



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 5,0 PLN

18 GRUDNIA 2025, 07:50 CET

Podtrzymujemy zalecenie KUPUJ dla walorów spółki, obniżając cenę docelową do 5,0 PLN/akcję (poprzednio 5,3 PLN). Wyniki 3Q'25 okazały się słabsze od naszych założeń i w naszej ocenie pokazały skalę zmian, jakie wprowadza zarząd, które są konieczne do uporządkowania działalności spółki. Obniżamy krótkoterminowe założenia, jednak w naszej ocenie przy dokonywaniu wyceny najważniejsze są długoterminowe perspektywy spółki.

Wyniki 1-3Q'25 wykazały znaczący spadek r/r. Spółka dokonała wielu zmian, z czego najważniejszą było przejście z ampułek na fiołki, co rodziło konieczność startowania w nowych przetargach. Dodatkowo, jak poinformował w wywiadzie dla PAP Biznes prezes, wiele z zakontraktowanych przetargów zostało oprotestowanych przez konkurencję, co spowodowało opóźnienia w dostawach. Wolniejsza od wcześniejszych założeń okazała się też ekspansja na nowych rynkach, gdzie występują niedobory Onko BCG. Procesy te są trudniejsze i trwają dłużej, niż oczekiwała spółka.

W 1Q'26 Synthaverse planuje zakończyć transfer technologii do nowego zakładu i wyprodukować trzy pierwsze serie walidacyjne, których stabilność zostanie oceniona po 6 miesiącach. Po tym czasie będzie mogła złożyć dokumentację rejestracyjną, gdzie procedury powinny potrwać kolejne 7-8 miesięcy. Spółka zakłada, że w 4Q'27 rozpocznie sprzedaż Onko BCG wyprodukowanego w nowym zakładzie produkcyjnym.

W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy, że sprzedaż Onko z nowego zakładu rozpocznie się w 2027 r., ale w okolicach połowy roku. Zmiana terminów, która w naszej ocenie w dużej części nie jest zależna od spółki, tylko przedłużających się procesów administracyjnych, powoduje ponowne obniżenie naszych prognoz w krótkim i średnim terminie.

Ze względu na włączenie do użytkowania nowego zakładu produkcyjnego szacujemy, że w 2026 r. koszty amortyzacji wzrosną do ok. 4,2 mln PLN kwartalnie, wobec 3,2 mln PLN w 3Q'25. Zakładamy wzrost przychodów i poprawę wyników, jednak w obecnej sytuacji prognozujemy stratę na poziomie EBIT i netto w 2026 r. Jest to skutek obniżenia założeń dotyczących tempa ekspansji zagranicznej i wysokiego poziomu kosztów stałych.

W długim terminie podtrzymujemy założenia dotyczące wykorzystania planowanych mocy w Onko BCG oraz współpracę z WHO w zakresie sprzedaży szczepionki BCG10 na rynku UNICEF.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	50,4	58,6	71,8	43,0	58,7	85,0
EBIT [mln PLN]	9,8	8,6	12,4	-10,9	-0,2	21,4
EBITDA [mln PLN]	16,1	15,3	19,1	2,4	16,4	37,5
Wynik netto [mln PLN]	6,1	4,8	7,6	-13,2	-4,1	12,1
P/E	41,0	52,6	33,3	-	-	22,9
P/BV	2,4	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0
EV/EBIT	24,1	36,8	26,6	-	-	15,1
EV/EBITDA	14,8	20,8	17,4	145,9	20,8	8,6
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena końcowa [PLN]	5,0
Wycena DCF [PLN]	5,9
Wycena porównawcza [PLN]	2,4
Potencjał do wzrostu / spadku	41,7%
Koszt kapitału	11,7%

Cena rynkowa [PLN]	3,6
Kapitalizacja [mln PLN]	249,4
Ilość akcji [mln. szt.]	78,4*

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,6

Stopa zwrotu za 3 mc	-19,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-28,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23,7%

Akcjonariat (% głosów):	
Dariusz Kucowicz	10,5%
Wiktor Napióra	10,5%
Waldemar Sierocki	9,7%
Przemysław Sierocki	9,6%
AgioFunds TFI	5,5%
Pozostali	54,3%

* docelowa liczba akcji (w ramach programu mot. możliwa jest emisja 2,7 mln akcji)

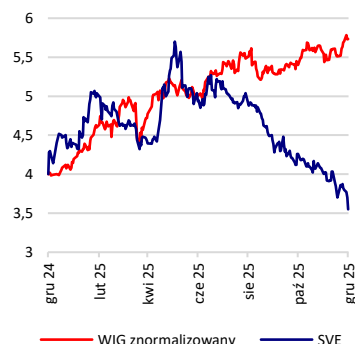
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 3Q'25.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	41,2	50,4	58,6	71,8	43,0	58,7	85,0
segment BCG	15,9	23,4	26,3	36,7	27,2	39,2	62,2
segment tradycyjny	27,0	32,3	35,1	15,6	18,7	21,8	24,1
EBIT	7,2	9,8	8,6	12,4	-10,9	-0,2	21,4
segment BCG	4,4	7,7	6,0	8,1	-10,9	-2,6	18,7
segment tradycyjny	2,8	2,2	2,6	4,3	0,0	2,4	2,8
EBITDA	13,7	16,1	15,3	19,1	2,4	16,4	37,5
Zysk brutto	5,9	8,3	6,6	9,6	-15,4	-5,1	15,7
Zysk netto	4,2	6,1	4,8	7,6	-13,2	-4,1	12,1

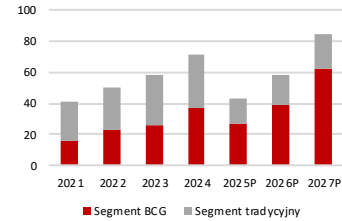
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	76,0	107,7	220,3	252,4	259,7	254,6	244,7
Rzeczowe aktywa trwałe	62,9	97,0	208,8	241,7	244,9	237,1	230,2
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	0,4	1,6	3,7	5,5	6,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	8,3	6,0	4,1	2,1	4,1	5,0	1,4
Aktywa obrotowe	40,8	55,4	45,6	46,2	38,8	33,3	44,6
Zapasy	9,3	12,7	15,5	9,7	14,5	7,3	10,6
Należności z tytułu dostaw i usług	11,6	15,1	27,4	35,0	22,0	24,5	28,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	27,1	2,2	0,8	1,3	0,5	4,6
Aktywa razem	116,8	163,1	265,9	298,6	298,5	287,9	289,3
Kapitał własny	74,6	105,6	112,6	121,5	130,4	126,3	138,4
Zobowiązania długoterminowe	25,1	33,1	122,3	134,2	132,9	128,3	109,6
Kredyty, pożyczki	1,8	6,0	58,9	58,2	59,7	58,8	44,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	2,0	2,3	2,6	3,2	2,7	2,2
Dotacje	11,6	20,7	59,3	71,6	68,5	65,1	61,9
Zobowiązania krótkoterminowe	17,2	24,5	31,0	43,0	35,1	33,4	41,3
Kredyty, pożyczki	3,6	6,8	7,9	18,6	15,8	5,2	4,6
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,1	0,3	0,9	1,0	1,6	1,3	1,1
Dotacje	0,7	0,6	0,6	2,7	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	9,9	13,7	18,0	16,9	10,7	19,8	28,6
Pasywa razem	116,8	163,1	265,9	298,6	298,5	287,9	289,3

Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-3,3	2,9	-5,3	14,8	6,0	27,8	34,4
Amortyzacja	6,5	6,2	6,6	8,1	13,3	16,6	16,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,5	-27,0	-72,9	-25,9	-22,4	-10,6	-9,7
CAPEX	18,4	36,8	112,6	41,8	22,3	8,7	9,0
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	12,1	9,7	39,7	15,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	20,2	36,8	53,3	9,7	17,0	-18,0	-20,6
Odsetki	0,9	0,5	0,6	2,2	4,4	5,0	4,3
Zmiana środków pieniężnych	12,5	12,8	-24,9	-1,4	0,5	-0,8	4,0
Środki pieniężne	14,3	27,1	2,2	0,8	1,3	0,5	4,6

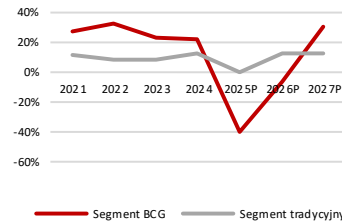
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	2%	22%	16%	22%	-40%	37%	45%
EBIT	21%	37%	-12%	44%	-	-	-
segment BCG	-	76%	-21%	35%	-	-	-
segment tradycyjny	-	-23%	20%	64%	-	-	17%
EBITDA	17%	17%	-5%	25%	-87%	582%	129%
Zysk netto	-4%	43%	-22%	59%	-	-	-

Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	65,3	70,3	70,5	70,8	76,4	77,1	77,8
Marża brutto ze sprzedaży [%]	55,1%	55,4%	60,0%	61,7%	55,6%	63,0%	73,4%
EPS	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,2
BPS	1,1	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8
P/E	54,5	41,0	52,6	33,3	-	-	22,9
P/BV	3,1	2,4	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0
EV/EBITDA	16,3	14,8	20,8	17,4	145,9	20,8	8,6
EV/EBIT	31,1	24,1	36,8	26,6	-	-	15,1
Dług netto	-7,8	-11,9	67,9	79,6	78,9	67,6	47,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	6%	6%	4%	6%	-	-	9%
ROA	4%	4%	2%	3%	-	-	4%
FCF	-7,8	-24,0	-78,3	-11,1	-16,5	17,3	24,7

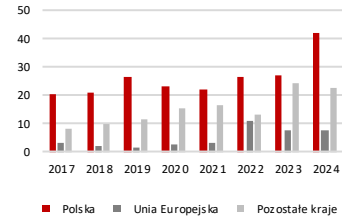
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



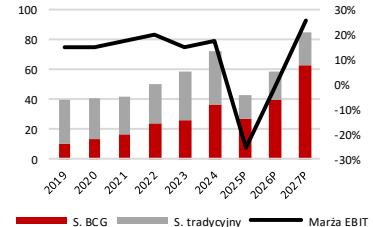
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



Przychody na tle marży EBIT [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1. Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych
2. Ryzyko opóźnienia procesów rejestracyjnych
3. Ryzyko kursowe i stóp procentowych
4. Ryzyko wzrostu cen energii i gazu
5. Ryzyko pojawienia się na rynku nowych, konkurencyjnych produktów
6. Ryzyko wycofania produktu z obrotu
7. Ryzyko wystąpienia efektów ubocznych lub interakcji z nowymi lekami
8. Ryzyko niepowodzenia prac badawczo-rozwojowych
9. Ryzyko uzależnienia od kluczowych partnerów
10. Ryzyko zerwania łańcuchów dostaw

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 3,55 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,9 PLN. Wycena porównawcza do zagranicznych spółek z rynku farmaceutycznego została oparta na prognozach wyników na lata 2026-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 2,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 75% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 25% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	75%	5,9	67%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	25%	2,4	-33%
Wycena spółki [PLN]		5,0	42%

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,3%, poprzednio 5,4%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 0,8, który oszacowaliśmy na podstawie historycznych wartości tego wskaźnika dla Synthaverse oraz innych spółek z branży medycznej obecnych na GPW.

Zmiany założeń modelu

- W związku ze spadającą liczbą urodzeń oraz późnym zakontraktowaniem szczepionki BCG10, obniżamy założenia przychodowe dla tego produktu na 2026 r. Szacujemy sprzedaż ok. 6 tys. opakowań (vs. 12 tys. poprzednio). Podtrzymujemy założenie 12 tys. opakowań w 2027 r. i 50 tys. rocznie od 2028 r. w związku z planowanym wejściem na rynek UNICEF. Jednocześnie wraz ze skokowym wzrostem sprzedaży spodziewamy się spadku średniej ceny ze względu na niższą rentowność sprzedaży eksportowej tego produktu.
- W ostatnim raporcie spółka informowała o wysokim zatowarowaniu dystrybutorów w Onko BCG. Spodziewamy się, że w krótkim terminie spółka będzie dostosowywać dostawy tak, aby uzyskać ciągłość działalności i nie zapychać kanałów dystrybucji. Dodatkowo, aktualnie spółka zakłada, że pierwsze sprzedaże Onko BCG wyprodukowanego w nowym zakładzie produkcyjnym będą możliwe pod koniec 2027 r. Dłużej, niż zakładaliśmy, trwa rozpoczęcie sprzedaży na poszczególnych rynkach zagranicznych, dlatego obniżamy nasze krótko- i średnioterminowe założenia dotyczące tego leku.
- Sprzedaż Distreptazy w 2025 r. okazała się niższa od naszych prognoz, jednak oczekujemy, że w średnim terminie wolumeny wrócą do poziomów, jakie obserwowaliśmy w 2023 i 2024 r. Aktualnie jest to najważniejszy produkt w segmencie tradycyjnym. W 2025 r. na rynek wszedł lek Davoster, jednak na razie nie widzimy istotnego wpływu tego produktu na wyniki spółki. Przychody z tytułu pozostałych farmaceutyków (głównie Lakcid), traktujemy jako wyprzedanie zapasu produktów, które zostały wycofane z produkcji i nie powinny mieć wpływu na wyniki ok 2026 r.
- Podtrzymujemy długoterminowe prognozy marży EBIT w segmencie BCG na poziomie ok. 51%, natomiast podnosimy dla segmentu tradycyjnego do ok. 13% (poprzednio 11%). Jest to spowodowane wykluczeniem z portfolio produktów z niższą marżą.
- W programie motywacyjnym do 2028 roku pozostaje 2,7 mln warrantów subskrypcyjnych, które mogą zostać przyznane kluczowym pracownikom. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 78,4 mln.
- CAPEX na 2025 r. szacujemy na ok. 22,6 mln PLN, wobec 41,8 mln PLN w 2024 r. W kolejnych latach wydatki inwestycyjne w naszej prognozie kształtują się na poziomie 10-15 mln PLN.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 464,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,9 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	43,0	58,7	85,0	130,9	173,8	180,8	187,1	193,7	200,4	207,5
EBIT [mln PLN]	-10,9	-0,2	21,4	50,6	76,8	80,6	83,5	86,6	89,8	93,2
Koszt programu motywacyjnego	1,2	1,2	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	-9,7	1,0	22,6	51,8	76,8	80,6	83,5	86,6	89,8	93,2
Stopa podatkowa	14,3%	19,0%	23,0%	22,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	-1,4	0,2	5,2	11,4	16,1	16,9	17,5	18,2	18,9	19,6
NOPLAT [mln PLN]	-8,4	0,8	17,4	40,4	60,7	63,6	66,0	68,4	71,0	73,6
Amortyzacja [mln PLN]	13,3	16,6	16,1	15,6	17,1	16,4	16,1	15,9	15,7	15,6
CAPEX [mln PLN]	-22,6	-10,6	-9,7	-10,3	-11,0	-12,3	-12,9	-13,4	-14,4	-15,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	1,9	13,8	1,6	-5,7	-5,4	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
FCF [mln PLN]	-15,8	20,6	25,3	40,0	61,4	66,8	68,5	70,1	71,4	72,7
DFCF [mln PLN]	-15,7	18,5	20,5	29,1	40,0	39,0	35,7	32,8	29,9	27,3
Suma DFCF [mln PLN]	257,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	764,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	286,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	543,7									
Dług netto [mln PLN]	79,6									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	464,0									
Ilość akcji [tys.]	78,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,9									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	-40,0%	36,5%	44,7%	53,9%	32,8%	4,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	136,4%	51,7%	4,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
FCF zmiana r/r	-	-	23,1%	57,7%	53,7%	8,8%	2,4%	2,4%	1,9%	1,9%
Marża EBITDA	5,6%	27,9%	44,1%	50,6%	54,0%	53,6%	53,2%	52,9%	52,7%	52,5%
Marża EBIT	-25,4%	-0,4%	25,2%	38,7%	44,2%	44,5%	44,6%	44,7%	44,8%	44,9%
Marża NOPLAT	-19,4%	1,3%	20,5%	30,9%	34,9%	35,2%	35,3%	35,3%	35,4%	35,5%
CAPEX / Przychody	52,6%	18,0%	11,4%	7,9%	6,3%	6,8%	6,9%	6,9%	7,2%	7,5%
CAPEX / Amortyzacja	169,8%	63,9%	60,5%	66,2%	64,2%	75,1%	79,8%	84,5%	91,8%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	4,4%	23,5%	1,9%	-4,4%	-3,1%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-6,6%	87,9%	6,1%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Premia kredytowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Udział kapitału własnego	73,1%	76,3%	82,1%	86,4%	98,7%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,8%	8,3%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Udział kapitału obcego	26,9%	23,7%	17,9%	13,6%	1,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,9%	10,9%	11,0%	11,2%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
beta	0,5	6,3	6,7	7,1	7,7	8,5	9,5	10,8	12,8	16,1
	0,6	5,7	6,0	6,4	6,9	7,5	8,2	9,2	10,6	12,7
	0,7	5,2	5,5	5,8	6,1	6,6	7,2	7,9	9,0	10,4
	0,8	4,7	5,0	5,2	5,5	5,9	6,4	7,0	7,7	8,7
	0,9	4,4	4,5	4,8	5,0	5,3	5,7	6,1	6,7	7,5
	1,0	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1	5,5	5,9	6,5
	1,1	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	5,3	5,7

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
premia za ryzyko	5,0%	6,3	6,7	7,1	7,7	8,5	9,5	10,8	12,8	16,1
	6,0%	5,7	6,0	6,4	6,9	7,5	8,2	9,2	10,6	12,7
	7,0%	5,2	5,5	5,8	6,1	6,6	7,2	7,9	9,0	10,4
	8,0%	4,7	5,0	5,2	5,5	5,9	6,4	7,0	7,7	8,7
	9,0%	4,4	4,5	4,8	5,0	5,3	5,7	6,1	6,7	7,5
	10,0%	4,0	4,2	4,4	4,6	4,8	5,1	5,5	5,9	6,5
	11,0%	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	5,3	5,7

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
premia za ryzyko		0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
	5,0%	12,4	11,2	10,1	9,2	8,5	7,8	7,2	6,7	6,2
	6,0%	11,4	10,1	9,1	8,2	7,5	6,8	6,2	5,8	5,3
	7,0%	10,5	9,2	8,2	7,3	6,6	6,0	5,5	5,0	4,6
	8,0%	9,8	8,5	7,5	6,6	5,9	5,3	4,8	4,4	4,0
	9,0%	9,1	7,8	6,8	6,0	5,3	4,8	4,3	3,9	3,5
	10,0%	8,5	7,2	6,2	5,5	4,8	4,3	3,8	3,4	3,1
	11,0%	7,9	6,7	5,8	5,0	4,4	3,9	3,4	3,1	2,7

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla zagranicznych spółek działających w segmencie farmaceutycznym. Spółki te, podobnie jak Synthaverve, mają już swoje portfolio leków oraz opracowują kolejne. Wycena porównawcza oparta jest na wskaźniku EV/EBITDA. Obliczenia bazują na kursach z 17 grudnia 2025 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego. W wycenie uwzględniamy lata 2026-2027 i przypisujemy im równą wagę.

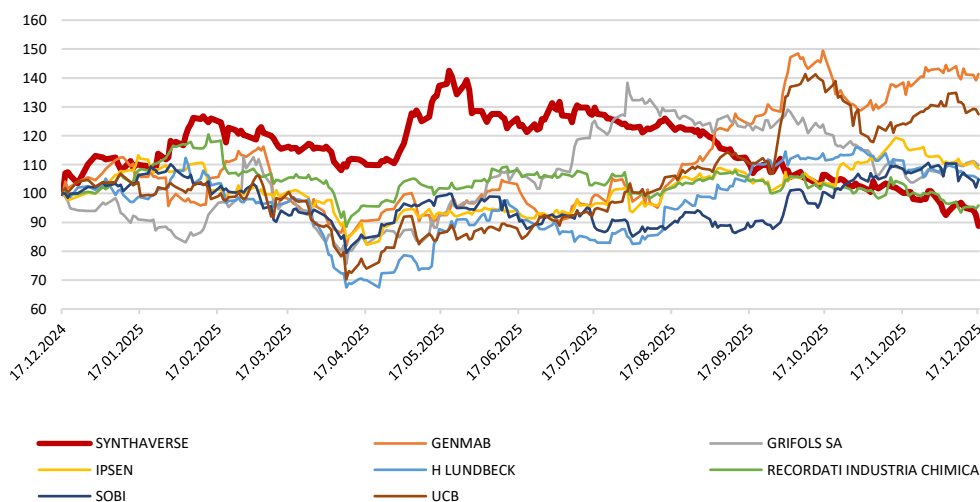
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 2,4 PLN (vs 4,0 PLN poprzednio). Zwracamy uwagę, że w obecnej wycenie nie uwzględniamy roku 2028, w którym powinno nastąpić osiągnięcie pełnych mocy sprzedażowych. Z tego powodu, zdecydowaliśmy się obniżyć wagę wyceny porównawczej w cenie docelowej do 25% (poprzednio 50%).

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P
MERCK & CO. INC.	9,6	10,2	8,4
GRIFOLS SA	8,4	7,6	6,5
IPSEN	6,2	5,9	5,1
H LUNDBECK A/S	6,6	5,7	5,0
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	12,5	11,6	10,2
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	13,0	10,0	8,0
UCB SA	20,8	15,9	12,2
Mediana	9,6	10,0	8,0
SYNTHAVERSE	145,9	20,8	8,6
Premia/dyskonto grupa	1419%	109%	8%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	-	1,4	3,4
Waga roku	0%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		2,4	
Waga wskaźnika		50%	
Wycena końcowa [PLN]		2,4	

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 17.12.2025

Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 3Q'25

Segment BCG

W 3Q'25 sprzedaż szczepionki BCG okazała się wyższa od naszych założeń (2,0 mln PLN vs. 1,6 mln PLN ocz.) W naszej ocenie wynika to z rozłożenia dostaw do Ministerstwa Zdrowia pomiędzy 3Q'25 a 4Q'25. Negatywnie zaskoczyła sprzedaż flagowego leku Onko BCG, która wyniosła zaledwie 0,5 mln PLN, wobec 3,4 mln PLN rok wcześniej i 4,9 mln PLN ocz. Do takiego spadku miały się przyczynić z jednej strony niezależne od spółki opóźnienia w realizacji dostaw krajowych i nadmiernych zapasów u dystrybutorów, a z drugiej strony, miała być to świadoma decyzja spółki, wynikająca z ograniczenia produkcji w dotychczasowych zakładach na czas wdrożenia nowych technologii w nowym zakładzie Onko BCG.

Segment tradycyjny

Sprzedaż segmentu tradycyjnego okazała się nieco lepsza od naszych założeń, chociaż w porównaniu do roku poprzedniego widoczny jest istotny spadek. Wyższa od prognoz okazała się sprzedaż Distreptazy (1,2 mln PLN, wobec 0,7 mln PLN ocz.) oraz wystąpienie 0,6 mln PLN przychodu ze sprzedaży probiotyku Lakcid.

Sprzedaż całej grupy pokazała bardzo mocny spadek do 4,8 mln PLN, wobec 13,4 mln PLN rok wcześniej. Dodatkowo, ze względu na niekorzystną strukturę przychodów (niska sprzedaż Onko BCG), marża brutto na sprzedaży spadła z 63,1% w 3Q'24 do 34,8% w 3Q'25. Dodatkowo, EBIT obniżyły wyższe od naszych prognoz pozostałe koszty operacyjne. Implikuje to stratę EBITDA na poziomie -4,2 mln PLN (wobec 1,2 mln PLN zysku ocz.) oraz netto -7,7 mln PLN.

Wyniki 3Q'25 oceniamy negatywnie. Spodziewaliśmy się niższych zamówień w segmencie tradycyjnym, jednak mocnym rozczarowaniem okazała się sprzedaż Onko BCG. W części dostaw do odbiorców krajowych mogło nie być to zależne od spółki, jednak nadmierne zapasy u dystrybutorów są niepokojące. Zrozumiałe jest natomiast ograniczenie produkcji na czas wdrażania technologii w nowym zakładzie produkcyjnym.

We wrześniu'25 URPL zatwierdził nową wielkość serii Onko BCG 100 w wysokości 3.000 fiolek +/-20%, natomiast rejestracja zwiększonej serii w URPL planowana jest na grudzień'25. Spółka zakłada, że dzięki temu, jeszcze w 4Q'25 będzie mogła zwiększyć swoje możliwości wytwórcze. Należy jednak pamiętać, że konieczne jest dokonanie wpisów rejestracyjnych nowej serii także na poszczególnych rynkach zagranicznych. Aktualnie, w CBR prowadzone są prace nad zwiększeniem skali do 6.000 fiolek na serię, a docelowo ma być to 30.000 fiolek na serię.

Spółka jest na etapie intensywnych prac rozwojowych, dlatego zakładamy, że tak mocny spadek wyników jest przejściowy. W kolejnych okresach Synthaverse chce wprowadzić do swojego portfolio kolejne produkty, stosowane m.in. w leczeniu bólu, onkologii i gastroenterologii.

Wyniki za 3Q'25 [mln PLN]

	3Q'24	3Q'25	r/r	3Q'25P BDM	różnica
Przychody ze sprzedaży	13,4	4,8	-64,3%	7,6	-36,8%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	2,9	2,0	-31,3%	1,6	26,8%
<i>Onko BCG</i>	3,4	0,5	-84,0%	4,9	-88,9%
<i>Distreptaza</i>	3,9	1,2	-68,9%	0,7	68,3%
<i>Gamma Anty D</i>	0,7	0,0		0,0	
<i>Lakcid</i>	0,0	0,6		0,0	
<i>Inne</i>	2,5	0,4	-82,6%	0,1	261,7%
Wynik brutto na sprzedaży	8,5	1,7	-80,3%	5,1	-67,3%
EBIT	0,0	-7,4	-	-3,4	-
EBITDA	2,5	-4,2	-	1,2	-
Zysk netto	-0,4	-7,7	-	-3,3	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	34,8%		67,2%	
Marża EBIT	-	-		-	
Marża EBITDA	18,3%	-		16,4%	
Marża zysku netto	-	-		-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

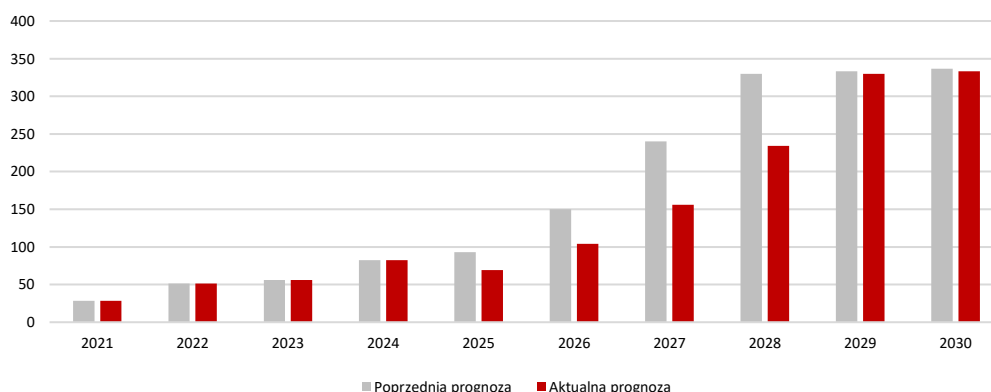
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Obniżamy założenia krótko- i średnioterminowe. Wysokie zatowarowanie dystrybutorów w 2024 r., które przyniosło rekordową sprzedaż, w naszej ocenie spowodowało powstanie wysokich zapasów, które są stopniowo sprzedawane do klientów końcowych. Poskutkowało to wyhamowaniem sprzedaży w 2025 r. W kolejnych latach oczekujemy dynamicznego wzrostu przychodów, jednak baza porównawcza jest zdecydowanie niższa, niż wcześniej zakładaliśmy, dlatego prognozy na kolejne lata również są odpowiednio niższe.

W zakresie Onko BCG spółka ponownie studzi oczekiwania co do uruchomienia sprzedaży z nowego zakładu produkcyjnego. W ostatnim raporcie padła deklaracja rozpoczęcia tej sprzedaży do końca 2027 r. (poprzednio spółka pisała o możliwym uruchomieniu na początku 2027 r.) Dodatkowo, wydłuża się proces wprowadzania Onko na nowe rynki. W naszych prognozach zakładaliśmy rozpoczęcie sprzedaży na rynku niemieckim w 3Q'25, natomiast nastąpiło to w 4Q'25. Widzimy też, że tempo ekspansji na nowym rynku jest wolniejsze, niż oczekiwaliśmy. Wynika to w naszej ocenie z długich procesów rejestracyjnych i walidacyjnych, zarówno na poszczególnych rynkach, jak i u klientów końcowych.

Wszystkie te czynniki spowodowały obniżenie założeń sprzedażowych dla Onko BCG na kolejne lata. Zakładamy, że osiągnięcie pełnych mocy sprzedażowych (ok. 330 tys. fiolek) nastąpi w 2029 r. W naszej ocenie potencjał produkcyjny spółki do tego czasu będzie wyższy (udoskonalenie technologii namnażania prątków BCG oraz zwiększenie serii produkcyjnej), natomiast konserwatywnie podchodzimy do tempa ekspansji.

Korekta prognoz wolumenów sprzedaży Onko BCG [tys. sztuk]



Źródło: BDM

W zakresie szczepionki BCG10 również obniżamy nasze założenia na 2026 r. Wynika to z faktu późnego kontraktowania dostaw na 2025 r., co w naszej ocenie rodzi wysokie ryzyko, że w 2026 r. Ministerstwo Zdrowia nie ogłosi przetargu na dostawę szczepionki. Spadająca liczba urodzeń skutkuje znaczącym ograniczeniem popytu na ten produkt.

W segmencie tradycyjnym w 3Q'25 widoczna była sprzedaż Lakcid, który nie należy już do portfela strategicznych produktów spółki. Zakładamy, że spółka wyprzedaje ostatnie zapasy probiotyku, co skutkuje obniżeniem marży. Zakładamy, że do końca 2025 r. spółka wyprzedzi pozostałe produkty, z których się wycofuje, a pozostają jeszcze w zapasach, natomiast od 2026 r. będzie rozwijać docelowe portfolio produktów.

Distreptaza również odnotowała spadki sprzedaży w 2025 r., jednak zakładamy, że w kolejnych latach przychody będą wracać do poziomów, obserwowanych w 2023 i 2024 r.

Na wyniki kolejnych okresów istotnie wpłynie wzrost amortyzacji, spowodowany włączeniem do użytku nowego zakładu produkcyjnego. Spodziewamy się, że efekt ten będzie widoczny już w 1Q'26. Szacujemy amortyzację na poziomie ok. 4,2 mln PLN kwartalnie vs. 3,2 mln PLN w 3Q'25.

Prognozy wyników kwartalnych [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25P	1Q'26P	2Q26P	3Q26P	4Q26P
Przychody ze sprzedaży	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,4	29,2	13,4	6,3	4,8	18,5	12,8	12,5	11,4	22,1
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,4	3,6	0,3	4,0	2,5	2,6	2,9	1,9	1,2	0,0	2,0	0,4	1,8	0,0	0,0	0,3
<i>Onko BCG</i>	2,4	5,5	2,4	6,8	4,3	5,5	3,4	13,7	7,7	5,0	0,5	10,4	7,4	7,4	7,4	14,8
<i>Distreptaza</i>	4,8	7,5	3,4	6,9	5,5	6,1	3,9	9,0	4,4	0,6	1,2	7,1	3,2	4,2	3,3	6,4
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	1,0	1,1	1,6	0,9	0,8	0,7	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lakcid</i>	2,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	0,3	0,8	0,9	1,0	0,2	0,2	2,5	1,0	0,1	0,6	0,4	0,4	0,1	0,6	0,4	0,4
Wynik brutto na sprzedaży	6,0	11,2	5,1	12,9	7,4	9,4	8,5	19,0	8,2	4,2	1,7	9,9	7,8	7,7	7,2	14,3
EBIT	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,2	-4,5	-7,4	1,1	-1,1	-1,2	-2,1	4,1
EBITDA	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	11,9	3,4	-1,1	-4,2	4,3	3,1	3,0	2,1	8,2
Zysk netto	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,5	-4,8	-7,7	-0,1	-1,9	-2,0	-2,6	2,4
Marża zysku brutto na sprzedaży	50,3%	60,8%	63,1%	63,8%	53,3%	62,1%	63,1%	64,8%	60,9%	67,2%	34,8%	53,3%	60,9%	62,1%	63,1%	64,8%
Marża EBIT	10,9%	22,2%	-	30,8%	1,8%	18,2%	-	32,3%	-	-	-	6,0%	-	-	-	18,8%
Marża EBITDA	24,0%	31,1%	-	38,9%	13,1%	28,8%	18,3%	40,6%	25,0%	-	-	23,5%	24,2%	23,7%	18,2%	37,3%
Marża zysku netto	6,2%	14,0%	-	19,2%	-	9,3%	-	23,8%	-	-	-	-	-	-	-	10,8%

Źródło: BDM, spółka

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	58,6	71,8	43,0	58,7	85,0	130,9	173,8	180,8	187,1	193,7	200,4	207,5
<i>Szczepionka BCG 10</i>	9,2	9,8	3,6	1,9	3,9	14,1	14,1	14,2	14,4	14,5	14,7	14,8
<i>Onko BCG</i>	17,0	26,8	23,6	37,1	58,3	91,7	133,1	138,5	144,1	149,9	155,9	162,2
<i>Distreptaza</i>	22,5	24,5	13,2	17,4	20,2	22,4	23,8	25,2	25,7	26,3	26,8	27,3
<i>Gamma Anty D</i>	4,8	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lakcid</i>	2,0	0,5	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	3,0	3,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Wynik brutto na sprzedaży	35,2	44,3	23,9	37,0	62,4	97,9	128,2	133,6	138,4	143,3	148,5	153,8
EBIT	8,6	12,4	-10,9	-0,2	21,4	50,6	76,8	80,6	83,5	86,6	89,8	93,2
segment BCG	6,0	8,1	-10,9	-2,6	18,7	47,6	73,6	77,1	80,0	83,0	86,1	89,4
segment tradycyjny	2,6	4,3	0,0	2,4	2,8	3,1	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
EBITDA	15,3	19,1	2,4	16,4	37,5	66,3	93,9	96,9	99,6	102,5	105,6	108,8
Zysk netto	4,8	7,6	-13,2	-4,1	12,1	35,2	56,8	59,8	62,1	65,2	67,8	70,4
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,0%	61,7%	55,6%	63,0%	73,4%	74,8%	73,8%	73,9%	73,9%	74,0%	74,1%	74,1%
Marża EBIT	14,8%	17,3%	-	-	25,2%	38,7%	44,2%	44,5%	44,6%	44,7%	44,8%	44,9%
Marża EBITDA	26,1%	26,5%	5,6%	27,9%	44,1%	50,6%	54,0%	53,6%	53,2%	52,9%	52,7%	52,5%
Marża zysku netto	8,1%	10,5%	-	-	14,2%	26,9%	32,7%	33,1%	33,2%	33,7%	33,8%	33,9%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 20.10.2025 [mln PLN]

	2025P			2026P			2027P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	52,3	43,0	-17,8%	86,3	58,7	-31,9%	128,3	85,0	-33,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	33,8	23,9	-29,1%	63,4	37,0	-41,6%	100,9	62,4	-38,2%
EBITDA	15,5	2,4	-84,5%	38,2	16,4	-57,2%	66,2	37,5	-43,3%
EBIT	-0,6	-10,9	-	21,9	-0,2	-	50,0	21,4	-57,2%
Wynik brutto	-3,3	-15,4	-	18,5	-5,1	-	46,9	15,7	-66,5%
Wynik netto	-3,0	-13,2	-	14,0	-4,1	-	36,1	12,1	-66,5%
marża brutto	64,5%	55,6%		73,5%	63,0%		78,6%	73,4%	
marża EBITDA	29,7%	5,6%		44,3%	27,9%		51,6%	44,1%	
marża EBIT	-1,2%	-		25,4%	-		39,0%	25,2%	
marża netto	-5,8%	-		16,3%	-		28,1%	14,2%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	220,3	252,4	259,7	254,6	244,7	238,0	231,9	227,8	224,6	222,1	220,8	220,8
Rzeczowe aktywa trwałe	208,8	241,7	244,9	237,1	230,2	224,3	219,4	215,3	212,0	209,6	208,3	208,3
Aktywa niematerialne	0,4	1,6	3,7	5,5	6,0	6,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Aktywa obrotowe	45,6	46,2	38,8	33,3	44,6	91,9	126,1	157,3	191,3	227,7	264,0	300,6
Zapasy	15,5	9,7	14,5	7,3	10,6	16,4	21,7	22,6	23,4	24,2	25,1	26,0
Należności handlowe oraz pozostałe należności	27,4	35,0	22,0	24,5	28,4	43,8	58,3	60,6	62,8	64,9	67,2	69,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	0,8	1,3	0,5	4,6	30,7	45,1	73,1	104,2	137,5	170,7	204,1
Aktywa razem	265,9	298,6	298,5	287,9	289,3	329,9	358,0	385,1	415,9	449,8	484,8	521,4
Kapitał własny	112,6	121,5	130,4	126,3	138,4	173,5	230,3	261,7	293,9	328,1	363,3	399,8
Kapitał podstawowy	7,0	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Zyski zatrzymane	-27,7	-20,1	-33,3	-37,4	-25,3	9,8	66,6	98,0	130,2	164,4	199,6	236,1
Zobowiązania długoterminowe	122,3	134,2	132,9	128,3	109,6	102,1	60,4	55,2	51,9	49,4	47,0	44,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	58,9	58,2	59,7	58,8	44,0	40,1	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,3	2,6	3,2	2,7	2,2	1,6	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	31,0	43,0	35,1	33,4	41,3	54,2	67,2	68,2	70,0	72,2	74,5	76,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	7,9	18,6	15,8	5,2	4,6	2,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	1,0	1,6	1,3	1,1	0,8	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	18,0	16,9	10,7	19,8	28,6	44,0	58,4	60,8	62,9	65,1	67,4	69,8
Pasywa razem	265,9	298,6	298,5	287,9	289,3	329,9	358,0	385,1	415,9	449,8	484,8	521,4

Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	58,6	71,8	43,0	58,7	85,0	130,9	173,8	180,8	187,1	193,7	200,4	207,5
<i>Szczepionka BCG 10</i>	9,2	9,8	3,6	1,9	3,9	14,1	14,1	14,2	14,4	14,5	14,7	14,8
<i>Onko BCG</i>	17,0	26,8	23,6	37,1	58,3	91,7	133,1	138,5	144,1	149,9	155,9	162,2
<i>Distreptaza</i>	22,5	24,5	13,2	17,4	20,2	22,4	23,8	25,2	25,7	26,3	26,8	27,3
<i>Gamma Anty D</i>	4,8	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lakcid</i>	2,0	0,5	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	3,0	3,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Wynik brutto na sprzedaży	35,2	44,3	23,9	37,0	62,4	97,9	128,2	133,6	138,4	143,3	148,5	153,8
Koszty SG&A	24,9	32,0	35,6	37,7	41,2	47,4	51,3	52,8	54,5	56,2	58,0	59,8
EBIT	8,6	12,4	-10,9	-0,2	21,4	50,6	76,8	80,6	83,5	86,6	89,8	93,2
<i>segment BCG</i>	6,0	8,1	-10,9	-2,6	18,7	47,6	73,6	77,1	80,0	83,0	86,1	89,4
<i>segment tradycyjny</i>	2,6	4,3	0,0	2,4	2,8	3,1	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
EBITDA	15,3	19,1	2,4	16,4	37,5	66,3	93,9	96,9	99,6	102,5	105,6	108,8
Zysk brutto	6,6	9,6	-15,4	-5,1	15,7	45,1	71,9	75,7	78,6	82,6	85,8	89,1
Zysk netto	4,8	7,6	-13,2	-4,1	12,1	35,2	56,8	59,8	62,1	65,2	67,8	70,4

Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,3	14,8	6,0	27,8	34,4	46,6	68,4	72,7	74,8	77,8	80,3	82,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-72,9	-25,9	-22,4	-10,6	-9,7	-10,3	-11,0	-12,3	-12,9	-13,4	-14,4	-15,6
Przepływy z działalności finansowej	53,3	9,7	17,0	-18,0	-20,6	-10,1	-43,0	-32,5	-30,8	-31,1	-32,6	-33,9
Przepływy pieniężne netto	-24,9	-1,4	0,5	-0,8	4,0	26,1	14,4	27,9	31,2	33,3	33,2	33,4
FCF	-78,3	-11,1	-16,5	17,3	24,7	36,3	57,4	60,4	61,9	64,4	65,8	67,3
Środki pieniężne na początek okresu	27,1	2,2	0,8	1,3	0,5	4,6	30,7	45,1	73,1	104,2	137,5	170,7
Środki pieniężne na koniec okresu	2,2	0,8	1,3	0,5	4,6	30,7	45,1	73,1	104,2	137,5	170,7	204,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	16,3%	22,4%	-40,0%	36,5%	44,7%	53,9%	32,8%	4,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
EBITDA zmiana r/r	-4,9%	24,7%	-87,4%	581,7%	129,1%	76,7%	41,7%	3,2%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%
EBIT zmiana r/r	-12,1%	43,7%	-	-	-	136,4%	51,7%	4,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Zysk netto zmiana r/r	-21,7%	58,7%	-	-	-	191,3%	61,4%	5,3%	3,9%	5,0%	3,9%	3,9%
Marża brutto na sprzedaży	60,0%	61,7%	55,6%	63,0%	73,4%	74,8%	73,8%	73,9%	73,9%	74,0%	74,1%	74,1%
Marża EBITDA	26,1%	26,5%	5,6%	27,9%	44,1%	50,6%	54,0%	53,6%	53,2%	52,9%	52,7%	52,5%
Marża EBIT	14,8%	17,3%	-	-	25,2%	38,7%	44,2%	44,5%	44,6%	44,7%	44,8%	44,9%
Marża brutto	11,2%	13,4%	-	-	18,4%	34,5%	41,4%	41,9%	42,0%	42,6%	42,8%	43,0%
Marża netto	8,1%	10,5%	-	-	14,2%	26,9%	32,7%	33,1%	33,2%	33,7%	33,8%	33,9%
COGS / przychody	40,0%	38,3%	44,4%	37,0%	26,6%	25,2%	26,2%	26,1%	26,1%	26,0%	25,9%	25,9%
SG&A / przychody	42,6%	44,5%	82,8%	64,1%	48,5%	36,2%	29,5%	29,2%	29,1%	29,0%	28,9%	28,8%
SG&A / COGS	106,4%	116,2%	186,7%	173,4%	182,2%	144,0%	112,6%	111,8%	111,7%	111,6%	111,5%	111,3%
ROE	4,2%	6,2%	-	-	8,7%	20,3%	24,6%	22,8%	21,1%	19,9%	18,7%	17,6%
ROA	1,8%	2,5%	-	-	4,2%	10,7%	15,9%	15,5%	14,9%	14,5%	14,0%	13,5%
Dług	153,27	177,15	168,07	161,64	150,90	156,31	127,68	123,36	121,96	121,64	121,53	121,62
D / (D+E)	57,6%	59,3%	56,3%	56,1%	52,2%	47,4%	35,7%	32,0%	29,3%	27,0%	25,1%	23,3%
D / E	136,1%	145,8%	128,9%	128,0%	109,1%	90,1%	55,4%	47,1%	41,5%	37,1%	33,5%	30,4%
Dług netto	67,9	79,6	78,9	67,6	47,2	14,2	-40,4	-72,2	-104,2	-137,5	-170,7	-204,1
Dług netto / kapitał własny	0,6	0,7	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	4,4	4,2	32,9	4,1	1,3	0,2	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9
Dług netto / EBIT	7,8	6,4	-	-	2,2	0,3	-0,5	-0,9	-1,2	-1,6	-1,9	-2,2
EV	318,2	330,9	350,3	341,3	323,3	292,7	238,1	206,3	174,2	140,9	107,7	74,3
Dług / EV	48,2%	53,5%	48,0%	47,4%	46,7%	53,4%	53,6%	59,8%	70,0%	86,3%	112,8%	163,6%
CAPEX / Przychody	192,1%	58,3%	52,6%	18,0%	11,4%	7,9%	6,3%	6,8%	6,9%	6,9%	7,2%	7,5%
CAPEX / Amortyzacja	1698,4%	517,1%	169,8%	63,9%	60,5%	66,2%	64,2%	75,1%	79,8%	84,5%	91,8%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	11,3%	11,3%	31,0%	28,2%	18,9%	11,9%	9,8%	9,1%	8,6%	8,2%	7,8%	7,5%
Zmiana KO / Przychody	18,6%	4,0%	-4,4%	-23,5%	-1,9%	4,4%	3,1%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	34,9%	-14,5%	48,1%	-10,1%	21,8%	11,7%	2,1%	11,1%	13,0%	13,0%	13,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	4,3	3,5	5,8	4,2	2,9	1,9	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
P/E*	52,6	33,3	-	-	22,9	7,9	4,9	4,7	4,5	4,3	4,1	4,0
P/BV*	2,2	2,1	2,1	2,2	2,0	1,6	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7
P/CE*	22,0	17,7	1 771,9	22,0	9,8	5,5	3,8	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2
EV/EBITDA*	20,8	17,4	145,9	20,8	8,6	4,4	2,5	2,1	1,7	1,4	1,0	0,7
EV/EBIT*	36,8	26,6	-	-	15,1	5,8	3,1	2,6	2,1	1,6	1,2	0,8
EV/S*	5,4	4,6	8,1	5,8	3,8	2,2	1,4	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4
BVPS	1,6	1,7	1,7	1,6	1,8	2,2	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	5,1
EPS	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
CEPS	0,2	0,2	0,0	0,2	0,4	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
FCFPS	-1,7	-0,4	-0,2	0,2	0,3	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 3,55 PLN

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**
W ostatnim czasie podpisano odbiór linii technologicznej w nowym zakładzie produkcyjnym. Opóźnienia na kolejnych etapach inwestycji mogą skutkować późniejszym wprowadzeniem Onko BCG z nowej linii do sprzedaży.
- **Wydłużanie się procesów rejestracyjnych**
Proces rejestracji leku na nowym rynku trwa średnio 2 lata. Wydłużenie tych terminów mogłoby spowodować opóźnienia w zamówieniach zakontraktowanych leków i przesunięcie prognozowanych wzrostów przychodów w czasie. W najgorszym scenariuszu może nie dojść do rejestracji produktu na danym rynku, np. ze względu na niezgodność dokumentacji z przepisami prawa w danym kraju. Aktualnie trwają procesy rejestracyjne Onko BCG w Turcji, Serbii, Austrii, Czechach, Słowacji, Węgrzech, Argentynie, Kolumbii, Peru, Ekwadorze, Chile, Paragwaju i Brazylii.
- **Ryzyko wzrostu cen energii i gazu**
Istotnym czynnikiem kształtującym koszty produkcji jest energia elektryczna i gaz. Wzrost ich cen rynkowych może negatywnie wpłynąć na uzyskiwane marże.
- **Ryzyko kursowe i stóp procentowych**
Spółka zawarła umowę pożyczki na maksymalnie 13 mln EUR. Koszty związane z obsługą długu są zależne od kursu EUR/PLN oraz stawki EURIBOR. Wzrost stóp procentowych w strefie euro oraz osłabienie PLN względem EUR może spowodować wzrost kosztów obsługi długu. Strony przyjęły okres finansowania do końca 2029 r., przy czym pierwsza rata kapitałowa zostanie spłacona na koniec 2026 r. Niekorzystne zmiany kursowe mogą także wpływać na zmniejszenie przychodów ze sprzedaży na rynkach zagranicznych.
- **Ryzyko pojawienia się na rynku nowych produktów**
Prace badawczo-rozwojowe w medycynie i farmacji nie zwalniają tempa. Wejście na rynek nowego leku, konkurencyjnego w stosunku do produktów Synthaverse, może ograniczyć potencjał rozwoju pojedynczych wyrobów. Biorąc jednak pod uwagę czas potrzebny na rozpowszechnienie nowego produktu oraz konieczność dokończenia rozpoczętych terapii, oceniamy, że spółka ma wystarczająco dużo czasu na bieżące dostosowywanie swoich planów średnio- i długoterminowych do zmieniającego się otoczenia rynkowego.
- **Ryzyko wycofania produktu z obrotu**
Spółka spełnia wymogi co do jakości i bezpieczeństwa swoich produktów, jednak historycznie zdarzały się wycofania pojedynczych partii wyrobów. Średnioroczny koszt wycofania produktów spółki w latach 2012-2024 nie przekraczał 0,5% rocznych przychodów ze sprzedaży, dlatego ryzyko to oceniamy jako mało istotne dla wyceny.
- **Ryzyko wystąpienia efektów ubocznych lub interakcji z nowymi lekami**
W trakcie używania leku dopuszczonego do obrotu może dojść do wystąpienia niespodziewanych efektów ubocznych lub interakcji z innymi lekami. Minister Zdrowia może uchylić pozwolenie na obrót produktami w razie stwierdzenia działania ubocznego zagrażającego zdrowiu lub życiu pacjentów.
- **Ryzyko niepowodzenia prac badawczo-rozwojowych**
Spółka chce rozwijać portfolio produktowe oraz udoskonalać posiadane w ofercie produkty. Błędne założenia oraz niepowodzenia na etapie badań mogą opóźnić wprowadzenie nowych leków oraz ulepszeń i usprawnień produkcyjnych obecnych wyrobów.
- **Ryzyko uzależnienia od kluczowych partnerów**
W 2024 r. trzech największych odbiorców odpowiadało za ok. 55% sprzedaży (największy jednostkowy udział wynosił 23%). Potencjalne problemy lub przerwanie współpracy mogłoby istotnie wpłynąć na wyniki spółki. W naszej ocenie umowy na rejestrację Onko BCG i sprzedaż na nowych rynkach znacząco ograniczają to ryzyko poprzez dywersyfikację dystrybutorów.
- **Ryzyko zerwania łańcuchów dostaw**
Niestabilna sytuacja geopolityczna lub wystąpienie zdarzenia porównywalnego do pandemii Covid-19 mogłoby zakłócić dostawy komponentów do produkcji.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału, Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
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

**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

Historia rekomendacji Synthaverse

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	5,0	Kupuj	5,3	18.12.2025	07:50	3,55	114 381,38
Kupuj	5,3	Kupuj	6,6	20.10.2025	15:55	4,22	109 276,48
Kupuj	6,6	Kupuj	6,1	20.05.2025	18:09	5,70	102 543,24
Kupuj	6,1	Kupuj	6,1	30.01.2025	15:25	4,73	87 148,74
Kupuj	6,1	Akumuluj	6,1	06.11.2024	07:55	4,30	80 271,30
Akumuluj	6,1	Kupuj	6,5	12.07.2024	15:50	5,62	88 398,89
Kupuj	6,5	Kupuj	6,7	10.05.2024	08:30	4,81	87 427,54
Kupuj	6,7	---	---	13.09.2023	11:30	5,2	66 571,93

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	13	86%	0	0%
Akumuluj	1	7%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

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

Data sporządzenia materiału: 2025-12-18.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-18 (07:50 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-18 (07:50 CET).

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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 i BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 18.12.2025 roku:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.