



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 2Q 2025 OCHRONA ZDROWIA

BIOMAXIMA
CELON PHARMA
NEUCA
SYNEKTIK
SYNTHAVERSE
VOXEL

Analitik:

Anna Tobiasz

31 LIPCA 2025, 11:15 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	5
CELON PHARMA.....	6
NEUCA.....	7
SYNEKTIK	8
SYNTHAVERSE	9
VOXEL.....	10

PODSUMOWANIE

2Q'25 w ochronie zdrowia trudno jednoznacznie ocenić dla całej branży. **BioMaxima** w dalszym ciągu stopniowo poprawia wyniki, jednak w naszej ocenie odzwierciedlenie potencjału sprzedażowego w zyskach zacznie być widoczne pod koniec roku. W 2H'25 do sprzedaży wchodzi testy MIC, co powinno pozytywnie wpłynąć na ilość znaczących zamówień. **Celon Pharma** w czerwcu'25 wprowadziła na rynek nowy kardiologiczny lek generyczny. Liczymy na poprawę wyników w segmencie generycznym, jednak dział innowacyjny może odnotować niższe przychody z tytułu dotacji. **Neuca** nadal odczuwa braki w segmencie badań klinicznych, jakie pojawiły pod koniec 2024 r. Szacujemy, że poprawa wyników w pozostałych działach nie będzie na tyle duża, aby zrównoważyć ten spadek. **Synthaverse** również boryka się z przejściowym spadkiem zamówień. Dalej czekamy na ogłoszenie przetargu na szczepionkę przeciwgruźliczą ze strony Ministerstwa Zdrowia, a dodatkowo spodziewamy się, że mocny sprzedażowo 4Q'24 odbije się na zamówieniach w całym 1H'25.

Z drugiej strony mamy dwie spółki, którym otoczenie sprzyja. **Synektik** podpisuje kolejne zamówienia w ramach projektów finansowanych z KPO. Spodziewamy się, że wzrost liczby zabiegów będzie napędzał przychody powtarzalne, co pozytywnie wpłynie na rentowność spółki. **Voxel** powinien notować dalsze wzrosty wolumenów badań. Coroczne podwyżki wycen badań refundowanych w naszej ocenie nadal będą pozytywnie wpływać na rentowność grupy.

Wyniki i prognozy dla wybranych spółek z ochrony zdrowia

Przychody	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
BioMaxima	11,1	10,7	11,7	13,3	11,5	12,5	13,0	15,9	15,3	15,4
Celon Pharma	43,9	69,0	48,8	54,9	40,3	65,6	120,0	-18,8	49,3	59,8
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	3 365,9	3 178,8
Synektik	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	141,1	203,1	124,7	157,1
Synthaverse	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,4	29,2	13,4	8,8
Voxel	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	140,7	157,8	132,1
EBIT	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
BioMaxima	0,5	0,9	-0,6	0,0	0,3	0,0	0,0	1,0	0,9	0,3
Celon Pharma	-13,9	5,8	-9,8	-9,3	-17,8	-6,6	56,3	-85,2	-18,6	-10,0
Neuca	70,5	57,7	82,5	54,4	85,9	62,4	78,4	48,1	79,3	62,6
Synektik	3,2	17,0	23,0	48,8	21,0	27,8	29,2	45,7	25,4	34,9
Synthaverse	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,2	-4,1
Voxel	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	28,1	32,8	31,8
EBITDA	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
BioMaxima	1,0	1,4	0,1	0,7	1,1	0,8	0,8	1,9	1,8	1,3
Celon Pharma	-1,8	18,1	3,0	3,5	-5,2	5,6	69,8	-55,2	-5,5	2,9
Neuca	97,7	85,8	110,9	85,2	115,0	92,4	108,3	79,1	110,5	94,9
Synektik	10,2	25,4	31,7	49,3	20,6	24,6	29,0	46,5	25,3	34,5
Synthaverse	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	11,9	3,4	0,5
Voxel	30,9	35,7	44,1	41,2	37,5	42,1	46,1	40,8	46,1	45,4
Wynik netto	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25P
BioMaxima	0,5	0,4	-0,4	0,1	0,3	-0,4	-0,3	1,0	0,6	0,1
Celon Pharma	-9,5	3,1	-6,8	-15,0	-15,7	-8,0	57,2	-67,9	-25,1	-7,8
Neuca	52,1	23,9	50,6	32,8	59,6	36,5	51,0	24,5	50,6	35,1
Synektik	4,0	13,5	15,8	34,7	12,2	16,7	18,9	33,1	14,4	23,1
Synthaverse	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,5	-3,7
Voxel	12,0	17,3	23,6	22,7	19,6	22,9	25,4	29,8	24,7	23,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

* wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (2Q'25 to w spółce 3Q'24 fin.)

Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA			P/E			P/BV		
			2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P
BioMaxima	13,4	56,2	15,0	6,2	4,6	105,0	10,3	7,4	1,2	1,1	0,9
Celon Pharma	23,6	1 059,8	79,2	75,4	-	-34,9	-36,7	-	2,7	3,0	-
Neuca	665,0	3 025,4	9,2	8,9	7,9	17,4	18,2	15,2	2,6	2,7	2,6
Synektik*	214,8	1 832,1	12,4	10,8	8,4	22,2	18,9	15,1	9,5	8,5	6,4
Synthaverse	4,9	346,4	22,5	15,3	6,0	46,2	66,5	10,2	2,9	2,8	2,2
Voxel	177,2	1 861,1	11,6	10,0	9,1	19,0	17,5	15,9	5,2	4,4	4,1

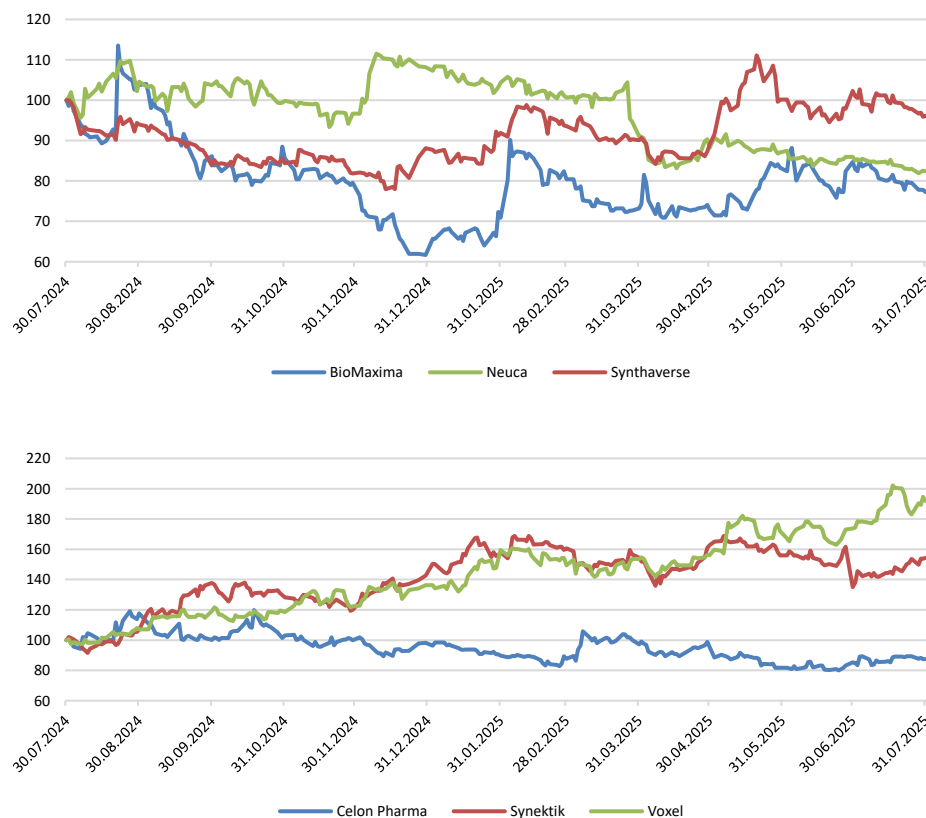
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; * dla spółki Synektik zaprezentowane wskaźniki dla 2023 fin., 2024 fin. i 2025 fin.

Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			zmiana r/r	EBIT [mln PLN]			zmiana r/r	Wynik netto [mln PLN]			zmiana r/r
		2Q'24	2Q'25P			2Q'24	2Q'25P			2Q'24	2Q'25P		
BioMaxima	30 wrz 25	0,8	1,3	51,9%		0,0	0,3	-		-0,4	0,1	-	
Celon Pharma	17 wrz 25	5,6	2,9	-48,8%		-6,6	-10,0	-		-8,0	-7,8	-	
Neuca	28 sie 25	92,4	94,9	2,7%		62,4	62,6	0,5%		36,5	35,1	-3,8%	
Synektik*	7 sie 25	24,6	34,5	40,0%		27,8	34,9	25,4%		16,7	23,1	38,1%	
Synthaverse	30 wrz 25	4,4	0,5	-87,7%		2,8	-4,1	-		1,4	-3,7	-	
Voxel	28 sie 25	42,1	45,4	7,9%		30,6	31,8	4,1%		22,9	23,9	4,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (2Q'25 to w spółce 3Q'24 fin.)

Zachowanie kursów omawianych spółek



Źródło: BDM, Bloomberg

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 20,4 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 maja 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,4	P/E	105,0	10,3	7,4
MC [mln PLN]	56,2	EV/EBITDA	15,0	6,2	4,6
		EV/EBIT	53,4	9,3	6,3
		P/BV	1,2	1,1	0,9

W 2Q'25 spółka zrealizowała jedną istotną umowę na dostawę zautomatyzowanego systemu diagnostycznego do identyfikacji bakterii i grzybów metodą analizy metabolicznej. Łącznie, szacujemy przychody tego okresu na 15,4 mln PLN, co oznacza wzrost +23,8% r/r. Wysoka dynamika w naszej ocenie będzie wynikać głównie ze zwiększonego wolumenu sprzedaży, dzięki stopniowemu zapełnianiu mocy produkcyjnych w nowym zakładzie.

W zakresie kosztów operacyjnych zakładamy wzrost wynagrodzeń o ok. +12% r/r oraz dalszy wzrost amortyzacji do poziomu ok. 1 mln PLN. Niższa dynamika wzrostu kosztów niż przychodów implikuje poprawę rentowności. Wysoki udział kosztów stałych powinien spadać wraz ze wzrostem sprzedaży, co stwarza pozytywną perspektywę na przyszłe okresy. W 2Q'25 szacujemy 0,3 mln PLN EBIT oraz 1,3 mln PLN EBITDA wobec odpowiednio 18 tys. PLN i 0,8 mln PLN rok wcześniej.

Spodziewamy się lekkiego spadku kosztów obsługi długu oraz wystąpienie niewielkich przychodów finansowych, dlatego saldo wyniku finansowego powinno poprawić się w stosunku do 2Q'24 (-0,2 mln PLN w omawianym okresie vs -0,4 mln PLN rok wcześniej). Implikuje to zysk netto na poziomie 0,1 mln PLN. Jest to znacząca poprawa względem straty, która w okresie bazowym wyniosła -0,4 mln PLN.

W 2H'25 spodziewamy się rozpoczęcia sprzedaży testów MIC, co w naszej ocenie powinno przyspieszyć dynamikę wzrostu wyników.

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	12,5	15,4	23,8%	52,9	71,5	35,4%
EBITDA	0,8	1,3	51,9%	4,7	11,0	135,9%
EBIT	0,0	0,3	-	1,3	7,3	460,7%
Zysk brutto	-0,4	0,1	-	0,3	6,7	-
Zysk netto	-0,4	0,1	-	0,5	5,5	-
Marża EBITDA	6,8%	8,3%		8,8%	15,4%	
Marża EBIT	0,1%	2,0%		2,5%	10,3%	
Marża zysku netto	-3,5%	0,6%		1,0%	7,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CELON PHARMA

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	23,6	P/E	-42,7	-34,9	-36,7
MC [mln PLN]	1 059,8	EV/EBITDA	52,5	79,2	75,4
		EV/EBIT	-43,9	-32,4	-34,8
		P/BV	2,7	2,7	3,0

W 2Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się lekkiego wzrostu przychodów (+1% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę związaną z pierwszymi dostawami do aptek leku Zarixa. W czerwcu'25 do sprzedaży wszedł Tikozeek – lek stosowany w celu zapobiegania zdarzeniom sercowo-naczyniowym u pacjentów z ostrym zapaleniem wieńcowym lub z zawałem mięśnia sercowego. Zakładamy, że sprzedaż tego leku będzie znacznie niższa niż Zarixy, jednak szacujemy pozytywny wpływ poszerzenia portfolio leków o nowy produkt na wyniki segmentu.

W obszarze innowacyjnym spodziewamy się niższych przychodów z tytułu dotacji. Mniejsza liczba projektów w badaniach klinicznych w naszej ocenie powinna implikować niższe poziomy dotacji (4,5 mln PLN vs 12,0 mln PLN rok wcześniej. Na poziomie całej spółki szacujemy spadek przychodów z 65,6 mln PLN w 2Q'24 do 59,8 mln PLN w 2Q'25 (-8,8% r/r).

W zakresie kosztów operacyjnych spodziewamy się poziomów zbliżonych do poprzedniego kwartału. W naszej ocenie ujmował on już wzrost wynagrodzeń, związanych z podniesieniem stawki minimalnej. Implikuje to spadek wyniku operacyjnego do -10,0 mln PLN, wobec -6,6 mln PLN rok wcześniej, oraz EBITDA do 2,9 mln PLN (-49% r/r). Na wynik netto pozytywnie powinno wpłynąć saldo działalności finansowej, które szacujemy na ok. +0,5 mln PLN. Stratę netto prognozujemy na poziomie -7,8 mln PLN, wobec -8,0 mln PLN w 2Q'24.

Patrząc na cały 2025 r., bez uwzględnienia potencjalnej komercjalizacji CPL'36, spodziewamy się dwucyfrowego wzrostu przychodów, napędzanego głównie segmentem generycznym. Z drugiej strony oczekujemy dosyć stabilnych kosztów operacyjnych, dlatego zakładamy lekką poprawę wyniku EBITDA (+6,9% r/r). Najistotniejszym czynnikiem, który może zmienić obraz sytuacji jest potencjalna komercjalizacja CPL'36. Zarząd spodziewa się finalizacji rozmów partneringowych do końca bieżącego roku.

Prognoza wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	65,6	59,8	-8,8%	207,2	238,2	15,0%
ze sprzedaży leków	53,6	54,1	1,0%	176,6	205,6	16,4%
z tytułu dotacji	12,0	4,5	-62,4%	27,4	28,3	3,0%
pozostałe	0,0	1,2	-	3,1	4,4	39,2%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-6,8	-10,0	-	-36,8	-34,8	-
EBITDA	5,6	2,9	-48,8%	15,0	16,1	6,9%
Wynik netto	-8,0	-7,8	-3,4%	-34,4	-32,8	-
marża EBIT	-10,4%	-16,8%		-17,8%	-14,6%	
marża EBITDA	8,6%	4,8%		7,3%	6,7%	
marża zysku netto	-12,2%	-13,0%		-16,6%	-13,8%	

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]	665,0	P/E	17,4	18,2	15,2
MC [mln PLN]	3 025,4	EV/EBITDA	9,2	8,9	7,9
		EV/EBIT	13,2	13,0	11,1
		P/BV	2,6	2,7	2,6

Hurt apteczny

Obrót apteczny w 2Q'25, wg danych PEX, wzrósł o +9,9% r/r. Szacujemy, że w segmencie hurtu aptecznego przychody spółki wzrosły o ok. +5% r/r. Niższa dynamika wynika z jednej strony z rozbieżności w rynku hurtowym i detalicznym (wcześniejsze zatowarowanie aptek), a z drugiej strony z szybszym rozwojem sieci aptecznych niż aptek niezależnych, które są głównymi klientami Neuki.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji spodziewamy się dynamiki przychodów podobnej, jak w 1Q'25 (+2% r/r). Spodziewamy się stabilnego rozwoju tej linii biznesowej, wraz ze stopniowym wdrażaniem nowych suplementów diety i medykacją portfela.

Badania kliniczne

Utrata projektu w Kapadi, spowodowana brakiem finansowania po stronie klienta, która odbiła się na wynikach 4Q'24 i 1Q'25, w naszej ocenie będzie widoczna także w wynikach 2Q'25. Ustalono wcześniej harmonogramy badań ograniczając 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 w 2Q'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 dynamikę sprzedaży. Neuca zwiększyła udział w TU Zdrowie do niemal 100%, dlatego od 2Q'25 powinniśmy widzieć wyższe przychody w tym segmencie, jednak równoległe zwiększą się wyłączenia z powodu kwalifikacji przychodów także w operatorze.

W 2Q'25 w naszej ocenie, największym obciążeniem dla wyników grupy były badania kliniczne. Wysoka baza z 2Q'24 oraz trudna sytuacja związana z problemami z finansowaniem po stronie klientów mogą spowodować istotny spadek wyników tego segmentu r/r. Stabilne wzrosty w działalności podstawowej i dobre perspektywy segmentów pacjenckich w naszej ocenie będą mitygowane spadkami w badaniach klinicznych. Dodatkowo, wynik będą zaniżać podwyżki wynagrodzeń, które corocznie są wprowadzane w maju. Implikuje to płaski r/r wynik operacyjny i lekką poprawę wyniku EBITDA (+2,7% r/r). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się spadku do 35,1 mln PLN (-3,8% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 043,4	3 178,8	4,4%	12 611,8	13 271,4	5,2%
Wynik brutto na sprzedaży	355,4	373,8	5,2%	1 440,5	1 531,6	6,3%
EBITDA	92,4	94,9	2,7%	394,9	401,1	1,6%
EBIT	62,4	62,6	0,5%	274,7	273,6	-0,4%
Zysk brutto	46,8	48,0	2,5%	227,0	216,8	-4,5%
Zysk netto	36,5	35,1	-3,8%	171,6	166,3	-3,1%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,7%	11,8%		11,4%	11,5%	
Marża EBITDA	3,0%	3,0%		3,1%	3,0%	
Marża EBIT	2,0%	2,0%		2,2%	2,1%	
Marża zysku netto	1,2%	1,1%		1,4%	1,3%	

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]	214,8	P/E	22,2	18,9	15,1
MC [mln PLN]	1 832,1	EV/EBITDA	12,4	10,8	8,4
		EV/EBIT	14,0	12,3	9,4
		P/BV	9,5	8,5	6,4

Zgodnie z komunikatami publikowanymi przez spółkę, w 3Q'24 fin. (kwiecień-czerwiec'25) Synektik zainstalował 5 systemów robotycznych – 3 w Polsce i 2 w Czechach. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży urządzeń (łącznie z pozostałymi urządzeniami medycznymi) wyniosła ok. 59,2 mln PLN. Prognozujemy, że w omawianym okresie wykonano ok. 8,6 tys. zabiegów przy asyście da Vinci na wszystkich rynkach, które obsługuje spółka. Implikuje to przychody na poziomie ok. 83,4 mln PLN ze sprzedaży usług, instrumentów i materiałów zużywalnych. Spodziewamy się utrzymania rentowności zysku operacyjnego, co oznacza osiągnięcie w ramach segmentu 37,9 mln PLN EBIT (+24,4% r/r) i 40,3 mln PLN EBITDA (+27,2% r/r).

Segment produkcji radiofarmaceutyków w 2Q'24 fin. pokazał spadek wyników. Przyczyną były z jednej strony planowane i nieplanowane serwisy sprzętu, przez co spółka nie mogła wyprodukować wystarczającej ilości farmaceutyków. Dodatkowo, opóźnione zostały dostawy generatorów przez zewnętrznych dostawców, co było niezależne od spółki. Spodziewamy się, że 3Q'24 fin. przyniesie poprawę sprzedaży i wyników. Szacujemy sprzedaż na poziomie ok. 15,1 mln PLN (+47% r/r), przy czym ok. 0,5 mln PLN stanowi sprzedaż wewnętrzną. Lekki wzrost marży EBIT powinien implikować osiągnięcie 4,0 mln PLN zysku operacyjnego (+53,6% r/r) oraz 4,9 mln PLN EBITDA (+41,9% r/r).

W związku z decyzją o wydzieleniu działalności związanej z kardioznacznikiem do oddzielnej spółki, Synektik zmienił prezentację wyników. W segmencie Centrum Badawczo Rozwojowe zakładamy utrzymanie kosztów prac rozwojowych, które skupiają się na udoskonalaniu produktów dostępnych w ramach działalności związanej z produkcją radiofarmaceutyków, na poziomie ok. 1 mln PLN kwartalnie. W zakresie Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami spodziewamy się kosztów rzędu 5,8 mln PLN (vs. 7,1 mln PLN w 3Q'23 fin.)

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 157,1 mln PLN (+26,7% r/r). Zwracamy uwagę na wzrost udziału przychodów powtarzalnych, co jest naturalną konsekwencją zwiększenia bazy zainstalowanych systemów oraz średniej liczby zabiegów przeprowadzanych przy pomocy jednego systemu. W naszej ocenie, w analizowanym okresie spółka powinna utrzymać rentowność EBITDA z działalności kontynuowanej z 3Q'24 fin. na poziomie 25,5%, co implikuje wynik EBITDA w wysokości 40,1 mln PLN, natomiast biorąc pod uwagę wynik EBITDA łącznie z kardioznacznikiem, szacujemy 34,5 mln PLN. W związku z oczekiwanymi niższymi wydatkami r/r na projekt kardioznacznika, spodziewamy się poprawy marżowości wyniku netto i osiągnięcia 23,1 mln PLN zysku.

Prognoza wyników za 3Q'24 fin. [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	124,0	157,1	26,7%	624,1	699,7	12,1%
EBIT	27,8	34,9	25,4%	126,8	144,9	14,3%
EBITDA z działalności kontynuowanej	31,7	40,1	26,6%	143,1	165,1	15,4%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	31,7	40,3	27,2%	143,6	167,7	16,8%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	3,4	4,9	41,9%	16,3	17,4	6,9%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,6	-0,8	-	-2,5	-2,8	-
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami - część wydzielana</i>	-4,3	-4,1	-	-19,6	-20,4	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-2,8	-4,5	-	-14,3	-17,4	-
EBITDA razem	27,4	36,0	31,7%	145,6	168,0	15,4%
Wynik netto z dział. kont.	22,5	27,8	23,7%			
Działalność wydzielana	-5,7	-4,7	-18,6%			
Wynik netto	16,7	23,1	38,1%	82,6	97,2	17,7%
Marża EBIT	22,4%	22,2%		20,3%	20,7%	
Marża EBITDA	25,5%	25,5%		22,9%	23,6%	
Marża zysku netto	13,5%	14,7%		13,2%	13,9%	

Źródło: BDM, spółka

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

Rekomendacja z dnia 20 maja 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,9	P/E	46,2	66,5	10,2
MC [mln PLN]	346,4	EV/EBITDA	22,5	15,3	6,0
		EV/EBIT	34,5	41,5	8,1
		P/BV	2,9	2,8	2,2

Segment BCG

W dalszym ciągu Ministerstwo Zdrowia nie opublikowało przetargu na dostawę szczepionki przeciwgruźliczej. Patrząc na niski poziom urodzeń od początku roku, spodziewamy się, że jeżeli zamówienie pojawi się w 3Q'25 będzie ono albo mniejsze, albo będzie uwzględniało zapas szczepionki na dużą część 2026 r. W związku z powyższym, zakładamy śladową ilość w sprzedaży tego produktu w omawianym okresie. Z uwagi na dosyć wysoką sprzedaż Onko BCG w 1Q'25, zakładamy, że w 2Q'25 przychody z tego leku będą niższe. W całym segmencie szacujemy ok. 4,6 mln PLN sprzedaży vs 8,1 mln PLN rok wcześniej.

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym również zakładamy istotny spadek przychodów. Spodziewamy się, że niższa sprzedaż Distreptazy, jaka była widoczna w poprzednim kwartale, może utrzymać się w całej pierwszej połowie roku. Sprzedaż Gammy Anty D, zaburzona wysokimi wolumenami w 4Q'24, również może nadal wykazywać znacznie mniejsze wartości. W 1H'25 do sprzedaży wszedł lek Davoster, jednak w pierwszych miesiącach spodziewamy się pomijalnej wartości w tym obszarze.

Istotny spadek przychodów ze sprzedaży na poziomie całej spółki (-42% r/r), przy utrzymaniu rentowności brutto na sprzedaży oraz wysokim udziale kosztów stałych, implikuje znaczny spadek wyniku operacyjnego. Spodziewamy się lekkiego wzrostu kosztów SG&A oraz ujemnego salda pozostałej działalności (-0,3 mln PLN). Istotnym czynnikiem obniżenia wyników jest wzrost amortyzacji, w związku z użytkowaniem nowych budynków. Szacujemy wzrost tej pozycji z 1,6 mln PLN w 2Q'24 do 4,6 mln PLN w 2Q'25. Implikuje to wynik EBIT na poziomie -4,2 mln PLN oraz 0,4 mln PLN EBITDA. Stratę netto szacujemy na -3,8 mln PLN. Zakładamy, że w 2H'25 pojawi się przetarg na szczepionkę, a niezrealizowana sprzedaż zostanie przesunięta na kolejne kwartały, co powinno pomóc poprawić wynik EBITDA, jednak zwiększona amortyzacja będzie istotnie zaniżać wynik operacyjny i netto.

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	15,2	8,8	-42,0%	71,8	72,3	0,8%
Szczepionka BCG 10	2,6	0,2	-92,7%	9,8	12,7	28,9%
Onko BCG	5,5	4,4	-20,0%	26,8	29,6	10,5%
Distreptaza	6,1	3,8	-37,9%	24,5	21,6	-11,8%
Gamma Anty D	0,8	0,2	-81,3%	6,2	3,8	-39,0%
Lakcid	0,0	0,0		0,5	0,0	
Inne	0,2	0,2	5,0%	3,9	4,0	3,6%
Wynik brutto na sprzedaży	9,4	5,5	-42,0%	44,3	46,2	4,4%
EBIT	2,8	-4,2	-	12,4	10,0	-19,7%
EBITDA	4,4	0,4	-90,1%	19,1	27,3	43,3%
Zysk netto	1,4	-3,8	-	7,6	5,2	-31,0%
Marża zysku brutto na sprzedaży	62,1%	62,1%		61,7%	63,9%	
Marża EBIT	18,2%	-47,6%		17,3%	13,8%	
Marża EBITDA	28,8%	4,9%		26,5%	37,7%	
Marża zysku netto	9,3%	-42,7%		10,5%	7,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

Rekomendacja z dnia 19 grudnia 2024 r.

			2024P	2025P	2026P
Kurs [PLN]	177,2	P/E	19,0	17,5	15,9
MC [mln PLN]	1 861,1	EV/EBITDA	11,6	10,0	9,1
		EV/EBIT	16,3	14,0	12,6
		P/BV	5,2	4,4	4,1

Diagnostyka

W 2Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 35,3 tys. TK (+2,3% r/r), 76,7 tys. MR (+8,2% r/r), 4,6 tys. PET (-1,1% r/r) oraz 11,7 tys. SPECT (+0,3% r/r). Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +5,7% r/r. Dynamika przychodów powinna być znacznie wyższa ze względu na podwyżki wycen badań refundowanych, jakie miały miejsce w lipcu'24, dlatego szacujemy wzrost sprzedaży z tego tytułu na +12,8% r/r. Ze względu na podwyżki dla personelu medycznego, dynamikę zysku EBITDA segmentu szacujemy na +8,6% r/r (47,3 mln PLN). Przypominamy, że od lipca'25 obowiązują nowe, wyższe stawki wycen, które będą miały pozytywny wpływ na wyniki od 3Q'25. Dodatkowo, spółka w lipcu przejęła spółkę posiadającą jedną pracownię MR w Malborku, która będzie kontrybuowała do wyniku grupy od 3Q'25.

IT i wyposażenie pracowni

Po bardzo mocnym 1Q'25 spodziewamy się nieco spokojniejszego 2Q'25 pod kątem przychodowym. Sprzedaż segmentu szacujemy na ok. 25,1 mln PLN (-14% r/r). Podtrzymujemy jednak założenie mocnej drugiej połowy roku i przekroczenie backlogu, który w ostatnim raporcie szacowany był na 125 mln PLN.

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 2Q'25 zakładamy wykonanie 147 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (-3,8% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 132,1 mln PLN przychodów (+6,6% r/r) oraz 47,3 mln PLN EBITDA (+8,6% r/r). Spodziewamy się znaczącej poprawy w segmencie IT, chociaż wynik powinien być niższy niż q 1Q'25 ze względu na wysoką bazę. W segmencie Diagnostyka podkreślamy oczekiwany wzrost wolumenów, co powinno przybliżyć spółkę do realizacji zapowiadanego dwucyfrowego wzrostu liczby wykonywanych badań w całym 2025 r. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 23,9 mln PLN (+4,3% r/r).

Prognozy wyników za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	123,9	132,1	6,6%	507,8	611,5	20,4%
Wynik brutto na sprzedaży	38,0	40,8	7,3%	154,6	176,8	14,4%
EBITDA	42,1	45,4	7,8%	166,5	196,7	18,1%
Diagnostyka	43,5	47,3	8,6%	175,1	200,9	14,8%
Neurochirurgia	2,0	2,0	-0,2%	7,5	8,2	9,4%
IT i wyposażenie pracowni	3,4	4,5	35,2%	16,9	21,6	28,2%
Wyłączenia	-6,8	-8,5		-32,9	-34,0	
EBIT	30,6	31,8	4,1%	118,8	140,4	18,2%
Zysk brutto	28,4	29,5	4,1%	119,6	132,2	10,5%
Zysk netto	22,9	23,9	4,3%	97,7	106,0	8,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,7%	30,9%		30,4%	28,9%	
Marża EBITDA	33,9%	34,3%		32,8%	32,2%	
Marża EBIT	24,7%	24,1%		23,4%	23,0%	
Marża zysku netto	18,5%	18,1%		19,2%	17,3%	

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

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).

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: 2025-07-31.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-31 (11:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-01.

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 31.07.2025 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.