>	14,8	18,1	14,8	22,5	20,0	21,5	22,6	23,3	24,0	24,5	25,0	25,5	26,0	26,5
<i>Gamma Anty D</i>	4,1	3,4	4,4	4,8	4,8	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
<i>Lakcid</i>	5,5	2,7	6,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
<i>Inne</i>	1,2	1,0	1,8	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5
Wynik brutto na sprzedaży	20,6	22,7	27,9	35,2	35,4	56,9	116,9	131,0	137,2	140,2	144,0	147,9	151,9	156,0
EBIT	5,9	7,2	9,8	8,6	6,5	25,7	73,2	81,6	85,4	87,9	89,5	91,2	93,0	94,7
<i>segment BCG</i>	-	4,4	7,7	6,0	4,1	23,1	70,5	78,8	82,5	84,9	86,5	88,2	89,9	91,6
<i>segment tradycyjny</i>	-	2,8	2,2	2,6	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2
EBITDA	11,8	13,7	16,1	15,3	15,5	41,3	87,6	95,8	99,5	101,8	103,4	105,1	106,8	108,6
Zysk netto	4,4	4,2	6,1	4,8	4,5	19,1	55,4	62,9	66,7	69,6	70,9	72,1	73,4	74,8
Marża zysku brutto na sprzedaży	51,2%	55,1%	55,4%	60,0%	60,5%	61,0%	67,0%	68,2%	69,0%	69,2%	69,8%	70,3%	70,8%	71,4%
Marża EBIT	14,8%	17,5%	19,5%	14,8%	11,1%	27,6%	41,9%	42,5%	43,0%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%
Marża EBITDA	29,3%	33,4%	31,9%	26,1%	26,6%	44,3%	50,2%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	50,0%	49,8%	49,7%
Marża zysku netto	11,1%	10,3%	12,1%	8,1%	7,8%	20,4%	31,7%	32,7%	33,6%	34,4%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.09.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	63,4	58,4	-7,8%	102,2	93,3	-8,7%	178,7	174,6	-2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	34,9	35,4	1,4%	56,4	56,9	0,9%	108,9	116,9	7,4%
EBITDA	24,3	15,5	-36,1%	50,5	41,3	-18,1%	94,2	87,6	-7,0%
EBIT	15,2	6,5	-57,3%	35,4	25,7	-27,3%	80,7	73,2	-9,3%
Wynik brutto	11,6	6,1	-47,3%	30,7	25,4	-17,2%	76,1	72,9	-4,2%
Wynik netto	8,6	4,5	-47,3%	23,0	19,1	-17,2%	57,8	55,4	-4,2%
marża brutto	55,0%	60,5%		55,2%	61,0%		60,9%	67,0%	
marża EBITDA	38,3%	26,6%		49,4%	44,3%		52,7%	50,2%	
marża EBIT	23,9%	11,1%		34,6%	27,6%		45,1%	41,9%	
marża netto	13,6%	7,8%		22,5%	20,4%		32,4%	31,7%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	107,7	220,3	247,6	245,4	243,0	240,6	239,4	238,2	237,5	237,3	237,3	237,3
Rzeczowe aktywa trwałe	97,0	208,8	237,8	238,2	235,8	233,4	232,3	231,1	230,4	230,2	230,2	230,2
Aktywa niematerialne	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	55,4	45,6	41,2	72,2	122,1	132,5	154,9	139,9	160,5	181,7	203,3	225,5
Zapasy	12,7	15,5	18,4	32,3	37,5	41,3	42,7	43,5	44,4	45,2	46,1	46,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	15,1	27,4	21,7	38,2	55,3	60,9	63,0	64,2	65,5	66,7	68,0	69,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,1	2,2	0,6	1,2	28,8	29,8	48,6	31,7	50,2	69,3	88,8	108,8
Aktywa razem	163,1	265,9	288,8	317,6	365,1	373,1	394,3	378,2	398,1	419,0	440,6	462,8
Kapitał własny	105,6	112,6	117,2	136,2	178,3	202,4	225,1	248,0	270,1	292,6	315,6	339,0
Kapitał podstawowy	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Zyski zatrzymane	-32,4	-27,7	-23,1	-4,1	38,0	62,1	84,8	107,7	129,8	152,3	175,3	198,7
Zobowiązania długoterminowe	33,1	122,3	139,2	126,2	108,5	104,8	64,6	61,1	57,8	55,0	52,4	49,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,0	58,9	59,3	50,3	36,6	36,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,0	2,3	2,0	1,7	1,4	1,0	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	24,5	31,0	32,4	55,1	78,3	65,6	104,2	68,7	69,8	71,0	72,3	73,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,8	7,9	7,5	15,3	18,1	0,0	36,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,3	0,9	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	13,7	18,0	20,0	35,0	55,5	61,1	63,2	64,4	65,6	66,9	68,1	69,4
Pasywa razem	163,1	265,9	288,8	317,6	365,1	372,8	393,9	377,8	397,7	418,7	440,3	462,5

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	50,4	58,6	58,4	93,3	174,6	192,1	198,8	202,6	206,4	210,4	214,4	218,5
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,1	9,2	8,4	13,5	17,4	17,6	17,7	17,9	18,1	18,3	18,5	18,7
<i>Onko BCG</i>	16,2	17,0	19,8	47,6	123,6	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9
<i>Distreptoza</i>	14,8	22,5	20,0	21,5	22,6	23,3	24,0	24,5	25,0	25,5	26,0	26,5
<i>Gamma Anty D</i>	4,4	4,8	4,8	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9
<i>Lakcid</i>	6,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
<i>Inne</i>	1,8	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5
Wynik brutto na sprzedaży	27,9	35,2	35,4	56,9	116,9	131,0	137,2	140,2	144,0	147,9	151,9	156,0
Koszty SG&A	17,1	24,9	27,8	32,5	45,0	50,5	52,6	53,1	55,0	57,0	59,1	61,3
EBIT	9,8	8,6	6,5	25,7	73,2	81,6	85,4	87,9	89,5	91,2	93,0	94,7
<i>segment BCG</i>	7,7	6,0	4,1	23,1	70,5	78,8	82,5	84,9	86,5	88,2	89,9	91,6
<i>segment tradycyjny</i>	2,2	2,6	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2
EBITDA	16,1	15,3	15,5	41,3	87,6	95,8	99,5	101,8	103,4	105,1	106,8	108,6
Zysk brutto	8,3	6,6	6,1	25,4	72,9	81,7	85,6	88,1	89,7	91,2	93,0	94,7
Zysk netto	6,1	4,8	4,5	19,1	55,4	62,9	66,7	69,6	70,9	72,1	73,4	74,8

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,9	-5,3	25,1	25,0	70,3	74,4	79,3	82,9	81,0	82,3	83,8	85,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,0	-72,9	-21,1	-15,9	-11,9	-11,8	-12,9	-12,8	-13,2	-13,6	-13,8	-13,8
Przepływy z działalności finansowej	36,8	53,3	-5,6	-8,5	-30,8	-61,5	-47,7	-87,0	-49,2	-49,6	-50,5	-51,4
Przepływy pieniężne netto	12,8	-24,9	-1,6	0,6	27,6	1,1	18,8	-16,9	18,6	19,1	19,5	20,0
FCF	-24,0	-78,3	4,0	9,1	58,4	62,6	66,5	70,1	67,8	68,7	69,9	71,4
Środki pieniężne na początek okresu	14,3	27,1	2,2	0,6	1,2	28,8	29,8	48,6	31,7	50,2	69,3	88,8
Środki pieniężne na koniec okresu	27,1	2,2	0,6	1,2	28,8	29,8	48,6	31,7	50,2	69,3	88,8	108,8

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	22,4%	16,3%	-0,3%	59,7%	87,1%	10,0%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	16,9%	-4,9%	1,6%	166,3%	111,9%	9,4%	3,8%	2,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
EBIT zmiana r/r	36,8%	-12,1%	-25,1%	296,9%	184,6%	11,5%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	43,1%	-21,7%	-4,8%	320,8%	190,5%	13,6%	6,1%	4,3%	1,8%	1,7%	1,9%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	55,4%	60,0%	60,5%	61,0%	67,0%	68,2%	69,0%	69,2%	69,8%	70,3%	70,8%	71,4%
Marża EBITDA	31,9%	26,1%	26,6%	44,3%	50,2%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	50,0%	49,8%	49,7%
Marża EBIT	19,5%	14,8%	11,1%	27,6%	41,9%	42,5%	43,0%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%
Marża brutto	16,6%	11,2%	10,5%	27,2%	41,7%	42,5%	43,0%	43,5%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%
Marża netto	12,1%	8,1%	7,8%	20,4%	31,7%	32,7%	33,6%	34,4%	34,3%	34,3%	34,3%	34,3%
COGS / przychody	44,6%	40,0%	39,5%	39,0%	33,0%	31,8%	31,0%	30,8%	30,2%	29,7%	29,2%	28,6%
SG&A / przychody	34,0%	42,6%	47,6%	34,9%	25,8%	26,3%	26,5%	26,2%	26,6%	27,1%	27,6%	28,1%
SG&A / COGS	76,2%	106,4%	120,6%	89,3%	78,0%	82,8%	85,4%	85,1%	88,1%	91,3%	94,6%	98,1%
ROE	5,8%	4,2%	3,9%	14,0%	31,1%	31,1%	29,6%	28,1%	26,2%	24,6%	23,3%	22,1%
ROA	3,7%	1,8%	1,6%	6,0%	15,2%	16,9%	16,9%	18,4%	17,8%	17,2%	16,7%	16,2%
Dług	57,54	153,27	171,66	181,38	186,81	170,37	168,82	129,83	127,61	126,05	124,66	123,43
D / (D+E)	35,3%	57,6%	59,4%	57,1%	51,2%	45,7%	42,9%	34,4%	32,1%	30,1%	28,3%	26,7%
D / E	54,5%	136,1%	146,5%	133,1%	104,8%	84,2%	75,0%	52,4%	47,2%	43,1%	39,5%	36,4%
Dług netto	-11,9	67,9	69,0	66,8	27,8	8,2	-11,0	-31,2	-50,2	-69,3	-88,8	-108,8
Dług netto / kapitał własny	-0,1	0,6	0,6	0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,7	4,4	4,4	1,6	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	-1,2	7,8	10,6	2,6	0,4	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1
EV	326,0	407,1	411,0	411,6	375,4	358,6	342,2	322,1	303,0	284,0	264,5	244,5
Dług / EV	17,6%	37,6%	41,8%	44,1%	49,8%	47,5%	49,3%	40,3%	42,1%	44,4%	47,1%	50,5%
CAPEX / Przychody	73,0%	192,1%	64,9%	17,1%	6,8%	6,2%	6,5%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	590,9%	1698,4%	419,7%	102,1%	83,1%	83,1%	91,5%	91,6%	95,0%	98,3%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	12,3%	11,3%	15,5%	16,7%	8,2%	7,4%	7,1%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%
Zmiana KO / Przychody	5,9%	18,6%	-8,2%	16,4%	1,1%	2,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	118,0%	-58,2%	-9010,3%	5,5%	4,6%	8,3%	12,0%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	6,7	5,8	5,8	3,6	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5
P/E*	55,6	71,3	75,5	18,1	6,3	5,6	5,3	5,1	5,0	4,9	4,8	4,7
P/BV*	3,2	3,0	2,9	2,5	2,0	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
P/CE*	27,5	29,8	25,2	9,9	5,0	4,5	4,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0
EV/EBITDA*	20,3	26,6	26,5	10,0	4,3	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7	2,5	2,3
EV/EBIT*	33,1	47,1	63,4	16,0	5,1	4,4	4,0	3,7	3,4	3,1	2,8	2,6
EV/S*	6,5	6,9	7,0	4,4	2,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1
BVPS	1,5	1,6	1,6	1,9	2,5	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0	4,3	4,6
EPS	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,5	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
FCFPS	-0,5	-1,7	-0,2	0,1	0,8	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	11,1%	12,5%	13,2%	13,8%	14,0%	14,3%	14,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 4,81 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Piotr Dedejus

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji Synthaverse

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	6,5	Kupuj	6,7	10.05.2024	08:30	4,81	87 427,54
Kupuj	6,7	---	---	13.09.2023	11:30	5,2	66 571,93

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'24*:	, 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	4	50%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/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: 2024-05-10.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-10 (08:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-10 (08:30 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 redukować 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 WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte 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 10.05.2024 roku:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.