



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 1Q 2025 OCHRONA ZDROWIA

BIOMAXIMA
CELON PHARMA
NEUCA
SYNEKTIK
SYNTHAVERSE
VOXEL

Analitik:

Anna Tobiasz

17 KWIETNIA 2025, 12:00 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.

Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.

Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.

SPIS TREŚCI:

PODSUMOWANIE	3
BIOMAXIMA	4
CELON PHARMA.....	5
NEUCA.....	6
SYNEKTIK	7
SYNTHAVERSE	8
VOXEL.....	9

PODSUMOWANIE

Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA			P/E			P/BV		
			2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
BioMaxima	12,5	52,2	14,0	5,8	4,2	230,8	9,5	7,0	1,1	1,0	0,9
Celon Pharma	24,5	1 102,5	54,6	54,6	54,6	-44,5	-44,5	-44,5	2,8	2,8	2,8
Neuca	680,0	2 998,7	11,7	11,6	9,7	20,5	19,6	19,8	3,8	3,5	3,4
Synektik*	204,6	1 745,1	13,6	10,9	10,3	20,6	16,5	16,0	9,1	7,7	6,3
Synthavarse	4,4	310,6	21,6	12,0	5,7	62,7	32,2	8,8	2,6	2,5	1,9
Voxel	138,4	1 453,6	9,2	8,1	7,3	14,9	13,9	12,5	4,0	3,5	3,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *dla spółki Synektik zaprezentowane wskaźniki dla 2023 fin., 2024 fin. i 2025 fin.

Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			EBIT [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]		
		1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r
BioMaxima	30 maj 25	1,1	1,6	42,8%	0,3	0,7	131,3%	0,3	0,4	74,4%
Celon Pharma	21 maj 25	-5,2	-7,7	-	-17,9	-20,4	-	-15,7	-21,7	-
Neuca	22 maj 25	115,0	113,1	-1,7%	85,9	80,5	-6,2%	59,6	52,2	-12,4%
Synektik*	11 cze 25	20,6	25,3	22,9%	16,6	20,3	22,0%	12,2	15,3	24,8%
Synthavarse	29 maj 25	1,8	3,3	80,2%	0,2	-0,4	-	-0,4	-0,6	-
Voxel	28 maj 25	37,5	46,9	24,8%	25,9	33,6	29,5%	19,6	25,6	30,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (1Q'25 to w spółce 2Q'24 fin.)

Wyniki i prognozy dla wybranych spółek z ochrony zdrowia

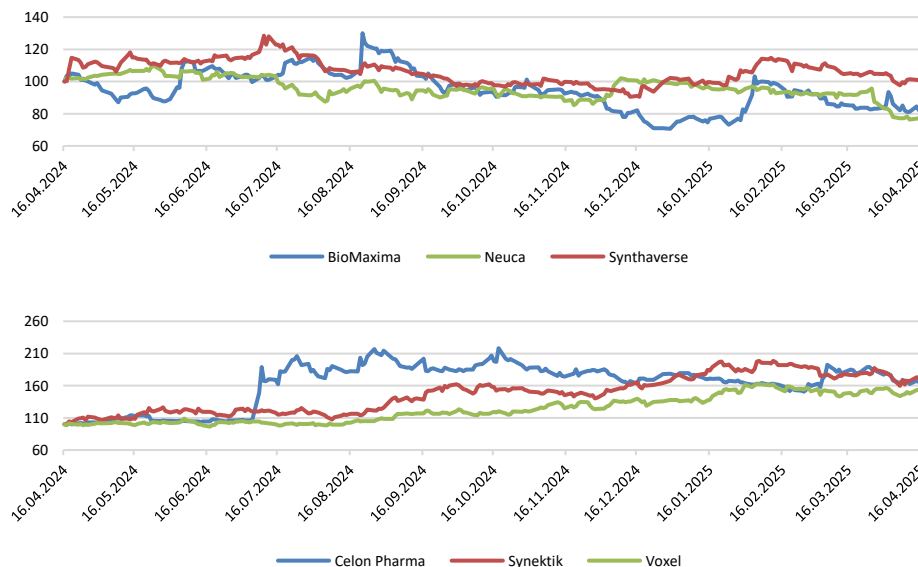
	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24**	1Q'25
Przychody									
BioMaxima	11,1	10,7	11,7	13,3	11,5	12,5	13,0	16,4	15,1
Celon Pharma	43,9	69,0	48,8	54,9	40,3	65,6	120,0	53,6	48,7
Neuca	3 002,0	2 891,2	2 967,6	2 951,8	3 162,1	3 043,4	3 185,2	3 221,0	3 319,6
Synektik*	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	141,8	203,1	121,5
Synthavarse	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,4	26,4	13,1
Voxel	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	140,7	121,4
EBIT									
BioMaxima	0,5	0,9	-0,6	0,0	0,3	0,0	0,0	0,9	0,7
Celon Pharma	-13,6	5,4	-9,8	-9,3	-17,9	-6,8	56,7	-12,1	-20,4
Neuca	70,5	57,7	82,5	54,4	85,9	62,4	78,4	48,1	80,5
Synektik*	3,2	17,0	23,0	45,4	16,6	20,7	25,2	41,5	20,3
Synthavarse	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	6,7	-0,4
Voxel	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	28,1	33,6
EBITDA									
BioMaxima	1,0	1,4	0,1	0,7	1,1	0,8	0,8	1,8	1,6
Celon Pharma	-1,8	18,1	3,0	3,5	-5,2	5,6	69,8	1,0	-7,7
Neuca	97,7	85,8	110,9	85,2	115,0	92,4	108,3	79,1	113,1
Synektik*	6,8	20,9	26,9	49,3	20,6	24,6	29,7	46,4	25,3
Synthavarse	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	9,2	3,3
Voxel	30,9	35,7	44,1	41,2	37,5	42,1	46,1	40,8	46,9
Wynik netto									
BioMaxima	0,5	0,4	-0,4	0,1	0,3	-0,4	-0,3	0,7	0,4
Celon Pharma	-9,5	3,1	-6,8	-15,0	-15,7	-8,0	57,2	-11,8	-21,7
Neuca	52,1	23,9	50,6	32,8	59,6	36,5	51,0	24,5	52,2
Synektik*	4,0	13,5	15,8	34,7	12,2	16,7	21,0	33,1	15,3
Synthavarse	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	4,4	-0,6
Voxel	12,0	17,3	23,6	22,7	19,6	22,9	25,4	29,8	25,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

*wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (1Q'25 to w spółce 2Q'24 fin.)

** Wyniki spółek BioMaxima, Celon Pharma i Synthavarse za 4Q'24 nie zostały jeszcze opublikowane

Zachowanie kursów omawianych spółek



Źródło: BDM, Bloomberg

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,7 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	12,5	P/E	89,1	230,8	9,5	7,0
MC [mln PLN]	52,2	EV/EBITDA	19,8	14,0	5,8	4,2
		EV/EBIT	87,3	52,0	8,7	5,9
		P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9

W 1Q'25 spodziewamy się wzrostu przychodów o 31% r/r do 15,1 mln PLN. Wysoka dynamika w naszej ocenie będzie wynikać głównie ze zwiększonego wolumenu sprzedaży, dzięki stopniowemu zapełnianiu mocy produkcyjnych w nowym zakładzie. Dodatkowo, w 1Q'25 spółka zrealizowała umowę na dostawę automatycznego analizatora do monitorowania hodowli komórkowych o wartości 1,4 mln PLN. Podtrzymujemy założenie, że głównym driverem wzrostu sprzedaży będą krążki antybiotykowe oraz w kolejnych okresach testy MIC.

W zakresie kosztów operacyjnych zakładamy nieco niższe dynamiki, co wpływa na zwiększenie rentowności. Z kosztów stałych w naszej ocenie najmocniejszy wzrost powinny wykazać świadczenia pracownicze (+11,9%). Wiąże się to głównie ze wzrostem minimalnego wynagrodzenia od stycznia'25. Utrzymanie 60% udziału sprzedaży produktów do 40% towarów, również powinno sprzyjać poprawie marży. W 1Q'25 szacujemy 0,7 mln PLN EBIT wobec 0,3 mln PLN rok wcześniej. Dodatkowo, w naszej ocenie wzrost amortyzacji w związku z włączaniem do użytkowania kolejnych urządzeń w ciągu ostatniego roku, przyczyni się do wzrostu zysku EBITDA do 1,6 mln PLN (+43% r/r).

Biorąc pod uwagę utrzymujące się w 1Q'25 dosyć wysokie koszty obsługi długu, spodziewamy się ujemnego wyniku działalności finansowej. Finalnie zysk netto, według naszych oczekiwań, powinien ukształtować się na poziomie 0,4 mln PLN. Jest to wzrost względem 1Q'24, kiedy wynik netto wyniósł 0,25 mln PLN, jednak w naszej ocenie to dopiero początek poprawy wyników. Rozszerzanie produkcji na nowych mocach oraz oczekiwane przez nas pozyskiwanie znaczących kontraktów w zakresie antybiotykooporności, powinno skutkować istotną poprawą wyników w kolejnych okresach, z naciskiem na 2H'25.

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	r/r	2023	2024P	r/r	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,5	12,5	13,0	16,4	15,1	31,1%	46,8	53,3	14,0%	73,5	37,9%
EBITDA	1,1	0,8	0,8	1,8	1,6	42,8%	3,2	4,6	42,6%	11,1	142,7%
EBIT	0,3	0,0	0,0	0,9	0,7	131,3%	0,7	1,2	68,9%	7,5	508,2%
Zysk brutto	0,3	-0,4	-0,2	0,8	0,5	111,9%	0,2	0,4	119,6%	6,8	-
Zysk netto	0,3	-0,4	-0,3	0,7	0,4	74,4%	0,6	0,2	-61,4%	5,5	-
Marża EBITDA	9,5%	6,8%	6,5%	11,0%	10,3%		6,9%	8,6%		15,1%	
Marża EBIT	2,4%	0,1%	0,0%	5,7%	4,3%		1,6%	2,3%		10,2%	
Marża zysku netto	2,2%	-3,5%	-1,9%	4,0%	2,9%		1,3%	0,4%		7,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CELON PHARMA

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	24,5	P/E	-31,8	-44,5	57,8
MC [mln PLN]	1 102,5	EV/EBITDA	176,7	54,6	17,3
		EV/EBIT	-32,0	-45,6	62,1
		P/BV	2,6	2,8	2,5

W 1Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się wzrostu sprzedaży o +27% r/r do 44,2 mln PLN. Przypominamy, że baza z 1Q'24 nie uwzględnia jeszcze sprzedaży leku Zarixa. Spodziewamy się, że efekt wprowadzenia na rynek nowego preparatu, który zapowiadała spółka, będzie widoczny w 2H'25. Przychody z tytułu dotacji w naszej ocenie powinny pozostać na poziomie podobnym do analogicznego okresu poprzedniego roku (4,0 mln PLN), natomiast w pozostałych przychodach oczekujemy spadku do poziomu 0,5 mln PLN. Na poziomie całej spółki szacujemy ponad 20% wzrost przychodów do 48,7 mln PLN.

W zakresie kosztów operacyjnych, największy wpływ powinien mieć wzrost kosztów usług obcych (+37% r/r), które w 1Q'24 były zdecydowanie niższe, niż w innych kwartałach, oraz wzrost wynagrodzeń. Szacujemy, że pozycja ta może wzrosnąć ok. 13% r/r. Powoduje to spadek wyniku operacyjnego z -17,8 mln PLN w 1Q'24 do -20,4 mln PLN w 1Q'25 oraz EBITDA z -5,2 mln PLN do -7,7 mln PLN. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -21,7 mln PLN (vs -15,7 mln PLN rok wcześniej).

Patrząc na cały 2025 r., bez uwzględnienia potencjalnej komercjalizacji CPL'36 oraz z wyłączeniem nadzwyczajnych przychodów z tytułu przeniesienia praw do projektu Falkieri (67,7 mln PLN w 3Q'24), przychody powinny wykazywać wzrosty. Szacujemy, że istotnie przyczyni się do tego wprowadzenie na rynek nowego leku generycznego, który pozytywnie wpłynie na wyniki 2H'25. Jednocześnie koszty operacyjne powinny wykazywać wolniejsze dynamiki, dlatego spodziewamy się wzrostowej tendencji wyników.

Prognoza wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024P	r/r	2025P*	r/r
Przychody	40,3	48,7	20,7%	216,6	279,5	29,1%	247,8	-11,4%
ze sprzedaży leków	34,8	44,2	26,9%	164,4	183,9	11,8%	215,3	17,1%
z tytułu dotacji	4,0	4,0	0,0%	49,5	24,7	-50,2%	30,4	23,3%
pozostałe	1,5	0,5	-66,1%	2,6	71,0	2583,6%	2,1	-97,1%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-	0,0	-
EBIT	-17,9	-20,4	14,2%	-27,2	19,8	-	-35,7	-279,7%
EBITDA	-5,2	-7,7	49,1%	22,8	71,2	212,8%	0,0	-100,0%
Wynik netto	-15,7	-21,7	38,7%	-28,1	21,6	-	-31,6	-246,0%
marża EBIT	-44,3%	-41,9%		-12,6%	7,1%		-14,4%	
marża EBITDA	-12,8%	-15,8%		10,5%	25,5%		0,0%	
marża zysku netto	-38,9%	-44,6%		-13,0%	7,7%		-12,8%	

Źródło: BDM, spółka

* prognozy na 2025 r. nie uwzględniają potencjalnej komercjalizacji CPL'36

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	680	P/E	17,8	16,0	13,9
MC [mln PLN]	3 093,6	EV/EBITDA	9,3	8,3	7,5
		EV/EBIT	13,4	11,9	10,4
		P/BV	2,7	2,7	2,5

Hurt apteczny

Intensywny sezon infekcji przyczynił się do wzrostu rynku aptecznego w 1Q'25. Szacujemy, że w pierwszych trzech miesiącach 2025 r. rynek hurtowy wykazał dynamikę ok. 9%, natomiast ze względu na utrzymującą się pozycję sieci aptecznych, spodziewamy się osiągnięcia w ramach segmentu ok. 4,5% wzrostu przychodów.

Produkcja farmaceutyków

Sezon infekcyjny odgrywa istotną rolę w działalności spółki Ewa Krotoszyn, dlatego spodziewamy się mocnego okresu pod kątem sprzedażowym, ale też wynikowym. Wzmożony ruch w aptekach powinien sprzyjać też sprzedaży suplementów diety, które często są dodatkiem do zakupu leków.

Badania kliniczne

Utrata projektu w Kapadi, spowodowana brakiem finansowania po stronie klienta, która odbiła się na wynikach 4Q'24, w naszej ocenie będzie widoczna także w wynikach 1Q'25. Zakładamy, że ustalone wcześniej harmonogramy badań ograniczają elastyczność spółki w przyspieszaniu rozpoczęcia innych projektów. Dlatego też spodziewamy się niższych r/r przychodów i zysku tego segmentu.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów i zysku w 1Q'25 oraz całym 2025 r. Równoległe do prowadzonych inwestycji w zakresie systemów informatycznych, spółka konsekwentnie pozyskuje nowych pacjentów i rozwija się organicznie. Jednocześnie stopniowo podnoszone są stawki składek ubezpieczeniowych, co wspiera dynamiki sprzedaży.

W 1Q'25 na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów o ok. +5,0% r/r. W związku ze spodziewanym osłabieniem wyniku badań klinicznych zakładamy spadek zysku operacyjnego oraz zysku netto. Koszty operacyjne będą obciążone działaniami marketingowymi, szczególnie reklamy nowego leku Paramig Fast. Spodziewamy się, że bardziej agresywny marketing w sezonie infekcji odbije się na marży. Strategia medykalizacji portfela w naszej ocenie spowoduje, że koszty te będą na stałe wpisane w działalność spółki, ponieważ pojawianie się kolejnych leków będzie się wiązało z koniecznością budowy świadomości marki wśród pacjentów i lekarzy. Spadek wyników r/r to także efekt dość wysokiej bazy z 1Q'24. W naszej ocenie kolejne kwartały powinny już pokazywać dodatnie dynamiki.

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 162,1	3 319,6	5,0%	12 611,8	13 113,0	4,0%
<i>Hurt apteczny</i>	2 913,2	3 044,3	4,5%	11 591,5	11 982,9	3,4%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	97,9	107,7	10,0%	365,8	402,4	10,0%
<i>Badania kliniczne</i>	104,4	99,3	-4,9%	451,6	439,8	-2,6%
<i>Operator medyczny</i>	110,7	132,8	20,0%	457,5	549,0	20,0%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	44,0	52,9	20,3%	192,8	221,4	14,8%
<i>Wylączenia</i>	-108,1	-117,4		-441,9	-482,4	
Wynik brutto na sprzedaży	362,9	373,8	3,0%	1 440,5	1 498,6	4,0%
EBITDA	115,0	113,1	-1,7%	394,9	436,1	10,4%
EBIT	85,9	80,5	-6,2%	274,7	304,6	10,9%
Zysk brutto	75,8	65,8	-13,2%	227,0	246,7	8,7%
Zysk netto	59,6	52,2	-12,4%	171,6	193,0	12,5%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,5%	11,3%		11,4%	11,4%	
Marża EBITDA	3,6%	3,4%		3,1%	3,3%	
Marża EBIT	2,7%	2,4%		2,2%	2,3%	
Marża zysku netto	1,9%	1,6%		1,4%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK**Kupuj, TP 225,5 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 11 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	204,6	P/E	20,6	16,5	16,0
MC [mln PLN]	1 745,1	EV/EBITDA	13,6	10,9	10,3
		EV/EBIT	15,6	12,5	11,8
		P/BV	9,1	7,7	6,3

W 2Q'24 fin. (styczeń'25-marzec'25) spółka zainstalowała 3 systemy robotyczne da Vinci – 2 w Czechach oraz 1 na Słowacji. Wartość tych kontraktów wyniosła ponad 92 mln PLN, jednak większość z tej kwoty będą stanowić instrumenty zużywalne i usługi gwarancji po okresie dwóch lat. Zakładamy, że w przychody okresu z tego tytułu wejdzie ok. 35 mln PLN, a powtarzalne przychody związane z dostarczaniem instrumentów zużywalnych wniosą ok. 70 mln PLN. Razem ze sprzedażą pozostałych urządzeń, przychody segmentu szacujemy w wysokości ok. 108,1 mln PLN, wobec 75,1 mln PLN rok wcześniej. Ze względu na spadek udziału da Vinci w przychodach segmentu, spodziewamy się spadku marży EBITDA z 31% do 25%, co oznacza wzrost wyniku z 23,4 mln PLN do 27,0 mln PLN.

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się wzrostu sprzedaży zarówno produktów podstawowych, jak i specjalnych. Przychody segmentu szacujemy na poziomie 13,8 mln PLN (+6,3% r/r). Zakładamy utrzymanie marży EBITDA w okolicach 34%, co oznacza wzrost zysku EBITDA do 4,7 mln PLN.

W związku z trwającymi badaniami klinicznymi 3 fazy nad kardioznaczniakiem, oczekujemy utrzymania na podobnym poziomie r/r kosztów w segmencie CBR. W 2Q'24 szacujemy 5,2 mln PLN kosztów prac rozwojowych oraz -4,8 mln PLN EBITDA (vs. -4,9 mln PLN rok wcześniej).

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 121,5 mln PLN (+38,5% r/r). Przypominamy, że 2Q'23 fin. był słabszy sprzedażowo po bardzo intensywnym 1Q'23 fin. 2Q'24 z kolei był czasem oczekiwania na rozstrzygnięcie konkursu w ramach KPO, dlatego część inwestycji została przesunięta na kolejne okresy, kiedy szpitale dostaną dofinansowanie. Pozytywnie patrzymy na przychody powtarzalne, które wg naszych szacunków powinny stanowić już ok. 65% przychodów segmentu sprzętu diagnostycznego i IT. Szacujemy dwucyfrowy wzrost EBITDA, zarówno z uwzględnieniem CBR, jak i w ujęciu skorygowanym (odpowiednio +22,9% r/r oraz +18,2% r/r). Implikuje to wzrost zysku netto do 15,3 mln PLN (+24,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'24 fin. [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	r/r	2022	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	87,7	121,5	38,5%	446,9	624,8	744,0	19,1%
EBIT	16,6	20,3	22,0%	67,9	107,8	133,3	23,6%
EBITDA	20,6	25,3	22,9%	82,6	124,2	153,3	23,4%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	<i>23,4</i>	<i>27,0</i>	<i>15,1%</i>	<i>98,9</i>	<i>144,0</i>	<i>167,7</i>	<i>16,5%</i>
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	<i>4,4</i>	<i>4,7</i>	<i>6,2%</i>	<i>11,2</i>	<i>16,3</i>	<i>17,8</i>	<i>8,8%</i>
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	<i>-4,9</i>	<i>-4,8</i>	<i>-</i>	<i>-14,5</i>	<i>-22,1</i>	<i>-20,2</i>	<i>-</i>
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	<i>-2,3</i>	<i>-1,5</i>	<i>-</i>	<i>-13,7</i>	<i>-14,0</i>	<i>-12,0</i>	<i>-</i>
EBITDA znorm.	25,5	30,2	18,2%	97,1	146,3	173,5	18,6%
Wynik netto	12,2	15,3	24,8%	52,5	84,6	105,7	24,9%
Marża EBIT	18,9%	16,7%		15,2%	17,3%	17,9%	
Marża EBITDA	23,5%	20,8%		18,5%	19,9%	20,6%	
Marża zysku netto	13,9%	12,6%		11,7%	13,5%	14,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 stycznia 2025 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,4	P/E	65,5	62,7	32,2	8,8
MC [mln PLN]	310,6	EV/EBITDA	24,8	21,6	12,0	5,7
		EV/EBIT	43,9	40,0	25,9	7,4
		P/BV	2,8	2,6	2,5	1,9

Segment BCG

Ministerstwo Zdrowia nie ogłosiło jeszcze przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej, dlatego zakładamy spadek przychodów ze sprzedaży tego produktu w 1Q'25 do 1,0 mln PLN. Spodziewamy się, że sprzedaż szczepionki będzie widoczna głównie w 2H'25. Z drugiej strony, wyniki segmentu powinny wspierać przychody ze sprzedaży Onko BCG (7,9 mln PLN, czyli +82,7% r/r). Mniejsza sprzedaż szczepionki, co do zasady powinna oznaczać zwiększone możliwości produkcyjne Onko. Dodatkowo, inwestycje, które spółka przeprowadza także w starym zakładzie produkcyjnym, powinny pozwolić na zwiększanie wolumenów tego segmentu jeszcze przed uruchomieniem nowego zakładu.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym zakładaliśmy wysoką sprzedaż w 4Q'24. Zazwyczaj, po intensywnym sprzedażowo kwartale, kolejny okres wykazuje niższe przychody, dlatego szacujemy, że w 1Q'25 segment ten pokaże ok. 40% spadku tej pozycji. Zakładamy, że produkcja Lakcidu nie będzie kontynuowana w 2025 r. Do sprzedaży z początkiem roku został wprowadzony nowy lek – Davoster, stosowany przy łagodnym rozroście gruczołu krokowego u mężczyzn. Szacujemy, że w pierwszych okresach sprzedaż tego produktu będzie pomijalna.

W związku z wysokim udziałem w sprzedaży Onko BCG, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży do 63,1% (vs 53,3% rok wcześniej). Wynik operacyjny będzie jednak istotnie obciążać zwiększona amortyzacja. W naszej ocenie, zakończenie kolejnych etapów inwestycji w CBR i nowy zakład produkcyjny będą skutkować stopniowym wzrostem tej pozycji kosztowej. W 1Q'25 zakładamy istotny wzrost amortyzacji do 3,7 mln PLN wobec 1,6 mln PLN w 1Q'24 oraz szacowanych 2,5 mln PLN w 4Q'24. Wzrost kosztów delikatnie mitygować będzie rozpoczęcie rozliczenia dotacji. Prognozujemy, że będzie to powiększać pozostałe przychody operacyjne o ok. 0,9 mln PLN kwartalnie. Implikuje to stratę zysku operacyjnego w 1Q'25 w wysokości -0,4 mln PLN oraz netto na poziomie -0,6 mln PLN. Zysk EBITDA szacujemy na 3,3 mln PLN (+80,2% r/r).

Prognozy wyników za 1Q'25 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2023	2024P	r/r	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,9	13,1	-5,9%	58,6	69,0	17,7%	79,4	15,2%
Szczepionka BCG 10	2,5	1,0	-60,5%	9,2	10,3	11,8%	9,5	-8,1%
Onko BCG	4,3	7,9	82,7%	17,0	23,0	34,8%	32,9	43,1%
Distreptaza	5,5	3,8	-31,5%	22,5	22,3	-1,1%	23,2	3,9%
Gamma Anty D	0,9	0,2	-81,1%	4,8	4,1	-13,4%	4,0	-3,1%
Lakcid	0,5	0,0		2,0	0,5		0,0	
Inne	0,2	0,2	5,0%	3,0	8,4	183,3%	8,9	5,0%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	8,3	11,6%	35,2	41,7	18,6%	50,3	20,5%
EBIT	0,2	-0,4	-	8,6	9,7	11,7%	14,7	52,1%
EBITDA	1,8	3,3	80,2%	15,3	17,8	16,7%	31,8	78,5%
Zysk netto	-0,4	-0,6	-	4,8	5,0	4,9%	9,8	95,5%
Marża zysku brutto na sprzedaży	53,3%	63,1%		60,0%	60,5%		63,3%	
Marża EBIT	1,8%	-2,8%		14,8%	14,0%		18,5%	
Marża EBITDA	13,1%	25,1%		26,1%	25,9%		40,1%	
Marża zysku netto	-2,8%	-4,8%		8,1%	7,2%		12,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

VOXEL**Kupuj, TP 134,3 PLN/akcję (zrealizowana)**

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	138,4	P/E	19,2	14,9	13,9	12,5
MC [mln PLN]	1 453,6	EV/EBITDA	10,3	9,2	8,1	7,3
		EV/EBIT	13,5	12,9	11,4	10,2
		P/BV	5,0	4,0	3,5	3,2

Diagnostyka

W 1Q'25 oczekujemy wzrostu wolumenów badań MR i PET oraz spadku w TK i SPECT. W badaniach TK jest to spowodowane zmniejszeniem liczby pracowni (w 1Q'24 funkcjonowało 15 pracowni Voxela i 2 pracownie Scanix, a w 1Q'25 odpowiednio 13 i 3). W SPECT 1Q'24 był rekordowym wolumenowo kwartałem, kiedy spółka wykonała 4,6 tys. procedur, natomiast w 1Q'25 szacujemy 4,4 tys. Przypominamy, że w okresie porównywalnym wyceny badań refundowanych były niższe, ponieważ podwyżka weszła w życie w lipcu'24.

IT i wyposażenie pracowni

Spółka szacuje backlog Alterisa na 125 mln PLN na 2025 r. Rok temu o tej porze backlog wynosił 85 mln PLN, dlatego spodziewamy się intensywnego wzrostu w tym segmencie w 2025 r. W naszej ocenie widać to będzie już w 1Q'25. Na koniec roku spółka posiadała zobowiązania z tytułu zakupów środków trwałych, które w 1Q'25 powinny wpłynąć na przychody segmentu (ok. 32 mln PLN). Dodatkowo, od 3Q'24 konsolidowane są też wyniki Radpoint. W związku z tym szacujemy wzrost sprzedaży do 49,6 mln PLN wobec 18,1 mln PLN w 1Q'24.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 1Q'25 zakładamy wykonanie 148 procedur wobec 145 rok wcześniej. Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (-2% r/r).

Na poziomie grupy oczekujemy dwucyfrowego wzrostu przychodów do 121,4 mln PLN oraz zysku EBITDA w wysokości 46,9 mln PLN (+24,8% r/r). Głównym powodem takiego wzrostu jest znaczna poprawa w segmencie IT i wyposażenie pracowni. W segmencie Diagnostyki rentowność będzie obciążać wzrost kosztów wynagrodzeń (ok. +1 mln PLN miesięcznie). Lekki spadek prognozujemy w Neuroradiochirurgii. Implikuje to zysk netto na poziomie 25,6 mln PLN (+30,9% r/r).

Prognozy wyników za 4Q'24 [mln PLN]

	1Q'24	1Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	108,6	121,4	11,8%	507,8	555,5	9,4%
Wynik brutto na sprzedaży	35,4	41,0	15,8%	154,6	171,9	11,2%
EBITDA	37,5	46,9	24,8%	166,5	192,0	15,3%
Diagnostyka	41,1	44,5	8,2%	175,1	190,8	9,0%
Neurochirurgia	1,9	1,8	-4,9%	7,5	7,4	-0,5%
IT i wyposażenie pracowni	3,2	6,9	117,9%	16,9	25,5	51,1%
Szpitalnictwo	0,0	0,0		0,0	0,0	
Wyłączenia	-8,7	-6,4		-32,9	-31,7	
EBIT	25,9	33,6	29,5%	118,8	136,7	15,0%
Zysk brutto	24,3	31,7	30,3%	119,6	130,4	9,0%
Zysk netto	19,6	25,6	30,9%	97,7	104,5	6,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	32,6%	33,8%		30,4%	30,9%	
Marża EBITDA	34,6%	38,6%		32,8%	34,6%	
Marża EBIT	23,9%	27,7%		23,4%	24,6%	
Marża zysku netto	18,0%	21,1%		19,2%	18,8%	

Źródło: BDM, spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto – zadłużenie 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

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).

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.

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.

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.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-04-17.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-04-17 (12:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-05-01.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien 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 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premiowe. 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 17.04.2025 roku:

	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	NEUCA	SYNEKTIK	SYNTHAVERGE	VOXEL
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy 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.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

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