



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

Zmieniamy zalecenie dla walorów spółki z AKUMULUJ do KUPUJ, przy cenie docelowej na poziomie 6,1 PLN/akcję (bez zmian). Podtrzymujemy nasze założenia odnośnie długoterminowej ścieżki rozwoju spółki. Czynnikiem, który negatywnie wpłynął na prognozy kolejnych lat jest cena szczepionki, która w 1H'24 była niższa niż oczekiwaliśmy, dlatego w następnych okresach szacujemy wzrosty od niższej bazy. W związku z uruchomieniem Centrum Badawczo Rozwojowego spółka już teraz mierzy się ze zwiększonymi kosztami, chociaż budynek nie osiągnął jeszcze pełnej operacyjności.

Dostawy szczepionki przeciwgruźliczej dla Ministerstwa Zdrowia powinny zostać zrealizowane w większości w 2H'24 (pierwsza dostawa miała miejsce w 2Q'24). Nie pojawił się jeszcze przetarg na rok 2025, natomiast spodziewamy się, że podobnie jak w poprzednich latach, spółka wygra postępowanie. Ryzykiem, które może wpłynąć na wolumen zamawianych szczepionek jest spadająca liczba urodzeń. W okresie styczeń-sierpień'24 w Polsce odnotowano 171 tys. żywych urodzeń, co oznacza spadek -8,9% r/r.

Spółka podtrzymuje plan uruchomienia sprzedaży Onko BCG produkowanego w nowym zakładzie w połowie 2026 r., dlatego podtrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące wolumenów sprzedaży w długim okresie. W segmencie tradycyjnym zwracamy uwagę na dobre, jak na zmianę kanału sprzedaży z dystrybutora zewnętrznego na własny zespół sprzedażowy, wolumeny sprzedaży. Spodziewamy się dalszego wzrostu wolumenów i przychodów w kolejnych okresach. Zwracamy uwagę, że wraz ze wzrostem sprzedaży, spółka notuje wyższe koszty operacyjnych, co po części wynika z wynagrodzeń nowego zespołu.

Spółka zrealizowała w ostatnich miesiącach emisję akcji w związku z programem motywacyjnym dla kluczowych pracowników. Akcje zostały objęte w październiku, dlatego spodziewamy się, że koszty z tym związane wpłyną na wynik 4Q'24 w wysokości ok. -0,6 mln PLN.

W ostatnim raporcie spółka informowała o inwestycji, która pozwoli na wzrost rentowności od 4Q'24. Ze względu na brak szczegółów nie uwzględniamy jej w naszym modelu. Zakładamy jednak, że zwiększony poziom inwestycji spowoduje wzrost zapotrzebowania na gotówkę i konieczność szerszego wykorzystania finansowania bankowego, co zwiększy koszty finansowe i tym samym obniży wynik netto 2024 r.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	65,3	75,1	137,6
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	10,0	16,0	48,9
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	17,3	32,4	64,1
Wynik netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	4,5	9,8	35,3
P/E	66,0	49,7	63,7	66,7	31,3	8,8
P/BV	3,8	2,9	2,7	2,6	2,4	1,9
EV/EBIT	37,9	29,5	42,9	37,7	23,5	7,3
EV/EBITDA	19,9	18,1	24,3	21,8	11,6	5,6
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%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 6,1 PLN

6 LISTOPADA 2024, 7:55 CET

Wycena końcowa [PLN]	6,1
Wycena DCF [PLN]	6,4
Wycena porównawcza [PLN]	4,9
Potencjał do wzrostu / spadku	42,0%
Koszt kapitału	12,1%
Cena rynkowa [PLN]	4,3
Kapitalizacja [mln PLN]	302,1
Ilość akcji [mln. szt.]	70,3*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-8,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-10,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	1,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucołowicz	12,0%
Wiktor Napióra	11,1%
Waldemar Sierocki	10,2%
Przemysław Sierocki	10,2%
OPDF	5,7%
Pozostali	50,9%
* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję max 3,2 mln akcji)	

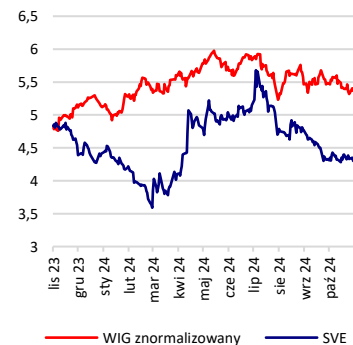
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



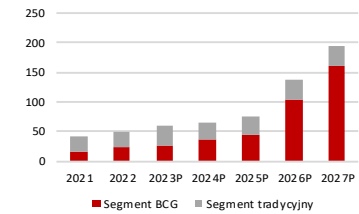
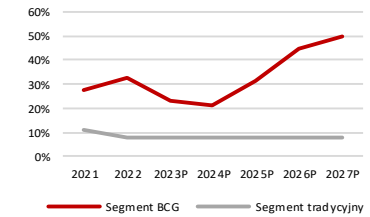
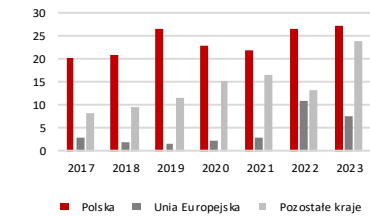
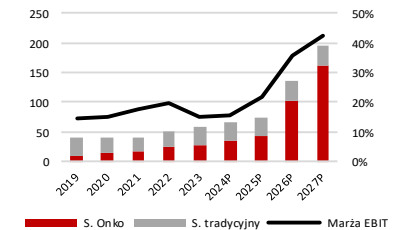
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 2Q'24.....	8
PROGNOZA NA 3Q'24	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	13

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	65,3	75,1	137,6	196,6
segment BCG	15,9	23,4	26,3	35,4	43,0	102,6	160,4
segment tradycyjny	27,0	32,3	29,5	31,3	34,2	35,3	36,4
EBIT	7,2	9,8	8,6	10,0	16,0	48,9	83,1
segment BCG	4,4	7,7	6,0	7,6	13,4	46,2	80,2
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	2,4	2,5	2,8	2,9
EBITDA	13,7	16,1	15,3	17,3	32,4	64,1	98,1
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	6,8	13,0	46,5	80,7
Zysk netto	4,2	6,1	4,8	4,5	9,8	35,3	62,1
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	76,0	107,7	220,3	256,1	258,2	255,8	253,3
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	246,5	250,5	248,0	245,5
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	0,7	0,7	0,8	0,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	1,9	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	45,6	45,5	47,7	82,8	130,5
Zapasy	9,3	12,7	15,5	17,5	19,9	29,6	42,3
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	23,9	24,4	43,6	62,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	2,1	1,5	7,8	23,9
Aktywa razem	116,8	163,1	265,9	301,6	305,9	338,6	383,8
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	117,2	126,9	162,2	206,7
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	122,3	149,7	137,4	110,9	107,1
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	70,7	62,5	39,9	39,9
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,6	2,2	1,8	1,3
Dotacje	11,6	20,7	59,3	74,6	71,0	67,4	64,1
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	31,0	34,7	41,6	65,5	70,0
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	1,5	5,0	14,1	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4
Dotacje	0,7	0,6	0,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	9,9	13,7	18,0	25,3	28,8	43,7	62,5
Pasywa razem	116,8	163,1	265,9	301,6	305,9	338,6	383,8
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	-5,3	27,0	32,7	39,3	65,4
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	7,3	16,5	15,1	15,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-72,9	-27,6	-20,5	-12,6	-12,5
CAPEX	18,4	36,8	112,6	43,2	20,4	12,5	12,4
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	15,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	53,3	0,5	-12,8	-20,3	-36,8
Odsetki	0,9	0,5	0,6	4,0	5,4	5,3	4,4
Zmiana środków pieniężnych	12,5	12,8	-24,9	-0,1	-0,6	6,3	16,2
Środki pieniężne	14,3	27,1	2,2	2,1	1,5	7,8	23,9
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	2%	22%	16%	11%	15%	83%	43%
EBITDA	17%	17%	-5%	13%	88%	98%	53%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	-4%	115%	261%	76%
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	65,3	70,3	70,5	70,5	71,2	71,9	72,5
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9
Przychody [mln PLN]	41,2	50,4	58,6	65,3	75,1	137,6	196,6
Marża brutto ze sprzedaży [%]	55,1%	55,4%	60,0%	60,4%	63,1%	65,1%	67,8%
EBIT [mln PLN]	7,2	9,8	8,6	10,0	16,0	48,9	83,1
EBITDA [mln PLN]	13,7	16,1	15,3	17,3	32,4	64,1	98,1
Zysk netto [mln PLN]	4,2	6,1	4,8	4,5	9,8	35,3	62,1
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	73,5	69,0	48,6	17,8
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	0,2
ROE	6%	6%	4%	4%	8%	22%	30%
ROA	4%	4%	2%	2%	3%	10%	16%
Amortyzacja i odpisy aktualizujące RAT	6,3	6,0	6,5	7,2	16,4	15,0	14,9
Amortyzacja i odpisy aktualizujące WNIP	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	-0,6	12,2	26,6	52,9
CAPEX	18,4	36,8	112,6	43,2	20,4	12,5	12,4
P/E	66,0	49,7	63,7	66,7	31,3	8,8	5,0
P/BV	3,8	2,9	2,7	2,6	2,4	1,9	1,5
EV/EBITDA	19,9	18,1	24,3	21,8	11,6	5,6	3,4
EV/EBIT	37,9	29,5	42,9	37,7	23,5	7,3	4,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 4,30 PLN.

Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]

Marża EBIT w podziale na segmenty [%]

Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]

Przychody na tle marży EBIT [mln PLN]

Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

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

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 6,4 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 4,9 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%	6,4	49%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	20%	4,9	13%
Wycena spółki [PLN]		6,1	42%

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%), 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

- W 1H'24 średnia cena sprzedaży szczepionki przeciwgruźliczej BCG 10 była niższa od prognozowanej przez nas (268 PLN vs 364 PLN ocz.) Obniża to bazę wzrostu ceny tego produktu w kolejnych okresach. Sprzedaż szczepionki w 2023 r. stanowiła ok. 16% przychodów spółki, w 2024 r. zakładamy wzrost udziału do ok. 18%, dlatego obniżenie ceny preparatu będzie odczuwalne w wynikach długoterminowych całej spółki.
- Synthaverse w ostatnim raporcie poinformował, że prowadzi inwestycje mające podnieść rentowność od 4Q'24. Zakładamy, że takie działania mogą dotyczyć w głównej mierze sprzedaży Onko BCG, natomiast zarząd nie podał konkretnych informacji, dlatego w naszym modelu podtrzymujemy założenia dotyczące wolumenów i cen z poprzedniej rekomendacji.
- W segmencie tradycyjnym podwyższamy nasze prognozy dla Distreptazy – nasze założenia o spadku przychodów z powodu powołania nowego zespołu sprzedażowego oraz potrzeby pozyskania klientów okazały się zbyt konserwatywne. Wolumenowo w 1H'24 sprzedaż rzeczywiście spadła, jednak uplasowała się na satysfakcjonującym poziomie, zważywszy na okres przejściowy startu nowego kanału sprzedażowego.
- W spółce obowiązuje program motywacyjny. Według naszych szacunków powinien obciążyć wynik 4Q'24 kwotą ok. 0,6 mln PLN. W prognozach długoterminowych uwzględniamy rozdzielanie pozostałych 2,7 mln akcji po równo w okresie 4 lat. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 73,4 mln.
- Podtrzymujemy prognozę CAPEX na 2H'24 w wysokości 12,5 mln PLN, co w całym 2024 r. daje kwotę 43,2 mln PLN. W 2025 r. nakłady powinny być istotnie niższe – szacujemy ok. 20 mln PLN, a w kolejnych latach ok. 12-14 mln PLN rocznie.
- Podtrzymujemy poziom premii za ryzyko w wysokości 8% oraz betę 0,8. Koszt kapitału obcego wynosi 12,1%.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 470,1 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,4 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	65,3	75,1	137,6	196,6	203,7	207,6	211,6	215,7	219,8	224,0
EBIT [mln PLN]	10,0	16,0	48,9	83,1	87,0	89,4	91,1	92,9	94,6	96,4
Koszt programu motywacyjnego	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	10,6	17,4	50,4	84,5	88,4	89,4	91,1	92,9	94,6	96,4
Stopa podatkowa	32,9%	25,0%	24,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,5	4,3	12,1	19,4	19,4	18,8	19,1	19,5	19,9	20,2
NOPLAT [mln PLN]	7,1	13,0	38,3	65,1	68,9	70,7	72,0	73,4	74,7	76,2
Amortyzacja [mln PLN]	7,3	16,5	15,1	15,0	14,8	14,9	14,8	14,8	14,7	14,7
CAPEX [mln PLN]	-43,3	-20,5	-12,6	-12,5	-13,6	-13,6	-14,1	-14,5	-14,7	-14,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	8,8	0,6	-13,9	-12,7	-1,5	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
FCF [mln PLN]	-20,1	9,6	26,9	54,8	68,6	71,1	71,9	72,7	73,9	75,3
DFCF [mln PLN]	-19,8	8,5	21,4	39,0	43,7	40,4	36,4	32,9	29,8	27,1
Suma DFCF [mln PLN]	259,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	774,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	278,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	537,9									
Dług netto [mln PLN]	67,9									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	470,1									
Ilość akcji [tys.]	73,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,4									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	11,4%	15,0%	83,3%	42,9%	3,6%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBIT zmiana r/r	15,7%	59,5%	206,7%	69,8%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
FCF zmiana r/r	-81,7%	-147,6%	180,1%	104,0%	25,1%	3,7%	1,0%	1,2%	1,5%	1,9%
Marża EBITDA	26,4%	43,2%	46,5%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	49,9%	49,8%	49,6%
Marża EBIT	15,3%	21,2%	35,6%	42,3%	42,7%	43,1%	43,1%	43,1%	43,0%	43,0%
Marża NOPLAT	10,9%	17,4%	27,8%	33,1%	33,8%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
CAPEX / Przychody	66,3%	27,3%	9,2%	6,4%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	596,8%	124,5%	83,6%	83,6%	91,9%	91,1%	95,1%	98,4%	100,0%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	13,4%	0,8%	-10,1%	-6,4%	-0,7%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	131,0%	6,0%	-22,2%	-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	74,9%	77,0%	83,3%	89,1%	89,8%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,2%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udział kapitału obcego	25,1%	23,0%	16,7%	10,9%	10,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,9%	11,2%	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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
beta	0,5	6,8	7,2	7,7	8,3	9,0	10,0	11,3	13,2	16,0
	0,6	6,2	6,6	7,0	7,4	8,0	8,7	9,7	11,0	12,9
	0,7	5,7	6,0	6,3	6,7	7,1	7,7	8,5	9,4	10,8
	0,8	5,2	5,5	5,7	6,0	6,4	6,9	7,5	8,2	9,2
	0,9	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2	6,6	7,2	7,9
	1,0	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3	5,6	5,9	6,4	7,0
	1,1	4,1	4,3	4,4	4,6	4,8	5,1	5,4	5,7	6,2

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	
premia za ryzyko	5,0%	6,8	7,2	7,7	8,3	9,0	10,0	11,3	13,2	16,0
	6,0%	6,2	6,6	7,0	7,4	8,0	8,7	9,7	11,0	12,9
	7,0%	5,7	6,0	6,3	6,7	7,1	7,7	8,5	9,4	10,8
	8,0%	5,2	5,5	5,7	6,0	6,4	6,9	7,5	8,2	9,2
	9,0%	4,8	5,0	5,2	5,5	5,8	6,2	6,6	7,2	7,9
	10,0%	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3	5,6	5,9	6,4	7,0
	11,0%	4,1	4,3	4,4	4,6	4,8	5,1	5,4	5,7	6,2

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

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 Synthaverve, 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 5 listopada 2024 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego.

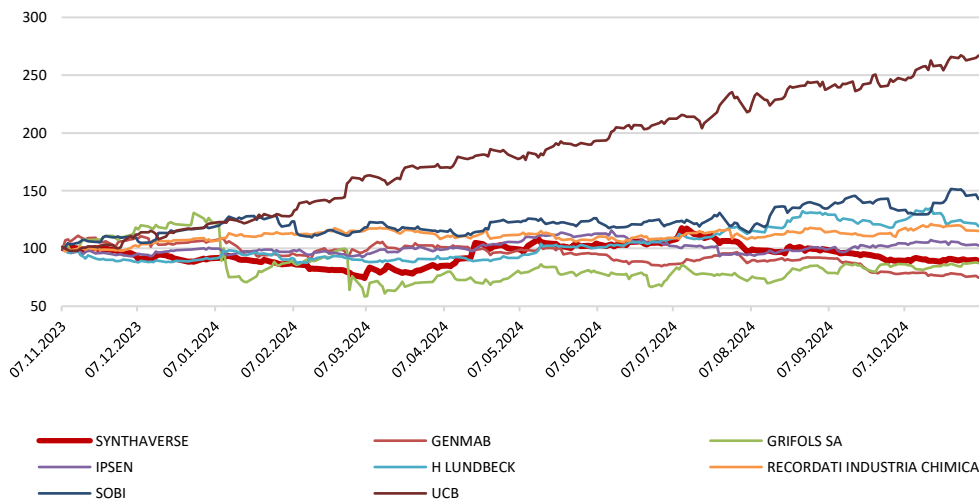
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 4,9 PLN. Zwracamy uwagę, że po obniżeniu prognoz na lata 2025 i 2026 przez przesunięcie terminu uruchomienia sprzedaży leków z nowego zakładu produkcyjnego, wycena porównawcza nie uwzględnia w całości skoku wyników, jaki widoczny będzie w 2027 r.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
MERCK & CO. INC.	13,1	10,7	9,8	10,5	8,4	7,5
GENMAB A/S	18,4	16,0	12,9	13,1	9,7	7,1
GRIFOLS SA	17,6	10,6	8,5	8,7	7,5	6,6
IPSEN	11,7	11,1	10,2	7,2	6,0	4,9
H LUNDBECK A/S	9,6	9,2	8,4	6,2	5,2	4,9
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	20,1	18,1	15,8	14,6	12,8	11,9
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	32,0	21,4	16,3	14,1	11,3	8,7
UCB SA	41,6	25,6	19,5	26,1	17,1	13,4
Mediana	18,0	13,6	11,5	11,8	9,1	7,3
SYNTHAVERSE	66,7	31,3	8,8	21,8	11,6	5,6
Premia/dyskonto grupa	270%	131%	-24%	85%	28%	-23%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	1,3	2,1	5,9	3,1	7,5	9,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		3,1			6,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa [PLN]	4,9					

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 05.11.2024

Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 2Q'24

Segment BCG

W 2Q'24 spodziewaliśmy się dostawy dwóch pierwszych partii zamówienia na szczepionkę BCG 10 dla Ministerstwa Zdrowia. Przychód ze sprzedaży tego produktu wyniósł 2,6 mln PLN (vs 4,3 mln PLN ocz.), z czego wynika, że w omawianym okresie została zrealizowana jedynie pierwsza transza. Jest to neutralna informacja, nie widzimy ryzyka niewywiązania się z umowy, dlatego oczekujemy sprzedaży pozostałych części w 2H'24. W Onko BCG przychody spadły tylko nieznacznie. Spodziewaliśmy się utrzymania płaskich wolumenów przy spadku ceny jednostkowej. W całym 1H'24 spółka wykazała wzrost zarówno ilości sprzedanych opakowań, jak i ich ceny, co oceniamy pozytywnie.

Segment tradycyjny

Przychody ze sprzedaży Disteptazy z 2Q'23 stanowią wysoką bazę porównawczą. Po zerwaniu umowy z dystrybutorem Symphar spodziewaliśmy się spadku sprzedaży z 7,5 mln PLN w 2Q'23 do 4,5 mln PLN w 2Q'24. Tu również spółka zaskoczyła pozytywnie, uzyskując 6,1 mln PLN przychodów. W naszej ocenie świadczy to o wysokiej sprawności nowego zespołu sprzedażowego. Zgodnie z naszymi prognozami spadła sprzedaż Gamma Anty D, a w zakresie produkcji kontraktowej Lacid nie wykazano żadnych przychodów.

Marża brutto na sprzedaży wzrosła z 60,8% do 62,1%. Koszty ogólnego zarządu wzrosły z 4,9 mln PLN w 2Q'23 do 5,3 mln PLN w 2Q'24, przy naszych prognozach wynoszących 5,7 mln PLN. Jest to wynikiem wzrostu kosztów wynagrodzeń, natomiast nie zostały tu uwzględnione koszty programu motywacyjnego. Objęcie akcji miało miejsce w październiku'24, dlatego spodziewamy się, że ich rozliczenie nastąpi w 4Q'24. Koszty finansowe wyniosły 0,7 mln PLN wobec prognozowanych 0,5 mln PLN.

Zarówno sprzedaż, jak i zysk odnotowały spadki, natomiast okazały się istotnie wyższe od naszych prognoz. Bardzo dobre wyniki sprzedażowe spółka odnotowała w Onko BCG, gdzie został utrzymany wysoki poziom sprzedaży, oraz Distreptazie – w pierwszych okresach samodzielnej sprzedaży na rynku polskim spodziewaliśmy się znaczącego spadku przychodów. Niższa sprzedaż szczepionki wynika z harmonogramu dostaw, ponieważ jedna dostawa mogła zostać zrealizowana na przełomie kwartałów, więc zakładamy, że będzie widoczna w wynikach 3Q'24. Wzrost kosztów w głównej mierze wynika z uruchomienia Centrum Badawczo Rozwojowego oraz wyższych kosztów osobowych. Zwracamy uwagę na istotną poprawę przepływów operacyjnych, które w głównej mierze wynikają ze sprawniejszego ściągania należności handlowych.

Wyniki za 2Q'24 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24	r/r	2Q'24P BDM	różnica	1H'23	1H'24	r/r
Przychody ze sprzedaży	18,4	15,2	-17,2%	15,0	1,0%	30,4	29,1	-4,1%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	3,6	2,6	-26,7%	4,3	-39,0%	5,0	5,1	2,4%
<i>Onko BCG</i>	5,5	5,5	-0,2%	4,9	11,6%	7,9	9,8	24,0%
<i>Distreptaza</i>	7,5	6,1	-19,8%	4,5	33,5%	12,3	11,6	-6,0%
<i>Gamma Anty D</i>	1,0	0,8	-15,3%	0,8	-1,2%	2,1	1,8	-16,0%
<i>Lacid</i>	0,0	0,0		0,0		2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,8	0,2	-70,1%	0,4	-47,2%	1,1	0,4	-62,8%
Wynik brutto na sprzedaży	11,2	9,4	-15,5%	9,1	3,1%	17,2	16,8	-2,1%
EBIT	4,1	2,8	-32,4%	1,6	72,0%	5,4	3,0	-44,2%
EBITDA	5,7	4,4	-23,5%	3,3	30,9%	8,6	6,2	-28,0%
Zysk netto	2,6	1,4	-44,8%	0,8	77,0%	3,3	1,0	-69,1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,8%	62,1%		60,8%		56,6%	57,9%	
Marża EBIT	22,2%	18,2%		10,7%		17,7%	10,3%	
Marża EBITDA	31,1%	28,8%		22,2%		28,3%	21,3%	
Marża zysku netto	14,0%	9,3%		5,3%		10,9%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 3Q'24

Segment BCG

W 3Q'24 spodziewamy się dostawy dwóch kolejnych transz szczepionek przeciwgruźliczych, zamówionych przez Ministerstwo Zdrowia. Łączny wolumen dostaw powinien więc wynieść 10,2 tys. opakowań, co przy wyneogocjowanej stawce, wg naszych szacunków, powinno przynieść ok. 4,0 mln PLN przychodów (vs 0,3 mln PLN rok wcześniej). W Onko BCG również spodziewamy się wzrostu wolumenów oraz jednostkowej ceny opakowania, co powinno skutkować przychodami rzędu 3,4 mln PLN (+43% r/r).

Segment tradycyjny

Dla Distreptazy 3Q jest sezonowo słabszym okresem, natomiast w porównaniu do 3Q'23 spodziewamy się wzrostu wolumenu sprzedaży o ok. +10% r/r do 159 tys. opakowań. Podobnie jak w segmencie BCG, spodziewamy się wzrostu jednostkowej ceny opakowania, co implikuje wzrost przychodów z tytułu sprzedaży tego leku do 4,1 mln PLN (+21% r/r). Gamma anty D w ostatnich kwartałach notuje spadki wolumenów sprzedaży, dlatego pomimo wzrostu średniej ceny opakowania w 1H'24, spodziewamy się dalszego spadku przychodów ze sprzedaży tego leku (-42% r/r). 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 pozycji, dlatego oczekujemy, że sprzedaż tego produktu w kolejnych okresach będzie niewielka, o ile w ogóle wystąpi.

Podsumowując oba segmenty, przychody ze sprzedaży szacujemy na 13,2 mln PLN (+63,5% r/r). W 3Q'24 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 63,1%. W omawianym okresie powinno nastąpić rozliczenie ostatniej transzy dotacji na Centrum Badawczo Rozwojowe, a z racji, że jest ono już uruchomione, będzie to miało pozytywny wpływ na pozostałe przychody operacyjne. Szacujemy wpływ z tego tytułu na ok. 2 mln PLN. Mimo wzrostu kosztów operacyjnych, wzrost przychodów i dotacja powinny skutkować wzrostem wyniku operacyjnego do 0,9 mln PLN (vs -2,9 mln PLN w 3Q'23). Z racji objęcia przez uprawnione osoby akcji z programu motywacyjnego w październiku, spodziewamy się, że koszty z tego tytułu zostaną uwzględnione w 4Q'24. 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. 1,0 mln PLN. Implikuje to stratę netto w wysokości 0,1 mln PLN.

Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	8,1	13,2	63,5%	58,6	65,3	11,4%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,3	4,0	1468,1%	9,2	11,9	28,6%
<i>Onko BCG</i>	2,4	3,4	43,0%	17,0	23,5	38,0%
<i>Distreptaza</i>	3,4	4,1	21,0%	22,5	23,2	2,9%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	0,7	-42,2%	4,8	3,5	-25,9%
<i>Lacid</i>	0,0	0,0	-	2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,9	0,9	0,0%	3,0	2,3	-22,8%
Wynik brutto na sprzedaży	5,1	8,4	63,5%	35,2	39,4	12,2%
EBIT	-2,9	0,9	-	8,6	10,0	15,7%
EBITDA	-1,2	2,9	-	15,3	17,3	12,9%
Zysk netto	-2,4	-0,1	-	4,8	4,5	-4,4%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	63,1%	-	60,0%	60,4%	0,7%
Marża EBIT	-36,2%	6,7%	-	14,8%	15,3%	0,3%
Marża EBITDA	-14,2%	21,8%	-	26,1%	26,4%	0,1%
Marża zysku netto	-29,8%	-0,6%	-	8,1%	7,0%	-13,3%

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'24	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	15,2	13,2	23,0
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,4	1,7	2,9	2,2	1,4	3,6	0,3	4,0	2,5	2,6	4,0	2,8
<i>Onko BCG</i>	2,8	6,9	1,7	4,8	2,4	5,5	2,4	6,8	4,3	5,5	3,4	10,3
<i>Distreptaza</i>	2,2	3,8	5,9	2,9	4,8	7,5	3,4	6,9	5,5	6,1	4,1	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	0,7	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	0,2	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	9,4	8,4	14,2
EBIT	-0,2	3,6	2,1	4,4	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,9	6,1
EBITDA	1,5	5,1	3,6	5,9	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,9	8,2
Zysk netto	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,1	3,6
Marża zysku brutto na sprzedaży	40,8%	62,0%	54,7%	58,5%	50,3%	60,8%	63,1%	63,8%	53,3%	62,1%	63,1%	62,1%
Marża EBIT	-1,8%	25,5%	15,3%	30,5%	10,9%	22,2%	-36,2%	30,8%	1,8%	18,2%	6,7%	26,6%
Marża EBITDA	16,8%	36,6%	26,8%	41,2%	24,0%	31,1%	-14,2%	38,9%	13,1%	28,8%	21,8%	35,6%
Marża zysku netto	-5,6%	17,5%	11,4%	18,0%	6,2%	14,0%	-29,8%	19,2%	-2,8%	9,3%	-0,6%	15,7%

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	65,3	75,1	137,6	196,6	203,7	207,6	211,6	215,7	219,8	224,0
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,7	7,6	7,1	9,2	11,9	13,5	20,2	20,4	20,6	20,8	21,0	21,2	21,4	21,6
<i>Onko BCG</i>	5,9	8,3	16,2	17,0	23,5	29,4	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	23,2	25,1	27,7	28,5	29,3	29,9	30,5	31,2	31,8	32,4
<i>Gamma Anty D</i>	4,1	3,4	4,4	4,8	3,5	3,8	4,1	4,3	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1
<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	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
Wynik brutto na sprzedaży	20,6	22,7	27,9	35,2	39,4	47,4	89,6	133,4	139,6	142,9	146,9	151,1	155,3	159,7
EBIT	5,9	7,2	9,8	8,6	10,0	16,0	48,9	83,1	87,0	89,4	91,1	92,9	94,6	96,4
<i>segment BCG</i>	-	4,4	7,7	6,0	7,6	13,4	46,2	80,2	84,0	86,4	88,0	89,7	91,4	93,1
<i>segment tradycyjny</i>	-	2,8	2,2	2,6	2,4	2,5	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3
EBITDA	11,8	13,7	16,1	15,3	17,3	32,4	64,1	98,1	101,8	104,3	105,9	107,6	109,3	111,1
Zysk netto	4,4	4,2	6,1	4,8	4,5	9,8	35,3	62,1	66,0	68,9	70,1	71,9	73,3	74,7
Marża zysku brutto na sprzedaży	51,2%	55,1%	55,4%	60,0%	60,4%	63,1%	65,1%	67,8%	68,6%	68,8%	69,4%	70,1%	70,7%	71,3%
Marża EBIT	14,8%	17,5%	19,5%	14,8%	15,3%	21,2%	35,6%	42,3%	42,7%	43,1%	43,1%	43,1%	43,0%	43,0%
Marża EBITDA	29,3%	33,4%	31,9%	26,1%	26,4%	43,2%	46,5%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	49,9%	49,8%	49,6%
Marża zysku netto	11,1%	10,3%	12,1%	8,1%	7,0%	13,0%	25,7%	31,6%	32,4%	33,2%	33,1%	33,3%	33,3%	33,3%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.07.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	63,8	65,3	2,4%	72,4	75,1	3,8%	137,3	137,6	0,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	38,7	39,4	1,9%	44,0	47,4	7,7%	89,9	89,6	-0,3%
EBITDA	17,4	17,3	-0,6%	31,4	32,4	3,1%	65,3	64,1	-1,9%
EBIT	10,3	10,0	-2,9%	14,6	16,0	9,4%	49,8	48,9	-1,8%
Wynik brutto	8,1	6,8	-16,6%	12,8	13,0	2,0%	48,2	46,5	-3,6%
Wynik netto	5,9	4,5	-23,4%	9,6	9,8	2,0%	36,6	35,3	-3,6%
marża brutto	60,7%	60,4%		60,8%	63,1%		65,5%	65,1%	
marża EBITDA	27,2%	26,4%		43,4%	43,2%		47,5%	46,5%	
marża EBIT	16,2%	15,3%		20,2%	21,2%		36,3%	35,6%	
marża netto	9,3%	7,0%		13,2%	13,0%		26,7%	25,7%	

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	256,1	258,2	255,8	253,3	252,1	250,8	250,1	249,8	249,8	249,8
Rzeczowe aktywa trwałe	97,0	208,8	246,5	250,5	248,0	245,5	244,3	243,1	242,3	242,1	242,1	242,1
Aktywa niematerialne	0,3	0,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa obrotowe	55,4	45,6	45,5	47,7	82,8	130,5	152,7	134,3	154,7	176,3	198,0	220,2
Zapasy	12,7	15,5	17,5	19,9	29,6	42,3	43,8	44,6	45,5	46,3	47,2	48,1
Należności handlowe oraz pozostałe należności	15,1	27,4	23,9	24,4	43,6	62,3	64,6	65,8	67,1	68,4	69,7	71,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	27,1	2,2	2,1	1,5	7,8	23,9	42,5	22,0	40,2	59,7	79,1	99,1
Aktywa razem	163,1	265,9	301,6	305,9	338,6	383,8	404,9	385,1	404,8	426,1	447,8	470,0
Kapitał własny	105,6	112,6	117,2	126,9	162,2	206,7	229,3	251,9	273,8	296,6	319,5	342,9
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	-23,1	-13,3	22,0	66,4	89,0	111,6	133,5	156,3	179,3	202,7
Zobowiązania długoterminowe	33,1	122,3	149,7	137,4	110,9	107,1	63,5	60,0	56,7	53,9	51,3	48,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,0	58,9	70,7	62,5	39,9	39,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,0	2,3	2,6	2,2	1,8	1,3	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	24,5	31,0	34,7	41,6	65,5	70,0	112,1	73,2	74,4	75,6	76,9	78,3
Oprocentowane kredyty i pożyczki	6,8	7,9	1,5	5,0	14,1	0,0	39,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,3	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	13,7	18,0	25,3	28,8	43,7	62,5	64,7	66,0	67,3	68,5	69,9	71,2
Pasywa razem	163,1	265,9	301,6	305,9	338,6	383,8	404,9	385,1	404,8	426,1	447,8	470,0

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	50,4	58,6	65,3	75,1	137,6	196,6	203,7	207,6	211,6	215,7	219,8	224,0
<i>Szczepionka BCG 10</i>	7,1	9,2	11,9	13,5	20,2	20,4	20,6	20,8	21,0	21,2	21,4	21,6
<i>Onko BCG</i>	16,2	17,0	23,5	29,4	82,4	140,0	145,7	148,6	151,6	154,6	157,8	160,9
<i>Distreptoza</i>	14,8	22,5	23,2	25,1	27,7	28,5	29,3	29,9	30,5	31,2	31,8	32,4
<i>Gamma Anty D</i>	4,4	4,8	3,5	3,8	4,1	4,3	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1
<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	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
Wynik brutto na sprzedaży	27,9	35,2	39,4	47,4	89,6	133,4	139,6	142,9	146,9	151,1	155,3	159,7
Koszty SG&A	17,1	24,9	30,4	32,7	41,9	51,2	53,5	54,1	56,3	58,5	60,9	63,3
EBIT	9,8	8,6	10,0	16,0	48,9	83,1	87,0	89,4	91,1	92,9	94,6	96,4
<i>segment BCG</i>	7,7	6,0	7,6	13,4	46,2	80,2	84,0	86,4	88,0	89,7	91,4	93,1
<i>segment tradycyjny</i>	2,2	2,6	2,4	2,5	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3
EBITDA	16,1	15,3	17,3	32,4	64,1	98,1	101,8	104,3	105,9	107,6	109,3	111,1
Zysk brutto	8,3	6,6	6,8	13,0	46,5	80,7	84,7	87,2	88,7	91,0	92,7	94,5
Zysk netto	6,1	4,8	4,5	9,8	35,3	62,1	66,0	68,9	70,1	71,9	73,3	74,7

Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,9	-5,3	27,0	32,7	39,3	65,4	79,5	83,2	81,2	83,0	84,5	86,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,0	-72,9	-27,6	-20,5	-12,6	-12,5	-13,6	-13,6	-14,1	-14,5	-14,7	-14,7
Przepływy z działalności finansowej	36,8	53,3	0,5	-12,8	-20,3	-36,8	-47,3	-90,1	-48,8	-49,1	-50,3	-51,3
Przepływy pieniężne netto	12,8	-24,9	-0,1	-0,6	6,3	16,2	18,5	-20,5	18,3	19,4	19,5	20,0
FCF	-24,0	-78,3	-0,6	12,2	26,6	52,9	65,8	69,6	67,1	68,5	69,8	71,3
Środki pieniężne na początek okresu	14,3	27,1	2,2	2,1	1,5	7,8	23,9	42,5	22,0	40,2	59,7	79,1
Środki pieniężne na koniec okresu	27,1	2,2	2,1	1,5	7,8	23,9	42,5	22,0	40,2	59,7	79,1	99,1

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%	11,4%	15,0%	83,3%	42,9%	3,6%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	16,9%	-4,9%	12,9%	87,8%	97,7%	53,1%	3,8%	2,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT zmiana r/r	36,8%	-12,1%	15,7%	59,5%	206,7%	69,8%	4,7%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	43,1%	-21,7%	-4,4%	114,7%	261,5%	75,9%	6,3%	4,3%	1,8%	2,5%	1,9%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	55,4%	60,0%	60,4%	63,1%	65,1%	67,8%	68,6%	68,8%	69,4%	70,1%	70,7%	71,3%
Marża EBITDA	31,9%	26,1%	26,4%	43,2%	46,5%	49,9%	50,0%	50,3%	50,1%	49,9%	49,8%	49,6%
Marża EBIT	19,5%	14,8%	15,3%	21,2%	35,6%	42,3%	42,7%	43,1%	43,1%	43,1%	43,0%	43,0%
Marża brutto	16,6%	11,2%	10,4%	17,3%	33,8%	41,0%	41,6%	42,0%	41,9%	42,2%	42,2%	42,2%
Marża netto	12,1%	8,1%	7,0%	13,0%	25,7%	31,6%	32,4%	33,2%	33,1%	33,3%	33,3%	33,3%
COGS / przychody	44,6%	40,0%	39,6%	36,9%	34,9%	32,2%	31,4%	31,2%	30,6%	29,9%	29,3%	28,7%
SG&A / przychody	34,0%	42,6%	46,5%	43,6%	30,4%	26,1%	26,3%	26,1%	26,6%	27,1%	27,7%	28,3%
SG&A / COGS	76,2%	106,4%	117,4%	118,1%	87,2%	81,0%	83,5%	83,7%	87,0%	90,6%	94,4%	98,5%
ROE	5,8%	4,2%	3,9%	7,7%	21,8%	30,0%	28,8%	27,3%	25,6%	24,2%	22,9%	21,8%
ROA	3,7%	1,8%	1,5%	3,2%	10,4%	16,2%	16,3%	17,9%	17,3%	16,9%	16,4%	15,9%
Dług	57,54	153,27	184,41	179,01	176,38	177,09	175,60	133,24	131,01	129,55	128,25	127,10
D / (D+E)	35,3%	57,6%	61,2%	58,5%	52,1%	46,1%	43,4%	34,6%	32,4%	30,4%	28,6%	27,0%
D / E	54,5%	136,1%	157,4%	141,0%	108,7%	85,7%	76,6%	52,9%	47,8%	43,7%	40,1%	37,1%
Dług netto	-11,9	67,9	73,5	69,0	48,6	17,8	-1,3	-21,4	-40,2	-59,7	-79,1	-99,1
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	4,3	2,1	0,8	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9
Dług netto / EBIT	-1,2	7,8	7,4	4,3	1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0
EV	290,2	371,1	376,8	375,1	357,6	329,6	313,4	293,4	274,5	255,1	235,6	215,6
Dług / EV	19,8%	41,3%	48,9%	47,7%	49,3%	53,7%	56,0%	45,4%	47,7%	50,8%	54,4%	59,0%
CAPEX / Przychody	73,0%	192,1%	66,3%	27,3%	9,2%	6,4%	6,7%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	590,9%	1698,4%	596,8%	124,5%	83,6%	83,6%	91,9%	91,1%	95,1%	98,4%	100,0%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	12,3%	11,3%	11,1%	21,9%	11,0%	7,6%	7,3%	7,2%	7,0%	6,8%	6,7%	6,6%
Zmiana KO / Przychody	5,9%	18,6%	-13,4%	-0,8%	10,1%	6,4%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	118,0%	-106,8%	-8,7%	141,8%	20,3%	2,6%	11,9%	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*	6,0	5,2	4,6	4,0	2,2	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
P/E*	49,7	63,7	66,7	31,3	8,8	5,0	4,8	4,6	4,5	4,4	4,3	4,2
P/BV*	2,9	2,7	2,6	2,4	1,9	1,5	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
P/CE*	24,6	26,6	25,7	11,7	6,1	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5
EV/EBITDA*	18,1	24,3	21,8	11,6	5,6	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	1,9
EV/EBIT*	29,5	42,9	37,7	23,5	7,3	4,0	3,6	3,3	3,0	2,7	2,5	2,2
EV/S*	5,8	6,3	5,8	5,0	2,6	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
BVPS	1,5	1,6	1,7	1,8	2,3	2,9	3,1	3,4	3,7	4,1	4,4	4,7
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
CEPS	0,2	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
FCFPS	-0,5	-1,7	-0,2	0,2	0,4	0,7	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	13,8%	14,7%	15,3%	15,6%	16,0%	16,3%
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 4,30 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
Kupuj	6,1	Akumuluj	6,1	06.11.2024	07:55	4,30	80 271,30
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 4Q'24*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	50%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	1	13%	0	0%
Redukuj	1	13%	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: 2024-11-06.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-11-06 (07:55 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-11-06 (07:55 CET).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 06.11.2024 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.