



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,1 PLN

12 LIPCA 2024, 15:50 CEST

Po wygranym przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej oraz poprawie perspektyw wolumenu sprzedaży Onko BCG, podwyższamy prognozy wyników na 2024 r. Z drugiej strony, zarząd na ostatniej konferencji ogłosił, że sprzedaż z nowego zakładu produkcyjnego ruszy dopiero w połowie 2026 r., dlatego obniżeniu uległy nasze szacunki na 2025 i 2026 r. Pociągnięto to za sobą spadek wyceny porównawczej, w której uwzględniamy lata 2024-2026. W wyniku opisanych zmian oraz wzrostu kursu akcji (5,62 PLN vs 4,81 PLN poprzednio) obniżamy zalecenie z KUPUJ do AKUMULUJ, wyznaczając cenę docelową na 6,1 PLN/akcję (poprzednio 6,5 PLN/akcję).

W lipcu'24 spółka podpisała protokół odbioru końcowego Zakładu Produkcyjnego Onko BCG, natomiast teraz konieczne jest przejście ścieżki rejestracyjnej i walidacyjnej dla urządzeń i leku, który będzie tam produkowany. W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że proces zakończy się w 2025 r. i pod koniec roku spółka będzie mogła rozpocząć sprzedaż fiolek Onko BCG (obecnie lek jest sprzedawany w ampułkach, dlatego ma niższą cenę). Aktualne prognozy bazują na założeniu, że sprzedaż fiolek rozpocznie się w 3Q'26. Dzięki wprowadzonym modyfikacjom w technice namnażania bakterii możliwe jest produkowanie większej ilości leku w starym zakładzie, dlatego równocześnie podnieśliśmy prognozę sprzedaży ampułek do 2Q'26. W wyniku tych zmian wzrosły prognozy dla 2024 r., z kolei spadły dla okresu 2025-2026.

Prognozy te będzie wspierać dostawa leku na rynek francuski, gdzie spółka może uzyskać korzystne ceny. Spodziewamy się, że sprzedaż na tym rynku ruszy w 4Q'24. Przy aktualnych mocach produkcyjnych spółka nie będzie w stanie obsłużyć całego zapotrzebowania na lek, natomiast liczymy, że nadwyżki Onko BCG, jakie uda się wyprodukować w starym zakładzie będą kierowane na ten rynek i sprzedawane z korzystną marżą.

Poprawę wyniku w 2024 r. wspierają także korzystniejsze warunki zamówienia na szczepionkę BCG10 ze strony Ministerstwa Zdrowia. Wyższy r/r wolumen oraz korzystniejsza cena znacznie poprawiły perspektywy, szczególnie w 2Q'24. Ryzykiem w tym obszarze dla sprzedaży w kolejnych okresach jest spadająca liczba urodzeń w Polsce, natomiast liczymy, że spółka będzie w stanie rozdysponować produkt także na innych rynkach. Aktualnie szczepionka sprzedawana jest m. in. na Węgry i do Rumunii.

Spółka poszerza swoje portfolio leków stosowanych w urologii. Pod koniec roku na rynku polskim ma zostać wprowadzony lek zawierający dutasteryd, produkowany przez Chemo i sprzedawany przez Synthaverse pod własną marką.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	63,8	72,4	137,3
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	10,3	14,6	49,8
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	17,4	31,4	65,3
Wynik netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	5,9	9,6	36,6
P/E	86,3	64,9	83,3	67,1	41,9	11,1
P/BV	4,9	3,7	3,5	3,4	3,1	2,5
EV/EBIT	49,9	38,9	53,7	45,7	32,3	9,1
EV/EBITDA	26,1	23,8	30,4	27,2	15,0	7,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena końcowa [PLN]	6,1
Wycena DCF [PLN]	6,3
Wycena porównawcza [PLN]	5,3
Potencjał do wzrostu / spadku	8,8%
Koszt kapitału	12,1%
Cena rynkowa [PLN]	5,6
Kapitalizacja [mln PLN]	394,9
Ilość akcji [mln. szt.]	70,3*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,6
Stopa zwrotu za 3 mc	29,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	25,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	10,1%
Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucowicz	12,0%
Wiktor Napióra	11,1%
Waldemar Sierocki	10,2%
Przemysław Sierocki	9,7%
OPDF	5,7%
Pozostali	51,3%
* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakładu emisję max 3,2 mln akcji)	

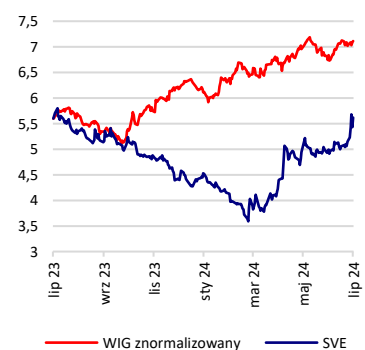
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



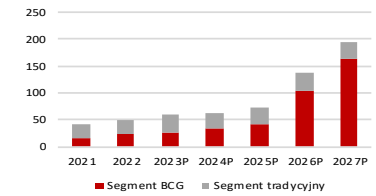
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
WYNIKI 1Q'24.....	11
PROGNOZA NA 2Q'24	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	14
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	16

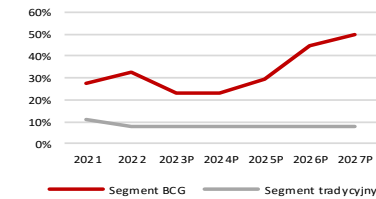
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	41,2	50,4	58,6	63,8	72,4	137,3	196,1
segment BCG	15,9	23,4	26,3	34,7	41,5	105,1	162,9
segment tradycyjny	27,0	32,3	28,6	30,1	31,4	32,2	33,1
EBIT	7,2	9,8	8,6	10,3	14,6	49,8	84,1
segment BCG	4,4	7,7	6,0	8,0	12,1	47,3	81,5
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	2,3	2,4	2,6	2,6
EBITDA	13,7	16,1	15,3	17,4	31,4	65,3	99,4
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	8,1	12,8	48,2	82,9
Zysk netto	4,2	6,1	4,8	5,9	9,6	36,6	63,8
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	76,0	107,7	220,3	260,8	262,5	259,9	257,3
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	251,1	254,8	252,3	249,8
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	0,7	0,7	0,6	0,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	2,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	45,6	41,5	45,7	84,6	127,2
Zapasy	9,3	12,7	15,5	18,1	19,9	29,5	42,1
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	19,7	21,8	43,5	62,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	2,3	2,6	10,3	21,5
Aktywa razem	116,8	163,1	265,9	302,3	308,2	344,5	384,5
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	118,6	128,1	164,8	210,3
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	122,3	140,1	136,9	110,6	106,7
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	60,0	61,0	38,7	38,7
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,8	2,3	1,9	1,4
Dotacje	11,6	20,7	59,3	75,5	71,8	68,2	64,8
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	31,0	43,6	43,2	69,2	67,6
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	11,9	8,8	20,2	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,9	0,8	0,6	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	26,1	28,8	43,7	62,3
Pasywa razem	116,8	163,1	265,9	302,3	308,2	344,5	384,5
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	-5,3	26,6	30,7	38,1	67,7
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	7,0	16,9	15,5	15,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-72,9	-26,2	-20,5	-12,8	-12,7
CAPEX	18,4	36,8	112,6	42,3	20,4	12,7	12,6
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	16,4	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	53,3	-0,3	-9,9	-17,7	-43,7
Odsetki	0,9	0,5	0,6	4,8	5,9	5,8	4,6
Zmiana środków pieniężnych	12,5	12,8	-24,9	0,1	0,3	7,6	11,2
Środki pieniężne	14,3	27,1	2,2	2,3	2,6	10,3	21,5
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2%	22%	16%	9%	13%	90%	43%
EBITDA	17%	17%	-5%	14%	81%	108%	52%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	25%	61%	282%	74%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	65,3	70,3	70,5	70,9	71,4	72,0	72,6
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	63,8	72,4	137,3	196,1
Marża brutto ze sprzedaży [%]	55,1%	55,4%	60,0%	60,7%	60,8%	65,5%	68,6%
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	10,3	14,6	49,8	84,1
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	17,4	31,4	65,3	99,4
Zysk netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	5,9	9,6	36,6	63,8
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	73,2	70,2	51,0	19,0
BPS	1,1	1,5	1,6	1,7	1,8	2,3	2,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
ROE	6%	6%	4%	5%	7%	22%	30%
ROA	4%	4%	2%	2%	3%	11%	17%
Amortyzacja i odpisy aktualizujące RAT	6,3	6,0	6,5	6,9	16,7	15,3	15,1
Amortyzacja i odpisy aktualizujące WNIP	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	0,4	10,2	25,3	54,9
CAPEX	18,4	36,8	112,6	42,3	20,4	12,7	12,6
P/E	86,3	64,9	83,3	67,1	41,9	11,1	6,4
P/BV	4,9	3,7	3,5	3,4	3,1	2,5	1,9
EV/EBITDA	26,1	23,8	30,4	27,2	15,0	7,0	4,3
EV/EBIT	49,9	38,9	53,7	45,7	32,3	9,1	5,1

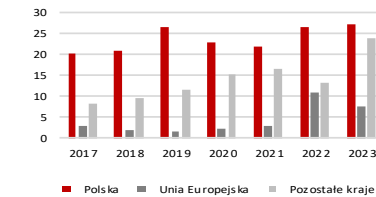
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



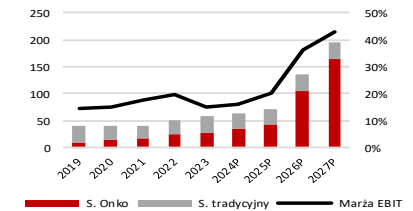
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



Przychodowa tle marży EBIT [mln PLN]



Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 5,62 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 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 5,3 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 6,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	80%	6,3	12%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	5,3	-5%
Wycena spółki [PLN]		6,1	9%

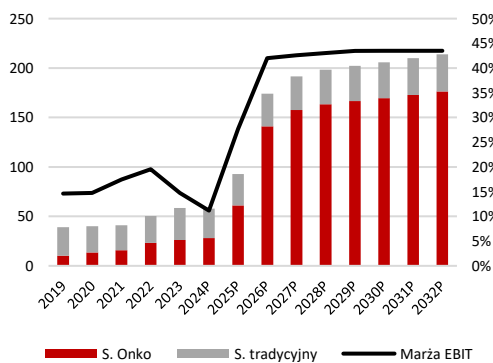
Źródło: BDM S.A.

Przesunięcie daty uruchomienia linii w nowym zakładzie produkcyjnym

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że sprzedaż fiolek z nowej linii produkcyjnej rozpocznie się pod koniec 2025 r. Wcześniej mogłyby być sprzedawane niewykorzystywane do badań produkty wytworzone w CBR, które przy obecnych brakach leku na rynku byłyby drogocennym odpadem, dlatego w naszej opinii miały duże szanse na uzyskanie zgody na sprzedaż.

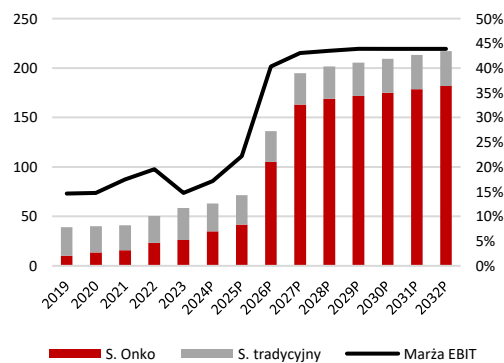
Na ostatniej konferencji wynikowej spółka poinformowała, że ze względu na trwające procesy walidacyjne sprzedaż produktów pochodzących z nowego zakładu rozpocznie się w połowie 2026 r. Jednocześnie spółka powiększa potencjał wytwórczy starej linii produkcyjnej poprzez wprowadzanie zmian w technologii namnażania prątków BCG. Pozwoli to na zwiększanie wolumenów sprzedaży ze starego zakładu produkcyjnego, jednak skok skali, jakiego oczekiwaliśmy pod koniec 2025 i w 2026 r. zostanie przesunięty.

Przychody na tle marży EBIT z poprzedniej rekomendacji



Źródło: BDM, spółka

Przychody na tle marży EBIT wg obecnych prognoz



Źródło: BDM, spółka

10.07.2024 spółka poinformowała o podpisaniu protokołu odbioru końcowego Zakładu Produkcyjnego Onko BCG. Odkonano to zgodnie z wcześniejszymi założeniami, dlatego informacja ta nie zmienia naszego podejścia.

Uzyskanie rejestracji na rynku francuskim

Francuska Krajowa Agencja ds. Bezpieczeństwa Leków i Produktów zdrowotnych wydała certyfikat rejestracyjny na terytorium Francji dla produktu leczniczego Onko BCG. Wprowadzenie produktu na rynek francuski ma nastąpić w ciągu 6 miesięcy od ustalenia ceny refundacyjnej leku przez komisję ds. cen francuskiego regulatora, przy czym o dokładnej dacie zadecyduje spółka wraz z dystrybutorem Laboratoires Majorelle.

Zgodnie z umową z Laboratoires Majorelle, zawartą w kwietniu'23, produkt miał zostać zarejestrowany na rynku francuskim do kwietnia'25. Jest to już drugi kraj (po Rumunii), w którym Onko BCG uzyskało rejestrację znacznie wcześniej, niż zakładały pierwotne ustalenia. W naszej ocenie rynek francuski będzie atrakcyjny pod względem cen sprzedaży, jednak konkretna wartość zostanie ustalona przez regulatora. Zgodnie z wyżej wymienioną umową, łączna wartość zamówień w pierwszych 5 latach powinna wynieść ok. 15 mln EUR. Przy obecnych mocach produkcyjnych spółka nie będzie w stanie zaspokoić potrzeb rynku, natomiast będzie mogła sprzedawać wyprodukowany w starym zakładzie wolumen przy wyższej marży. Po uruchomieniu linii produkcyjnej w nowym zakładzie, spółka będzie mogła dostarczać potrzebną ilość leku.

Warunkiem dopuszczenia produktu na tym rynku jest opracowanie badania endotoksyn w produkcie gotowym oraz wprowadzenie materiałów edukacyjnych w postaci karty edukacyjnej. Badania te są rutynowo wykonywane przez spółkę, dlatego w naszej ocenie spełnienie tego warunku nie wpłynie na datę wprowadzenia Onko BCG do sprzedaży. Oczekujemy, że pierwsze dostawy do Francji nastąpią pod koniec 2024 r.

Zawarcie umowy na dostawę szczepionki

Oferta partnera handlowego spółki została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, organizowanym przez Zakład Zamówień Publicznych przy Ministrze Zdrowia. W ramach zamówienia, spółka dostarczy 21 tys. opakowań za łączną cenę 9,2 mln PLN. Dostawy mają zostać zrealizowane partiami do końca 2024 r.

Przetarg zakłada dostawę szczepionki BCG – szczep Moreau. Jest to szczep, który jest wyłączną własnością spółki, dlatego jako jedyna może dostarczyć ten produkt. Daje to Synthaverse korzystną pozycję negocjacyjną, co widać w różnicach pomiędzy pierwotnym, a finalnym kształtem zamówienia. Na początku przetarg zakładał zamówienie 21 tys. opakowań po cenie 407,15 PLN za opakowanie, czyli takiej samej, jak rok wcześniej. Ostatecznie wolumen się nie zmienił, natomiast cena jednego opakowania wzrosła do 439 PLN (+7,8% r/r).

Pierwotne założenia przetargu

	termin dostawy	cena [PLN]	liczba opakowań	cena za opakowanie [PLN]
cz. 1	19.07.2024	1 954 320	4 800	407,15
cz. 2	30.08.2024	2 035 750	5 000	407,15
cz. 3	30.09.2024	2 117 180	5 200	407,15
cz. 4	31.10.2024	2 442 900	6 000	407,15
Suma		8 550 150	21 000	

Źródło: ZPP, BDM

Finalne warunki dostawy

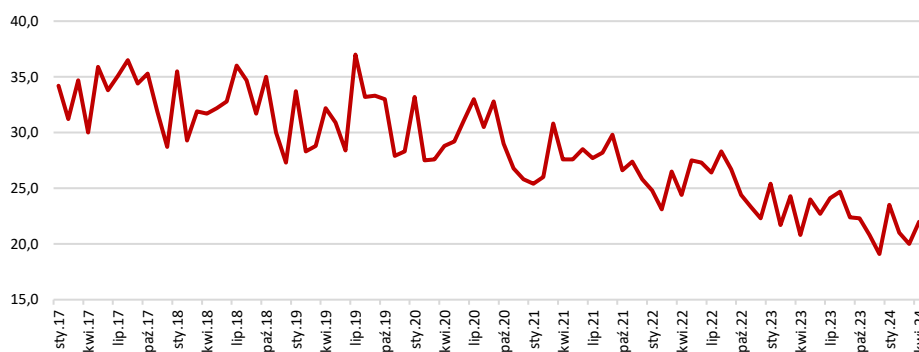
	termin dostawy	cena [PLN]	liczba opakowań	cena za opakowanie [PLN]
cz. 1	19.07.2024	2 107 200	4 800	439,00
cz. 2	30.08.2024	2 195 000	5 000	439,00
cz. 3	30.09.2024	2 282 800	5 200	439,00
cz. 4	31.10.2024	2 634 000	6 000	439,00
Suma		9 219 000	21 000	

Źródło: ZPP, BDM

Spadek liczby urodzeń

Według danych GUS, liczba żywych urodzeń w 2023 r. wyniosła 272,3 tys., czyli poniżej pesymistycznego scenariusza prognoz (291,6 tys.) W okresie styczeń-kwiecień'24 obserwowaliśmy dalszy spadek liczby noworodków o -6,2% r/r. Dla spółki jest to istotny wskaźnik pod kątem sprzedaży szczepionki BCG10, która jest stosowana w pierwszych miesiącach życia, oraz leku Gamma Anty D wykorzystywanego w leczeniu konfliktu matczyno-płodowego. Kontynuacja spadków liczby urodzeń w kolejnych okresach będzie obniżać potencjał sprzedażowy ww. produktów.

Liczba żywych urodzeń w Polsce [tys.]



Źródło: BDM, GUS

Zawarcie umowy licencyjnej na lek urologiczny z Chemo

Spółka zawarła ze szwajcarską firmą farmaceutyczną Chemo umowę licencyjną, na podstawie której Chemo udziela Synthaverse licencji do leku urologicznego, w celu wprowadzenia go do obrotu oraz sprzedaży na polskim rynku pod własną marką. Spółka staje się podmiotem odpowiedzialnym na rynku polskim. Jest to lek zawierający dutasteryd, dostępny na receptę, używany w leczeniu umiarkowanych do ciężkich objawów łagodnego rozrostu gruczołu krokowego. Umowa zakłada zarejestrowanie produktu na rynku polskim, jednak lek posiada już taką rejestrację, dlatego transfer pozwolenia na dopuszczenie do obrotu na Synthaverse powinien mieć miejsce w 3Q'24, a pierwsza sprzedaż w 4Q'24. Strony umowy dopuściły też rozszerzenie licencji na inne kraje, jednak będzie to przedmiotem odrębnych negocjacji w razie złożenia takiego wniosku przez Synthaverse. Umowa została zawarta na 5 lat począwszy od daty wprowadzenia produktu do obrotu przez spółkę, a następnie będzie przedłużana na kolejne okresy dwuletnie.

Nowy lek w portfolio spółki stosowany jest w leczeniu przerostu prostaty. Na rynku jest kilka produktów zawierających dutasteryd (główny składnik leku), a najpopularniejszym jest Adadut, dla którego podmiotem odpowiedzialnym jest Adamed Pharma. Lek ten jest refundowany – 30% odpłatności w leczeniu umiarkowanych do ciężkich objawów łagodnego rozrostu gruczołu krokowego oraz bezpłatnie dla osób po 65. roku życia. Na liście refundacyjnej znajdują się jeszcze dwa leki, których substancją czynną jest dutasteryd – Dutazyr oraz Findarts, natomiast nie ma na niej leku Davoster, który ma sprzedawać spółka.

Aktualnie wartość rynku dla dutasterydu szacowana jest na ok. 13 mln PLN, natomiast w leczeniu rozrostu gruczołu krokowego stosowane są też inne cząsteczki (jedną z najbardziej popularnych jest finasteryd), dlatego wartość szerokiego rynku dla tego wskazania wynosi 180 mln PLN. Szacowana wartość globalnego rynku bardzo różni się w zależności od źródła, jednak analitycy są zgodni co do CAGR w horyzoncie do 2030 r., który szacują powyżej 5%. W naszej ocenie, Synthaverse, który dzięki Onko BCG ma ugruntowaną pozycję na rynku urologicznym, ma szansę na wypromowanie leku wśród swoich partnerów oraz pozyskiwanie nowych, jednak potrzeba czasu na wypracowanie takiego udziału w rynku, który będzie przynosił widoczne efekty na wynikach. Istotnym czynnikiem będzie jednak wprowadzenie leku na listę refundacyjną.

Na rynkach zagranicznych dutasteryd coraz częściej jest też wykorzystywany w leczeniu łysienia androgenowego u mężczyzn. Rozpowszechnienie leku w tym wskazaniu mogłoby zwiększyć potencjał sprzedażowy produktu.

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 oraz współczynnika beta 0,8, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla Synthaverse oraz innych spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

Zmiany założeń modelu

- Wyniki przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, organizowanego przez Zakład Zamówień Publicznych przy Ministrze Zdrowia, okazały się korzystniejsze, niż zakładaliśmy poprzednio. Przyjmując, że w 2-4Q'24 dostawy szczepionek będą realizowane tylko dla tego odbiorcy, spółka powinna sprzedać 29,8 tys. opakowań szczepionki w 2024 r. (vs 26,2 tys. w ostatniej rekomendacji). Cena jednostkowa została określona na 439 PLN vs 344 PLN prognozowane poprzednio. W związku z opóźnieniem uruchomienia nowej linii produkcyjnej, obniżamy prognozy sprzedaży szczepionki w 2025 r. z 40,7 tys. opakowań do 30,4 tys., natomiast podtrzymujemy prognozę ok. 50 tys. opakowań od 2026 r.
- Dzięki modyfikacjom technologii namnażania prątków BCG spółka zwiększa zdolności produkcyjne w działającym zakładzie, dlatego prognozujemy wzrost wolumenów sprzedaży Onko BCG w 2024 r. do 75,6 tys. opakowań po średniej cenie 306 PLN. W 2025 / 2026 / 2027 r. zakładamy sprzedaż odpowiednio 85,6 tys. / 200 tys. / 330 tys. opakowań po średniej cenie jednostkowej 333 PLN / 412 PLN / 424 PLN.
- W segmencie tradycyjnym spodziewamy się spadku wolumenów sprzedaży ze względu na zerwanie umowy z Symphar – dystrybutorem Distreptazy w Polsce – i przejęciem tego obszaru w całości przez zespół sprzedażowy spółki. Oceniamy to jednak jako sytuację przejściową i spodziewamy się wzrostu w kolejnych okresach.
- Nowy lek Davoster ma zostać wprowadzony do sprzedaży w 4Q'24. Zakładamy, że na początkowym etapie przychody będą nieistotne. Zakładamy 0,3 mln PLN przychodów z tego tytułu w 2025 r., 0,4 mln PLN w 2026 r. oraz utrzymywanie dwucyfrowej dynamiki przychodów do 2030 r. Podejście to może okazać się konserwatywne, jednak biorąc pod uwagę brak refundacji dla tego leku oraz dodatkowych informacji dotyczących wprowadzenia leku na rynek, podchodzimy ostrożnie do tych prognoz.
- W spółce obowiązuje program motywacyjny. Pierwsze warianty subskrypcyjne dla osób nim objętych zostały rozdysponowane w 2023 r. Zakładamy, że pozostała pula zostanie rozdzielona po równo w pozostałych 5 latach trwania programu, dlatego szacujemy roczne koszty na ok. 1,6 mln PLN do 2028 r. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 73,4 mln.
- Podtrzymujemy prognozy CAPEX na 1H'24 w wysokości ok. 30 mln PLN, natomiast w 2H'24 podwyższamy nasze szacunki do 12,5 mln PLN (poprzednio 8 mln PLN). W związku z przesunięciem uruchomienia nowego zakładu produkcyjnego, zakładamy wzrost amortyzacji od 1Q'25 (poprzednio 4Q'24).
- Podtrzymujemy poziom premii za ryzyko w wysokości 8% oraz betę 0,8. Koszt kapitału obcego wynosi 12,2%.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 461,8 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]	63,8	72,4	137,3	196,1	203,0	206,9	210,8	214,8	218,9	223,1
EBIT [mln PLN]	10,3	14,6	49,8	84,1	88,0	90,5	92,2	93,9	95,7	97,5
Koszt programu motywacyjnego	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	11,9	16,2	51,5	85,7	89,6	90,5	92,2	93,9	95,7	97,5
Stopa podatkowa	27,0%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,2	4,1	12,4	19,7	19,7	19,0	19,4	19,7	20,1	20,5
NOPLAT [mln PLN]	8,7	12,2	39,1	66,0	69,9	71,5	72,8	74,2	75,6	77,0
Amortyzacja [mln PLN]	7,0	16,9	15,5	15,3	15,1	15,1	15,0	14,9	14,9	14,9
CAPEX [mln PLN]	-42,6	-20,5	-12,8	-12,7	-13,8	-13,7	-14,2	-14,7	-14,9	-14,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	13,2	-1,2	-16,5	-12,6	-1,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	-13,6	7,3	25,3	56,0	69,7	72,0	72,7	73,6	74,7	76,1
DFCF [mln PLN]	-12,9	6,3	19,4	38,5	43,0	39,5	35,6	32,2	29,1	26,5
Suma DFCF [mln PLN]	257,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	783,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	272,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	529,7									
Dług netto [mln PLN]	67,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	461,8									
Ilość akcji [tys.]	73,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,3									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	8,8%	13,5%	89,8%	42,8%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	19,2%	41,6%	241,6%	68,8%	4,6%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-	-	245,0%	121,6%	24,6%	3,2%	1,0%	1,2%	1,5%	1,9%
Marża EBITDA	27,2%	43,4%	47,5%	50,7%	50,8%	51,0%	50,8%	50,7%	50,5%	50,4%
Marża EBIT	16,2%	20,2%	36,3%	42,9%	43,3%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%
Marża NOPLAT	13,7%	16,8%	28,5%	33,7%	34,4%	34,6%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%
CAPEX / Przychody	66,8%	28,3%	9,4%	6,5%	6,8%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,7%
CAPEX / Amortyzacja	604,3%	121,5%	83,1%	83,1%	91,4%	91,3%	95,0%	98,3%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	20,8%	-1,7%	-12,0%	-6,4%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	256,7%	-14,2%	-25,4%	-21,5%	-21,5%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,4%	-21,4%

Źródło: DM 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	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	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Udział kapitału własnego	75,0%	76,4%	82,2%	89,5%	90,2%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,8%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udział kapitału obcego	25,0%	23,6%	17,8%	10,5%	9,8%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,0%	11,1%	11,4%	11,7%	11,7%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%

Źródło: DM BDM S.A.

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

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

Źródło: DM BDM S.A.

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

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

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

premia za ryzyko	beta									
	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	
5,0%	12,8	11,6	10,6	9,7	8,9	8,3	7,7	7,1	6,7	
6,0%	11,8	10,6	9,5	8,6	7,9	7,2	6,7	6,1	5,7	
7,0%	11,0	9,7	8,6	7,8	7,0	6,4	5,8	5,4	4,9	
8,0%	10,2	8,9	7,9	7,0	6,3	5,7	5,2	4,7	4,3	
9,0%	9,5	8,3	7,2	6,4	5,7	5,1	4,6	4,2	3,8	
10,0%	8,9	7,7	6,7	5,8	5,2	4,6	4,1	3,7	3,3	
11,0%	8,4	7,1	6,1	5,4	4,7	4,2	3,7	3,3	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 12 lipca 2024 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthavere, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

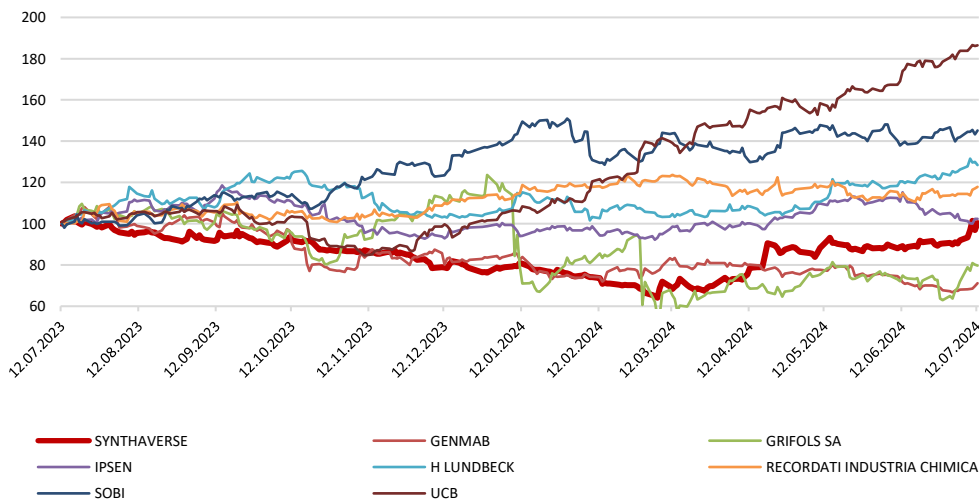
Porównując wyniki Synthavere do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 5,3 PLN. Zwracamy uwagę, że po obniżeniu prognoz na lata 2025 i 2026 przez przesunięcie terminu uruchomienia sprzedaży leków z nowego zakładu produkcyjnego, wycena porównawcza nie uwzględnia w całości skoku wyników, jaki widoczny będzie w całości w 2027 r.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MERCK & CO. INC.	15,1	13,0	12,0	11,9	10,0	8,9
GENMAB A/S	23,0	18,7	14,0	15,3	10,9	7,7
GRIFOLS SA	14,6	10,2	8,3	8,5	7,4	6,2
IPSEN	12,1	11,1	10,6	7,4	6,4	5,5
H LUNDBECK A/S	9,6	8,6	7,9	5,8	4,8	4,0
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	19,3	18,1	16,6	14,1	12,9	11,9
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	23,4	16,2	12,5	12,9	9,9	7,7
UCB SA	33,5	21,6	17,3	21,7	14,9	12,0
Mediana	17,2	14,6	12,2	12,4	9,9	7,7
SYNTHAVERSE	67,1	41,9	11,1	27,2	15,0	7,0
Premia/dyskonto grupa	290%	187%	-10%	120%	51%	-9%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	1,8	2,3	6,5	3,0	8,5	10,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		3,5			7,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]	5,3					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 12.07.2024

Zachowanie kursu Synthavere na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 1Q'24

Segment BCG

W 1Q'24 sprzedaż segmentu wzrosła +78% r/r do 6,8 mln PLN. Mocne wzrosty zanotowała zarówno szczepionka BCG 10, jak i Onko BCG. Sprzedaż krajowa i zagraniczna rozłożyła się w proporcji 45:55. W 1Q'23 sprzedaż krajowa stanowiła 53% przychodów. Zmiana tej relacji w naszej ocenie wynika z braku przetargu na szczepionkę z Ministerstwa Zdrowia, co przesunęło datę dostawy na rynek krajowy.

Segment tradycyjny

Sprzedaż tego segmentu w 1Q'24, zgodnie z naszymi oczekiwaniami spadła, czego główną przyczyną był spadek sprzedaży Lakcidu (-75% r/r). Spodziewaliśmy się jednak, że w związku z brakiem nowej umowy z Polpharmą nie będzie dostaw tego produktu, natomiast przychody w tym obszarze wyniosły 0,5 mln PLN. Nieco mocniej od naszych założeń wzrosła sprzedaż Distreptazy, co może być skutkiem działań nowego zespołu sprzedażowego. Przypominamy, że spółka zerwała umowę z dystrybutorem krajowym Symphar, przez co w kolejnych miesiącach będzie musiała odbudować relacje z odbiorcami, którzy współpracowali z tym partnerem. Delikatnie spadła sprzedaż Gamma Anty D, co w naszej ocenie jest neutralne w perspektywie kolejnych okresów.

Marża brutto na sprzedaży okazała się lekko mocniejsza od naszych prognoz (53,3% vs. 53,0% ocz.) Pozytywnie zaskoczyły też koszty sprzedaży i ogólnego zarządu, które okazały się ok. 0,2 mln PLN niższe niż zakładaliśmy. Wynik operacyjny ukształtował się na poziomie 0,2 mln PLN, a EBITDA 1,8 mln PLN, co oznacza spory spadek r/r, natomiast jest wynikiem wyższym od naszych oczekiwań. Strata netto wyniosła -0,4 mln PLN wobec szacowanych przez nas -0,02 mln PLN.

1Q'24, mimo braku przetargu z MZ, był bardzo dobrym dla spółki okresem pod względem sprzedażowym, przy zadowalającym poziomie marży brutto na sprzedaży. Do spadku wyników przyczynił się mocny wzrost kosztów SG&A, czego spodziewaliśmy się przy sporządzaniu prognoz. Wynik netto zaniżyły wyższe koszty finansowe, połączone z brakiem przychodów finansowych. Może wynikać to ze wzrostu zadłużenia oraz zbyt małej kwoty gotówki (na koniec 4Q'23 wyniosła 2,2 mln PLN), którą spółka mogłaby lokować.

Wyniki za 1Q'24 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	r/r	1Q'24P BDM	różnica
Przychody ze sprzedaży	12,0	13,9	15,9%	13,8	1,0%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,4	2,5	76,9%	2,5	0,2%
<i>Onko BCG</i>	2,4	4,3	78,9%	4,5	-3,8%
<i>Distreptaza</i>	4,8	5,5	16,0%	5,4	2,9%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	0,9	-16,6%	1,1	-15,1%
<i>Lakcid</i>	2,0	0,5	-75,0%	0,0	-
<i>Inne</i>	0,3	0,2	-43,3%	0,3	-46,0%
Wynik brutto na sprzedaży	6,0	7,4	22,8%	7,3	1,5%
EBIT	1,3	0,2	-81,1%	0,1	154,0%
EBITDA	2,9	1,8	-36,8%	1,8	0,7%
Zysk netto	0,7	-0,4	-	-0,02	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	50,3%	53,3%		53,0%	
Marża EBIT	10,9%	1,8%		0,7%	
Marża EBITDA	24,0%	13,1%		13,1%	
Marża zysku netto	6,2%	-2,8%		-0,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2Q'24

Segment BCG

Po wygranej w przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, podwyższamy nasze prognozy sprzedażowe dla tego produktu w 2Q'24. Szczepionka jest najpierw dostarczana do partnera handlowego, a dopiero później trafia do Ministerstwa Zdrowia, dlatego oczekujemy, że pierwsze dwie partie zamówienia zostaną dostarczone przez spółkę już w 2Q'24. Oznacza to sprzedaż 9,8 tys. opakowań po cenie jednostkowej 439 PLN. Łączne przychody z tego tytułu szacujemy na 4,3 mln PLN (+20,2% r/r).

W Onko BCG spodziewamy się płaskich wolumenów r/r, jednak niższej ceny, niż w 2Q'23. Oznacza to spadek przychodów o -10,6% r/r do 4,9 mln PLN. Istotny wpływ na średnią cenę produktu ma struktura geograficzna sprzedaży, dlatego ceny pomiędzy kwartalami mogą się istotnie różnić. Spodziewamy się podwyżek cen w drugiej połowie roku.

Segment tradycyjny

Dla Distreptazy 2Q'23 jest wysoką bazą. W tym okresie spółka sprzedała 315,4 tys. opakowań leku i był to drugi najwyższy wynik w historii spółki. W 2Q'24 spodziewamy się sprzedaży 198,9 tys. opakowań przy zachowaniu zeszłorocznej ceny. Implikuje to spadek przychodów o 36,8% r/r do 4,8 mln PLN.

Gamma Anty D zachowuje się dosyć stabilnie, jednak w przypadku tego produktu również spodziewamy się spadku sprzedaży z 5,6 tys. opakowań w 2Q'23 do 4,5 tys. opakowań w 2Q'24, co oznacza spadek przychodów do 0,8 mln PLN.

W zakresie produkcji kontraktowej probiotyku Lacid nie spodziewamy się wystąpienia przychodów w omawianym okresie. Stawiamy pod znakiem zapytania dalszą działalność w tym zakresie ze względu na długi czas oczekiwania na wyniki negocjacji z Polpharmą. W naszej ocenie spółka będzie chciała się skupić na produkcji bardziej rentownych produktów, dlatego oczekujemy, że sprzedaż tego produktu w kolejnych okresach będzie niewielka, o ile w ogóle wystąpi.

W 2Q'24 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 60,8%. Wzrost kosztów operacyjnych powinien obniżyć EBIT. Spodziewamy się wzrostu przede wszystkim w zakresie wynagrodzeń (prowizje dla pracowników zespołu sprzedażowego), a także wystąpienia kosztów programu motywacyjnego. W 2Q'23 koszty te wyniosły 0,8 mln PLN. Jeżeli pula warrantów przeznaczonych na 2024 r. byłaby równa liczbie papierów przyznanych w 2023 r., koszty programu w bieżącym roku wyniosłyby 0,7 mln PLN. W naszych prognozach przyjmujemy bardziej konserwatywny scenariusz, który zakłada, że pozostałe w puli programu motywacyjnego warranty zostaną podzielone równomiernie w pozostałych latach, dlatego w 2024 r. szacujemy koszt programu na 1,6 mln PLN, co w całości powinno obciążyć wynik 2Q'24. Ponadto oczekujemy neutralnego wpływu na EBIT pozostałej działalności operacyjnej, stąd EBIT szacujemy na 1,6 mln PLN (-60,7% r/r). W związku z niskim poziomem gotówki nie oczekujemy pojawienia się istotnych przychodów finansowych, natomiast do kosztów zaliczamy odsetki od kredytów oraz leasingi w wysokości ok. 0,5 mln PLN. Implikuje to spadek zysku netto do 0,8 mln PLN (-68,8% r/r).

Prognozy 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	18,4	15,0	-18,1%	30,4	28,9	-4,6%	58,6	63,8	8,8%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	3,6	4,3	20,2%	5,0	6,8	36,1%	9,2	11,7	26,4%
<i>Onko BCG</i>	5,5	4,9	-10,6%	7,9	9,2	16,8%	17,0	23,0	34,8%
<i>Distreptaza</i>	7,5	4,5	-40,0%	12,3	10,0	-18,3%	22,5	21,3	-5,5%
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	0,8	-14,3%	2,1	1,8	-15,5%	4,8	4,3	-9,8%
<i>Lacid</i>	0,0	0,0		2,0	0,5	-75,0%	2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,8	0,4	-43,3%	1,1	0,6	-43,3%	3,0	2,6	-12,8%
Wynik brutto na sprzedaży	11,2	9,1	-18,1%	17,2	16,6	-3,7%	35,2	38,7	10,0%
EBIT	4,1	1,6	-60,7%	5,4	1,9	-65,6%	8,6	10,3	19,2%
EBITDA	5,7	3,3	-41,5%	8,6	5,2	-40,0%	15,3	17,4	13,6%
Zysk netto	2,6	0,8	-68,8%	3,3	0,4	-87,7%	4,8	5,9	24,8%
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,8%	60,8%		56,6%	57,2%		60,0%	60,7%	
Marża EBIT	22,2%	10,7%		17,7%	6,4%		14,8%	16,2%	
Marża EBITDA	31,1%	22,2%		28,3%	17,8%		26,1%	27,2%	
Marża zysku netto	14,0%	5,3%		10,9%	1,4%		8,1%	9,3%	

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'24	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	8,6	14,0	13,5	14,3	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,0	11,1	23,7
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,6	0,3	4,0	2,5	4,3	2,3	2,6
<i>Onko BCG</i>	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	2,4	6,8	4,3	4,9	2,6	11,1
<i>Distreptaza</i>	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,5	3,4	6,9	5,5	4,5	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	0,9	0,8	1,4	1,1
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	1,2	2,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,8	0,9	1,0	0,2	0,4	0,9	1,0
Wynik brutto na sprzedaży	3,5	8,7	7,4	8,4	6,0	11,2	5,1	12,9	7,4	9,1	7,0	15,1
EBIT	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	1,6	0,6	7,8
EBITDA	1,5	5,1	3,6	5,9	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	3,3	2,5	9,7
Zysk netto	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	0,8	0,1	5,5
Marża zysku brutto na sprzedaży	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	60,8%	63,1%	63,8%	53,3%	60,8%	63,1%	63,8%
Marża EBIT	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	22,2%	-36,2%	30,8%	1,8%	10,7%	5,7%	33,0%
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	31,1%	-14,2%	38,9%	13,1%	22,2%	22,4%	40,9%
Marża zysku netto	-5,6%	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	14,0%	-29,8%	19,2%	-2,8%	5,3%	0,5%	23,1%

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	63,8	72,4	137,3	196,1	203,0	206,9	210,8	214,8	218,9	223,1
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,7	7,6	7,1	9,2	11,7	13,1	22,7	22,9	23,1	23,4	23,6	23,8	24,1	24,3
<i>Onko BCG</i>	5,9	8,3	16,2	17,0	23,0	28,4	82,4	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	21,3	23,0	24,2	24,9	25,7	26,2	26,7	27,2	27,8	28,3
<i>Gamma Anty D</i>	4,1	3,4	4,4	4,8	4,3	4,4	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
<i>Lakcid</i>	5,5	2,7	6,0	2,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	1,2	1,0	1,8	3,0	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9
Wynik brutto na sprzedaży	20,6	22,7	27,9	35,2	38,7	44,0	89,9	134,6	140,8	143,8	147,6	151,6	155,6	159,8
EBIT	5,9	7,2	9,8	8,6	10,3	14,6	49,8	84,1	88,0	90,5	92,2	93,9	95,7	97,5
<i>segment BCG</i>	-	4,4	7,7	6,0	8,0	12,1	47,3	81,5	85,2	87,7	89,3	91,0	92,7	94,5
<i>segment tradycyjny</i>	-	2,8	2,2	2,6	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0
EBITDA	11,8	13,7	16,1	15,3	17,4	31,4	65,3	99,4	103,1	105,5	107,1	108,8	110,6	112,4
Zysk netto	4,4	4,2	6,1	4,8	5,9	9,6	36,6	63,8	67,8	70,7	72,0	73,7	75,1	76,6
Marża zysku brutto na sprzedaży	51,2%	55,1%	55,4%	60,0%	60,7%	60,8%	65,5%	68,6%	69,4%	69,5%	70,0%	70,5%	71,1%	71,6%
Marża EBIT	14,8%	17,5%	19,5%	14,8%	16,2%	20,2%	36,3%	42,9%	43,3%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%
Marża EBITDA	29,3%	33,4%	31,9%	26,1%	27,2%	43,4%	47,5%	50,7%	50,8%	51,0%	50,8%	50,7%	50,5%	50,4%
Marża zysku netto	11,1%	10,3%	12,1%	8,1%	9,3%	13,2%	26,7%	32,5%	33,4%	34,2%	34,1%	34,3%	34,3%	34,3%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 10.05.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	58,4	63,8	9,1%	93,3	72,4	-22,4%	174,6	137,3	-21,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	35,4	38,7	9,4%	56,9	44,0	-22,6%	116,9	89,9	-23,1%
EBITDA	15,5	17,4	11,8%	41,3	31,4	-23,9%	87,6	65,3	-25,4%
EBIT	6,5	10,3	59,0%	25,7	14,6	-43,3%	73,2	49,8	-31,9%
Wynik brutto	6,1	8,1	32,8%	25,4	12,8	-49,8%	72,9	48,2	-33,9%
Wynik netto	4,5	5,9	31,1%	19,1	9,6	-49,8%	55,4	36,6	-33,9%
marża brutto	60,5%	60,7%		61,0%	60,8%		67,0%	65,5%	
marża EBITDA	26,6%	27,2%		44,3%	43,4%		50,2%	47,5%	
marża EBIT	11,1%	16,2%		27,6%	20,2%		41,9%	36,3%	
marża netto	7,8%	9,3%		20,4%	13,2%		31,7%	26,7%	

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	260,8	262,5	259,9	257,3	256,0	254,7	254,0	253,7	253,7	253,7
Rzeczowe aktywa trwałe	97,0	208,8	251,1	254,8	252,3	249,8	248,5	247,3	246,5	246,3	246,3	246,3
Aktywa niematerialne	0,3	0,4	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa obrotowe	55,4	45,6	41,5	45,7	84,6	127,2	150,1	133,4	154,4	176,5	198,6	221,4
Zapasy	12,7	15,5	18,1	19,9	29,5	42,1	43,6	44,4	45,3	46,2	47,0	47,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	15,1	27,4	19,7	21,8	43,5	62,2	64,4	65,6	66,9	68,1	69,4	70,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,1	2,2	2,3	2,6	10,3	21,5	40,7	22,0	40,8	60,8	80,8	101,4
Aktywa razem	163,1	265,9	302,3	308,2	344,5	384,5	406,1	388,1	408,3	430,2	452,3	475,1
Kapitał własny	105,6	112,6	118,6	128,1	164,8	210,3	233,4	256,6	279,1	302,5	326,0	350,0
Kapitał podstawowy	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Zyski zatrzymane	-32,4	-27,7	-21,7	-12,2	24,5	70,0	93,1	116,4	138,8	162,2	185,7	209,7
Zobowiązania długoterminowe	33,1	122,3	140,1	136,9	110,6	106,7	64,3	60,8	57,3	54,6	51,9	49,4
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,0	58,9	60,0	61,0	38,7	38,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,0	2,3	2,8	2,3	1,9	1,4	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	24,5	31,0	43,6	43,2	69,2	67,6	108,3	70,7	71,8	73,1	74,4	75,7
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,8	7,9	11,9	8,8	20,2	0,0	38,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,3	0,9	0,8	0,6	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	26,1	28,8	43,7	62,3	64,5	65,8	67,0	68,3	69,6	70,9
Pasywa razem	163,1	265,9	302,3	308,2	344,5	384,5	406,1	388,1	408,3	430,2	452,3	475,1

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	50,4	58,6	63,8	72,4	137,3	196,1	203,0	206,9	210,8	214,8	218,9	223,1
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,1	9,2	11,7	13,1	22,7	22,9	23,1	23,4	23,6	23,8	24,1	24,3
<i>Onko BCG</i>	16,2	17,0	23,0	28,4	82,4	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9
<i>Distreptoza</i>	14,8	22,5	21,3	23,0	24,2	24,9	25,7	26,2	26,7	27,2	27,8	28,3
<i>Gamma Anty D</i>	4,4	4,8	4,3	4,4	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
<i>Lakcid</i>	6,0	2,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	1,8	3,0	2,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9
Wynik brutto na sprzedaży	27,9	35,2	38,7	44,0	89,9	134,6	140,8	143,8	147,6	151,6	155,6	159,8
Koszty SG&A	17,1	24,9	28,0	30,8	41,3	51,5	53,7	54,0	55,9	58,0	60,1	62,4
EBIT	9,8	8,6	10,3	14,6	49,8	84,1	88,0	90,5	92,2	93,9	95,7	97,5
<i>segment BCG</i>	7,7	6,0	8,0	12,1	47,3	81,5	85,2	87,7	89,3	91,0	92,7	94,5
<i>segment tradycyjny</i>	2,2	2,6	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0
EBITDA	16,1	15,3	17,4	31,4	65,3	99,4	103,1	105,5	107,1	108,8	110,6	112,4
Zysk brutto	8,3	6,6	8,1	12,8	48,2	82,9	87,0	89,5	91,1	93,3	95,1	96,9
Zysk netto	6,1	4,8	5,9	9,6	36,6	63,8	67,8	70,7	72,0	73,7	75,1	76,6

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,9	-5,3	26,6	30,7	38,1	67,7	81,6	85,2	83,1	85,0	86,5	88,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,0	-72,9	-26,2	-20,5	-12,8	-12,7	-13,8	-13,7	-14,2	-14,7	-14,9	-14,9
Przepływy z działalności finansowej	36,8	53,3	-0,3	-9,9	-17,7	-43,7	-48,6	-90,1	-50,1	-50,4	-51,6	-52,6
Przepływy pieniężne netto	12,8	-24,9	0,1	0,3	7,6	11,2	19,2	-18,7	18,8	20,0	20,0	20,6
FCF	-24,0	-78,3	0,4	10,2	25,3	54,9	67,8	71,4	68,9	70,3	71,6	73,2
Środki pieniężne na początek okresu	14,3	27,1	2,2	2,3	2,6	10,3	21,5	40,7	22,0	40,8	60,8	80,8
Środki pieniężne na koniec okresu	27,1	2,2	2,3	2,6	10,3	21,5	40,7	22,0	40,8	60,8	80,8	101,4

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%	8,8%	13,5%	89,8%	42,8%	3,5%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	16,9%	-4,9%	13,6%	81,2%	107,7%	52,2%	3,7%	2,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	36,8%	-12,1%	19,2%	41,6%	241,6%	68,8%	4,6%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	43,1%	-21,7%	24,8%	61,3%	282,4%	74,4%	6,3%	4,2%	1,8%	2,5%	1,9%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	55,4%	60,0%	60,7%	60,8%	65,5%	68,6%	69,4%	69,5%	70,0%	70,5%	71,1%	71,6%
Marża EBITDA	31,9%	26,1%	27,2%	43,4%	47,5%	50,7%	50,8%	51,0%	50,8%	50,7%	50,5%	50,4%
Marża EBIT	19,5%	14,8%	16,2%	20,2%	36,3%	42,9%	43,3%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%	43,7%
Marża brutto	16,6%	11,2%	12,8%	17,6%	35,1%	42,3%	42,9%	43,3%	43,2%	43,4%	43,4%	43,4%
Marża netto	12,1%	8,1%	9,3%	13,2%	26,7%	32,5%	33,4%	34,2%	34,1%	34,3%	34,3%	34,3%
COGS / przychody	44,6%	40,0%	39,3%	39,2%	34,5%	31,4%	30,6%	30,5%	30,0%	29,5%	28,9%	28,4%
SG&A / przychody	34,0%	42,6%	43,9%	42,5%	30,0%	26,3%	26,5%	26,1%	26,5%	27,0%	27,5%	28,0%
SG&A / COGS	76,2%	106,4%	111,8%	108,5%	87,0%	83,8%	86,4%	85,5%	88,5%	91,6%	95,0%	98,5%
ROE	5,8%	4,2%	5,0%	7,5%	22,2%	30,4%	29,1%	27,5%	25,8%	24,4%	23,0%	21,9%
ROA	3,7%	1,8%	2,0%	3,1%	10,6%	16,6%	16,7%	18,2%	17,6%	17,1%	16,6%	16,1%
Dług	57,54	153,27	183,74	180,06	179,78	174,24	172,63	131,47	129,18	127,67	126,33	125,14
D / (D+E)	35,3%	57,6%	60,8%	58,4%	52,2%	45,3%	42,5%	33,9%	31,6%	29,7%	27,9%	26,3%
D / E	54,5%	136,1%	155,0%	140,5%	109,1%	82,9%	74,0%	51,2%	46,3%	42,2%	38,8%	35,8%
Dług netto	-11,9	67,9	73,2	70,2	51,0	19,0	-0,8	-21,4	-40,8	-60,8	-80,8	-101,4
Dług netto / kapitał własny	-0,1	0,6	0,6	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,7	4,4	4,2	2,2	0,8	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9
Dług netto / EBIT	-1,2	7,8	7,1	4,8	1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0
EV	382,9	464,2	471,4	471,7	455,8	427,0	410,6	390,0	370,5	350,6	330,6	310,0
Dług / EV	15,0%	33,0%	39,0%	38,2%	39,4%	40,8%	42,0%	33,7%	34,9%	36,4%	38,2%	40,4%
CAPEX / Przychody	73,0%	192,1%	66,8%	28,3%	9,4%	6,5%	6,8%	6,6%	6,7%	6,8%	6,8%	6,7%
CAPEX / Amortyzacja	590,9%	1698,4%	604,3%	121,5%	83,1%	83,1%	91,4%	91,3%	95,0%	98,3%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	12,3%	11,3%	11,1%	23,3%	11,3%	7,8%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,7%
Zmiana KO / Przychody	5,9%	18,6%	-20,8%	1,7%	12,0%	6,4%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	118,0%	-161,0%	23,7%	191,5%	19,4%	2,5%	12,2%	21,9%	21,6%	21,9%	21,9%	21,9%
Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	7,8	6,7	6,2	5,5	2,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
P/E*	64,9	83,3	67,1	41,9	11,1	6,4	6,1	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
P/BV*	3,7	3,5	3,4	3,1	2,5	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/CE*	32,1	34,8	30,7	15,2	7,8	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	4,6	4,5
EV/EBITDA*	23,8	30,4	27,2	15,0	7,0	4,3	4,0	3,7	3,5	3,2	3,0	2,8
EV/EBIT*	38,9	53,7	45,7	32,3	9,1	5,1	4,7	4,3	4,0	3,7	3,5	3,2
EV/S*	7,6	7,9	7,4	6,5	3,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4
BVPS	1,5	1,6	1,7	1,8	2,3	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1	4,5	4,8
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
FCFPS	-0,5	-1,7	-0,2	0,1	0,4	0,8	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	10,9%	11,5%	12,0%	12,2%	12,5%	12,8%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 5,62 PLN

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**

W ostatnim czasie podpisano odbiór końcowy nowego zakładu produkcyjnego, a w CBR trwają już prace walidacyjne. Opóźnienia na kolejnych etapach inwestycji mogą poskutkować późniejszym wprowadzeniem Onko BCG w fiolkach do 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.

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

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

Piotr Dedejus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejus@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
Akumuluj	6,1	Kupuj	6,5	12.07.2024	15:50	5,62	88 398,89
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 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	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	50%	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/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: 2024-07-12.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-07-12 (15:50 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-07-12 (15:50 CEST).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 12.07.2024 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 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.