



Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZY WYNIKÓW 3Q 2025 OCHRONA ZDROWIA

BIOMAXIMA
CELON PHARMA
NEUCA
SYNEKTIK
SYNTHAVERSE
VOXEL

Analitik:

Anna Tobiasz

24 PAŹDZIERNIKA 2025, 13:30 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

W 3Q'25 większość spółek z sektora ochrony zdrowia powinna wykazać poprawę wyników r/r. Spodziewamy się, że **BioMaxima** zanotuje dwucyfrowy wzrost przychodów i niewielki poziom zysku netto, wobec straty rok wcześniej. Spółka pracuje nad rozszerzeniem sprzedaży nowego asortymentu – testów MIC, które w naszej ocenie będą istotnym czynnikiem wzrostu wyników w kolejnych okresach.

Celon Pharma w naszej ocenie powinna notować dalsze wzrosty w segmencie generycznym, które zrównoważą wydatki na prace badawcze w segmencie innowacyjnym. Na poziomie netto ciąży jednak udział w stracie spółki stowarzyszonej.

Dla **Neuki** 3Q'25 powinien być kolejnym kwartałem wzrostów w segmentach hurtu, farmaceutyków, czy operatora medycznego, jednak trudności na rynku badań klinicznych nadal wywierają presję na wyniki grupy.

Synektik informował o kolejnych istotnych umowach na dostawę sprzętu. Spodziewamy się, że 4Q'24 fin. przyniesie istotne wzrosty, zarówno przychodów, jak i zysków. Spółka aktualnie jest beneficjentem kontraktów finansowanych ze środków KPO, dlatego spodziewamy się mocnych wyników kolejnych okresów.

W **Synthaverse** wyniki są pod presją niskiego wolumenu szczepionki w zamówieniu z Ministerstwa Zdrowia oraz spadku wolumenów w segmencie tradycyjnym. Zakładamy, że spółka kładzie nacisk na strategiczny produkt Onko BCG.

Voxel w 3Q'25 w naszej ocenie powinien zanotować kolejne wzrosty wolumenów, a dzięki wzrostowi wycen badań refundowanych, spodziewamy się także poprawy rentowności.

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'25	3Q'25P
BioMaxima	11,1	10,7	11,7	13,3	11,5	12,5	13,0	15,9	15,3	12,9	15,3
Celon Pharma	43,9	69,0	48,8	54,9	40,3	65,6	120,0	-18,8	49,3	56,6	68,8
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	3 268,0	3 406,9
Synektik	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	141,1	203,1	124,7	154,2	195,4
Synthaverse	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,4	29,2	13,4	6,3	7,6
Voxel	88,6	92,0	118,3	125,3	108,6	123,9	134,5	140,7	157,8	127,3	138,0
EBIT	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P
BioMaxima	0,5	0,9	-0,6	0,0	0,3	0,0	0,0	1,0	0,9	-0,5	0,5
Celon Pharma	-13,9	5,8	-9,8	-9,3	-17,8	-6,6	56,3	-85,2	-18,6	-14,6	2,2
Neuca	70,5	57,7	82,5	54,4	85,9	62,4	78,4	48,1	79,3	43,2	72,0
Synektik	3,2	17,0	23,0	48,8	21,0	27,8	29,2	45,7	25,4	36,4	43,5
Synthaverse	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,2	-4,5	-3,4
Voxel	21,3	26,0	34,4	31,0	25,9	30,6	34,2	28,1	32,8	29,5	37,5
EBITDA	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P
BioMaxima	1,0	1,4	0,1	0,7	1,1	0,8	0,8	1,9	1,8	0,5	1,5
Celon Pharma	-1,8	18,1	3,0	3,5	-5,2	5,6	69,8	-55,2	-5,5	-5,4	13,3
Neuca	97,7	85,8	110,9	85,2	115,0	92,4	108,3	79,1	110,5	74,6	104,0
Synektik	10,2	25,4	31,7	49,3	20,6	24,6	29,0	46,5	25,3	33,5	40,4
Synthaverse	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	11,9	3,4	-1,1	1,2
Voxel	30,9	35,7	44,1	41,2	37,5	42,1	46,1	40,8	46,1	43,1	51,3
Wynik netto	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P
BioMaxima	0,5	0,4	-0,4	0,1	0,3	-0,4	-0,3	1,0	0,6	-0,6	0,3
Celon Pharma	-9,5	3,1	-6,8	-15,0	-15,7	-8,0	57,2	-67,9	-25,4	-32,8	-6,6
Neuca	52,1	23,9	50,6	32,8	59,6	36,5	51,0	24,5	50,6	17,3	43,7
Synektik	4,0	13,5	15,8	34,7	12,2	16,7	18,9	33,1	14,4	23,7	28,2
Synthaverse	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,5	-4,8	-3,3
Voxel	12,0	17,3	23,6	22,7	19,6	22,9	25,4	29,8	24,7	22,1	28,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

* wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (3Q'25 to w spółce 4Q'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	13,2	55,1	14,7	10,7	4,1	103,1	35,8	6,0	1,2	1,1	1,0
Celon Pharma	21,9	985,5	73,6	172,3	-	-	-	-	2,5	2,9	-
Neuca	745,0	3 379,1	10,0	10,4	9,0	19,4	22,6	17,5	2,9	3,3	3,3
Synektik*	256,8	2 190,3	14,9	12,5	10,5	26,5	22,0	19,1	11,4	10,0	7,8
Synthaverse	4,2	297,2	19,9	24,8	9,5	39,7	-	23,2	2,5	2,3	2,1
Voxel	160,2	1 682,5	10,5	9,3	9,0	17,2	15,6	14,6	4,7	4,6	3,9

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

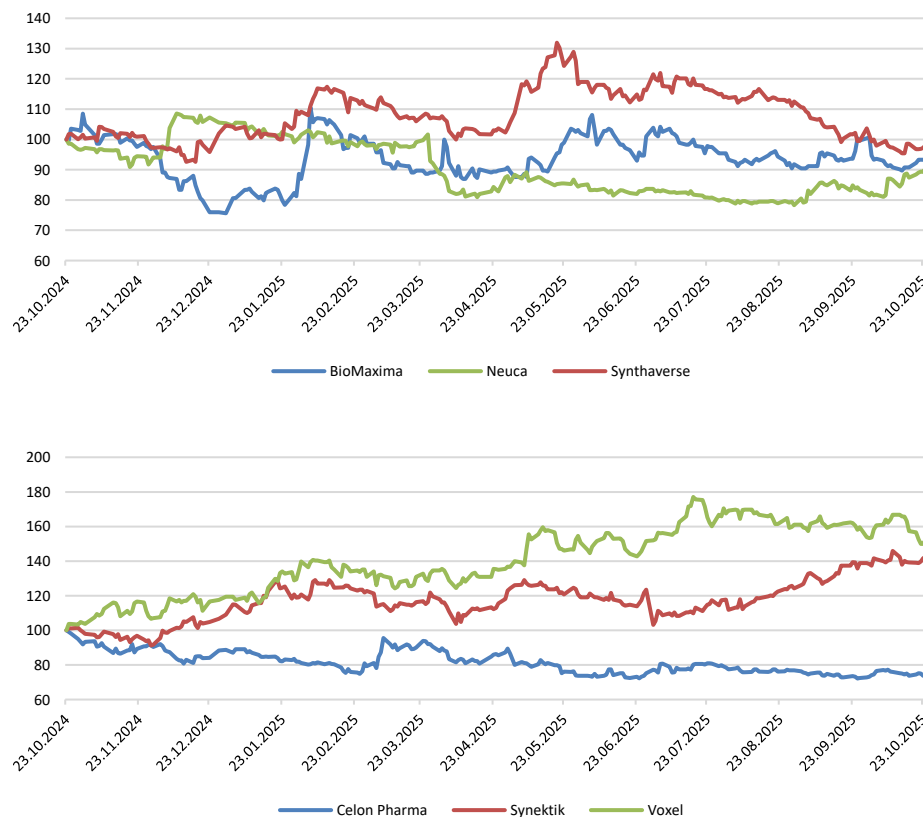
Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			EBIT [mln PLN]			Wynik netto [mln PLN]		
		3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r
BioMaxima	28 lis 25	0,8	1,5	74,4%	0,0	0,5	-	-0,3	0,3	-
Celon Pharma**	19 lis 25	69,8	13,3	-81,0%	5,4	2,2	-59,4%	57,2	-6,6	-
Neuca	20 lis 25	108,3	104,0	-4,0%	78,4	72,0	-8,2%	51,0	43,7	-14,3%
Synektik*	b.d.	29,0	40,4	39,5%	29,2	43,5	48,9%	18,9	28,2	49,0%
Synthaverse	25 lis 25	2,5	1,2	-49,2%	0,0	-3,4	-	-0,4	-3,3	-
Voxel	27 lis 25	46,1	51,3	11,3%	34,2	37,5	9,6%	25,4	28,0	10,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (3Q'25 to w spółce 4Q'24 fin.)

** dane skorygowane o przeniesienie praw do projektu Falkieri do Novohale (szacunki BDM)

Zachowanie kursów omawianych spółek



Źródło: BDM, Bloomberg

BIOMAXIMA**Kupuj, TP 19,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 października 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	13,2	P/E	103,1	35,8	6,0
MC [mln PLN]	55,1	EV/EBITDA	14,7	10,7	4,1
		EV/EBIT	52,6	24,5	5,5
		P/BV	1,2	1,1	1,0

W 3Q'25 spółka kontynuowała prace nad rozwojem sprzedaży nowego asortymentu – testów MIC, które powinny być głównym driverem wzrostu w kolejnych okresach. Podpisała też dwie istotne umowy na dostawy analizatorów, przy czym jedna dotyczyła dzierżawy urządzenia i kontrybuuje do wyników od 3Q'25, natomiast druga dotyczyła dostawy, która ma odbyć się w październiku, dlatego wpłynie na wyniki 4Q'25. Większość przychodów 3Q'25 pochodziła zatem ze sprzedaży regularnej, rosnącej organicznie. Szacujemy, że wyniosły one ok. 15,3 mln PLN (+18% r/r).

W naszej ocenie, powinien zostać utrzymany stosunek sprzedaży produktów do towarów w proporcjach 60/40, co powinno skutkować utrzymaniem marży brutto na sprzedaży. W zakresie kosztów SG&A zakładamy utrzymanie poziomów z 2Q'25, co oznacza znaczną poprawę rentowności. Spodziewamy się ustabilizowania amortyzacji na poziomie ok. 0,9 mln PLN. Zysk operacyjny w 3Q'25 szacujemy na 0,5 mln PLN, natomiast wynik EBITDA na 1,5 mln PLN (wobec 0,8 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie netto prognozujemy 0,3 mln PLN zysku, wobec -0,3 mln PLN straty w 3Q'24.

Wyniki kwartalne spółki w naszej ocenie powinny pokazywać stopniową poprawę. W kolejnych okresach spodziewamy się zwiększenia sprzedaży testów MIC. Przy okazji raportu półrocznego spółka informowała, że testy te są zarejestrowane w Polsce i na terenie UE oraz w Księstwie Arabii Saudyjskiej. Dodatkowo, są rejestrowane m.in. w Argentynie, Australii, Kanadzie, Kuwejcie i Tunezji. W ostatnim czasie w mediach społecznościowych spółki pojawiła się także informacja o wprowadzeniu produktu na rynek w Wielkiej Brytanii. Zakładamy, że każdy z tych rynków początkowo będzie odpowiadał za niewielką sprzedaż, jednak stopniowo powinna ona się rozwijać.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,0	15,3	18,0%	52,9	61,3	15,9%
EBITDA	0,8	1,5	74,4%	4,7	6,4	37,4%
EBIT	0,0	0,5	-	1,3	2,8	114,2%
Zysk brutto	-0,2	0,4	-	0,3	1,9	527,4%
Zysk netto	-0,3	0,3	-	0,5	1,5	187,9%
Marża EBITDA	6,5%	9,6%		8,8%	10,5%	
Marża EBIT	0,0%	3,6%		2,5%	4,6%	
Marża zysku netto	-1,9%	2,1%		1,0%	2,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

CELON PHARMA

			2023	2024	2025P
Kurs [PLN]	21,9	P/E	-39,7	-32,4	-14,2
MC [mln PLN]	985,5	EV/EBITDA	48,8	73,6	172,3
		EV/EBIT	-40,8	-30,1	-28,7
		P/BV	2,5	2,5	2,9

W 3Q'25 w segmencie leków generycznych spodziewamy się wzrostu przychodów o +4% r/r do 52,8 mln PLN. Zwracamy uwagę na dosyć wysoką bazę 3Q'24, wynikającą z kumulacji zamówień eksportowych. Z drugiej strony sprzedaż powinna być wspierana przez nowy lek Tikozeek, który został wprowadzony na rynek w czerwcu'25.

W obszarze innowacyjnym oczekujemy istotnego wzrostu przychodów z tytułu dotacji, w związku z przesunięciem wypłat grantów z 1H'25 na 2H'25. W 3Q'25 szacujemy wpływ z tego tytułu na poziomie ok. 15,3 mln PLN, wobec 0,3 mln PLN rok wcześniej. Przychody segmentu w 3Q'24 były zaburzone rozliczeniem przeniesienia praw do projektu Falkieri do spółki Novohale w kwocie 68,0 mln PLN, co w sprawozdaniu rocznym zostało odwrócone (zysk został ujęty w pozostałych przychodach operacyjnych w kwocie 15,5 mln PLN). W tabeli poniżej przedstawiamy nasze szacunki po korekcie tych pozycji.

W 3Q'25 spodziewamy się zysku na poziomie operacyjnym w wysokości 2,2 mln PLN, wobec 5,4 mln PLN w 3Q'24 (baza zawyżona przez wyżej opisane pozostałe przychody operacyjne). Zysk EBIT z jednej strony wynika z wysokich oczekiwanych przychodów grantowych, natomiast zwracamy uwagę na rosnące wyniki segmentu generycznego, które pozwalają pokrywać coraz większą część kosztów prac badawczych. Jednocześnie spółka ogranicza działania w segmencie innowacyjnym, skupiając się na projektach, które mają szansę na komercjalizację w krótkim i średnim terminie. Powinno to powodować ograniczenie kosztów operacyjnych w tym segmencie.

Na wynik netto istotny negatywny wpływ będzie miał udział w stracie jednostek stowarzyszonych. W 2Q'25 udział ten wyniósł -10,4 mln PLN. Spodziewamy się, że w 3Q'25 i 4Q'25 udział ten będzie podobny, co implikuje stratę na poziomie netto w wysokości -6,6 mln PLN w 3Q'25 oraz -78,9 mln PLN w całym 2025 r.

Prognoza wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24*	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	53,2	68,8	29,2%	207,2	234,9	13,4%
ze sprzedaży leków	50,7	52,8	4,0%	176,6	203,4	15,2%
z tytułu dotacji	0,3	15,3	4936,1%	27,4	28,5	3,8%
pozostałe	2,2	0,7	-66,0%	3,1	3,0	-3,7%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	5,4	2,2	-59,4%	-36,8	-40,3	-
EBITDA	18,6	13,3	-28,6%	15,0	6,7	-55,4%
Wynik netto j.d.	5,9	-6,6	-	-34,4	-78,9	-
marża EBIT	10,2%	3,2%		-17,8%	-17,1%	
marża EBITDA	34,9%	19,3%		7,3%	2,9%	
marża zysku netto	11,2%	-9,6%		-16,6%	-33,6%	

Źródło: BDM, spółka

* wyniki 3Q'24 po korekcie ujęcia zysku z przeniesienia praw do projektu Falkieri do Novohale (szacunki BDM)

NEUCA**Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	745,0	P/E	19,4	22,6	17,5
MC [mln PLN]	3 379,1	EV/EBITDA	10,0	10,4	9,0
		EV/EBIT	14,4	15,3	12,8
		P/BV	2,9	3,3	3,3

Hurt apteczny

Obrót apteczny w 3Q'25 notował dalsze wzrosty. Szczególnie silny pod tym względem był wrzesień. Według danych PEX, sprzedaż w aptekach we wrześniu'25 wzrosła +13,7% r/r. Spodziewamy się, że wysoka odsprzedaż w aptekach oraz przygotowania do sezonu infekcyjnego będą wspierać przychody hurtu. W 3Q'25 szacujemy +7% r/r wzrostu sprzedaży tego segmentu.

Produkcja farmaceutyków

W segmencie produkcji zakładamy nieco wyższą dynamikę sprzedaży, sięgającą +10% r/r. Spodziewamy się stabilnego rozwoju tej linii biznesowej, wraz ze stopniowym wdrażaniem nowych suplementów diety i medykalizacją portfela.

Badania kliniczne

Segment badań klinicznych w 3Q'25 w naszej ocenie dalej musiał mierzyć się z trudną sytuacją rynkową. Zakładamy, że sprzedaż w tym zakresie spadła o ok. -11% r/r do 102,5 mln PLN. Spodziewamy się, że nadal rentowność może być pod presją wyższego udziału przychodów przepływowych, które charakteryzują się niższą marżą, co dodatkowo będzie wpływać na obniżenie wyników grupy.

Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa

W zakresie operatora Świat Zdrowia podtrzymujemy założenie dwucyfrowego wzrostu przychodów w 3Q'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.

W naszej ocenie, wyniki 3Q'25 nadal będą pod presją słabszych rezultatów badań klinicznych, dla których 3Q'25 nadal jest wysoką bazą, a pozostałe segmenty nie będą w stanie nadrobić tego spadku. Na poziomie grupy szacujemy 72,0 mln PLN zysku operacyjnego (-8,2% r/r) oraz 104,0 mln PLN EBITDA (-4,0% r/r). Wynik działalności finansowej w naszej ocenie może być pod presją ujemnych różnic kursowych, dlatego spadek zysku netto prognozujemy na -14,3% r/r do 43,7 mln PLN.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r
Przychody	3 185,2	3 406,9	7,0%	12 611,8	13 490,8	7,0%
Wynik brutto na sprzedaży	369,5	394,1	6,6%	1 440,5	1 558,6	8,2%
EBITDA	108,3	104,0	-4,0%	394,9	393,8	-0,3%
EBIT	78,4	72,0	-8,2%	274,7	267,2	-2,7%
Zysk brutto	61,4	52,6	-14,3%	227,0	200,5	-11,7%
Zysk netto	51,0	43,7	-14,3%	171,6	149,9	-12,6%
Marża zysku brutto na sprzedaży	11,6%	11,6%		11,4%	11,6%	
Marża EBITDA	3,4%	3,1%		3,1%	2,9%	
Marża EBIT	2,5%	2,1%		2,2%	2,0%	
Marża zysku netto	1,6%	1,3%		1,4%	1,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK**Kupuj, TP 261,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 25 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	256,8	P/E	26,5	22,0	19,1
MC [mln PLN]	2 190,3	EV/EBITDA	14,9	12,5	10,5
		EV/EBIT	16,8	14,2	11,6
		P/BV	11,4	10,0	7,8

Zgodnie z komunikatami publikowanymi przez spółkę, w 4Q'24 fin. (lipiec-wrzesień'25) Synektik zainstalował 9 systemów robotycznych – 7 w Polsce, 1 w Czechach i 1 na Słowacji. Szacujemy, że przychody ze sprzedaży urządzeń (łącznie z pozostałymi urządzeniami medycznymi) wyniosła ok. 97,3 mln PLN. Prognozujemy, że w omawianym okresie wykonano ok. 8,7 tys. zabiegów przy asyście da Vinci na wszystkich rynkach, które obsługuje spółka. Implikuje to przychody na poziomie ok. 84,3 mln PLN ze sprzedaży usług, instrumentów i materiałów zużywalnych. Spodziewamy się lekkiego spadku rentowności zysku operacyjnego r/r, co oznacza osiągnięcie w ramach segmentu 46,5 mln PLN EBIT (+39,5% r/r) i 48,9 mln PLN EBITDA (+38,5% r/r).

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się stabilnego wzrostu przychodów ok. +12% r/r do 14,7 mln PLN. Spodziewamy się utrzymania marży operacyjnej, co implikuje zysk EBIT segmentu na poziomie 3,9 mln PLN oraz 4,7 mln PLN EBITDA (+9,5% r/r).

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. 0,9 mln PLN kwartalnie. W zakresie Centrum Badań nad Nowymi Częściami spodziewamy się kosztów rzędu 8,2 mln PLN.

Na poziomie grupy szacujemy wzrost przychodów do 195,4 mln PLN (+38,4% 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 poprawić rentowność EBITDA z działalności kontynuowanej z 4Q'23 fin. z poziomu 24,0% do 24,8%, co implikuje wynik EBITDA w wysokości 48,5 mln PLN, natomiast biorąc pod uwagę wynik EBITDA łącznie z kardioznacznikiem, szacujemy 40,4 mln PLN. Zysk netto prognozujemy na poziomie 28,2 mln PLN, w tym 34,8 mln PLN z działalności kontynuowanej (+52,1% r/r).

Prognoza wyników za 4Q'24 fin. [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	141,1	195,4	38,4%	624,1	677,4	8,5%
EBIT	29,2	43,5	48,9%	126,8	151,0	19,1%
EBITDA z działalności kontynuowanej	33,8	48,5	43,4%	143,1	171,0	19,6%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	35,3	48,9	38,5%	143,6	174,5	21,5%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	4,3	4,7	9,5%	16,3	17,6	8,3%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,7	-0,6	-	-2,5	-2,7	-
<i>Centrum Badań nad Nowymi Częściami - część wydzielana</i>	-4,9	-8,1	-	-19,6	-25,3	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-5,0	-4,3	-	-14,3	-17,7	-
EBITDA razem	29,0	40,4	39,5%	145,6	173,7	19,3%
Wynik netto z dział. kont.	22,9	34,8	52,1%	98,5	120,5	22,3%
Działalność wydzielana	-4,0	-6,6	-	-16,0	-21,1	-
Wynik netto	18,9	28,2	49,0%	82,6	99,5	20,5%
Marża EBIT	20,7%	22,3%		20,3%	22,3%	
Marża EBITDA z dział. kont.	24,0%	24,8%		22,9%	25,2%	
Marża zysku netto z dział. kont.	16,2%	17,8%		13,2%	14,7%	

Źródło: BDM, spółka

SYNTHAVERSE*(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 5,3 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 20 października 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	4,2	P/E	39,7	-106,5	23,2
MC [mln PLN]	297,2	EV/EBITDA	19,9	24,8	9,5
		EV/EBIT	30,5	-627,1	16,5
		P/BV	2,5	2,3	2,1

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 wysokomargowego 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%
Szczepionka BCG 10	2,9	1,6	-45,8%	9,8	3,5	-64,0%
Onko BCG	3,4	4,9	44,0%	26,8	31,6	17,9%
Distreptaza	3,9	0,7	-81,5%	24,5	13,2	-45,9%
Gamma Anty D	0,7	0,0	-	6,2	0,0	-100,0%
Lakcid	0,0	0,0	-	0,5	0,2	-60,0%
Inne	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.

VOXEL

Redukuj, TP 153,3 PLN/akcję

Rekomendacja z dnia 19 sierpnia 2025 r.

			2024	2025P	2026P
Kurs [PLN]	160,2	P/E	17,2	15,6	14,6
MC [mln PLN]	1 682,5	EV/EBITDA	10,5	9,3	9,0
		EV/EBIT	14,8	12,9	12,4
		P/BV	4,7	4,6	3,9

Diagnostyka

W 3Q'25 spodziewamy się wzrostu wolumenów badań wykonywanych przez grupę. Szacujemy 34,1 tys. TK (+1,5% r/r), 77,9 tys. MR (+10,0% r/r), 4,8 tys. PET (-2,0% r/r) oraz 4,8 tys. SPECT (+9,0% r/r). Prognozy te uwzględniają pracownię MR w Malborku. Implikuje to wzrost łącznej liczby badań o +7,0% r/r. Dynamika przychodów całego segmentu powinna być wyższa ze względu na podwyżki wycen badań refundowanych, jakie miały miejsce w lipcu'25, dlatego szacujemy wzrost sprzedaży z tego tytułu na +9,7% r/r. Spodziewamy się też poprawy rentowności segmentu i wzrostu wyniku EBITDA do 52,4 mln PLN (+11,3% r/r). Dodatkowo, Voxel przejął spółkę posiadającą jedną pracownię MR w Koninie, która będzie kontrybuowała do wyniku grupy od 4Q'25.

IT i wyposażenie pracowni

Po bardzo mocnym 1H'25 spodziewamy się spokojniejszego 3Q'25 pod kątem przychodowym. Sprzedaż segmentu szacujemy na ok. 27,2 mln PLN (-20% r/r). Podtrzymujemy jednak założenie mocnego 4Q'25 i przekroczenia backlogu, który w ostatnim raporcie szacowany był na 142 mln PLN (130 mln PLN Alteris i 12 mln PLN Radpoint).

Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 3Q'25 zakładamy wykonanie 147 (płasko r/r). Implikuje to przychody na poziomie 3,5 mln PLN (+5,0% r/r).

Na poziomie grupy szacujemy 138,0 mln PLN przychodów (+2,6% r/r) oraz 52,4 mln PLN EBITDA (+11,3% r/r). Zakładamy poprawę w segmencie IT, chociaż spodziewamy się, że wyższy poziom przychodów może zostać odnotowany w 4Q'25, co wynika z sezonowości branży. Powyższe założenia implikują wzrost zysku netto do 28,0 mln PLN (+10,1% r/r).

Aktualnie konsultowany jest projekt obniżenia wycen badań podstawowych TK i MR. Zwracamy uwagę, że w ofercie spółki znajdują się też bardziej specjalistyczne badania, które powinny pozostać na takich samych poziomach wycen lub zostać podniesione. Biorąc pod uwagę, że aktualizacja wycen może być wprowadzona w 2026 r., w naszej ocenie może się to wiązać z ograniczeniem podwyżek dla pracowników, dlatego nie powinno istotnie wpłynąć na oczekiwane wyniki w średnim okresie.

Prognozy wyników za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25P	r/r	2024	2025P	r/r
Przychody	134,5	138,0	2,6%	507,8	580,6	14,3%
Wynik brutto na sprzedaży	41,4	45,4	9,7%	154,6	176,8	14,3%
EBITDA	46,1	51,3	11,3%	166,5	198,8	19,4%
Diagnostyka	47,1	52,4	11,3%	175,1	203,2	16,1%
Neurochirurgia	1,8	1,8	-0,6%	7,5	7,6	2,2%
IT i wyposażenie pracowni	3,8	4,5	17,3%	16,9	18,7	11,0%
Wyłączenia	-6,5	-7,3		-32,9	-30,7	
EBIT	34,2	37,5	9,6%	118,8	144,1	21,2%
Zysk brutto	31,9	35,1	10,1%	119,6	134,7	12,6%
Zysk netto	25,4	28,0	10,1%	97,7	107,9	10,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,8%	32,9%		30,4%	30,4%	
Marża EBITDA	34,3%	37,2%		32,8%	34,2%	
Marża EBIT	25,5%	27,2%		23,4%	24,8%	
Marża zysku netto	18,9%	20,3%		19,2%	18,6%	

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/telekomunikacja

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny
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: 2025-10-24.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-10-24 (13:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-01.

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 24.10.2025 roku:

	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	NEUCA	SYNTEKTIK	SYNTHAVERSE	VOXEL
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	NIE	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 jakiegokolwiek 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 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

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