

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

			2024	2025	
Kurs [PLN]	3,3	P/E	30,9	-	<u>Analityk:</u> Anna Tobiasz anna.tobiasz@bdm.pl tel.: (+48) 666 073 972
MC [mln PLN]	231,9	EV/EBITDA	16,4	-	
		EV/EBIT	25,2	-	
		P/BV	1,9	2,0	

Ostatnia rekomendacja BDM: KUPUJ z ceną docelową 5,0 PLN/akcję (18.12.2025) [LINK](#)

Segment BCG

W 4Q'25 przychody segmentu wykazały znaczący spadek r/r, jednak okazały się wyższe od naszych założeń. Zgodnie z oczekiwaniami, sprzedaż szczepionki była nieznaczna, co oznacza, że spółka zrealizowała w tym okresie pozostałą część zamówienia z Ministerstwa Zdrowia. Większość zakontraktowanego wolumenu została dostarczona w 3Q'25, dlatego w omawianym okresie do realizacji pozostała niewielka część. Sprzedaż Onko BCG okazała się wyższa od naszych założeń i wyniosła 10,3 mln PLN. Podkreślamy, że baza z 4Q'24 jest bardzo wysoka ze względu na kumulację zamówień w tamtym okresie, a osiągnięty wynik jest drugim najwyższym w historii tego preparatu.

Segment tradycyjny

Sprzedaż segmentu tradycyjnego głównym źródłem przychodów pozostaje Distreptaza. Po dwóch kwartałach bardzo słabej sprzedaży, wolumeny stopniowo wracają do regularnych poziomów. Niewielki wolumen sprzedaży Lakcid w naszej ocenie wynika ze sprzedaży ostatnich zapasów.

Sprzedaż całej grupy spadła -40,1% r/r, co jest zgodne z naszymi prognozami. Baza 4Q'24 była znacząco zawyżona względem pozostałych okresów, dlatego przychody 4Q'25 oceniamy neutralnie. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży pozytywnie zaskoczył poziom marży, co jest dobrym prognostykiem dla kolejnych okresów.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły +12,4% r/r, przy czym zakładaliśmy utrzymanie podobnego poziomu r/r ze względu na wyższe premie dla handlowców w 4Q'24. Najbardziej istotnym czynnikiem obniżenia wyniku okazały się pozostałe koszty operacyjne, w których uwzględniono odpis aktualizujący wartość należności handlowych wobec jednostki niepowiązanej, która utraciła zdolność do pełnej realizacji zobowiązań. Wartość odpisu wynosi 6,5 mln PLN. Wzrost kosztów SG&A oraz dokonanie odpisu spowodowało spadek wyniku operacyjnego do -7,8 mln PLN oraz EBITDA do -4,6 mln PLN. Strata netto wyniosła -6,9 mln PLN, wobec 7,0 mln PLN zysku netto rok wcześniej.

Wyniki 4Q'25 oceniamy negatywnie, jednak podkreślamy, że na znaczące obniżenie wyników wpływ miało zdarzenie jednorazowe, wynikające z czynników zewnętrznych. Po oczyszczeniu o odpis, wynik EBITDA wyniósłby 1,9 mln PLN, a strata netto -0,4 mln PLN.

Spółka boryka się z problemami płynnościowymi. Wzrost kosztów związanych z realizacją intensywnego programu inwestycyjnego oraz znaczący spadek sprzedaży doprowadził do przekroczenia kowenantów określonych w umowach z instytucjami finansowymi oraz głównym wierzycielem spółki – ACP. Synthaverse zawarł porozumienie z ACP, na mocy którego został ustalony mechanizm obsługi zaistniałej sytuacji, zakładający utrzymanie przekroczonych wskaźników finansowych w 2025 r. oraz w 1H'26.

Spółka ustaliła, że zapotrzebowanie finansowe może wynieść ok. 30 mln PLN. Środki te są potrzebne do obsługi istniejącego zadłużenia i bieżącej działalności spółki. Mają one zostać pozyskane w procesie dezinwestycji. W związku ze zmianą sposobu namnażania bakterii i dwukrotnym zwiększeniu wolumenów w serii, zarząd przeprowadził weryfikację zdolności produkcyjnych i podjął decyzję o dezinwestycji o wartości ok. 30 mln EUR, bądź nawiązaniu strategicznej współpracy z partnerem przy założeniu refinansowania obecnego zadłużenia i wsparcia płynnościowego spółki. Działania te mają być neutralne dla zdolności produkcyjnych adekwatnych do planowanego rozwoju działalności.

Alternatywnie, w przypadku opóźnienia dezinwestycji w 1H'26, spółka planuje emisję akcji w celu wzmocnienia bilansu i pozyskania środków na obsługę bieżącego zadłużenia i finansowanie operacyjne. Emisja zostanie przeprowadzona, jeżeli założenia spółki co do dezinwestycji nie zostaną spełnione.

Wyniki za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25	r/r	4Q'25P BDM	różnica	2024	2025	r/r
Przychody ze sprzedaży	29,2	17,5	-40,1%	17,4	0,9%	71,8	41,9	-41,6%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,9	0,3	-82,0%	0,4	-12,1%	9,8	3,5	-64,1%
<i>Onko BCG</i>	13,7	10,3	-24,9%	9,2	11,7%	26,8	23,5	-12,4%
<i>Distreptaza</i>	9,0	5,0	-44,8%	7,1	-30,2%	24,5	11,1	-54,7%
<i>Gamma Anty D</i>	3,7	-	-	-	-	6,2	0,0	-100,0%
<i>Lakcid</i>	-	0,4	-	-	-	0,5	1,2	132,9%
<i>Inne</i>	1,0	1,5	54,5%	0,4	256,5%	3,9	2,7	-30,9%
Wynik brutto na sprzedaży	19,0	9,5	-49,9%	9,2	2,8%	44,3	23,6	-46,7%
EBIT	9,4	-7,8	-	-1,0	-	12,4	-19,8	-
EBITDA	11,9	-4,6	-	2,3	-	19,1	-6,5	-
Zysk netto	7,0	-6,9	-	-1,9	-	7,6	-19,9	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	64,8%	54,3%		53,3%		61,7%	56,2%	
Marża EBIT	32,3%	-		-		17,3%	-	
Marża EBITDA	40,6%	-		13,1%		26,5%	-	
Marża zysku netto	23,8%	-		-		10,5%	-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka/telekomunikacja

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto — zadłużenie oprecentowane 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 (przynajmniej +15%);
Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
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.

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	5,0	Kupuj	5,3	18.12.2025	07:50	3,55	114 381,38
Kupuj	5,3	Kupuj	6,6	20.10.2025	15:55	4,22	109 276,48
Kupuj	6,6	Kupuj	6,1	20.05.2025	18:09	5,70	102 543,24
Kupuj	6,1	Kupuj	6,1	30.01.2025	15:25	4,73	87 148,74
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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'26*:

, 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	33%	0	0%
Akumuluj	1	33%	1	100%
Trzymaj	1	33%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

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.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 04.05.2026 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. Investor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.