

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

**KUPUJ**  
(POPRIEDNIO: KUPUJ)  
**WYCENA 5,3 PLN**

20 PAŹDZIERNIKA 2025, 15:55 CEST

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów spółki, obniżając cenę docelową do 5,3 PLN na akcję (poprzednio 6,6 PLN na akcję). Istotny spadek wolumenu w państwowym kontrakcie na szczepionkę oraz ponowne przesunięcie przez spółkę daty rozpoczęcia sprzedaży Onko BCG wytworzonego w nowym zakładzie produkcyjnym, istotnie obniża nasze prognozy i przesunęło o rok szacunki osiągnięcia pełnych zdolności sprzedażowych strategicznego leku.

Opublikowany w bieżącym roku przez MZ przetarg na szczepionkę przeciwgruźliczą zakłada dostawę 60 tys. dawek. Jest to istotnie niższy wolumen w porównaniu do lat poprzednich (105 tys. w 2024 r. i 125 tys. w 2023 r.) Ze względu na spadającą liczbę urodzeń w Europie zakładamy, że do 2027 r. wolumen sprzedaży szczepionki będzie podobny (ok. 12 tys. opakowań rocznie), natomiast od 2028 r. szacujemy wzrost do 50 tys. opakowań ze względu na planowane wejście na rynek UNICEF.

Przesunięcie szacunkowego terminu rozpoczęcia sprzedaży Onko BCG produkowanego w nowym zakładzie na 2027 r. powoduje znaczący spadek prognoz w średnim okresie. Szacujemy, że pełne moce sprzedażowe zostaną osiągnięte w 2028 r. Wejście na nowe rynki zazwyczaj odbywa się przy mniejszych wolumenach, co obserwowaliśmy przy rozpoczęciu sprzedaży na rynek francuski w 1H'25.

Zwiększenie serii produkcyjnej z 1,6 tys. fiolek do 3,0 tys. pozytywnie wpłynęło na produkcję w krótkim okresie, jednak zaznaczamy, że zwiększona seria musi zostać zarejestrowana na poszczególnych rynkach. Prace nad zwiększeniem potencjału produkcyjnego w naszej ocenie wymagały dużego zaangażowania, dlatego spodziewamy się, że wyniki 3Q'25 nadal będą pod presją niskich wolumenów sprzedaży, natomiast w 4Q'25 powinien być najmocniejszym kwartałem bieżącego roku. Mimo to, słabe wyniki 1H'25 oraz niskie wolumeny zamówień na szczepionkę implikują stratę netto w 2025 r.

Obniżenie średnioterminowych prognoz wyników znacząco obniża wycenę porównawczą. Horyzont do 2027 r. nie uwzględnia osiągnięcia przez spółkę pełnych mocy sprzedażowych, dlatego nie odzwierciedla pełnego potencjału nowego zakładu produkcyjnego.

W wycenie uwzględniamy liczbę akcji, jaka wynika z założeń programu motywacyjnego oraz emisji akcji w ramach podwyższenia kapitału.

|                       | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN]   | 50,4 | 58,6 | 71,8 | 52,3  | 86,3  | 128,3 |
| EBIT [mln PLN]        | 9,8  | 8,6  | 12,4 | -0,6  | 21,9  | 50,0  |
| EBITDA [mln PLN]      | 16,1 | 15,3 | 19,1 | 15,5  | 38,2  | 66,2  |
| Wynik netto [mln PLN] | 6,1  | 4,8  | 7,6  | -3,0  | 14,0  | 36,1  |
| P/E                   | 48,8 | 62,5 | 39,6 | -     | 23,2  | 9,1   |
| P/BV                  | 2,8  | 2,6  | 2,5  | 2,3   | 2,1   | 1,8   |
| EV/EBIT               | 28,9 | 42,3 | 30,4 | -     | 16,5  | 6,8   |
| EV/EBITDA             | 17,7 | 23,9 | 19,9 | 24,7  | 9,4   | 5,2   |
| DPS w okresie         | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,1   |
| DY                    | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0%  | 0,0%  | 2,1%  |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 5,3   |
| Wycena DCF [PLN]              | 6,5   |
| Wycena porównawcza [PLN]      | 4,0   |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 24,4% |
| Koszt kapitału                | 11,8% |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Cena rynkowa [PLN]      | 4,2   |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 296,5 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 78,4* |

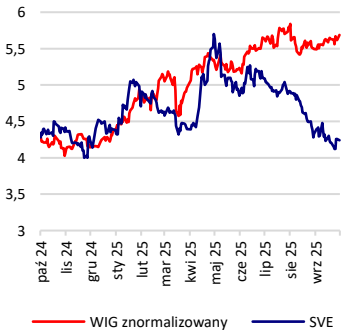
|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 5,7 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 4,1 |

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | -16,9% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -3,5%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -3,2%  |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Akcjonariat (% głosów): |       |
| Dariusz Kucowicz        | 11,9% |
| Wiktor Napióra          | 11,1% |
| Waldemar Sierocki       | 10,5% |
| Przemysław Sierocki     | 10,2% |
| OPDF                    | 5,6%  |
| Pozostali               | 50,7% |

\* docelowa liczba akcji (w ramach podwyższenia kapitału i programu mot. możliwa jest emisja 7,7 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  |
| SPADEK LICZBY URODZEŃ = SPADEK ZAPOTRZEBOWANIA NA SZCZEPIONKĘ .....            | 4  |
| UMOWA NA REJESTRACJĘ, DOSTAWĘ I DYSTRYBUCJĘ SZCZEPIONKI BCG10 W BRAZYLII ..... | 5  |
| ROZWÓJ ONKO BCG .....                                                          | 5  |
| SPADKI W SEGMENTIE TRADYCYJNYM .....                                           | 6  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA.....                                                        | 10 |
| WYNIKI 2Q'25.....                                                              | 11 |
| PROGNOZA NA 3Q'25 .....                                                        | 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        | 2024        | 2025P       | 2026P       | 2027P        |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>41,2</b> | <b>50,4</b> | <b>58,6</b> | <b>71,8</b> | <b>52,3</b> | <b>86,3</b> | <b>128,3</b> |
| segment BCG                   | 15,9        | 23,4        | 26,3        | 36,7        | 35,2        | 65,6        | 105,7        |
| segment tradycyjny            | 27,0        | 32,3        | 35,1        | 16,7        | 20,1        | 21,9        | 24,0         |
| <b>EBIT</b>                   | <b>7,2</b>  | <b>9,8</b>  | <b>8,6</b>  | <b>12,4</b> | <b>-0,6</b> | <b>21,9</b> | <b>50,0</b>  |
| segment BCG                   | 4,4         | 7,7         | 6,0         | 8,1         | -2,5        | 19,7        | 47,6         |
| segment tradycyjny            | 2,8         | 2,2         | 2,6         | 4,3         | 1,9         | 2,3         | 2,5          |
| <b>EBITDA</b>                 | <b>13,7</b> | <b>16,1</b> | <b>15,3</b> | <b>19,1</b> | <b>15,5</b> | <b>38,2</b> | <b>66,2</b>  |
| Zysk brutto                   | 5,9         | 8,3         | 6,6         | 9,6         | -3,3        | 18,5        | 46,9         |
| <b>Zysk netto</b>             | <b>4,2</b>  | <b>6,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>7,6</b>  | <b>-3,0</b> | <b>14,0</b> | <b>36,1</b>  |

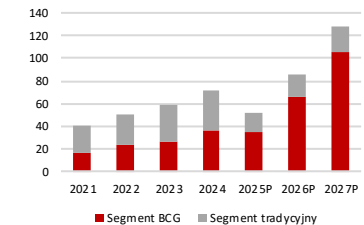
| Bilans [mln PLN]                                    | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                                | <b>76,0</b>  | <b>107,7</b> | <b>220,3</b> | <b>252,4</b> | <b>255,6</b> | <b>250,3</b> | <b>248,4</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe                              | 62,9         | 97,0         | 208,8        | 241,7        | 242,6        | 239,8        | 237,7        |
| Aktywa niematerialne                                | 0,4          | 0,3          | 0,4          | 1,6          | 3,3          | 3,5          | 3,7          |
| Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego     | 8,3          | 6,0          | 4,1          | 2,1          | 2,7          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                              | <b>40,8</b>  | <b>55,4</b>  | <b>45,6</b>  | <b>46,2</b>  | <b>42,9</b>  | <b>53,2</b>  | <b>76,7</b>  |
| Zapasy                                              | 9,3          | 12,7         | 15,5         | 9,7          | 8,3          | 13,7         | 20,4         |
| Należności z tytułu dostaw i usług                  | 11,6         | 15,1         | 27,4         | 35,0         | 29,8         | 20,2         | 30,1         |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty                  | 14,3         | 27,1         | 2,2          | 0,8          | 3,6          | 18,2         | 25,0         |
| <b>Aktywa razem</b>                                 | <b>116,8</b> | <b>163,1</b> | <b>265,9</b> | <b>298,6</b> | <b>298,5</b> | <b>303,6</b> | <b>325,1</b> |
| Kapitał własny                                      | 74,6         | 105,6        | 112,6        | 121,5        | 141,4        | 155,5        | 184,5        |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>                  | <b>25,1</b>  | <b>33,1</b>  | <b>122,3</b> | <b>134,2</b> | <b>133,8</b> | <b>105,9</b> | <b>102,1</b> |
| Kredyty, pożyczki                                   | 1,8          | 6,0          | 58,9         | 58,2         | 61,0         | 37,1         | 37,1         |
| Zobowiązania z tytułu leasingu                      | 0,9          | 2,0          | 2,3          | 2,6          | 2,9          | 2,3          | 1,8          |
| Dotacje                                             | 11,6         | 20,7         | 59,3         | 71,6         | 68,3         | 64,9         | 61,6         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>                 | <b>17,2</b>  | <b>24,5</b>  | <b>31,0</b>  | <b>43,0</b>  | <b>23,3</b>  | <b>42,2</b>  | <b>38,5</b>  |
| Kredyty, pożyczki                                   | 3,6          | 6,8          | 7,9          | 18,6         | 0,0          | 13,3         | 0,0          |
| Zobowiązania z tytułu leasingu                      | 0,1          | 0,3          | 0,9          | 1,0          | 1,3          | 1,1          | 0,8          |
| Dotacje                                             | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 2,7          | 2,6          | 2,6          | 2,6          |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe | 9,9          | 13,7         | 18,0         | 16,9         | 14,5         | 20,3         | 30,2         |
| <b>Pasywa razem</b>                                 | <b>116,8</b> | <b>163,1</b> | <b>265,9</b> | <b>298,6</b> | <b>298,5</b> | <b>303,6</b> | <b>325,1</b> |

| Cash Flow [mln PLN]                           | 2021        | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|-----------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>-3,3</b> | <b>2,9</b>   | <b>-5,3</b>  | <b>14,8</b>  | <b>21,1</b>  | <b>45,5</b>  | <b>45,9</b>  |
| Amortyzacja                                   | 6,5         | 6,2          | 6,6          | 8,1          | 16,2         | 16,3         | 16,1         |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-4,5</b> | <b>-27,0</b> | <b>-72,9</b> | <b>-25,9</b> | <b>-22,6</b> | <b>-13,8</b> | <b>-14,2</b> |
| CAPEX                                         | 18,4        | 36,8         | 112,6        | 41,8         | 22,6         | 13,3         | 13,8         |
| Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych        | 12,1        | 9,7          | 39,7         | 15,6         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>20,2</b> | <b>36,8</b>  | <b>53,3</b>  | <b>9,7</b>   | <b>4,4</b>   | <b>-17,2</b> | <b>-24,8</b> |
| Odsetki                                       | 0,9         | 0,5          | 0,6          | 2,2          | 3,5          | 4,4          | 3,6          |
| <b>Zmiana środków pieniężnych</b>             | <b>12,5</b> | <b>12,8</b>  | <b>-24,9</b> | <b>-1,4</b>  | <b>2,9</b>   | <b>14,5</b>  | <b>6,9</b>   |
| <b>Środki pieniężne</b>                       | <b>14,3</b> | <b>27,1</b>  | <b>2,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>3,6</b>   | <b>18,2</b>  | <b>25,0</b>  |

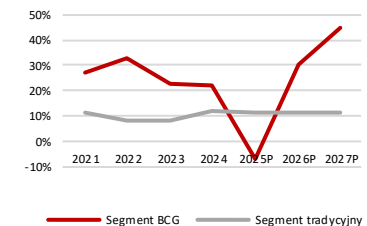
| Dynamiki [%]       | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|--------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody          | 2%   | 22%  | 16%  | 22%  | -27%  | 65%   | 49%   |
| EBIT               | 10%  | 23%  | 26%  | 26%  | -24%  | 88%   | 59%   |
| segment BCG        |      | 76%  | -21% | 35%  | -131% | -888% | 142%  |
| segment tradycyjny |      | -23% | 20%  | 64%  | -56%  | 20%   | 10%   |
| EBITDA             | 17%  | 17%  | -5%  | 25%  | -18%  | 146%  | 73%   |
| Zysk netto         | -4%  | 43%  | -22% | 59%  | -140% | -562% | 157%  |

| Wybrane dane i wskaźniki      | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liczba akcji [mln]            | 65,3  | 70,3  | 70,5  | 70,8  | 76,4  | 77,1  | 77,8  |
| Marża brutto ze sprzedaży [%] | 55,1% | 55,4% | 60,0% | 61,7% | 64,5% | 73,5% | 78,6% |
| EPS                           | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,0   | 0,2   | 0,5   |
| BPS                           | 1,1   | 1,5   | 1,6   | 1,7   | 1,9   | 2,0   | 2,4   |
| P/E                           | 64,8  | 48,8  | 62,5  | 39,6  | -     | 23,2  | 9,1   |
| P/BV                          | 3,7   | 2,8   | 2,6   | 2,5   | 2,3   | 2,1   | 1,8   |
| EV/EBITDA                     | 19,5  | 17,7  | 23,9  | 19,9  | 24,7  | 9,4   | 5,2   |
| EV/EBIT                       | 37,2  | 28,9  | 42,3  | 30,4  | -     | 16,5  | 6,8   |
| Dług netto                    | -7,8  | -11,9 | 67,9  | 79,6  | 61,6  | 35,6  | 14,6  |
| DPS                           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   |
| ROE                           | 6%    | 6%    | 4%    | 6%    | -2%   | 9%    | 20%   |
| ROA                           | 4%    | 4%    | 2%    | 3%    | -1%   | 5%    | 11%   |
| FCF                           | -7,8  | -24,0 | -78,3 | -11,1 | -1,5  | 31,7  | 31,6  |

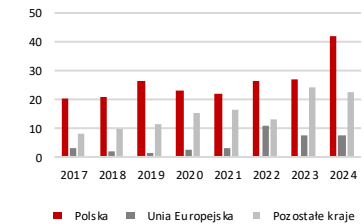
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



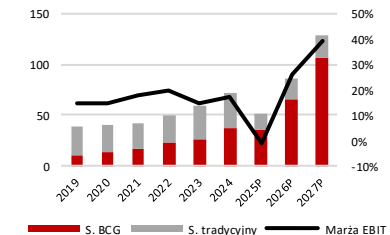
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



Przychody na tle marży EBIT [mln PLN]



### 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 4,22 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 6,5 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku farmaceutycznego została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 4,0 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,3 PLN.

### Podsumowanie wyceny

|                                 | Waga | Wycena     | Potencjał  |
|---------------------------------|------|------------|------------|
| Wycena modelem DCF [PLN]        | 50%  | 6,5        | 53%        |
| Wycena metodą porównawczą [PLN] | 50%  | 4,0        | -4%        |
| <b>Wycena spółki [PLN]</b>      |      | <b>5,3</b> | <b>24%</b> |

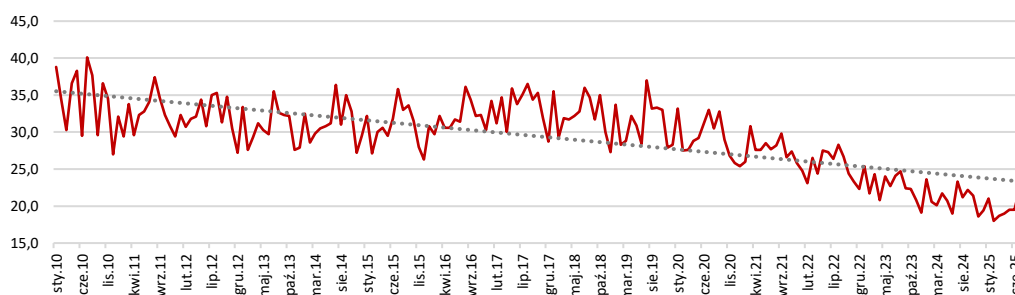
Źródło: BDM S.A.

### Spadek liczby urodzeń = spadek zapotrzebowania na szczepionkę

Zakład Zamówień Publicznych przy Ministerstwie Zdrowia opublikował przetarg na zakup szczepionki przeciwgruźliczej, który wygrał Synthaverse (pośrednio przez hurtownię Cefarm). W bieżącym roku zamówienie było wyjątkowo niskie, ponieważ obejmowało 60 tys. dawek, wobec 105 tys. w 2024 r. i 125 tys. w 2023 r. Wartość kontraktu wynosi 5,4 mln PLN, przy czym cena ta zawiera marżę hurtowni.

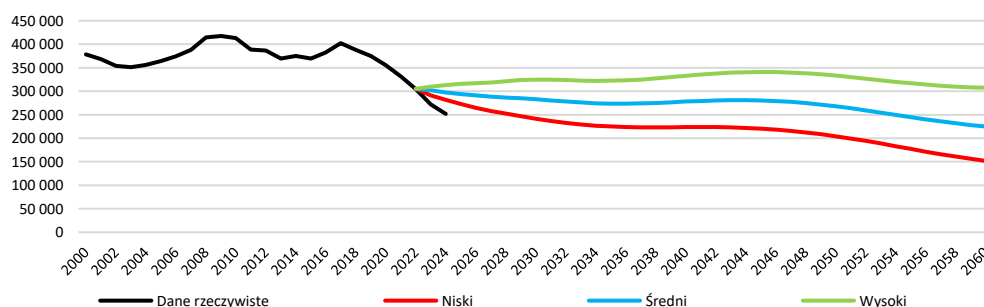
Liczba urodzeń w Polsce z roku na rok spada i jest znacząco niższa niż pesymistyczny scenariusz prognoz GUS z 2023 r. Nie znamy stanów magazynowych podmiotów publicznych, dlatego trudno jest określić, czy w kolejnych latach zapotrzebowanie na szczepionkę będzie tak niskie, jak w bieżącym roku. Konserwatywnie zakładamy, że w 2026 i 2027 r. wolumen sprzedaży będzie podobny jak w 2025 r. i wyniesie ok. 12 tys. opakowań rocznie. Po tym czasie zakładamy zwiększenie sprzedaży w związku z wejściem na rynek UNICEF, co powinno pozwolić na wzrost wolumenów do ok. 50 tys. opakowań rocznie.

### Urodzenia żywe w Polsce [tys. osób]



Źródło: BDM, GUS

### Prognoza urodzeń GUS w trzech scenariuszach [2023 r.]



Źródło: BDM, GUS

### Umowa na rejestrację, dostawę i dystrybucję szczepionki BCG10 w Brazylii

Spółka podpisała z firmą Blau Farmaceutica umowę dotyczącą współpracy w zakresie rejestracji, dostawy i dystrybucji szczepionki przeciwgruźliczej BCG 10. Na podstawie ww. umowy, Synthaverse udzielił Blau licencji do korzystania z dossier rejestracyjnego BCG 10 w celu uzyskania rejestracji szczepionki na terytorium Brazylii, a także prawa do sprzedaży i dystrybucji BCG 10 w tym kraju. Licencja ma charakter odpłatny. Blau zapłaci ustaloną opłatę w trzech transzach. W ocenie spółki wysokość tej opłaty ma charakter rynkowy.

Umowa została zawarta na czas określony 10 lat, a następnie będzie automatycznie przedłużana na kolejne 2-letnie okresy dodatkowe. Uzyskanie rejestracji szczepionki w Brazylii powinno nastąpić w ciągu 3 lat od otrzymania dokumentacji rejestracyjnej, natomiast dostosowanie zdolności produkcyjnych przez Synthaverse będzie miało miejsce do końca 2025 r.

Łączna minimalna wartość zamówień na rynku prywatnym w pierwszych 5 latach obowiązywania umowy (po uzyskaniu rejestracji) została określona na 1,1 mln EUR, a na rynku publicznym na poziomie 16,8 mln EUR, co stanowi kwotę ok. 76,3 mln PLN. Wolumeny dostaw mają zwiększać się w każdym roku obowiązywania umowy. Wiążąca minimalna średnioroczna wartość zamówień na rynku prywatnym została oznaczona na ok. 70% prognozowanego poziomu zamówień. Na rynku publicznym prognoza poziomu zamówień jest niewiążąca.

Umowa dotycząca rejestracji i dystrybucji szczepionki BCG 10 w Brazylii jest kolejnym kontraktem ze spółką Blau. Synthaverse współpracuje z tym podmiotem przy rejestracji w krajach Ameryki Południowej leku Onko BCG 100. W naszej ocenie współpraca z tym samym partnerem powinna przynieść spółkom synergie.

Prognozowany poziom dostaw w naszej ocenie jest bardzo atrakcyjny. Populacja Brazylii wynosi aktualnie 212,8 mln osób, a współczynnik dzietności 1,6 (vs 1,3 w Polsce). W Polsce szczepionka przeciwgruźlicza podawana jest w pierwszych dniach życia, natomiast można ją aplikować także dorosłym. Brazylia jest na publikowanej przez WHO liście 30 krajów o wysokim obciążeniu gruźlicą.

Minimalna wiążąca wartość zamówień wynosi 70% prognozowanego poziomu zamówień na rynku prywatnym, czyli ok. 0,8 mln EUR. Pozostałe wartości prezentowane powyżej stanowią oczekiwane przychody spółki, jednak są obarczone ryzykiem. W naszej ocenie wiąże się to z koniecznością wygrania przetargu na dostawę szczepionki, podobnie jak w przypadku zamówień z krajowego Ministerstwa Zdrowia.

### Rozwój Onko BCG

We wrześniu'25 URPL zatwierdził zwiększoną serię produktu leczniczego Onko BCG 100, wynoszącą 3 tys. fiolek. Dotychczas lek ten produkowany był w seriach po 1,6 tys. fiolek, dlatego jest to znaczne zwiększenie potencjału produkcyjnego. Wytwarzanie Onko BCG w zwiększonych seriach ma się rozpocząć w 4Q'25. Zwracamy uwagę, że zatwierdzenie dotyczy rynku polskiego, natomiast sprzedaż leku wyprodukowanego w zwiększonej serii na pozostałych rynkach będzie wymagała uzupełnień rejestracyjnych, co wymaga czasu, dlatego nie wpłynie skokowo na wzrost wolumenów.

16 października 2025 r. spółka podpisała protokół odbioru linii technologicznej do mycia, depyrogenizacji, rozlewu aseptycznego, liofilizacji i zamykania fiolek w nowym zakładzie produkcyjnym. Tym samym spółka otrzymała potwierdzenie, że linia została wytworzona, dostarczona, zainstalowana, uruchomiona oraz skwalifikowana zgodnie ze specyfikacją użytkownika (URS) a także wymaganiami EU GMP oraz FDA. Na linii wytworzono 3 pierwsze serie techniczne Onko BCG, które potwierdziły wydajność powyżej 99% i gotowość linii do stabilnego, powtarzalnego i wydajnego procesu produkcyjnego. Wielkość serii technicznej przekracza 6 tys. fiolek, co oznacza dwukrotnie większą ilość w porównaniu do ostatnio zatwierdzonej serii 3 tys. fiolek. Spółka dąży do zwiększenia serii na nowej linii do 30 tys. fiolek.

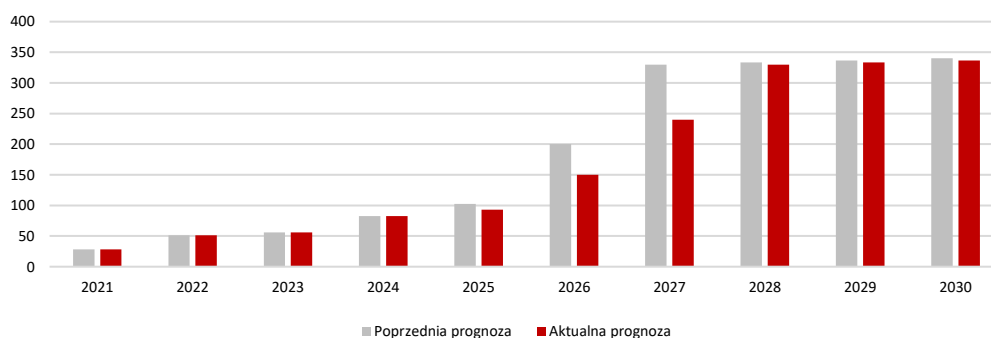
Kolejnym etapem niezbędnym do rozpoczęcia sprzedaży produktów leczniczych z nowego zakładu produkcyjnego będzie uzyskanie rozszerzenia zezwolenia na wytwarzanie obejmującego nowy zakład produkcyjny po inspekcji Głównego Inspektora Farmaceutycznego. Spółka planuje inspekcję w 4Q'25 lub 1Q'26, w zależności od możliwości GIF.

Według ostatniego sprawozdania zarządu z działalności spółki, pierwsze sprzedaże produktów wytworzonych w nowym zakładzie produkcyjnym powinny być możliwe na początku 2027 r. w zależności od tego, jak długo potrwać procesy przed organami regulacyjnymi.

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że sprzedaż Onko BCG wyprodukowanego w nowym zakładzie ruszy w połowie 2026 r. W związku z aktualizacją informacji, obniżamy nasze prognozy w średnim okresie. W 2026 r. spodziewamy się wzrostu przychodów wynikającego głównie z rozszerzenia sprzedaży na nowych rynkach, głównie Francji i Niemiec, gdzie Onko BCG pojawiło się po rozpoczęciu dystrybucji leku w fiolkach. Wzrosty te będą wspierane przez zwiększoną serię produkcyjną leku.

W aktualnych prognozach zakładamy osiągnięcie pełnych zdolności sprzedażowych w 2028 r. Do tego czasu powinny zakończyć się procesy rejestracyjne linii produkcyjnych oraz zwiększonych serii Onko BCG, a także procesy rejestracyjne leku na rynkach zagranicznych, które aktualnie są w toku. Na przykładzie Francji i Niemiec mogliśmy zaobserwować jak wyglądają początki sprzedaży na nowych rynkach, dlatego spodziewamy się, że rozpoczęcie sprzedaży w 2027 r. będzie pod znakiem wprowadzania produktu dla nowych klientów, zaczynając od niskich wolumenów.

Korekta prognoz wolumenów sprzedaży Onko BCG [tys. sztuk]



Źródło: BDM

### Spadki w segmencie tradycyjnym

Bardzo słabe wyniki sprzedażowe 1H'25, na które w naszej ocenie miały wpływ istotne zmiany i wzmożone prace w segmencie Onko, spowodowały znaczne obniżenie prognoz dla segmentu tradycyjnego. Wyjątkowo słaba sprzedaż Distreptazy w 2Q'25 oraz oczekiwania utrzymania podobnego stanu w 3Q'25, spowodowało obniżenie założeń z 925,4 tys. opakowań w 2025 r. do 549,7 tys. W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy stopniowy wzrost wolumenów, bazując na wolumenach notowanych w ostatnich dwóch latach, natomiast aktualnie spodziewamy się spadku sprzedaży i sukcesywnego wzrostu wolumenów, jednak z niskiej bazy.

Dodatkowo w 1H'25 nie wystąpiła sprzedaż produktu Gamma anty D. Na razie nie ma żadnych deklaracji ze strony spółki, jednak w naszej ocenie może to oznaczać dalszą przebudowę portfolio leków i rezygnację z produkcji najmniej marżowych pozycji. Pierwszym takim produktem był probiotyk Lakcid, który w ostatnich kwartałach wykazał śladową ilość sprzedaży. Z drugiej strony pojawiają się nowe leki, czego przykładem jest Davoster. Od października'25 został on objęty refundacją, dlatego spodziewamy się, że w 4Q'25 widoczne będą pierwsze efekty wprowadzenia go na rynek, jednak zaznaczamy, że początkowo spodziewamy się niskiego wolumenu.

Wyniki ostatnich kwartałów pokazały, że spółka skupia się przede wszystkim na strategicznym produkcie Onko BCG. Jednocześnie w segmencie tradycyjnym ograniczana jest sprzedaż produktów charakteryzujących się niższą rentownością. W naszej ocenie może mieć to dwa wytłumaczenia. Jednym z nich jest obniżenie kosztów poprzez zmniejszenie produkcji leków sprzedawanych z niższą marżą. Z drugiej strony może być to przejściowy efekt negocjacji wyższych cen. Ze względu na brak podstaw do zwiększenia ceny jednostkowych leku, w prognozach zakładamy pierwszy scenariusz i spadek bazy na kolejne okresy.

## 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 (5,4%, poprzednio 5,5%), 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

- Kontrakt z Ministerstwem Zdrowia na dostawę szczepionki BCG10 okazał się zdecydowanie niższy niż zakładaliśmy. Dodatkowo sprzedaż eksportowa w 1H'25 okazała się niższa r/r, dlatego obniżamy prognozę sprzedaży tego produktu. Ze względu na spadek diety w średnim terminie prognozujemy płaskie wolumeny, na poziomie kilkunastu tysięcy opakowań, natomiast od 2028 r. zakładamy wzrost do 50 tys. w związku z planowanym wejściem na rynek UNICEF.
- W ostatnim sprawozdaniu zarządu spółka ponownie przesunęła termin rozpoczęcia sprzedaży Onko BCG wyprodukowanego w nowym zakładzie produkcyjnym. Aktualnie zakłada, że pierwsze sprzedaże będą możliwe w 2027 r. Powoduje to przesunięcie o rok naszych prognoz osiągnięcia pełnych zdolności sprzedażowych tego leku (2028 r.) W średnim okresie wzrostowi wolumenu sprzyjać powinno zwiększenie serii produkcyjnej, jednak będzie to stopniowa poprawa, a nie jak zakładaliśmy poprzednio, skokowy wzrost. Dodatkowo, zwiększone serie wymagają rejestracji na poszczególnych rynkach, co może spowolnić dynamiki wzrostu wolumenów.
- Podtrzymujemy prognozy wzrostu średniej ceny jednostkowej Onko BCG. Leki w fiolkach są sprzedawane po wyższej cenie. Może się ona jednak różnić w zależności od kraju.
- W segmencie tradycyjnym po słabych wynikach 1H'25 obniżamy prognozy sprzedażowe. W naszej ocenie obniżenie bazy będzie miało wpływ na wolumeny sprzedaży w kolejnych latach. W 1H'25 nie wystąpiła sprzedaż Gammy anty D, dlatego znacząco obniżamy prognozy w tym zakresie. Zakładamy, że spółka ogranicza produkcję niskomargowych produktów, skupiając się na Onko BCG, które charakteryzuje się wysoką rentownością.
- W 2025 r. do sprzedaży wszedł lek Davoster. Jest to nowy produkt, dlatego zakładamy, że w pierwszych kwartałach przychody z tego tytułu nie będą istotnie oddziaływać na wynik spółki.
- Podtrzymujemy założenie utrzymania marży operacyjnej w segmencie tradycyjnym w okolicach 11%. Szacujemy, że słabe wyniki 1H'25 zostaną częściowo nadrobione w 4Q'25. W segmencie BCG podtrzymujemy marżę EBIT w długim okresie na poziomie 51%.
- W programie motywacyjnym do 2028 roku pozostaje 2,7 mln warrantów subskrypcyjnych, które mogą zostać przyznane kluczowym pracownikom. Dodatkowo, w ramach podwyższenia kapitału zostanie wyemitowane 5 mln akcji. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 78,4 mln.
- CAPEX na 2025 r. szacujemy na ok. 22,6 mln PLN, wobec 41,8 mln PLN w 2024 r. W kolejnych latach wydatki inwestycyjne w naszej prognozie kształtują się na poziomie 13-15 mln PLN.
- Podtrzymujemy poziom premii za ryzyko w wysokości 8% oraz betę 0,8.
- Wycenę spółki dokonaliśmy na dzień 20.10.2025.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 506,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 6,5 PLN.**

#### Metoda DCF

|                                            | 2025         | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030  | 2031  | 2032  | 2033  | 2034  |
|--------------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]           | 52,3         | 86,3  | 128,3 | 186,0 | 190,7 | 195,2 | 198,9 | 202,7 | 206,5 | 210,4 |
| EBIT [mln PLN]                             | -0,6         | 21,9  | 50,0  | 83,4  | 86,0  | 88,6  | 90,3  | 92,0  | 93,8  | 95,6  |
| Koszt programu motywacyjnego               | 1,4          | 1,4   | 1,4   | 1,4   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| EBIT Skorygowany                           | 0,8          | 23,3  | 51,5  | 84,8  | 86,0  | 88,6  | 90,3  | 92,0  | 93,8  | 95,6  |
| Stopa podatkowa                            | 7,6%         | 24,0% | 23,0% | 22,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 0,1          | 5,6   | 11,8  | 18,6  | 18,1  | 18,6  | 19,0  | 19,3  | 19,7  | 20,1  |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 0,7          | 17,7  | 39,6  | 66,1  | 68,0  | 70,0  | 71,3  | 72,7  | 74,1  | 75,5  |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 16,2         | 16,3  | 16,1  | 16,0  | 16,9  | 16,6  | 16,6  | 16,6  | 16,6  | 16,6  |
| CAPEX [mln PLN]                            | -22,9        | -13,8 | -14,2 | -14,7 | -15,3 | -16,3 | -16,4 | -16,5 | -16,6 | -16,6 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | 4,1          | 10,1  | -6,7  | -9,2  | -0,7  | -0,7  | -0,6  | -0,6  | -0,6  | -0,6  |
| FCF [mln PLN]                              | -1,9         | 30,4  | 34,8  | 58,2  | 68,8  | 69,6  | 71,0  | 72,2  | 73,5  | 74,9  |
| DFCF [mln PLN]                             | -1,8         | 26,8  | 27,6  | 41,4  | 43,7  | 39,6  | 36,1  | 32,8  | 29,9  | 27,2  |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 303,1        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 779,3        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 283,4        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 586,6        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto [mln PLN]                       | 79,6         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>506,9</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ilość akcji [tys.]                         | 78,4         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>6,5</b>   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

|                               |        |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | -27,1% | 64,9% | 48,7%  | 44,9%  | 2,5%   | 2,4%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   |
| EBIT zmiana r/r               | -      | -     | 128,3% | 66,6%  | 3,2%   | 3,0%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   |
| FCF zmiana r/r                | -      | -     | 14,7%  | 67,1%  | 18,2%  | 1,1%   | 1,9%   | 1,7%   | 1,8%   | 1,9%   |
| Marża EBITDA                  | 29,7%  | 44,3% | 51,6%  | 53,4%  | 54,0%  | 53,9%  | 53,7%  | 53,6%  | 53,4%  | 53,3%  |
| Marża EBIT                    | -1,2%  | 25,4% | 39,0%  | 44,8%  | 45,1%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  |
| Marża NOPLAT                  | 1,4%   | 20,5% | 30,9%  | 35,6%  | 35,6%  | 35,9%  | 35,9%  | 35,9%  | 35,9%  | 35,9%  |
| CAPEX / Przychody             | 43,7%  | 16,0% | 11,1%  | 7,9%   | 8,0%   | 8,3%   | 8,2%   | 8,1%   | 8,0%   | 7,9%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 141,5% | 84,4% | 88,2%  | 92,0%  | 90,5%  | 98,0%  | 98,7%  | 99,4%  | 100,0% | 100,0% |
| Zmiana KO / Przychody         | 7,9%   | 11,7% | -5,2%  | -4,9%  | -0,4%  | -0,4%  | -0,3%  | -0,3%  | -0,3%  | -0,3%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -21,2% | 29,7% | -15,9% | -15,9% | -15,9% | -15,9% | -15,9% | -15,9% | -15,9% | -15,9% |

Źródło: DM BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  | 2030   | 2031   | 2032   | 2033   | 2034   |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%  | 5,4%   | 5,4%   | 5,4%   | 5,4%   | 5,4%   |
| 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                | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  |
| Udział kapitału własnego               | 78,1% | 82,3% | 87,8% | 89,6% | 99,7% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 9,6%  | 7,9%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,2%   | 8,2%   | 8,2%   | 8,2%   | 8,2%   |
| Udział kapitału obcego                 | 21,9% | 17,7% | 12,2% | 10,4% | 0,3%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                                   | 11,3% | 11,1% | 11,3% | 11,4% | 11,8% | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  | 11,8%  |

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                                       | 6,9   | 7,3   | 7,7  | 8,3  | 9,1  | 10,0 | 11,4 | 13,3 | 16,4 |
|      | 0,6                                       | 6,3   | 6,6   | 7,0  | 7,5  | 8,0  | 8,8  | 9,7  | 11,1 | 13,1 |
|      | 0,7                                       | 5,8   | 6,0   | 6,3  | 6,7  | 7,2  | 7,7  | 8,5  | 9,5  | 10,8 |
|      | 0,8                                       | 5,3   | 5,5   | 5,8  | 6,1  | 6,5  | 6,9  | 7,5  | 8,2  | 9,2  |
|      | 0,9                                       | 4,9   | 5,1   | 5,3  | 5,6  | 5,9  | 6,2  | 6,7  | 7,2  | 8,0  |
|      | 1,0                                       | 4,5   | 4,7   | 4,9  | 5,1  | 5,3  | 5,6  | 6,0  | 6,4  | 7,0  |
|      | 1,1                                       | 4,2   | 4,4   | 4,5  | 4,7  | 4,9  | 5,1  | 5,4  | 5,8  | 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%                                      | 6,9   | 7,3   | 7,7  | 8,3  | 9,1  | 10,0 | 11,4 | 13,3 | 16,4 |
|                  | 6,0%                                      | 6,3   | 6,6   | 7,0  | 7,5  | 8,0  | 8,8  | 9,7  | 11,1 | 13,1 |
|                  | 7,0%                                      | 5,8   | 6,0   | 6,3  | 6,7  | 7,2  | 7,7  | 8,5  | 9,5  | 10,8 |
|                  | 8,0%                                      | 5,3   | 5,5   | 5,8  | 6,1  | 6,5  | 6,9  | 7,5  | 8,2  | 9,2  |
|                  | 9,0%                                      | 4,9   | 5,1   | 5,3  | 5,6  | 5,9  | 6,2  | 6,7  | 7,2  | 8,0  |
|                  | 10,0%                                     | 4,5   | 4,7   | 4,9  | 5,1  | 5,3  | 5,6  | 6,0  | 6,4  | 7,0  |
|                  | 11,0%                                     | 4,2   | 4,4   | 4,5  | 4,7  | 4,9  | 5,1  | 5,4  | 5,8  | 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%  | 13,0 | 11,8 | 10,7 | 9,8 | 9,1 | 8,4 | 7,8 | 7,3 | 6,8 |
|                  | 6,0%  | 12,0 | 10,7 | 9,7  | 8,8 | 8,0 | 7,4 | 6,8 | 6,3 | 5,9 |
|                  | 7,0%  | 11,1 | 9,8  | 8,8  | 7,9 | 7,2 | 6,5 | 6,0 | 5,5 | 5,1 |
|                  | 8,0%  | 10,4 | 9,1  | 8,0  | 7,2 | 6,5 | 5,9 | 5,3 | 4,9 | 4,5 |
|                  | 9,0%  | 9,7  | 8,4  | 7,4  | 6,5 | 5,9 | 5,3 | 4,8 | 4,4 | 4,0 |
|                  | 10,0% | 9,1  | 7,8  | 6,8  | 6,0 | 5,3 | 4,8 | 4,3 | 3,9 | 3,6 |
|                  | 11,0% | 8,5  | 7,3  | 6,3  | 5,5 | 4,9 | 4,4 | 3,9 | 3,5 | 3,2 |

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 20 października 2025 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego. W wycenie uwzględniamy lata 2026-2027 i przypisujemy im równą wagę.

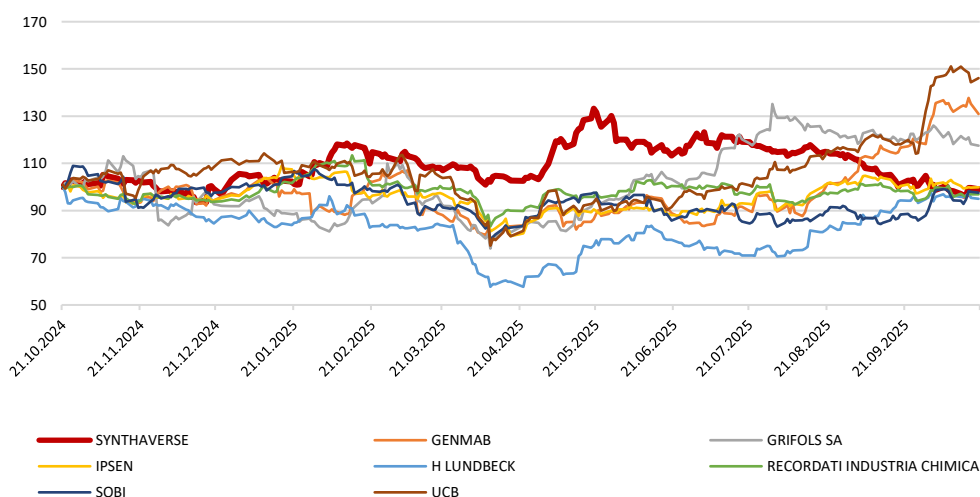
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 4,0 PLN (vs 5,5 PLN poprzednio). Zwracamy uwagę, że w obecnej wycenie nie uwzględniamy roku 2028, w którym powinno nastąpić osiągnięcie pełnych mocy sprzedażowych.

### Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

|                                   | P/E         |             |            | EV/EBITDA   |            |            |
|-----------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|
|                                   | 2025P       | 2026P       | 2027P      | 2025P       | 2026P      | 2027P      |
| MERCK & CO. INC.                  | 9,5         | 8,9         | 8,2        | 8,4         | 7,7        | 7,0        |
| GRIFOLS SA                        | 13,6        | 10,8        | 8,5        | 8,4         | 7,6        | 6,6        |
| IPSEN                             | 10,7        | 10,3        | 9,6        | 6,6         | 5,9        | 4,9        |
| H LUNDBECK A/S                    | 9,1         | 8,1         | 7,9        | 7,3         | 6,2        | 5,6        |
| RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA       | 17,2        | 15,6        | 14,3       | 12,8        | 11,7       | 10,7       |
| SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB       | 22,9        | 16,5        | 13,0       | 11,8        | 9,6        | 7,7        |
| UCB SA                            | 33,6        | 25,0        | 19,5       | 22,7        | 17,1       | 13,4       |
| <b>Mediana</b>                    | <b>13,6</b> | <b>10,8</b> | <b>9,6</b> | <b>8,4</b>  | <b>7,7</b> | <b>7,0</b> |
| <b>SYNTHAVERSE</b>                | -           | <b>23,2</b> | <b>9,1</b> | <b>24,7</b> | <b>9,4</b> | <b>5,2</b> |
| Premia/dyskonto grupa             | -           | 115%        | -5%        | 193%        | 23%        | -26%       |
| <b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>  | -           | <b>2,2</b>  | <b>4,6</b> | <b>1,1</b>  | <b>3,5</b> | <b>5,9</b> |
| Waga roku                         | 0%          | 50%         | 50%        | 0%          | 50%        | 50%        |
| <b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b> | -           | <b>3,4</b>  | -          | -           | <b>4,7</b> | -          |
| Waga wskaźnika                    | -           | 50%         | -          | -           | 50%        | -          |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>       | <b>4,0</b>  | -           | -          | -           | -          | -          |

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 20.10.2025

### Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## WYNIKI 2Q'25

### Segment BCG

W 2Q'25 wystąpiła śladowa sprzedaż szczepionki BCG10. Wynikało to z późnego ogłoszenia postępowania przetargowego przez Zakład Zamówień Publicznych przy Ministerstwie Zdrowia oraz braku sprzedaży eksportowej. Sprzedaż Onko BCG była niższa r/r, jednak okazała się wyższa od naszych prognoz. Po mocnym przychodowo 1Q'25 spodziewaliśmy się słabszych wyników w 2Q'25. W całym 1H'25 sprzedaż Onko BCG wzrosła +30% r/r. Za ok. 60% tego wzrostu odpowiadał eksport.

### Segment tradycyjny

Mocne spadki sprzedaży zanotowała też Distreptaza. W tym przypadku powodem takiego stanu rzeczy również jest przeniesienie zamówień na 2H'25. W 2Q'25 ponownie nie wystąpiła sprzedaż Gammy Anty D, co może być w dalszym ciągu pokłosiem bardzo wysokiej sprzedaży tego produktu w 4Q'24. Lakcid odnotował 168 tys. PLN przychodów, chociaż spodziewaliśmy się całkowitego zakończenia sprzedaży tego probiotyku. Dostępny jest już także lek Davoster, który od października'25 jest objęty refundacją.

Marża brutto na sprzedaży wyniosła 67,2%, wobec 62,1% ocz. Istotny wzrost zanotowały koszty SG&A (+30% r/r). Implikuje to stratę EBIT na poziomie -4,5 mln PLN, wobec 2,8 mln PLN zysku rok wcześniej, oraz -1,1 mln PLN EBITDA (vs. 4,4 mln PLN w 2Q'24). Na poziomie netto strata wyniosła -4,8 mln PLN (wobec -3,7 mln PLN ocz.)

Wyniki 2Q'25 okazały się znacząco niższe od naszych prognoz głównie ze względu na niższe przychody ze sprzedaży. Istotnie wyższa marża brutto na sprzedaży w naszej ocenie wynika z bardzo wysokiego udziału w przychodach Onko BCG i rozpoczęcie sprzedaży tego leku we fiolkach, co jest bardziej rentowne niż ampułki. Sprzedaż pozostałych produktów rozczarowała, jednak należy wziąć pod uwagę specyfikę sprzedaży do dystrybutorów, która jest bardzo nierówna pomiędzy kwartałami, jednak w ujęciu rocznym powinna się wyłuszczać.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wzrosły koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (+30% r/r), przy czym same koszty zarządu odnotowały wzrost +45% r/r. Wynika to w głównej mierze ze zwiększonych kosztów uruchomienia Centrum Badawczo Rozwojowego oraz nowego zakładu produkcyjnego, a także ze wzrostu kosztów wynagrodzeń. Wzrost ten zmiętygował spadek kosztów transportu na eksport.

Sytuacja płynnościowa spółki uległa znaczącej poprawie. Termin spłaty należności od dystrybutora, który ze względu na zmianę formy z ampulek na fiolki miał problem z terminową sprzedażą Onko BCG, został wydłużony do końca 2025 r. Dzięki aneksowi dotyczącemu limitów kredytowych sytuacja na koniec 1H'25 znacząco się poprawiła i w naszej ocenie jest stabilna. W 3Q'25 spółka rozpoczęła proces podniesienia kapitału docelowego, co pomoże w realizacji prowadzonych projektów rozwojowych.

### Wyniki za 2Q'25 [mln PLN]

|                                 | 2Q'24 | 2Q'25  | r/r     | 2Q'25P BDM | różnica | 1H'24 | 1H'25  | r/r     |
|---------------------------------|-------|--------|---------|------------|---------|-------|--------|---------|
| Przychody ze sprzedaży          | 15,2  | 6,3    | -58,6%  | 8,8        | -28,7%  | 29,1  | 19,7   | -32,3%  |
| <i>Szczepionka BCG 10</i>       | 2,6   | 0,0    | -99,7%  | 0,2        | -95,8%  | 5,1   | 1,2    | -76,1%  |
| <i>Onko BCG</i>                 | 5,5   | 5,0    | -9,3%   | 4,4        | 13,4%   | 9,8   | 12,7   | 29,9%   |
| <i>Distreptaza</i>              | 6,1   | 0,6    | -90,7%  | 3,8        | -85,0%  | 11,6  | 4,9    | -57,5%  |
| <i>Gamma Anty D</i>             | 0,8   | 0,0    | -100,0% | 0,2        | -100,0% | 1,8   | 0,0    | -100,0% |
| <i>Lakcid</i>                   | 0,0   | 0,2    | -       | 0,0        | -       | 0,5   | 0,2    | -       |
| <i>Inne</i>                     | 0,2   | 0,6    | 148,7%  | 0,2        | 136,9%  | 0,4   | 0,7    | 75,9%   |
| Wynik brutto na sprzedaży       | 9,4   | 4,2    | -55,2%  | 5,5        | -22,7%  | 16,8  | 12,4   | -26,3%  |
| EBIT                            | 2,8   | -4,5   | -       | -4,1       | -       | 3,0   | -4,6   | -       |
| EBITDA                          | 4,4   | -1,1   | -125,7% | 0,5        | -       | 6,2   | 2,2    | -63,8%  |
| Zysk netto                      | 1,4   | -4,8   | -       | -3,7       | -       | 1,0   | -5,3   | -       |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 62,1% | 67,2%  | -       | 62,1%      | -       | 57,9% | 62,9%  | -       |
| Marża EBIT                      | 18,2% | -70,9% | -       | -46,4%     | -       | 10,3% | -23,5% | -       |
| Marża EBITDA                    | 28,8% | -17,9% | -       | 6,1%       | -       | 21,3% | 11,4%  | -       |
| Marża zysku netto               | 9,3%  | -75,8% | -       | -41,8%     | -       | 3,5%  | -26,9% | -       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA 3Q'25

### Segment BCG

W 3Q'25 spodziewamy się rozpoczęcia realizacji wygranego przetargu z MZ, dotyczącego szczepionki przeciwgruźliczej. W tym roku przetarg obejmuje 60 tys. dawek (vs 105 tys. rok temu). Szacujemy, że ok. 1,6 mln PLN przychodów z tego tytułu zostanie rozliczone w 3Q'25, natomiast pozostała część w 4Q'25. Sprzedaż realizowana jest przez zewnętrzną hurtownię, dlatego dostawa musi nastąpić przed terminem wykonania umowy z ministerstwem.

W zakresie Onko BCG spodziewamy się płaskiej sprzedaży w stosunku do 2Q'25, co oznacza przychody na poziomie 4,9 mln PLN. Zakładamy, że podobnie jak w roku poprzednim, największy wolumen zostanie zrealizowany w 4Q, do czego przyczynić powinny się zwiększone serie produkcyjne leku.

### Segment tradycyjny

Spodziewamy się, że w segmencie tradycyjnym niższe wolumeny sprzedaży utrzymają się jeszcze w 3Q'25 i dopiero w 4Q zaobserwujemy poprawę. Zakładamy, że Distreptaza zanotuje sprzedaż podobną do 2Q'25, czyli w okolicach 4,9 mln PLN i podobnie jak Onko BCG, pokaże wzrosty w 4Q, który sezonowo zazwyczaj jest mocnym sprzedażowo okresem.

W 1H'25 spółka nie zanotowała sprzedaży Gamma anty D, co może być pokłosiem wysokiej sprzedaży w 4Q'24. Zakładamy, że może być to element strategii przebudowy portfolio leków, podobnie jak zaprzestanie produkcji Lakcidu, dlatego nie uwzględniamy sprzedaży tych produktów w 3Q'25. Do aptek wszedł za to Davoster, jednak spodziewamy się, że na początkowym etapie sprzedaż tego leku będzie nieznaczna.

Ze względu na niższą sprzedaż szczepionki BCG oraz segmentu tradycyjnego, spodziewamy się istotnego spadku przychodów w 3Q'25 (-43,4% r/r). Zakładamy, że spółka będzie się skupiać na strategicznym leku Onko BCG, który jako jedyny z istotnych pozycji portfolio powinien zwiększyć wolumeny sprzedaży. Podwojenie serii produkcyjnej Onko wymagało od spółki zwiększonych wysiłków w tym zakresie, co mogło spowodować przejściowe ograniczenia produkcyjne. Wysoki udział w przychodach wysokomarżowego Onko BCG powinno skutkować wzrostem marży brutto na sprzedaży z 63,1% w 3Q'24 do ok. 67,2% w 3Q'25. Spadek przychodów przy utrzymujących się kosztach stałych implikuje wystąpienie straty na poziomie operacyjnym w wysokości -3,4 mln PLN oraz 1,2 mln PLN zysku EBITDA. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -3,3 mln PLN.

### Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

|                                 | 3Q'24 | 3Q'25P | r/r    | 2024  | 2025P | r/r     |
|---------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|---------|
| Przychody ze sprzedaży          | 13,4  | 7,6    | -43,4% | 71,8  | 52,3  | -27,1%  |
| <i>Szczepionka BCG 10</i>       | 2,9   | 1,6    | -45,8% | 9,8   | 3,5   | -64,0%  |
| <i>Onko BCG</i>                 | 3,4   | 4,9    | 44,0%  | 26,8  | 31,6  | 17,9%   |
| <i>Distreptaza</i>              | 3,9   | 0,7    | -81,5% | 24,5  | 13,2  | -45,9%  |
| <i>Gamma Anty D</i>             | 0,7   | 0,0    |        | 6,2   | 0,0   | -100,0% |
| <i>Lakcid</i>                   | 0,0   | 0,0    |        | 0,5   | 0,2   |         |
| <i>Inne</i>                     | 2,5   | 0,1    | -95,2% | 3,9   | 3,3   | -14,5%  |
| Wynik brutto na sprzedaży       | 8,5   | 5,1    | -39,7% | 44,3  | 33,8  | -23,7%  |
| EBIT                            | 0,0   | -3,4   | -      | 12,4  | -0,6  | -104,9% |
| EBITDA                          | 2,5   | 1,2    | -49,2% | 19,1  | 15,5  | -18,4%  |
| Zysk netto                      | -0,4  | -3,3   | -      | 7,6   | -3,0  | -140,2% |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 63,1% | 67,2%  |        | 61,7% | 64,5% |         |
| Marża EBIT                      | -0,2% | -44,8% |        | 17,3% | -1,2% |         |
| Marża EBITDA                    | 18,3% | 16,4%  |        | 26,5% | 29,7% |         |
| Marża zysku netto               | -3,3% | -43,0% |        | 10,5% | -5,8% |         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

|                                 | 1Q'23       | 2Q'23       | 3Q'23       | 4Q'23       | 1Q'24       | 2Q'24       | 3Q'24       | 4Q'24       | 1Q'25       | 2Q'25       | 3Q'25P      | 4Q'25P      |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>   | <b>12,0</b> | <b>18,4</b> | <b>8,1</b>  | <b>20,1</b> | <b>13,9</b> | <b>15,2</b> | <b>13,4</b> | <b>29,2</b> | <b>13,4</b> | <b>6,3</b>  | <b>7,6</b>  | <b>25,0</b> |
| Szczepionka BCG 10              | 1,4         | 3,6         | 0,3         | 4,0         | 2,5         | 2,6         | 2,9         | 1,9         | 1,2         | 0,0         | 1,6         | 0,8         |
| Onko BCG                        | 2,4         | 5,5         | 2,4         | 6,8         | 4,3         | 5,5         | 3,4         | 13,7        | 7,7         | 5,0         | 4,9         | 14,1        |
| Distreptaza                     | 4,8         | 7,5         | 3,4         | 6,9         | 5,5         | 6,1         | 3,9         | 9,0         | 4,4         | 0,6         | 0,7         | 7,6         |
| Gamma Anty D                    | 1,1         | 1,0         | 1,1         | 1,6         | 0,9         | 0,8         | 0,7         | 3,7         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lakcid                          | 2,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,2         | 0,0         | 0,0         |
| Inne                            | 0,3         | 0,8         | 0,9         | 1,0         | 0,2         | 0,2         | 2,5         | 1,0         | 0,1         | 0,6         | 0,1         | 2,5         |
| Wynik brutto na sprzedaży       | 6,0         | 11,2        | 5,1         | 12,9        | 7,4         | 9,4         | 8,5         | 19,0        | 8,2         | 4,2         | 5,1         | 16,3        |
| <b>EBIT</b>                     | <b>1,3</b>  | <b>4,1</b>  | <b>-2,9</b> | <b>6,2</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,8</b>  | <b>0,0</b>  | <b>9,4</b>  | <b>-0,2</b> | <b>-4,5</b> | <b>-3,4</b> | <b>7,4</b>  |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>2,9</b>  | <b>5,7</b>  | <b>-1,2</b> | <b>7,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>4,4</b>  | <b>2,5</b>  | <b>11,9</b> | <b>3,4</b>  | <b>-1,1</b> | <b>1,2</b>  | <b>12,1</b> |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>0,7</b>  | <b>2,6</b>  | <b>-2,4</b> | <b>3,9</b>  | <b>-0,4</b> | <b>1,4</b>  | <b>-0,4</b> | <b>7,0</b>  | <b>-0,5</b> | <b>-4,8</b> | <b>-3,3</b> | <b>5,5</b>  |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 50,3%       | 60,8%       | 63,1%       | 63,8%       | 53,3%       | 62,1%       | 63,1%       | 64,8%       | 60,9%       | 67,2%       | 67,2%       | 65,0%       |
| Marża EBIT                      | 10,9%       | 22,2%       | -36,2%      | 30,8%       | 1,8%        | 18,2%       | -0,2%       | 32,3%       | -1,3%       | -70,9%      | -44,8%      | 29,6%       |
| Marża EBITDA                    | 24,0%       | 31,1%       | -14,2%      | 38,9%       | 13,1%       | 28,8%       | 18,3%       | 40,6%       | 25,0%       | -17,9%      | 16,4%       | 48,2%       |
| Marża zysku netto               | 6,2%        | 14,0%       | -29,8%      | 19,2%       | -2,8%       | 9,3%        | -3,3%       | 23,8%       | -4,0%       | -75,8%      | -43,0%      | 22,1%       |

Źródło: BDM, spółka

### Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

|                                 | 2023        | 2024        | 2025P       | 2026P       | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        | 2034P        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>   | <b>58,6</b> | <b>71,8</b> | <b>52,3</b> | <b>86,3</b> | <b>128,3</b> | <b>186,0</b> | <b>190,7</b> | <b>195,2</b> | <b>198,9</b> | <b>202,7</b> | <b>206,5</b> | <b>210,4</b> |
| Szczepionka BCG 10              | 9,2         | 9,8         | 3,5         | 3,8         | 3,9          | 17,0         | 17,5         | 17,7         | 17,9         | 18,1         | 18,3         | 18,4         |
| Onko BCG                        | 17,0        | 26,8        | 31,6        | 61,8        | 101,8        | 144,2        | 147,1        | 150,1        | 153,1        | 156,2        | 159,3        | 162,5        |
| Distreptaza                     | 22,5        | 24,5        | 13,2        | 16,7        | 18,5         | 20,6         | 21,8         | 23,2         | 23,6         | 24,1         | 24,6         | 25,1         |
| Gamma Anty D                    | 4,8         | 6,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Lakcid                          | 2,0         | 0,5         | 0,2         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Inne                            | 3,0         | 3,9         | 3,3         | 3,4         | 3,4          | 3,4          | 3,5          | 3,5          | 3,5          | 3,6          | 3,6          | 3,6          |
| Wynik brutto na sprzedaży       | 35,2        | 44,3        | 33,8        | 63,4        | 100,9        | 142,1        | 146,0        | 151,2        | 154,8        | 158,4        | 162,1        | 165,8        |
| <b>EBIT</b>                     | <b>8,6</b>  | <b>12,4</b> | <b>-0,6</b> | <b>21,9</b> | <b>50,0</b>  | <b>83,4</b>  | <b>86,0</b>  | <b>88,6</b>  | <b>90,3</b>  | <b>92,0</b>  | <b>93,8</b>  | <b>95,6</b>  |
| segment BCG                     | 6,0         | 8,1         | -2,5        | 19,7        | 47,6         | 80,6         | 83,2         | 85,6         | 87,2         | 88,9         | 90,6         | 92,3         |
| segment tradycyjny              | 2,6         | 4,3         | 1,9         | 2,3         | 2,5          | 2,7          | 2,9          | 3,0          | 3,1          | 3,1          | 3,2          | 3,3          |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>15,3</b> | <b>19,1</b> | <b>15,5</b> | <b>38,2</b> | <b>66,2</b>  | <b>99,4</b>  | <b>102,9</b> | <b>105,2</b> | <b>106,9</b> | <b>108,6</b> | <b>110,3</b> | <b>112,1</b> |
| <b>Zysk netto</b>               | <b>4,8</b>  | <b>7,6</b>  | <b>-3,0</b> | <b>14,0</b> | <b>36,1</b>  | <b>62,6</b>  | <b>65,6</b>  | <b>67,5</b>  | <b>69,4</b>  | <b>70,8</b>  | <b>72,2</b>  | <b>73,6</b>  |
| Marża zysku brutto na sprzedaży | 60,0%       | 61,7%       | 64,5%       | 73,5%       | 78,6%        | 76,4%        | 76,5%        | 77,5%        | 77,8%        | 78,2%        | 78,5%        | 78,8%        |
| Marża EBIT                      | 14,8%       | 17,3%       | -1,2%       | 25,4%       | 39,0%        | 44,8%        | 45,1%        | 45,4%        | 45,4%        | 45,4%        | 45,4%        | 45,4%        |
| Marża EBITDA                    | 26,1%       | 26,5%       | 29,7%       | 44,3%       | 51,6%        | 53,4%        | 54,0%        | 53,9%        | 53,7%        | 53,6%        | 53,4%        | 53,3%        |
| Marża zysku netto               | 8,1%        | 10,5%       | -5,8%       | 16,3%       | 28,1%        | 33,7%        | 34,4%        | 34,6%        | 34,9%        | 34,9%        | 34,9%        | 35,0%        |

Źródło: BDM, spółka

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 20.05.2025 [mln PLN]

|                           | 2025P      |        |         | 2026P      |        |        | 2027P      |        |        |
|---------------------------|------------|--------|---------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|
|                           | poprzednia | obecna | zmiana  | poprzednia | obecna | zmiana | poprzednia | obecna | zmiana |
| Przychody                 | 81,6       | 52,3   | -35,8%  | 137,7      | 86,3   | -37,4% | 197,2      | 128,3  | -34,9% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 52,6       | 33,8   | -35,9%  | 94,0       | 63,4   | -32,5% | 138,5      | 100,9  | -27,1% |
| EBITDA                    | 33,4       | 15,5   | -53,4%  | 66,0       | 38,2   | -42,1% | 100,0      | 66,2   | -33,8% |
| EBIT                      | 16,3       | -0,6   | -103,8% | 49,3       | 21,9   | -55,5% | 83,5       | 50,0   | -40,1% |
| Wynik brutto              | 14,8       | -3,3   | -122,2% | 47,8       | 18,5   | -61,3% | 82,5       | 46,9   | -43,2% |
| Wynik netto               | 11,1       | -3,0   | -127,4% | 36,3       | 14,0   | -61,3% | 63,5       | 36,1   | -43,2% |
| marża brutto              | 64,6%      | 64,5%  |         | 68,2%      | 73,5%  |        | 70,2%      | 78,6%  |        |
| marża EBITDA              | 40,9%      | 29,7%  |         | 47,9%      | 44,3%  |        | 50,7%      | 51,6%  |        |
| marża EBIT                | 20,0%      | -1,2%  |         | 35,8%      | 25,4%  |        | 42,4%      | 39,0%  |        |
| marża netto               | 13,6%      | -5,8%  |         | 26,4%      | 16,3%  |        | 32,2%      | 28,1%  |        |

Źródło: BDM

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

| Bilans [mln PLN]                                        | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|---------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa trwałe                                           | 220,3 | 252,4 | 255,6 | 250,3 | 248,4 | 247,2 | 245,5 | 245,2 | 245,0 | 244,9 | 244,9 | 244,9 |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                  | 208,8 | 241,7 | 242,6 | 239,8 | 237,7 | 236,2 | 235,2 | 234,9 | 234,7 | 234,6 | 234,6 | 234,6 |
| Aktywa niematerialne                                    | 0,4   | 1,6   | 3,3   | 3,5   | 3,7   | 4,0   | 3,3   | 3,3   | 3,3   | 3,3   | 3,3   | 3,3   |
| Aktywa obrotowe                                         | 45,6  | 46,2  | 42,9  | 53,2  | 76,7  | 125,1 | 108,6 | 128,0 | 148,6 | 169,3 | 190,4 | 212,1 |
| Zapasy                                                  | 15,5  | 9,7   | 8,3   | 13,7  | 20,4  | 29,6  | 30,3  | 31,0  | 31,6  | 32,2  | 32,8  | 33,4  |
| Należności handlowe oraz pozostałe należności           | 27,4  | 35,0  | 29,8  | 20,2  | 30,1  | 43,7  | 44,8  | 45,8  | 46,7  | 47,6  | 48,5  | 49,4  |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty                      | 2,2   | 0,8   | 3,6   | 18,2  | 25,0  | 50,7  | 32,4  | 49,9  | 69,1  | 88,3  | 107,9 | 128,1 |
| Aktywa razem                                            | 265,9 | 298,6 | 298,5 | 303,6 | 325,1 | 372,3 | 354,2 | 373,2 | 393,6 | 414,2 | 435,3 | 457,0 |
| Kapitał własny                                          | 112,6 | 121,5 | 141,4 | 155,5 | 184,5 | 221,9 | 243,6 | 265,3 | 287,4 | 309,6 | 332,2 | 355,3 |
| Kapitał podstawowy                                      | 7,0   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   | 7,1   |
| Zyski zatrzymane                                        | -27,7 | -20,1 | -23,2 | -9,1  | 20,0  | 57,3  | 79,0  | 100,7 | 122,8 | 145,0 | 167,6 | 190,7 |
| Zobowiązania długoterminowe                             | 122,3 | 134,2 | 133,8 | 105,9 | 102,1 | 61,4  | 57,9  | 54,5  | 51,8  | 49,3  | 46,9  | 44,7  |
| Oprocentowane kredyty i pożyczki                        | 58,9  | 58,2  | 61,0  | 37,1  | 37,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania z tytułu leasingu                          | 2,3   | 2,6   | 2,9   | 2,3   | 1,8   | 1,2   | 0,6   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania krótkoterminowe                            | 31,0  | 43,0  | 23,3  | 42,2  | 38,5  | 88,9  | 52,7  | 53,5  | 54,4  | 55,2  | 56,1  | 57,1  |
| Oprocentowane kredyty i pożyczki                        | 7,9   | 18,6  | 0,0   | 13,3  | 0,0   | 37,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania z tytułu leasingu                          | 0,9   | 1,0   | 1,3   | 1,1   | 0,8   | 0,6   | 0,3   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne | 18,0  | 16,9  | 14,5  | 20,3  | 30,2  | 43,8  | 44,9  | 46,0  | 46,9  | 47,8  | 48,7  | 49,6  |
| Pasywa razem                                            | 265,9 | 298,6 | 298,5 | 303,6 | 325,1 | 372,3 | 354,2 | 373,2 | 393,6 | 414,2 | 435,3 | 457,0 |

| Rachunek wyników [mln PLN] | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody                  | 58,6 | 71,8 | 52,3  | 86,3  | 128,3 | 186,0 | 190,7 | 195,2 | 198,9 | 202,7 | 206,5 | 210,4 |
| <i>Szczepionka BCG 10</i>  | 9,2  | 9,8  | 3,5   | 3,8   | 3,9   | 17,0  | 17,5  | 17,7  | 17,9  | 18,1  | 18,3  | 18,4  |
| <i>Onko BCG</i>            | 17,0 | 26,8 | 31,6  | 61,8  | 101,8 | 144,2 | 147,1 | 150,1 | 153,1 | 156,2 | 159,3 | 162,5 |
| <i>Distreptaza</i>         | 22,5 | 24,5 | 13,2  | 16,7  | 18,5  | 20,6  | 21,8  | 23,2  | 23,6  | 24,1  | 24,6  | 25,1  |
| <i>Gamma Anty D</i>        | 4,8  | 6,2  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <i>Lakcid</i>              | 2,0  | 0,5  | 0,2   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <i>Inne</i>                | 3,0  | 3,9  | 3,3   | 3,4   | 3,4   | 3,4   | 3,5   | 3,5   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,6   |
| Wynik brutto na sprzedaży  | 35,2 | 44,3 | 33,8  | 63,4  | 100,9 | 142,1 | 146,0 | 151,2 | 154,8 | 158,4 | 162,1 | 165,8 |
| Koszty SG&A                | 24,9 | 32,0 | 36,5  | 43,3  | 52,4  | 60,1  | 61,2  | 63,7  | 65,4  | 67,2  | 69,0  | 70,8  |
| EBIT                       | 8,6  | 12,4 | -0,6  | 21,9  | 50,0  | 83,4  | 86,0  | 88,6  | 90,3  | 92,0  | 93,8  | 95,6  |
| <i>segment BCG</i>         | 6,0  | 8,1  | -2,5  | 19,7  | 47,6  | 80,6  | 83,2  | 85,6  | 87,2  | 88,9  | 90,6  | 92,3  |
| <i>segment tradycyjny</i>  | 2,6  | 4,3  | 1,9   | 2,3   | 2,5   | 2,7   | 2,9   | 3,0   | 3,1   | 3,1   | 3,2   | 3,3   |
| EBITDA                     | 15,3 | 19,1 | 15,5  | 38,2  | 66,2  | 99,4  | 102,9 | 105,2 | 106,9 | 108,6 | 110,3 | 112,1 |
| Zysk brutto                | 6,6  | 9,6  | -3,3  | 18,5  | 46,9  | 80,3  | 83,0  | 85,5  | 87,9  | 89,6  | 91,4  | 93,1  |
| Zysk netto                 | 4,8  | 7,6  | -3,0  | 14,0  | 36,1  | 62,6  | 65,6  | 67,5  | 69,4  | 70,8  | 72,2  | 73,6  |

| Cash Flow [mln PLN]                    | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przepływy z działalności operacyjnej   | -5,3  | 14,8  | 21,1  | 45,5  | 45,9  | 69,0  | 81,4  | 80,6  | 82,8  | 84,3  | 85,7  | 87,3  |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -72,9 | -25,9 | -22,6 | -13,8 | -14,2 | -14,7 | -15,3 | -16,3 | -16,4 | -16,5 | -16,6 | -16,6 |
| Przepływy z działalności finansowej    | 53,3  | 9,7   | 4,4   | -17,2 | -24,8 | -28,7 | -84,4 | -46,8 | -47,3 | -48,6 | -49,5 | -50,5 |
| Przepływy pieniężne netto              | -24,9 | -1,4  | 2,9   | 14,5  | 6,9   | 25,6  | -18,3 | 17,6  | 19,2  | 19,2  | 19,6  | 20,2  |
| FCF                                    | -78,3 | -11,1 | -1,5  | 31,7  | 31,6  | 54,3  | 66,1  | 64,4  | 66,4  | 67,8  | 69,2  | 70,7  |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 27,1  | 2,2   | 0,8   | 3,6   | 18,2  | 25,0  | 50,7  | 32,4  | 49,9  | 69,1  | 88,3  | 107,9 |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 2,2   | 0,8   | 3,6   | 18,2  | 25,0  | 50,7  | 32,4  | 49,9  | 69,1  | 88,3  | 107,9 | 128,1 |

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

| Dane finansowe                | 2023    | 2024   | 2025P   | 2026P    | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2030P  | 2031P  | 2032P  | 2033P  | 2034P  |
|-------------------------------|---------|--------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 16,3%   | 22,4%  | -27,1%  | 64,9%    | 48,7%  | 44,9%  | 2,5%   | 2,4%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   |
| EBITDA zmiana r/r             | -4,9%   | 24,7%  | -18,4%  | 146,0%   | 73,1%  | 50,1%  | 3,6%   | 2,2%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,6%   | 1,6%   |
| EBIT zmiana r/r               | -12,1%  | 43,7%  | -104,9% | -3671,2% | 128,3% | 66,6%  | 3,2%   | 3,0%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   | 1,9%   |
| Zysk netto zmiana r/r         | -21,7%  | 58,7%  | -140,2% | -562,4%  | 157,0% | 73,6%  | 4,7%   | 3,0%   | 2,8%   | 2,0%   | 2,0%   | 2,0%   |
| Marża brutto na sprzedaży     | 60,0%   | 61,7%  | 64,5%   | 73,5%    | 78,6%  | 76,4%  | 76,5%  | 77,5%  | 77,8%  | 78,2%  | 78,5%  | 78,8%  |
| Marża EBITDA                  | 26,1%   | 26,5%  | 29,7%   | 44,3%    | 51,6%  | 53,4%  | 54,0%  | 53,9%  | 53,7%  | 53,6%  | 53,4%  | 53,3%  |
| Marża EBIT                    | 14,8%   | 17,3%  | -1,2%   | 25,4%    | 39,0%  | 44,8%  | 45,1%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  | 45,4%  |
| Marża brutto                  | 11,2%   | 13,4%  | -6,3%   | 21,4%    | 36,5%  | 43,2%  | 43,5%  | 43,8%  | 44,2%  | 44,2%  | 44,2%  | 44,3%  |
| Marża netto                   | 8,1%    | 10,5%  | -5,8%   | 16,3%    | 28,1%  | 33,7%  | 34,4%  | 34,6%  | 34,9%  | 34,9%  | 34,9%  | 35,0%  |
| COGS / przychody              | 40,0%   | 38,3%  | 35,5%   | 26,5%    | 21,4%  | 23,6%  | 23,5%  | 22,5%  | 22,2%  | 21,8%  | 21,5%  | 21,2%  |
| SG&A / przychody              | 42,6%   | 44,5%  | 69,8%   | 50,1%    | 40,9%  | 32,3%  | 32,1%  | 32,7%  | 32,9%  | 33,1%  | 33,4%  | 33,7%  |
| SG&A / COGS                   | 106,4%  | 116,2% | 196,7%  | 189,3%   | 191,3% | 136,8% | 136,8% | 145,1% | 148,3% | 151,7% | 155,2% | 158,7% |
| ROE                           | 4,2%    | 6,2%   | -2,1%   | 9,0%     | 19,6%  | 28,2%  | 26,9%  | 25,5%  | 24,2%  | 22,9%  | 21,7%  | 20,7%  |
| ROA                           | 1,8%    | 2,5%   | -1,0%   | 4,6%     | 11,1%  | 16,8%  | 18,5%  | 18,1%  | 17,6%  | 17,1%  | 16,6%  | 16,1%  |
| Dług                          | 153,27  | 177,15 | 157,08  | 148,10   | 140,59 | 150,33 | 110,55 | 107,94 | 106,17 | 104,55 | 103,07 | 101,74 |
| D / (D+E)                     | 57,6%   | 59,3%  | 52,6%   | 48,8%    | 43,2%  | 40,4%  | 31,2%  | 28,9%  | 27,0%  | 25,2%  | 23,7%  | 22,3%  |
| D / E                         | 136,1%  | 145,8% | 111,1%  | 95,3%    | 76,2%  | 67,7%  | 45,4%  | 40,7%  | 36,9%  | 33,8%  | 31,0%  | 28,6%  |
| Dług netto                    | 67,9    | 79,6   | 61,6    | 35,6     | 14,6   | -11,8  | -31,5  | -49,9  | -69,1  | -88,3  | -107,9 | -128,1 |
| Dług netto / kapitał własny   | 0,6     | 0,7    | 0,4     | 0,2      | 0,1    | -0,1   | -0,1   | -0,2   | -0,2   | -0,3   | -0,3   | -0,4   |
| Dług netto / EBITDA           | 4,4     | 4,2    | 4,0     | 0,9      | 0,2    | -0,1   | -0,3   | -0,5   | -0,6   | -0,8   | -1,0   | -1,1   |
| Dług netto / EBIT             | 7,8     | 6,4    | -100,4  | 1,6      | 0,3    | -0,1   | -0,4   | -0,6   | -0,8   | -1,0   | -1,2   | -1,3   |
| EV                            | 365,5   | 378,3  | 384,2   | 361,0    | 342,8  | 319,2  | 299,5  | 281,1  | 261,9  | 242,7  | 223,1  | 202,9  |
| Dług / EV                     | 41,9%   | 46,8%  | 40,9%   | 41,0%    | 41,0%  | 47,1%  | 36,9%  | 38,4%  | 40,5%  | 43,1%  | 46,2%  | 50,1%  |
| CAPEX / Przychody             | 192,1%  | 58,3%  | 43,7%   | 16,0%    | 11,1%  | 7,9%   | 8,0%   | 8,3%   | 8,2%   | 8,1%   | 8,0%   | 7,9%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 1698,4% | 517,1% | 141,5%  | 84,4%    | 88,2%  | 92,0%  | 90,5%  | 98,0%  | 98,7%  | 99,4%  | 100,0% | 100,0% |
| Amortyzacja / Przychody       | 11,3%   | 11,3%  | 30,9%   | 18,9%    | 12,6%  | 8,6%   | 8,9%   | 8,5%   | 8,3%   | 8,2%   | 8,0%   | 7,9%   |
| Zmiana KO / Przychody         | 18,6%   | 4,0%   | -7,9%   | -11,7%   | 5,2%   | 4,9%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,3%   |
| Zmiana KO / Zmiana Przychodów | 34,9%   | -31,4% | 51,9%   | 19,7%    | 21,8%  | 1,3%   | 15,2%  | 13,0%  | 16,2%  | 16,2%  | 16,2%  | 0,0%   |
| Wskaźniki rynkowe             | 2023    | 2024   | 2025P   | 2026P    | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2030P  | 2031P  | 2032P  | 2033P  | 2034P  |
| MC/S*                         | 5,1     | 4,1    | 5,7     | 3,4      | 2,3    | 1,6    | 1,6    | 1,5    | 1,5    | 1,5    | 1,4    | 1,4    |
| P/E*                          | 62,5    | 39,6   | -       | 23,2     | 9,1    | 5,3    | 5,0    | 4,9    | 4,8    | 4,7    | 4,6    | 4,5    |
| P/BV*                         | 2,6     | 2,5    | 2,3     | 2,1      | 1,8    | 1,5    | 1,4    | 1,2    | 1,2    | 1,1    | 1,0    | 0,9    |
| P/CE*                         | 26,1    | 21,1   | 24,6    | 10,7     | 6,3    | 4,2    | 4,0    | 3,9    | 3,8    | 3,8    | 3,7    | 3,7    |
| EV/EBITDA*                    | 23,9    | 19,9   | 24,7    | 9,4      | 5,2    | 3,2    | 2,9    | 2,7    | 2,5    | 2,2    | 2,0    | 1,8    |
| EV/EBIT*                      | 42,3    | 30,4   | -       | 16,5     | 6,8    | 3,8    | 3,5    | 3,2    | 2,9    | 2,6    | 2,4    | 2,1    |
| EV/S*                         | 6,2     | 5,3    | 7,3     | 4,2      | 2,7    | 1,7    | 1,6    | 1,4    | 1,3    | 1,2    | 1,1    | 1,0    |
| BVPS                          | 1,6     | 1,7    | 1,9     | 2,0      | 2,4    | 2,8    | 3,1    | 3,4    | 3,7    | 3,9    | 4,2    | 4,5    |
| EPS                           | 0,1     | 0,1    | 0,0     | 0,2      | 0,5    | 0,8    | 0,8    | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,9    |
| CEPS                          | 0,2     | 0,2    | 0,2     | 0,4      | 0,7    | 1,0    | 1,1    | 1,1    | 1,1    | 1,1    | 1,1    | 1,1    |
| FCFPS                         | -1,7    | -0,4   | 0,0     | 0,4      | 0,4    | 0,7    | 0,8    | 0,8    | 0,8    | 0,9    | 0,9    | 0,9    |
| DPS w okresie                 | 0,0     | 0,0    | 0,0     | 0,0      | 0,1    | 0,3    | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,6    | 0,6    |
| DY                            | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%    | 0,0%     | 2,1%   | 7,6%   | 13,2%  | 13,9%  | 14,3%  | 14,7%  | 15,0%  | 15,3%  |
| Payout ratio                  | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%    | 0,0%     | 50,0%  | 70,0%  | 70,0%  | 70,0%  | 70,0%  | 70,0%  | 70,0%  | 70,0%  |

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 4,22 PLN

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**  
W ostatnim czasie podpisano odbiór linii technologicznej w nowym zakładzie produkcyjnym. Opóźnienia na kolejnych etapach inwestycji mogą skutkować późniejszym wprowadzeniem Onko BCG z nowej linii 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 w Holandii, Turcji, Serbii, Bośni i Hercegowinie, Austrii, Czechach, Słowacji, Węgrzech, Argentynie, Kolumbii, Peru, Ekwadorze, Chile, Paragwaju i Brazylii.
- **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, Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)  
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

**Piotr Barcz**

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [piotr.barcz@bdm.pl](mailto:piotr.barcz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny  
e-mail: [andrzej.wodecki@bdm.pl](mailto:andrzej.wodecki@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW  
INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji Synthaverse**

| zalecenie    | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data              | godzina publikacji | kurs        | WIG               |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------|-------------------|
| <b>Kupuj</b> | <b>5,3</b>    | <b>Kupuj</b>            | <b>6,6</b>               | <b>20.10.2025</b> | <b>15:55</b>       | <b>4,22</b> | <b>109 276,48</b> |
| 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         |

#### 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'25*: |        |      | , 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                                                      | 3      | 100% |                                                                                                                                                               | 0      | 0% |
| Akumuluj                                                   | 0      | 0%   |                                                                                                                                                               | 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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

**Data sporządzenia materiału: 2025-10-20.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-10-20 (15:55 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-10-20 (15:55 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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ 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 Inwestycyjnego).

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 (analitik) 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.

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 20.10.2025 roku:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.