

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

Podtrzymujemy naszą rekomendację **KUPUJ** dla walorów **BIOMAXIMA** z ceną docelową 22,9 PLN/akcję (bez zmian w stosunku do poprzedniej rekomendacji). Spodziewamy się poprawy wyników od 2H'24, szczególnie w 4Q'24. Koniec roku w ochronie zdrowia jest zazwyczaj okresem wzrostu inwestycji i zakupów. Dodatkowo spodziewamy się wprowadzenia do sprzedaży testów MIC, co w naszej ocenie zwiększy zainteresowanie produktami spółki.

W 2Q'24 oczekujemy utrzymania przychodów na poziomie podobnym do poprzednich okresów, natomiast szacujemy spadek zysków r/r. Wpływ na to ma wzrost części kosztów, m. in. amortyzacji, która wzrasta w związku z włączaniem do użytkowania nowych mocy produkcyjnych. Docelowy poziom tej pozycji powinniśmy zobaczyć w 3Q'24 po uruchomieniu produkcji testów do oznaczania minimalnego stężenia hamującego (MIC). W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu amortyzacji do 0,9 mln PLN kwartalnie.

W naszej ocenie 2Q'24 jest ostatnim kwartałem, którego wyniki nie pokażą poprawy. Od 3Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów oraz rentowności, co wynika ze stosunkowo wysokiego poziomu kosztów stałych. Dodatkowo spółka pracuje nad optymalizacją kosztów zmiennych, m. in. przez usprawnienia logistyczne, które obniżają jednostkowy koszt wysyłki. Dodatkowo, w 2023 r. zakończył się program motywacyjny dla kluczowych pracowników, co spowoduje spadek kosztów osobowych w 2024 r., mimo istotnego wzrostu minimalnego wynagrodzenia na początku roku. Spodziewamy się, że wraz ze wzrostem sprzedaży, szczególnie zagranicznej spółka będzie mogła podnosić ceny, co bezpośrednio wpłynie na marżę.

Istotnym czynnikiem dla wzrostu przychodów w średnim terminie będzie wprowadzenie do sprzedaży testów MIC. Spółka pozytywnie ocenia rynek tego produktu i oczekuje szerokiego zainteresowania wśród odbiorców końcowych. W dłuższej perspektywie ważne będzie uzyskanie patentów, o które spółka złożyła wnioski w listopadzie'22. Ze względu na decyzję o rozszerzeniu ochrony na rynek europejski, proces się wydłużył. Zgodnie z zapowiedziami zarządu z kwietniowej konferencji, patenty powinny zostać przyznane w 2Q'25 i wtedy może rozpocząć się sprzedaż produktów, które mają zostać nimi objęte.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	79,1	143,9	46,8	54,8	77,8	88,0
EBIT [mln PLN]	13,7	34,9	0,7	3,6	11,4	14,3
EBITDA [mln PLN]	15,3	36,9	3,2	7,0	15,0	17,9
Wynik netto [mln PLN]	10,2	28,9	0,6	2,8	8,5	10,8
P/E	6,5	2,3	109,5	23,3	7,5	5,9
P/BV	2,3	1,3	1,4	1,3	1,1	0,9
EV/EBIT	5,9	1,6	103,7	21,8	6,8	4,9
EV/EBITDA	5,3	1,5	23,5	11,2	5,2	3,9
DPS w okresie	0,3	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
DY	1,7%	2,9%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%

**KUPUJ**

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 22,9 PLN**

12 LIPCA 2024, 17:15 CEST

Wycena końcowa [PLN]	22,9
Wycena DCF [PLN]	18,7
Wycena porównawcza [PLN]	35,5
Potencjał do wzrostu / spadku	49,8%
Koszt kapitału	14,3%
Cena rynkowa [PLN]	15,3
Kapitalizacja [mln PLN]	66,1
Ilość akcji [mln. szt.]	4,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	12,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-0,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-6,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-10,4%
Akcjonariat (% głosów):	
Porozumienie akcjonariuszy: Łukasz Urban, Andrzej Mikosz oraz TriCar Services LTD, Krzysztof Mikosz, Mariusz Nowak	28,9%
Pozostali	71,1%

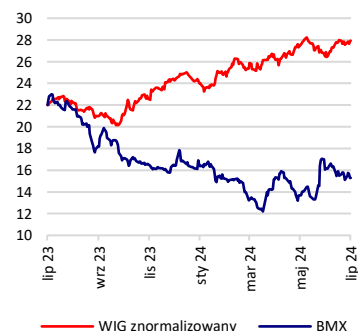
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



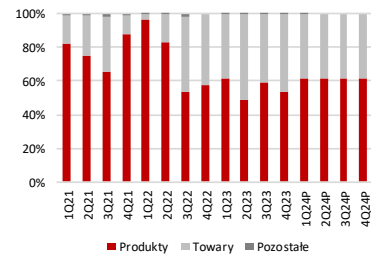
## SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI 1Q'24.....	9
PROGNOZA NA 2Q'24 .....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	12

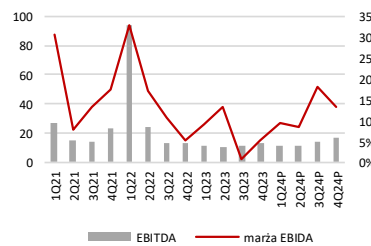
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>61,3</b>	<b>79,1</b>	<b>143,9</b>	<b>46,8</b>	<b>54,8</b>	<b>77,8</b>	<b>88,0</b>	<b>94,4</b>
Zużycie materiałów i energii	27,0	37,9	77,7	16,4	20,4	29,5	33,1	38,1
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	12,1	9,5	11,5	10,5	11,8	15,0	16,9	15,6
Koszty świadczeń pracowniczych	8,9	10,6	12,5	13,5	12,9	13,6	14,5	15,5
Usługi obce	3,0	4,7	5,0	4,7	4,5	5,5	5,7	6,0
Zmiana stanu produktów	1,2	-2,2	-0,3	1,5	2,1	0,9	0,5	0,3
<b>EBIT</b>	<b>10,5</b>	<b>13,7</b>	<b>34,9</b>	<b>0,7</b>	<b>3,6</b>	<b>11,4</b>	<b>14,3</b>	<b>16,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,9</b>	<b>15,3</b>	<b>36,9</b>	<b>3,2</b>	<b>7,0</b>	<b>15,0</b>	<b>17,9</b>	<b>19,3</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>9,6</b>	<b>12,8</b>	<b>35,9</b>	<b>0,2</b>	<b>3,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>15,5</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>7,9</b>	<b>10,2</b>	<b>28,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>	<b>8,5</b>	<b>10,8</b>	<b>12,5</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>22,3</b>	<b>28,4</b>	<b>38,2</b>	<b>51,0</b>	<b>51,1</b>	<b>51,2</b>	<b>50,4</b>	<b>50,2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	21,7	27,9	37,8	50,6	50,8	50,9	50,1	50,0
Aktywa niematerialne	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	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>25,4</b>	<b>33,5</b>	<b>36,2</b>	<b>22,8</b>	<b>31,2</b>	<b>39,3</b>	<b>47,2</b>	<b>50,3</b>
Zapasy	12,4	14,0	12,8	12,8	17,5	23,5	26,6	28,5
Należności z tytułu dostaw i usług	8,5	16,5	10,1	8,6	11,1	14,9	16,6	17,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,4	3,0	12,9	1,5	2,6	0,9	4,0	3,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>47,7</b>	<b>61,9</b>	<b>74,4</b>	<b>73,8</b>	<b>82,3</b>	<b>90,5</b>	<b>97,6</b>	<b>100,5</b>
Kapitał własny	19,9	29,2	52,5	47,0	49,5	58,1	68,9	76,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>14,7</b>	<b>15,4</b>	<b>11,0</b>	<b>16,4</b>	<b>18,4</b>	<b>16,6</b>	<b>15,2</b>	<b>10,4</b>
Zobowiązania finansowe	7,1	8,0	3,9	8,6	11,2	10,0	9,4	5,5
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,6	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1
Dotacje	6,6	6,2	6,0	6,9	6,3	5,8	5,0	4,4
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>13,1</b>	<b>17,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,4</b>	<b>14,3</b>	<b>15,9</b>	<b>13,5</b>	<b>14,1</b>
Zobowiązania finansowe	4,1	8,1	1,3	3,6	5,2	4,2	0,5	0,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dotacje	0,0	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	7,8	6,7	7,4	5,5	7,6	10,2	11,6	12,4
<b>Pasywa razem</b>	<b>47,7</b>	<b>61,9</b>	<b>74,4</b>	<b>73,8</b>	<b>82,3</b>	<b>90,5</b>	<b>97,6</b>	<b>100,5</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>37,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>5,9</b>	<b>11,7</b>	<b>13,7</b>
Amortyzacja	1,4	1,7	2,0	2,5	3,4	3,6	3,6	3,2
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-7,8</b>	<b>-17,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>
CAPEX	1,9	4,5	9,9	18,1	3,5	4,1	3,3	3,3
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-19,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-10,5</b>
Dywidenda	0,0	-1,1	-1,9	-2,1	0,0	0,0	0,0	-5,4
Odsetki	0,2	0,5	0,6	0,8	1,0	0,8	0,5	0,3
Zmiana środków pieniężnych	3,9	-1,4	9,9	-11,4	1,1	-1,7	3,1	0,0
<b>Środki pieniężne</b>	<b>4,4</b>	<b>3,0</b>	<b>12,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>0,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody	#ADR1	29%	82%	-67%	17%	42%	13%	7%
EBITDA	#ADR1	29%	141%	-91%	118%	114%	19%	8%
Zysk netto	-	29%	182%	-98%	371%	209%	27%	16%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Liczba akcji [mln]	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
EPS	1,8	2,4	6,7	0,1	0,7	2,0	2,6	3,0
Przychody [mln PLN]	61,3	79,1	143,9	46,8	54,8	77,8	88,0	94,4
Marża brutto na sprzedaży	15,6%	15,2%	24,1%	-1,5%	4,1%	12,9%	14,6%	15,4%
EBIT [mln PLN]	10,5	13,7	34,9	0,7	3,6	11,4	14,3	16,1
EBITDA [mln PLN]	11,9	15,3	36,9	3,2	7,0	15,0	17,9	19,3
Zysk netto [mln PLN]	7,9	10,2	28,9	0,6	2,8	8,5	10,8	12,5
Dług netto	8,1	14,3	-7,1	11,4	14,6	13,9	6,5	2,1
BPS	4,6	6,8	12,1	11,2	11,8	13,8	16,4	18,1
DPS w okresie	0,0	0,3	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	1,3
Stopa dywidendy	0,0%	1,7%	2,9%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%
ROE	40%	35%	55%	1%	6%	15%	16%	17%
ROA	17%	17%	39%	1%	3%	9%	11%	12%
Amortyzacja	1,4	1,7	2,0	2,5	3,4	3,6	3,6	3,2
FCF	3,1	-3,5	29,2	-15,7	-2,0	1,8	8,4	10,4
CAPEX	1,9	4,5	9,9	18,1	3,5	4,1	3,3	3,3
P/E	8,3	6,5	2,3	109,5	23,3	7,5	5,9	5,1
P/BV	3,3	2,3	1,3	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,2	5,3	1,5	23,5	11,2	5,2	3,9	3,4
EV/EBIT	7,1	5,9	1,6	103,7	21,8	6,8	4,9	4,1

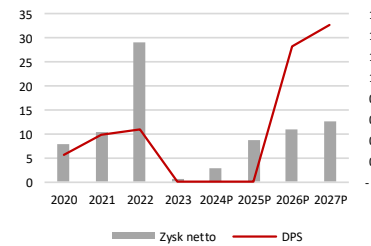
Udział produktów i towarów w sprzedaży [%]



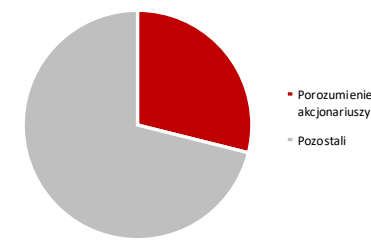
Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]



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



Struktura akcjonariatu [% głosów]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- Ryzyko opóźnienia zawierania kontraktów
- 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 laboratoryjnej
- Ryzyko ograniczenia finansowania diagnostyki laboratoryjnej

Źródło: BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 15,3 PLN

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 18,7 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z segmentu diagnostyki in vitro, została oparta na prognozach wyników na lata 2024-2026 i dała wartość 1 akcji na poziomie 35,5 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 75% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 25% dla wyceny porównawczej ze względu na różnice w skali biznesu (poprzednio 50/50). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 22,9 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	mIn PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	75%	78,5	18,7	22,3%
Wycena porównawcza	25%	148,9	35,5	132,1%
<b>Wycena końcowa</b>		<b>96,1</b>	<b>22,9</b>	<b>49,8%</b>

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,7% vs 5,6% poprzednio), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) i specyficzne (3,0%) oraz współczynnika beta 0,9, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

### Główne założenia modelu

- Podtrzymujemy założenia modelu z ostatniej rekomendacji. Od 2H'24 spodziewamy się wzrostu przychodów oraz stopniowej poprawy struktury przychodów – zwiększenie udziału w przychodach produktów w stosunku do towarów.
- Ostrożnie podchodzimy do celów wynikowych spółki. Zarząd zakłada osiągnięcie w perspektywie do 2026 r. wypracowywać dodatkowo od 45 do 75 mln PLN przychodów. W 2023 r. przychody wyniosły 46,8 mln PLN, dlatego zgodnie z tym planem w 2026 r. powinny wynieść co najmniej 91,8 mln PLN. W modelu zakładamy osiągnięcie 88 mln PLN sprzedaży w 2026 r., co już wydaje się bardzo ambitnym poziomem. Nasze podejście podyktowane jest niepewnością co do pozyskania aż tylu kontraktów.
- W kolejnych latach oczekujemy utrzymania marży na sprzedaży towarów na poziomie ok. 45% oraz wzrostu marży dla produktów własnych. Szacujemy spadek udziału kosztów zużycia materiałów i energii w stosunku do przychodów ze sprzedaży produktów z 63% w 2023 r. do 55% w długim okresie.
- W 2023 r. zakończył się program motywacyjny dla kluczowego personelu, dlatego spodziewamy się spadku kosztów świadczeń pracowniczych w 2024 r. o -5% r/r. W 2025 r. szacujemy wzrost tych kosztów o +5% r/r, natomiast w długim okresie zakładamy wzrosty na poziomie 7%. Wynika to z jednej strony z systematycznego wzrostu średniego wynagrodzenia, a z drugiej na wzrost zatrudnienia wraz z rozwojem spółki.
- W związku z zakończeniem istotnych inwestycji, zakładamy spadek nakładów inwestycyjnych do ok. 1 mln PLN kwartalnie.
- Nadal trwa proces wyposażania Wydziału Diagnostyki Molekularnej. Zakładamy, że zostanie on uruchomiony w 3Q'24 i od tego okresu nastąpi wzrost amortyzacji. Według naszych szacunków powinien on wynieść ok. 0,9 mln PLN kwartalnie.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 78,5 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 18,7 PLN.**

**Metoda DCF**

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	54,8	77,8	88,0	94,4	100,9	107,2	113,3	119,0	123,2	127,4
EBIT [mln PLN]	3,6	11,4	14,3	16,1	17,9	19,4	20,8	22,1	22,4	22,8
Stopa podatkowa	17,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,6	2,2	2,7	3,1	3,4	3,7	4,0	4,2	4,3	4,3
NOPLAT [mln PLN]	3,0	9,3	11,6	13,0	14,5	15,7	16,9	17,9	18,2	18,5
Amortyzacja [mln PLN]	3,4	3,6	3,6	3,2	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9
CAPEX [mln PLN]	-3,5	-4,1	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,0	-2,9	-2,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-5,0	-7,2	-3,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,1	-1,5	-1,5
FCF [mln PLN]	-2,2	1,6	8,4	10,6	12,0	13,3	14,5	15,8	16,7	16,9
DFCF [mln PLN]	-2,1	1,3	6,2	6,9	6,8	6,6	6,3	6,0	5,6	4,9
Suma DFCF [mln PLN]	48,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	141,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	41,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	89,8									
Dług netto [mln PLN]	11,4									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>78,5</b>									
Ilość akcji [tys.]	4,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>18,7</b>									

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

Przychody zmiana r/r	17,1%	42,0%	13,1%	7,4%	6,8%	6,3%	5,7%	5,1%	3,5%	3,5%
EBIT zmiana r/r	396,9%	215,7%	25,1%	12,5%	11,1%	8,6%	7,3%	6,0%	1,6%	1,7%
FCF zmiana r/r	-84,0%	-171,8%	436,8%	26,3%	12,5%	10,8%	9,0%	9,0%	5,7%	1,7%
Marża EBITDA	12,9%	19,3%	20,3%	20,4%	20,8%	21,0%	21,0%	21,0%	20,5%	20,1%
Marża EBIT	6,6%	14,7%	16,2%	17,0%	17,7%	18,1%	18,4%	18,5%	18,2%	17,9%
Marża NOPLAT	5,4%	11,9%	13,2%	13,8%	14,3%	14,7%	14,9%	15,0%	14,7%	14,5%
CAPEX / Przychody	6,5%	5,3%	3,8%	3,5%	3,2%	3,0%	2,9%	2,5%	2,4%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	103,3%	113,6%	92,2%	101,9%	106,3%	106,0%	107,2%	101,2%	100,9%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-9,2%	-9,2%	-3,9%	-2,5%	-2,3%	-2,1%	-1,9%	-1,7%	-1,2%	-1,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-63,2%	-31,2%	-33,7%	-35,9%	-35,9%	-35,9%	-35,9%	-35,9%	-35,9%	-35,9%

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

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
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	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Udział kapitału własnego	79,2%	83,6%	89,2%	94,0%	99,8%	99,9%	99,9%	100,0%	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	20,8%	16,4%	10,8%	6,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,5%	12,9%	13,3%	13,7%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,3%	14,3%

*Źródło: BDM S.A.*

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
beta	0,6	21,5	22,5	23,6	25,0	26,7	28,8	31,5	35,0	39,8
	0,7	19,4	20,2	21,1	22,2	23,6	25,1	27,1	29,6	32,9
	0,8	17,6	18,2	19,0	19,9	20,9	22,2	23,7	25,5	27,9
	0,9	16,0	16,5	17,2	17,9	18,7	19,7	20,9	22,3	24,0
	1,0	14,6	15,1	15,6	16,2	16,8	17,6	18,5	19,6	21,0
	1,1	13,4	13,8	14,2	14,7	15,2	15,8	16,6	17,5	18,5
	1,2	12,3	12,6	12,9	13,4	13,8	14,3	14,9	15,6	16,4

Źródło: 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	6,5%	21,1	22,1	23,2	24,6	26,2	28,2	30,7	34,0	38,5
	7,5%	19,2	20,0	20,9	22,0	23,3	24,8	26,7	29,2	32,3
	8,5%	17,5	18,1	18,9	19,8	20,8	22,0	23,5	25,3	27,7
	9,5%	16,0	16,5	17,2	17,9	18,7	19,7	20,9	22,3	24,0
	10,5%	14,7	15,1	15,7	16,2	16,9	17,7	18,6	19,8	21,1
	11,5%	13,5	13,9	14,3	14,8	15,4	16,0	16,8	17,7	18,7
	12,5%	12,4	12,8	13,1	13,5	14,0	14,6	15,2	15,9	16,7

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%	39,0	35,0	31,6	28,7	26,2	24,0	9,7	20,4	18,9
	7,5%	35,9	31,8	28,5	25,7	23,3	21,2	21,4	17,8	16,4
	8,5%	33,1	29,1	25,8	23,1	20,8	18,8	18,8	15,6	14,3
	9,5%	30,6	26,7	23,6	20,9	18,7	16,8	16,6	13,8	12,6
	10,5%	28,5	24,6	21,6	19,0	16,9	15,1	14,8	12,3	11,1
	11,5%	26,5	22,8	19,8	17,4	15,4	13,7	13,2	11,0	9,9
	12,5%	24,8	21,2	18,3	15,9	14,0	12,4	11,9	9,8	8,8

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy na lata 2024-2026 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 12.07.2024.

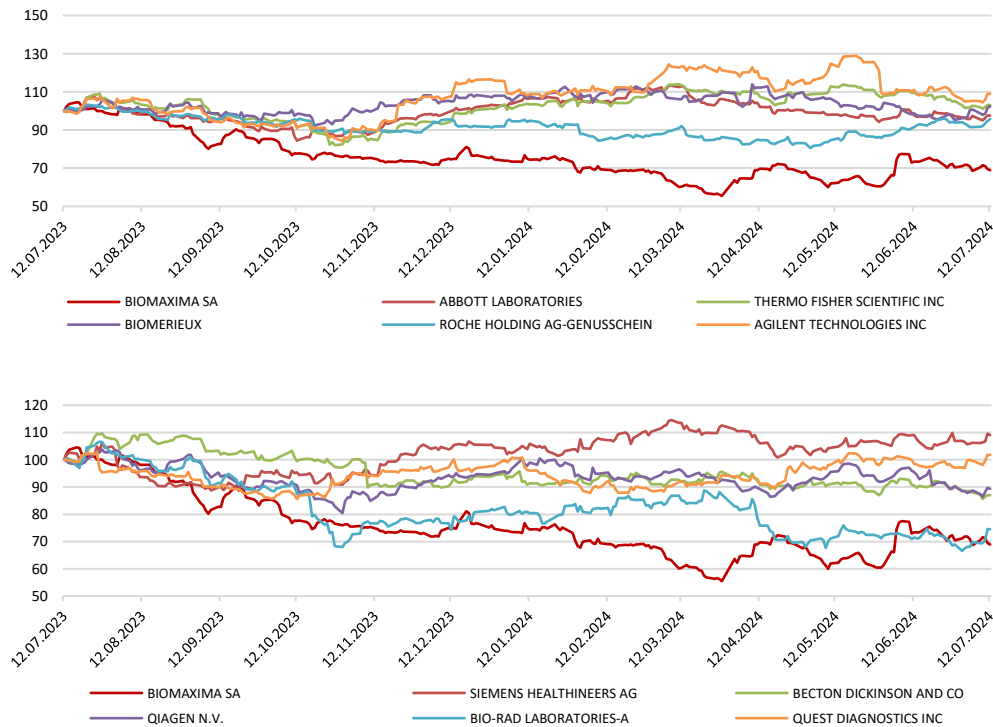
Porównując wyniki spółki BioMaxima ze wskaźnikami innych podmiotów otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 35,5 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 15,3 PLN (bieżąca cena rynkowa) spółka jest handlowana z wyraźnym dyskontem do zagranicznych konkurentów.

### Wycena porównawcza do spółek z sektora IVD

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ABBOTT LABORATORIES	22,4	20,3	18,6	17,0	15,0	13,2	19,5	17,0	14,9
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	24,9	22,6	20,5	21,4	19,3	17,3	23,8	21,5	19,3
BIOMERIEUX	23,5	21,1	18,6	12,8	11,3	10,0	18,0	15,8	14,3
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	14,6	13,5	12,5	10,1	9,1	8,1	11,1	10,1	9,1
AGILENT TECHNOLOGIES INC	25,1	23,2	21,3	20,7	18,7	17,1	22,8	20,3	18,6
SIEMENS HEALTHINEERS AG	26,3	21,9	18,7	16,4	13,7	12,1	21,1	17,2	15,1
BECTON DICKINSON AND CO	17,1	16,2	15,1	13,9	12,2	10,8	15,9	14,3	12,9
QIAGEN N.V.	17,7	16,7	15,4	12,4	10,9	9,6	15,6	14,1	12,3
BIO-RAD LABORATORIES-A	28,7	26,0	23,2	16,4	14,4	12,6	23,0	19,3	16,6
QUEST DIAGNOSTICS INC	16,1	15,2	14,0	10,4	8,2	7,5	13,1	10,3	9,5
<b>Mediana</b>	<b>22,9</b>	<b>20,7</b>	<b>18,6</b>	<b>15,1</b>	<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>18,8</b>	<b>16,4</b>	<b>14,6</b>
<b>BIOMAXIMA</b>	<b>23,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,9</b>	<b>11,2</b>	<b>5,2</b>	<b>3,9</b>	<b>21,8</b>	<b>6,8</b>	<b>4,9</b>
Premia/dyskonto grupa	1%	-64%	-68%	-26%	-60%	-66%	16%	-58%	-66%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>15,1</b>	<b>42,1</b>	<b>48,0</b>	<b>21,8</b>	<b>43,1</b>	<b>47,3</b>	<b>12,7</b>	<b>41,4</b>	<b>48,2</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>35,1</b>			<b>37,4</b>			<b>34,1</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>35,5</b>								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 12.07.2024

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



Źródło: Bloomberg

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia zawierania kontraktów**

Spółka uruchomiła nowe moce produkcyjne, jednak do wzrostu sprzedaży potrzebuje nowych kontraktów. Wydłużające się oczekiwanie na uzyskanie patentów w naszej ocenie może wiązać się z opóźnieniem zawierania części istotnych umów.
- **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 dotyczących 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**

Około 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**



## WYNIKI 1Q'24

W 1Q'24 przychody ze sprzedaży wzrosły +4,1% r/r do 11,5 mln PLN. 61% tej kwoty stanowiły produkty, a 39% towary – porównywalnie r/r i poprawa na rzecz produktów własnych względem 4Q'23. Widoczny był też wzrost kosztów, głównie zużycia materiałów i energii oraz kosztów pracowniczych. Spowodowało to spadek zysku EBIT o -39% r/r. Wzrost kosztów finansowych nastąpił równoległe ze wzrostem przychodów finansowych, stąd finalnie zysk netto wyniósł 0,3 mln PLN.

Wyniki 1Q'24 okazały się niższe od naszych prognoz. Głównym czynnikiem była niższa o 0,5 mln PLN sprzedaż. Pozytywnym sygnałem jest to, że koszty nie odbiegały znacząco od naszych oczekiwań. Istotny wzrost amortyzacji spowodował wzrost zysku EBITDA +9% r/r, natomiast na poziomie EBIT spółka zanotowała spadek. Wysokie przychody finansowe oraz nieznaczny podatek pozwoliły na uzyskanie wyniku netto na poziomie 0,25 mln PLN, czyli -47,4% r/r oraz +14,9% powyżej naszych prognoz. Dobrym prognostykiem jest też udział w sprzedaży produktów własnych. Wzrost tego udziału w kolejnych okresach powinien wzmacniać marżę.

Spółka poinformowała także o zawarciu umowy na produkcję i dostawę krążkowych systemów dyfuzyjnych do oznaczania lekowrażliwości. Według zarządu przychody z tej umowy do końca 2024 r. wyniosą ok. 1,05 mln PLN, a w roku 2025 przekroczą 2,6 mln PLN i powinny rosnąć w kolejnych latach. W 1Q'24 BioMaxima wzięła udział w postępowaniach o udzielenie zamówienia publicznego łącznie na kwotę 5,9 mln PLN, z czego uzyskano 3,4 mln PLN. W kolejnych dwóch miesiącach spółka pozyskała kolejne zamówienia o wartości 2,2 mln PLN. W większości są to kontrakty roczne, natomiast w niektórych przypadkach terminy realizacji mogą się różnić. Oprócz zamówień publicznych, spółka startuje także w przetargach organizowanych przez firmy prywatne, natomiast nie informowała o wielkości tych kontraktów. W naszej ocenie pomoże to zapełniać nowe moce produkcyjne, ale spółce potrzebne są kolejne takie kontrakty, żeby osiągnąć cele zakładane na kolejne lata.

Wyniki 1Q'24 oceniamy negatywnie, natomiast wskazujemy na korzystne perspektywy kolejnych okresów. Spółka nadal znajduje się w okresie przejściowym pomiędzy mocnymi wynikami pandemicznymi a wzrostem wyników w pozostałym asortymencie. Pierwsze opublikowane kontrakty oraz wygrane w przetargach publicznych są w naszej ocenie pierwszym etapem zapełniania nowych mocy. Aktualne zdolności produkcyjne pozwalają spółce na startowanie w większych przetargach, dlatego w kolejnych okresach mogą pojawić się jednorazowe duże zamówienia oraz długoterminowe kontrakty, które wymagają wysokiej zdolności produkcyjnej i operacyjnej.

### Wyniki 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	r/r	1Q'24P BDM	różnica
Przychody ze sprzedaży	11,08	11,53	4,1%	12,08	-4,5%
EBITDA	1,00	1,09	9,0%	1,29	-15,1%
EBIT	0,46	0,28	-39,0%	0,46	-39,4%
Zysk brutto	0,50	0,25	-49,3%	0,27	-5,5%
Zysk netto	0,48	0,25	-47,4%	0,22	14,9%
Marża EBITDA	9,0%	9,5%		10,6%	
Marża EBIT	4,2%	2,4%		3,8%	
Marża zysku netto	4,3%	2,2%		1,8%	

Źródło: BDM, spółka

## PROGNOZA NA 2Q'24

W maju'24 spółka opublikowała informację o zawarciu umowy na produkcję i dostawę dyfuzyjnych testów krążkowych do oznaczania lekowrażliwości. Przychody netto z tego tytułu do końca 2024 r. w ocenie zarządu wyniosą ok. 1,05 mln PLN. W naszej ocenie ww. umowa nie powinna istotnie wpłynąć na wyniki 2Q'24, dlatego oczekujemy, że przychody te będą widoczne w 2H'24. W 2Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów o 8% r/r do 11,6 mln PLN. Oznacza to utrzymanie podobnego poziomu w stosunku do 1Q'24. Oczekujemy utrzymania udziału w sprzedaży produktów w stosunku do towarów na poziomie 60:40, przy zachowaniu porównywalnej rentowności.

W 2Q'23 spółka zanotowała ok. 0,9 mln PLN kosztów z tytułu programu motywacyjnego dla kluczowych pracowników. Program został zakończony w 2023 r., dlatego mimo podwyżek wynagrodzeń, oczekujemy spadku kosztów pracowniczych z 4,0 mln PLN w 2Q'23 do 3,2 mln PLN w 2Q'24. Prognozujemy natomiast istotny spadek zysku operacyjnego. Głównym powodem jest oczekiwany spadek zmiany stanu produktów, która w 2Q'23 podbiła wynik o 1,2 mln PLN. W 2Q'24 oczekujemy, że pozycja ta wyniesie 0,7 mln PLN. Dodatkowo, istotnym czynnikiem spadku wyników jest wzrost amortyzacji w związku z użytkowaniem nowego zakładu produkcyjnego. Stopniowo włączane do użytkowania są kolejne wydziały, dlatego w 2Q'24 oczekujemy wzrostu amortyzacji do 0,8 mln PLN vs 0,55 mln PLN w 2Q'23. Docelowo od 3Q'24 powinna ona wynosić 0,9 mln PLN.

Finalnie zysk operacyjny szacujemy na 0,2 mln PLN, co oznacza spadek -80% r/r. Przy zakładanym poziomie amortyzacji EBITDA prognozowana jest na 1,0 mln PLN (vs 1,4 mln PLN rok wcześniej). Koszty finansowe w naszej ocenie powinny być delikatnie wyższe od przychodów, dlatego zysk netto szacujemy na 0,1 mln PLN.

2Q'24 w naszej ocenie powinien być ostatnim tak słabym kwartałem. Od 2H'24 spodziewamy się wzrostu przychodów oraz nowych kontraktów. Pomóc w tym powinien start sprzedaży testów do oznaczania minimalnego stężenia hamującego (MIC). Na ostatniej konferencji spółka informowała o trwającym rozruchu wydziały, trwa jeszcze jego doposażanie, dlatego oczekujemy rozpoczęcia sprzedaży pod koniec 3Q'24. W naszej ocenie będzie to bodźcem do wzrostu przychodów w 4Q'24.

### Prognoza wyników za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	1H'23	1H'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	10,7	11,6	8,0%	21,8	23,1	6,0%	46,8	54,8	17,1%
EBITDA	1,4	1,0	-30,4%	2,4	2,1	-14,1%	3,2	7,0	117,8%
EBIT	0,9	0,2	-80,0%	1,3	0,5	-65,8%	0,7	3,6	396,9%
Zysk brutto	0,4	0,1	-62,7%	0,9	0,4	-55,0%	0,2	3,4	1691,9%
Zysk netto	0,4	0,1	-70,2%	0,9	0,4	-57,6%	0,6	2,8	370,7%
Marża EBITDA	13,3%	8,5%		11,1%	9,0%		6,9%	12,8%	
Marża EBIT	8,1%	1,5%		6,1%	2,0%		1,6%	6,6%	
Marża zysku netto	3,6%	1,0%		3,9%	1,6%		1,3%	5,0%	

Źródło: BDM

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24P	4Q24P
Przychody ze sprzedaży	93,6	23,9	13,0	13,4	11,1	10,7	11,7	13,3	11,5	11,6	14,4	17,2
EBIT	30,2	3,6	0,9	0,2	0,5	0,9	-0,6	0,0	0,3	0,2	1,7	1,4
Amortyzacja	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
EBITDA	30,7	4,1	1,4	0,7	1,0	1,4	0,1	0,7	1,1	1,0	2,6	2,3
Zysk brutto	30,4	4,2	0,9	0,4	0,5	0,4	-0,4	-0,3	0,3	0,1	1,6	1,3
Zysk netto	24,2	3,4	0,9	0,3	0,5	0,4	-0,4	0,1	0,3	0,1	1,3	1,1
Marża EBITDA	32,8%	17,0%	10,8%	5,3%	9,0%	13,3%	0,7%	5,3%	9,5%	8,5%	18,2%	13,4%
Marża EBIT	32,3%	14,9%	6,9%	1,3%	4,2%	8,1%	-4,9%	-0,2%	2,4%	1,5%	12,1%	8,3%
Marża zysku netto	25,8%	14,4%	7,2%	2,4%	4,3%	3,6%	-3,1%	0,7%	2,2%	1,0%	9,2%	6,2%

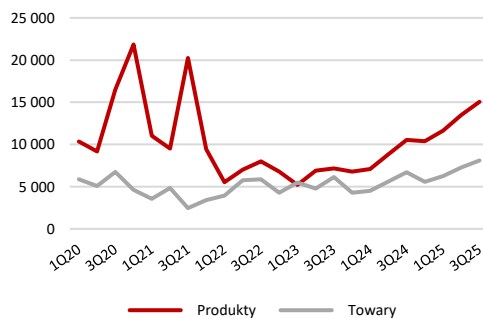
Źródło: BDM S.A.

### Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	29,8	61,3	79,1	143,9	46,8	54,8	77,8	88,0	94,4
EBIT	-0,1	10,5	13,7	34,9	0,7	3,6	11,4	14,3	16,1
Amortyzacja	1,3	1,4	1,7	2,0	2,5	3,4	3,6	3,6	3,2
EBITDA	1,2	11,9	15,3	36,9	3,2	7,0	15,0	17,9	19,3
Zysk brutto	-0,7	9,6	12,8	35,9	0,2	3,4	10,5	13,4	15,5
Zysk netto	-0,9	7,9	10,2	28,9	0,6	2,8	8,5	10,8	12,5
Marża EBITDA	3,9%	19,4%	19,4%	25,6%	6,9%	12,8%	19,3%	20,3%	20,4%
Marża EBIT	-0,4%	17,1%	17,3%	24,2%	1,6%	6,6%	14,7%	16,2%	17,0%
Marża zysku netto	-3,0%	13,0%	13,0%	20,1%	1,3%	5,0%	11,0%	12,3%	13,3%

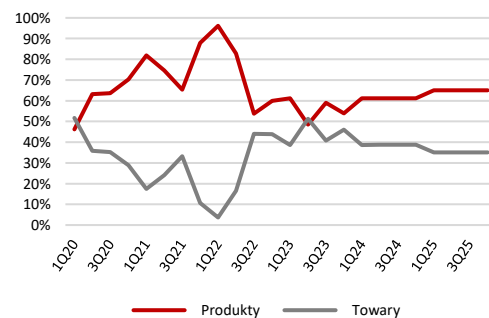
Źródło: BDM S.A.

### Sprzedaż w podziale na produkty i towary oczyszczona o zamówienie ze stycznia'22 [tys. PLN]



Źródło: BDM, spółka

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



Źródło: BDM, spółka

Podtrzymujemy nasze średnio- i długoterminowe prognozy finansowe. Podkreślamy, że są one nieco niższe od celów wynikowych spółki, dlatego mogą okazać się konserwatywne, natomiast w naszej ocenie osiągnięcie komunikowanych docelowych wyników do 2026 r. jest obarczone dużym ryzykiem ze względu na brak kontraktów, które muszą zostać zawarte, aby zapełnić moce produkcyjne.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dnia 05.06.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	54,8	54,8	0,0%	77,8	77,8	0,0%	88,0	88,0	0,0%
EBITDA	7,0	7,0	0,0%	15,0	15,0	0,0%	17,9	17,9	0,0%
EBIT	3,6	3,6	0,0%	11,4	11,4	0,0%	14,3	14,3	0,0%
Wynik brutto	3,4	3,4	0,0%	10,5	10,5	0,0%	13,4	13,4	0,0%
Wynik netto	2,8	2,8	0,0%	8,5	8,5	0,0%	10,8	10,8	0,0%
marża EBITDA	12,8%	12,8%		19,3%	19,3%		20,3%	20,3%	
marża EBIT	6,6%	6,6%		14,7%	14,7%		16,2%	16,2%	
marża netto	5,0%	5,0%		11,0%	11,0%		12,3%	12,3%	

Źródło: BDM S.A.

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	38,2	51,0	51,1	51,2	50,4	50,2	50,0	49,8	49,5	49,1	48,7	48,2
Rzeczowe aktywa trwałe	37,8	50,6	50,8	50,9	50,1	50,0	49,8	49,5	49,3	48,9	48,4	47,9
Aktywa niematerialne	0,4	0,4	0,3	0,2	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	36,2	22,8	31,2	39,3	47,2	50,3	53,1	62,2	71,7	81,9	91,7	101,7
Zapasy	12,8	12,8	17,5	23,5	26,6	28,5	30,5	32,4	34,2	35,9	37,2	38,5
Należności handlowe oraz pozostałe należności	10,1	8,6	11,1	14,9	16,6	17,8	19,0	20,2	21,3	22,4	23,2	24,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	12,9	1,5	2,6	0,9	4,0	3,9	3,5	9,5	16,1	23,4	31,2	39,2
Aktywa razem	74,4	73,8	82,3	90,5	97,6	100,5	103,1	111,9	121,2	131,0	140,3	149,9
Kapitał własny	52,5	47,0	49,5	58,1	68,9	76,0	84,0	92,6	101,7	111,2	120,6	130,1
Kapitał podstawowy	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Zobowiązania długoterminowe	11,0	16,4	18,4	16,6	15,2	10,4	4,4	3,9	3,3	2,8	2,3	1,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	3,9	8,6	11,2	10,0	9,4	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	11,0	10,4	14,3	15,9	13,5	14,1	14,6	15,5	16,2	16,9	17,4	18,0
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	3,6	5,2	4,2	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	74,4	73,8	82,3	90,5	97,6	100,5	103,1	111,9	121,2	131,0	140,3	149,9
<b>Rachunek wyników [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</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>	<b>2033P</b>
Przychody ze sprzedaży	143,9	46,8	54,8	77,8	88,0	94,4	100,9	107,2	113,3	119,0	123,2	127,4
Produkty	124,8	26,0	33,2	50,6	57,2	66,1	70,6	75,0	79,3	83,3	86,2	89,2
Towary	19,0	20,7	21,1	27,2	30,8	28,3	30,3	32,2	34,0	35,7	36,9	38,2
Koszty operacyjne	109,1	47,5	52,5	67,8	75,1	79,9	84,5	89,4	94,1	98,7	102,5	106,4
Zysk na sprzedaży	34,7	-0,7	2,2	10,0	12,8	14,6	16,3	17,8	19,2	20,4	20,7	21,0
EBIT	34,9	0,7	3,6	11,4	14,3	16,1	17,9	19,4	20,8	22,1	22,4	22,8
EBITDA	36,9	3,2	7,0	15,0	17,9	19,3	20,9	22,5	23,8	25,0	25,3	25,6
Zysk brutto	35,9	0,2	3,4	10,5	13,4	15,5	17,6	19,4	20,9	22,2	22,6	23,1
Zysk netto	28,9	0,6	2,8	8,5	10,8	12,5	14,3	15,7	16,9	18,0	18,3	18,7
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2022</b>	<b>2023</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>	<b>2033P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	37,1	1,6	1,6	5,9	11,7	13,7	15,2	16,5	17,7	18,8	19,7	20,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,8	-17,2	-3,5	-4,1	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,0	-2,9	-2,9
Przepływy z działalności finansowej	-19,3	4,3	3,0	-3,4	-5,3	-10,5	-12,4	-7,2	-7,9	-8,5	-9,0	-9,2
Przepływy pieniężne netto	9,9	-11,4	1,1	-1,7	3,1	0,0	-0,4	6,0	6,5	7,3	7,8	8,0
Środki pieniężne na początek okresu	3,0	12,9	1,5	2,6	0,9	4,0	3,9	3,5	9,5	16,1	23,4	31,2
Środki pieniężne na koniec okresu	12,9	1,5	2,6	0,9	4,0	3,9	3,5	9,5	16,1	23,4	31,2	39,2

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	81,9%	-67,5%	17,1%	42,0%	13,1%	7,4%	6,8%	6,3%	5,7%	5,1%	3,5%	3,5%
EBITDA zmiana r/r	140,9%	-91,3%	117,8%	113,9%	19,5%	7,7%	8,5%	7,3%	6,1%	4,9%	1,1%	1,4%
EBIT zmiana r/r	155,3%	-97,9%	396,9%	215,7%	25,1%	12,5%	11,1%	8,6%	7,3%	6,0%	1,6%	1,7%
Zysk netto zmiana r/r	155,3%	-97,9%	396,9%	215,7%	25,1%	12,5%	11,1%	8,6%	7,3%	6,0%	1,6%	1,7%
Marża EBITDA	25,6%	6,9%	12,8%	19,3%	20,3%	20,4%	20,8%	21,0%	21,0%	21,0%	20,5%	20,1%
Marża EBIT	24,2%	1,6%	6,6%	14,7%	16,2%	17,0%	17,7%	18,1%	18,4%	18,5%	18,2%	17,9%
Marża brutto	24,9%	0,4%	6,1%	13,5%	15,2%	16,4%	17,5%	18,1%	18,4%	18,7%	18,4%	18,1%
Marża netto	20,1%	1,3%	5,0%	11,0%	12,3%	13,3%	14,2%	14,7%	14,9%	15,1%	14,9%	14,7%
ROE	55,1%	1,2%	5,6%	14,7%	15,7%	16,5%	17,0%	17,0%	16,6%	16,2%	15,2%	14,4%
ROA	38,8%	0,8%	3,4%	9,4%	11,1%	12,5%	13,8%	14,0%	14,0%	13,7%	13,1%	12,5%
Dług	5,8	12,9	17,1	14,8	10,5	6,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	10,0%	21,5%	25,7%	20,3%	13,2%	7,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	11,1%	27,4%	34,6%	25,5%	15,2%	7,9%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-11,7	11,4	14,6	13,9	6,5	2,1	-3,3	-9,4	-16,0	-23,4	-31,2	-39,2
Dług netto / kapitał własny	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,3	3,5	2,1	0,9	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-1,2	-1,5
Dług netto / EBIT	-0,3	15,6	4,0	1,2	0,5	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,7
EV	54,5	75,5	78,7	78,1	70,7	66,2	60,9	54,8	48,2	40,8	33,0	25,0
Dług / EV	10,7%	17,0%	21,8%	19,0%	14,9%	9,1%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,9%	38,6%	6,5%	5,3%	3,8%	3,5%	3,2%	3,0%	2,9%	2,5%	2,4%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	489,1%	726,6%	103,3%	113,6%	92,2%	101,9%	106,3%	106,0%	107,2%	101,2%	100,9%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	1,4%	5,3%	6,2%	4,6%	4,1%	3,4%	3,0%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	-5,8%	0,8%	9,2%	9,2%	3,9%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%	1,2%	1,2%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-12,8%	-0,4%	63,2%	31,2%	33,7%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	0,4	1,4	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E*	2,3	109,5	23,3	7,5	5,9	5,1	4,5	4,1	3,8	3,6	3,5	3,4
P/BV*	1,3	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
P/CE*	2,1	20,9	10,4	5,3	4,4	4,1	3,7	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0
EV/EBITDA*	1,5	23,5	11,2	5,2	3,9	3,4	2,9	2,4	2,0	1,6	1,3	1,0
EV/EBIT*	1,6	103,7	21,8	6,8	4,9	4,1	3,4	2,8	2,3	1,8	1,5	1,1
EV/S*	0,4	1,6	1,4	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	12,1	11,2	11,8	13,8	16,4	18,1	20,0	22,1	24,2	26,5	28,8	31,0
EPS	6,7	0,1	0,7	2,0	2,6	3,0	3,4	3,7	4,0	4,3	4,4	4,5
CEPS	7,1	0,7	1,5	2,9	3,4	3,8	4,1	4,5	4,8	5,0	5,1	5,1
FCFPS	6,3	-3,9	-0,5	0,4	2,0	2,5	2,9	3,2	3,5	3,8	4,0	4,1
DPS w okresie	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2
DY	2,9%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%	9,8%	11,1%	12,2%	13,2%	14,0%	14,3%
Payout ratio	6,7%	357,8%	0,0%	0,0%	0,0%	43,2%	44,0%	45,4%	46,4%	47,0%	49,1%	49,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 15,3 PLN

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
[strategia, przemysl, 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

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**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 BioMaxima**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	22,9	Kupuj	22,9	12.07.2024*	17:15 CEST	15,30	88 693,82
Kupuj	22,9	Kupuj	26,4	05.06.2024*	08:55 CEST	14,55	84 978,57
Kupuj	26,4	Kupuj	38,7	15.09.2023*	08:55 CEST	19,20	67 199,88
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'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	2	67%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	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 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: 2024-07-12.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-07-12 (17:15 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-07-12 (17:15 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 poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>



**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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.

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 12.07.2024 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.