



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy cenę docelową dla akcji spółki do 2,6 PLN (poprzednio 5,0 PLN), zmieniając zalecenie na REDUKUJ (poprzednio KUPUJ). Tempo rozwoju na nowych rynkach okazało się wolniejsze od naszych oczekiwań. Dodatkowo, spółka mierzy się z problemami płynnościowymi, które rodzą ryzyko kolejnej emisji akcji. W najbliższym czasie Synthaverse musi podjąć znaczące działania w tej materii, ponieważ w 4Q'26 przypada płatność pierwszej raty dla ACP Credit (2 mln EUR).

Podtrzymujemy założenie uruchomienia sprzedaży z nowego zakładu produkcyjnego w 4Q'27 oraz osiągnięcia docelowych wolumenów sprzedaży Onko BCG (ok. 330 tys. opakowań) w 2029 r. Większa, niż zakładaliśmy, presja cenowa na rynkach Europy Zachodniej spowodowała obniżenie prognoz w zakresie średniej ceny preparatu, co obniża szacunki rentowności segmentu. Obniżamy też długoterminowe szacunki sprzedaży szczepionki przeciwgruźliczej BCG10. Spadek liczby urodzeń oraz niepewność co do długoterminowych planów wejścia na rynki krajów UNICEF pozostają głównymi ryzykami w tym obszarze.

W segmencie tradycyjnym zakładamy powrót Distreptazy do wolumenów, jakie obserwowaliśmy w poprzednich latach. Podtrzymujemy założenie, że lek ten w kolejnych okresach pozostanie głównym źródłem przychodów segmentu. W sprzedaży jest dostępny Davoster, jednak w naszej ocenie wolumeny sprzedaży tego preparatu nie będą odgrywać znaczącej roli w wynikach spółki.

Synthaverse zmagają się aktualnie z problemami płynnościowymi, które wymagają podjęcia istotnych działań jeszcze w 2026 r. Spółka podjęła decyzję o dezinvestycji o wartości ok. 30 mln EUR, bądź nawiązaniu strategicznej współpracy z partnerem przy założeniu, że ureguluje on obecne zadłużenie i wesprze płynnościowo spółkę. W przypadku opóźnienia tego procesu, możliwa jest kolejna emisja akcji. W naszych założeniach przyjmujemy pierwszy scenariusz, zakładający sprzedaż części aktywów. Pozwoli to spółce na terminową spłatę zobowiązań. Głównym elementem zadłużenia jest umowa pożyczki z ACP Credit, której pierwsza rata przypada na koniec bieżącego roku i wynosi 2 mln EUR.

Zakładamy, że wyniki 2025 r. nie spełniły założeń programu motywacyjnego, dlatego spodziewamy się, że w najbliższym czasie nie będzie emisji warrantów subskrypcyjnych. Szacujemy, że kolejne transze w ramach programu zostaną uruchomione za rok 2026 i 2027, a ich koszty zostaną ujęte w wynikach tych okresów. Docelowa liczba akcji, jaką przyjmujemy do wyceny wynosi 77,2 mln.

Na poziom wyceny DCF istotnie wpłynął wzrost stopy wolnej od ryzyka do 6,0%, wobec 5,3% poprzednio oraz współczynnika beta, który podnieśliśmy do 1,1 (0,8 poprzednio), co wynika z historycznych wartości tego wskaźnika oraz podwyższonego ryzyka inwestycji.

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	58,6	71,8	41,9	58,8	82,6	114,0
EBIT [mln PLN]	8,6	12,4	-19,8	-3,3	9,5	29,5
EBITDA [mln PLN]	15,3	19,1	-6,5	11,7	21,3	40,9
Wynik netto [mln PLN]	4,8	7,6	-19,9	-7,3	3,5	19,2
P/E	45,9	29,1	-	-	67,3	12,5
P/BV	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	1,7
EV/EBIT	33,1	24,1	-	-	29,8	8,3
EV/EBITDA	18,8	15,7	-48,6	23,2	13,2	6,0
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%

REDUKUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 2,6 PLN

20 MAJA 2026, 12:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	2,6
Wycena DCF [PLN]	2,5
Wycena porównawcza [PLN]	2,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-15,2%
Koszt kapitału	14,8%
Cena rynkowa [PLN]	3,1
Kapitalizacja [mln PLN]	217,8
Ilość akcji [mln. szt.]	77,2*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-37,1%

Akcyonariat (% głosów):

Dariusz Kucowicz	11,4%
Wiktor Napióra	10,5%
Waldemar Sierocki	9,7%
Przemysław Sierocki	9,6%
AgioFunds TFI	5,5%
Pozostali	47,9%

* docelowa liczba akcji (w ramach programu mot. zakładamy emisję 1,1 mln akcji)

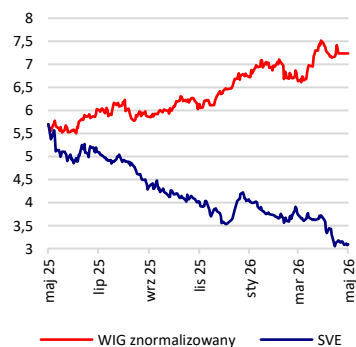
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

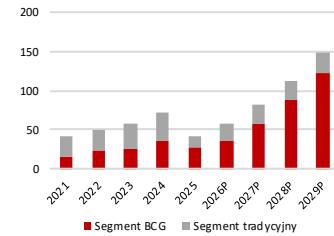
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI 4Q'25.....	8
PROGNOZA NA 1Q'26 I KOLEJNE OKRESY	9
PROBLEMY PŁYNNOŚCIOWE	11
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	12
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	14

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

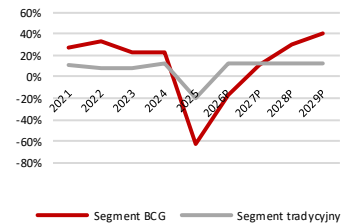
Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	58,6	71,8	41,9	58,8	82,6	114,0	150,4
segment BCG	26,3	36,7	27,0	35,6	57,3	87,2	123,1
segment tradycyjny	35,1	15,0	22,4	24,6	26,0	26,5	27,0
EBIT	8,6	12,4	-19,8	-3,3	9,5	29,5	52,6
segment BCG	6,0	8,1	-16,8	-6,1	6,3	26,2	49,2
segment tradycyjny	2,6	4,3	-3,0	2,8	3,1	3,3	3,4
EBITDA	15,3	19,1	-6,5	11,7	21,3	40,9	65,0
Zysk brutto	6,6	9,6	-23,9	-9,0	4,4	23,7	47,1
Zysk netto	4,8	7,6	-19,9	-7,3	3,5	19,2	38,2
Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	220,3	252,4	182,2	177,3	171,5	162,8	156,8
Rzeczowe aktywa trwałe	208,8	241,7	164,5	155,5	149,5	144,2	141,2
Aktywa niematerialne	0,4	1,6	3,8	6,2	7,3	8,3	7,8
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4,1	2,1	6,0	7,7	6,9	2,4	0,0
Aktywa obrotowe	45,6	46,2	121,9	74,7	70,0	88,0	116,2
Zapasy	15,5	9,7	12,3	14,3	21,4	27,6	36,5
Należności z tytułu dostaw i usług	27,4	35,0	22,7	26,0	39,2	33,9	44,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	0,8	1,7	33,8	8,7	25,7	34,3
Aktywa razem	265,9	298,6	304,1	252,1	241,6	250,7	273,1
Kapitał własny	112,6	121,5	124,7	117,4	120,9	140,1	178,3
Zobowiązania długoterminowe	122,3	134,2	44,5	101,4	84,4	62,6	37,2
Kredyty, pożyczki	58,9	58,2	0,0	60,2	45,7	26,5	3,8
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,3	2,6	2,7	2,3	2,0	1,5	1,0
Dotacje	59,3	71,6	40,1	37,1	35,0	32,8	30,6
Zobowiązania krótkoterminowe	31,0	43,0	135,0	33,3	36,2	48,1	57,7
Kredyty, pożyczki	7,9	18,6	79,9	4,4	3,6	3,2	1,6
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,9	1,0	2,1	1,8	1,6	1,2	0,8
Dotacje	0,6	2,7	31,2	2,6	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	18,0	16,9	16,9	19,7	23,6	36,2	47,8
Pasywa razem	265,9	298,6	304,1	252,1	241,6	250,7	273,1
Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,3	14,8	11,8	-25,7	2,5	47,8	44,5
Amortyzacja	6,6	8,1	13,3	14,9	11,8	11,4	12,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-72,9	-25,9	-27,8	76,2	-6,8	-7,1	-8,9
CAPEX	112,6	41,8	28,0	5,8	5,5	5,8	7,8
Wpływy z otrzymanych dotacji rządowych	39,7	15,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	53,3	9,7	16,9	-18,3	-20,8	-23,6	-27,1
Odsetki	0,6	2,2	4,6	5,0	4,2	3,2	1,9
Zmiana środków pieniężnych	-24,9	-1,4	0,9	32,1	-25,1	17,0	8,6
Środki pieniężne	2,2	0,8	1,7	33,8	8,7	25,7	34,3
Dynamiki [%]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	16%	22%	-42%	40%	41%	38%	32%
EBIT	-12%	44%	-	-	-	-	-
segment BCG	-21%	35%	-	-	-	-	-
segment tradycyjny	20%	64%	-	-	10%	6%	2%
EBITDA	-5%	25%	-134%	-279%	82%	92%	59%
Zysk netto	-22%	59%	-	-	-	-	-
Wybrane dane i wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Liczba akcji [mln]	70,5	70,8	75,8	76,1	76,7	77,2	77,2
Marża brutto ze sprzedaży [%]	60,0%	61,7%	56,2%	59,5%	61,4%	65,4%	68,4%
EPS	0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,5
BPS	1,6	1,7	1,6	1,5	1,6	1,8	2,3
P/E	45,9	29,1	-	-	67,3	12,5	6,3
P/BV	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	1,7	1,3
EV/EBITDA	18,8	15,7	-48,6	23,2	13,2	6,0	3,3
EV/EBIT	33,1	24,1	-	-	29,8	8,3	4,0
Dług netto	67,9	79,6	83,0	34,9	44,2	6,7	-27,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROE	4%	6%	-	-	3%	14%	21%
ROA	2%	3%	-	-	1%	8%	14%
FCF	-78,3	-11,1	-16,0	50,4	-4,3	40,7	35,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 3,1 PLN.

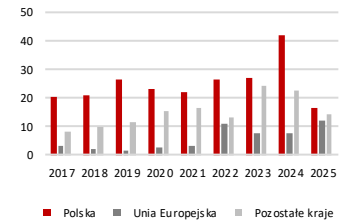
Przychody w podziale na segmenty [tys. PLN]



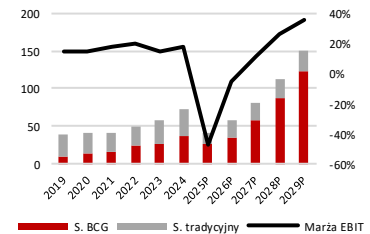
Marża EBIT w podziale na segmenty [%]



Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



Przychody na tle marży EBIT [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2026-2035 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,5 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 2,9 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 2,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena	Potencjał
Wycena modelem DCF [PLN]	75%	2,5	-18%
Wycena metodą porównawczą [PLN]	25%	2,9	-6%
Wycena spółki [PLN]		2,6	-15%

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 (6,0%, poprzednio 5,3%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,1 (poprzednio 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 w 2025 r. podtrzymujemy założenie znaczącego spadku wolumenu sprzedaży tego produktu ze względu na spodziewany brak zamówienia ze strony MZ w 2026 r. W ostatnim sprawozdaniu zarząd podtrzymał zamiar rozszerzenia sprzedaży szczepionki na rynkach Ameryki Południowej we współpracy z brazylijską firmą Blau Farmaceutica. Nie ma natomiast pewności co do wejścia na rynek UNICEF, dlatego obniżamy prognozy długoterminowe z 50 tys. opakowań szczepionki do 30 tys.
- Podtrzymujemy założenie uruchomienia sprzedaży z nowego zakładu produkcyjnego w 4Q'27 oraz osiągnięcia docelowego wolumenu sprzedaży Onko BCG na poziomie ok. 330 tys. opakowań w 2029 r. W 1H'26 zakładamy rozpoczęcie sprzedaży na rynku holenderskim, gdzie spółka uzyskała rejestrację w 4Q'25. W ostatnim czasie Onko BCG zostało zarejestrowane też w Serbii, jednak ze względu na realizowaną tam w poprzednich latach sprzedaż na podstawie pozwolenia na import, nie spodziewamy się istotnych zmian wolumenów sprzedaży w tamtym kierunku.
- Ze względu na niższe ceny sprzedaży osiągane na nowych rynkach, względem naszych poprzednich prognoz, obniżamy prognozy długoterminowej rentowności. Rynki Europy Zachodniej okazały się bardziej konkurencyjne, niż zakładaliśmy wcześniej, stąd spółka, mimo przejścia z ampułek na fiolki, musiała dostosować swoje ceny sprzedaży. Po uruchomieniu produkcji w nowym zakładzie i istotnej redukcji kosztów jednostkowych, zakładaliśmy wzrost rentowności EBIT segmentu BCG do ok. 50%. Aktualnie w długim terminie prognozujemy ok. 40,5%.
- Podnosimy założenia krótkoterminowe dla Distreptazy. Po okresie negocjacji i przestoju sprzedaży oraz powrotu wolumenów w 4Q'25, zakładamy utrzymanie stabilnego poziomu ok. 200 tys. opakowań kwartalnie w kolejnych okresach oraz delikatnie wyższą średnią cenę.
- W programie motywacyjnym do 2028 roku pozostaje 2,3 mln warrantów subskrypcyjnych, które mogą zostać przyznane kluczowym pracownikom. Zakładamy, że w bieżącym roku program nie zostanie uruchomiony ze względu na słabe wyniki 2025 r. W kolejnych dwóch latach zakładamy emisję po 0,53 mln akcji rocznie. Rozliczenie kosztów programu uwzględniamy w latach 2026 i 2027. Docelowa liczba akcji przyjęta do obliczeń wynosi 77,2 mln. W naszym modelu nie zakładamy dodatkowej emisji akcji.
- W 1H'26 spółka ma dokonać dezinwestycji. Aktywa przeznaczone do sprzedaży w bilansie wynoszą 84,5 mln PLN. Zakładamy ich sprzedaż, ale nie uwzględniamy dodatkowego zysku z tego tytułu.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 195,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 2,5 PLN.

Metoda DCF

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	58,8	82,6	114,0	150,4	155,6	161,0	166,6	171,2	175,8	180,6
EBIT [mln PLN]	-3,3	9,5	29,5	52,6	55,2	57,3	59,4	61,1	62,8	64,6
Koszt programu motywacyjnego	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT Skorygowany	-2,4	10,3	29,5	52,6	55,2	57,3	59,4	61,1	62,8	64,6
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	-0,5	2,0	5,6	10,0	10,5	10,9	11,3	11,6	11,9	12,3
NOPLAT [mln PLN]	-2,0	8,3	23,9	42,6	44,7	46,4	48,1	49,5	50,9	52,3
Amortyzacja [mln PLN]	14,9	11,8	11,4	12,4	12,1	11,8	11,6	11,4	11,3	11,2
CAPEX [mln PLN]	-8,3	-6,8	-7,1	-8,9	-9,4	-9,7	-10,0	-10,3	-10,7	-11,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,5	-16,4	11,7	-8,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1
FCF [mln PLN]	2,2	-3,1	39,8	38,0	46,2	47,3	48,4	49,5	50,4	51,3
DFCF [mln PLN]	2,0	-2,5	28,5	23,7	25,1	22,4	20,0	17,8	15,8	14,0
Suma DFCF [mln PLN]	166,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	408,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	111,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	278,1									
Dług netto [mln PLN]	83,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	195,2									
Ilość akcji [tys.]	77,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,5									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2%

Przychody zmiana r/r	40,3%	40,5%	37,9%	31,9%	3,5%	3,5%	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%
EBIT zmiana r/r	-	-	211,5%	78,6%	4,9%	3,7%	3,7%	2,8%	2,8%	2,8%
FCF zmiana r/r	-	-	-	-4,7%	21,7%	2,3%	2,4%	2,3%	1,8%	1,7%
Marża EBITDA	19,9%	25,8%	35,9%	43,2%	43,2%	42,9%	42,6%	42,4%	42,1%	42,0%
Marża EBIT	-	11,4%	25,9%	35,0%	35,5%	35,6%	35,6%	35,7%	35,7%	35,8%
Marża NOPLAT	-	10,1%	20,9%	28,3%	28,7%	28,8%	28,9%	28,9%	28,9%	29,0%
CAPEX / Przychody	14,2%	8,3%	6,3%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	55,8%	57,8%	62,6%	71,7%	77,9%	82,0%	86,3%	90,5%	94,9%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-19,9%	10,3%	-5,4%	-0,7%	-0,8%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,7%	-69,0%	37,4%	-22,4%	-22,3%	-22,3%	-22,3%	-22,3%	-22,3%	-22,3%

Źródło: DM BDM S.A.
Kalkulacja WACC

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Udział kapitału własnego	72,7%	78,1%	87,1%	97,3%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Udział kapitału obcego	27,3%	21,9%	12,9%	2,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,2%	13,5%	14,0%	14,6%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%

Źródło: DM BDM S.A.

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

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

Źródło: DM BDM S.A.

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

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

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

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 20 maja 2025 roku. Wynik EBITDA i zysk netto, przyjęte do obliczenia wskaźników dla Synthaverve, zostały skorygowane o prognozowane koszty programu motywacyjnego. W wycenie uwzględniamy lata 2026-2028 i przypisujemy im równą wagę.

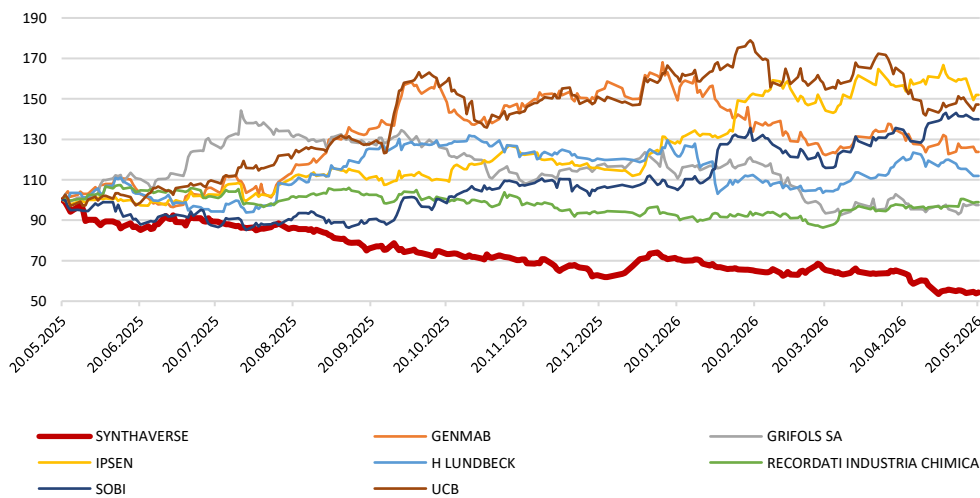
Porównując wyniki Synthaverve do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 2,9 PLN (vs 2,4 PLN poprzednio). Zwracamy uwagę na istotny wzrost wyceny w 2028 r., kiedy spółka powinna realizować produkcję w nowym zakładzie, co powinno przełożyć się na znaczący wzrost wolumenu sprzedaży Onko BCG. W naszych prognozach zakładamy osiągnięcie docelowego poziomu sprzedaży (ok. 330 tys. opakowań Onko BCG) w 2029 r.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	EV/EBITDA		
	2026P	2027P	2028P
MERCK & CO. INC.	16,6	10,1	9,4
GRIFOLS SA	7,3	6,5	5,7
IPSEN	6,6	5,9	5,3
H LUNDBECK A/S	5,4	4,9	4,7
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	12,3	10,6	9,8
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	14,1	11,8	9,9
UCB SA	15,5	12,1	9,4
Mediana	12,3	10,1	9,4
SYNTHAVERSE	23,2	13,2	6,0
Premia/dyskonto grupa	89%	31%	-36%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	1,6	2,3	4,9
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa [PLN]		2,9	

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 20.05.2026

Zachowanie kursu Synthaverve na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 4Q'25

Segment BCG

W 4Q'25 przychody segmentu wykazały znaczący spadek r/r, jednak okazały się wyższe od naszych założeń. Zgodnie z oczekiwaniami, sprzedaż szczepionki była nieznaczna, co oznacza, że spółka zrealizowała w tym okresie pozostałą część zamówienia z Ministerstwa Zdrowia. Większość zakontraktowanego wolumenu została dostarczona w 3Q'25, dlatego w omawianym okresie do realizacji pozostała niewielka część. Sprzedaż Onko BCG okazała się wyższa od naszych założeń i wyniosła 10,3 mln PLN. Podkreślamy, że baza z 4Q'24 jest bardzo wysoka ze względu na kumulację zamówień w tamtym okresie, a osiągnięty wynik jest drugim najwyższym w historii tego preparatu.

Segment tradycyjny

Głównym źródłem przychodów segmentu pozostaje Distreptaza. Po dwóch kwartałach bardzo słabej sprzedaży, wolumeny stopniowo wracają do regularnych poziomów. Niewielki wolumen sprzedaży Lakcid w naszej ocenie wynika ze zbycia ostatnich zapasów.

Sprzedaż całej grupy spadła -40,1% r/r, co było zgodne z naszymi prognozami. Baza 4Q'24 była znacząco zawyżona względem pozostałych okresów, dlatego przychody 4Q'25 oceniamy neutralnie. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży pozytywnie zaskoczył poziom marży, co jest dobrym prognostykiem dla kolejnych okresów.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły +12,4% r/r, przy czym zakładaliśmy utrzymanie podobnego poziomu r/r ze względu na wyższe premie dla handlowców w 4Q'24. Najbardziej istotnym czynnikiem obniżenia wyniku okazały się pozostałe koszty operacyjne, w których uwzględniono odpis aktualizujący wartość należności handlowych wobec jednostki niepowiązanej, która utraciła zdolność do pełnej realizacji zobowiązań. Wartość odpisu wynosi 6,5 mln PLN. Wzrost kosztów SG&A oraz dokonanie odpisu spowodowało spadek wyniku operacyjnego do -7,8 mln PLN oraz EBITDA do -4,6 mln PLN. Strata netto wyniosła -6,9 mln PLN, wobec 7,0 mln PLN zysku netto rok wcześniej.

Wyniki 4Q'25 oceniamy negatywnie, jednak podkreślamy, że na znaczące obniżenie wyników wpływ miało zdarzenie jednorazowe, wynikające z czynników zewnętrznych. Po oczyszczeniu o odpis, wynik EBITDA wyniósłby 1,9 mln PLN, a strata netto -0,4 mln PLN.

Wyniki za 4Q'25 [mln PLN]

	4Q'24	4Q'25	r/r	4Q'25P BDM	różnica	2024	2025	r/r
Przychody ze sprzedaży	29,2	17,5	-40,1%	17,4	0,9%	71,8	41,9	-41,6%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,9	0,3	-82,0%	0,4	-12,1%	9,8	3,5	-64,1%
<i>Onko BCG</i>	13,7	10,3	-24,9%	9,2	11,7%	26,8	23,5	-12,4%
<i>Distreptaza</i>	9,0	5,0	-44,8%	7,1	-30,2%	24,5	11,1	-54,7%
<i>Gamma Anty D</i>	3,7	-	-	-	-	6,2	0,0	-100,0%
<i>Lakcid</i>	-	0,4	-	-	-	0,5	1,2	132,9%
<i>Inne</i>	1,0	1,5	54,5%	0,4	256,5%	3,9	2,7	-30,9%
Wynik brutto na sprzedaży	19,0	9,5	-49,9%	9,2	2,8%	44,3	23,6	-46,7%
EBIT	9,4	-7,8	-	-1,0	-	12,4	-19,8	-
EBITDA	11,9	-4,6	-	2,3	-	19,1	-6,5	-
Zysk netto	7,0	-6,9	-	-1,9	-	7,6	-19,9	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	64,8%	54,3%		53,3%		61,7%	56,2%	
Marża EBIT	32,3%	-		-		17,3%	-	
Marża EBITDA	40,6%	-		13,1%		26,5%	-	
Marża zysku netto	23,8%	-		-		10,5%	-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 1Q'26 I KOLEJNE OKRESY

Segment BCG

W 1Q'26 szacujemy utrzymanie stabilnego poziomu wolumenów sprzedaży szczepionki BCG 10. Zakładamy, że w omawianym okresie podobnie jak w poprzednim roku, będzie to sprzedaż eksportowa. W naszej ocenie wynik kwartału będzie stanowił zdecydowaną większość sprzedaży rocznej, ponieważ w 2026 r. zakładamy brak zamówienia ze strony NFZ.

Prognozujemy wzrost wolumenów sprzedaży Onko BCG o ok. +30% r/r, jednak ze względu na wysoką bazę średniej ceny z 1H'25, szacujemy, że wpływ na sprzedaż nie będzie tak istotny. Przychody ze sprzedaży tego leku szacujemy na 8,1 mln PLN (+4,7% r/r).

Segment tradycyjny

W segmencie tradycyjnym głównym źródłem przychodów pozostaje Distreptaza. Zakładamy, że wolumeny sprzedaży tego leku wróciły do regularnych poziomów w okolicach 200 tys. opakowań, przy nieco wyższej cenie sprzedaży. Implikuje to wzrost przychodów z tego tytułu do 4,6 mln PLN (+4,5% r/r).

Ze względu na szacowane niższe ceny sprzedaży w segmencie BCG, spodziewamy się spadku marży brutto ze sprzedaży z 60,9% w 1Q'25 do 59,6% w 1Q'26. W związku z oddaniem do użytkowania nowego zakładu, szacujemy wzrost amortyzacji do 4,5 mln PLN, wobec 3,5 mln PLN w 1Q'25. Koszty eksploatacji i utrzymania budynku będą nadal negatywnie oddziaływać na koszty operacyjne, co powinno być szczególnie widoczne w kosztach ogólnego zarządu. Implikuje to pogłębienie straty operacyjnej do -1,8 mln PLN (vs. -0,2 mln PLN rok wcześniej). Na poziomie EBITDA szacujemy zysk na poziomie 2,7 mln PLN (-20,9% r/r), natomiast na poziomie netto stratę w wysokości -2,8 mln PLN, wobec -0,5 mln PLN w 1Q'25.

Spółka pozostaje pod presją wysokich kosztów operacyjnych i wciąż niewystarczającego poziomu przychodów. Zakładamy, że w całym 2026 r. sprzedaż wzrośnie +40,3% r/r, głównie dzięki Onko BCG i Distreptazie. W kolejnych kwartałach spodziewamy się poprawy sprzedaży Onko w Niemczech i Francji oraz rozpoczęcia dystrybucji na rynku holenderskim. Zakładamy, że spółka będzie w stanie ograniczyć straty, jednak trudno o generowanie zysków przed uruchomieniem produkcji w nowym zakładzie. Zwracamy też uwagę na problemy płynnościowe, które stały się szczególnie widoczne na koniec 2025 r. Spółka aktualnie prowadzi rozmowy z instytucjami finansującymi i uzgadnia warunki dalszej obsługi zadłużenia.

Prognozy wyników za 1Q'26 [mln PLN]

	1Q'25	1Q'26P	r/r	2025	2026P	r/r
Przychody ze sprzedaży	13,4	14,1	4,9%	41,9	58,8	40,3%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	1,2	1,2	0,0%	3,5	1,3	-62,7%
<i>Onko BCG</i>	7,7	8,1	4,7%	23,5	34,3	46,0%
<i>Distreptaza</i>	4,4	4,6	4,5%	11,1	19,7	77,7%
<i>Lakcid</i>	-	-	-	1,2	-	-100,0%
<i>Inne</i>	0,1	0,1	0,0%	2,7	2,7	1,0%
Wynik brutto na sprzedaży	8,2	8,4	2,6%	23,6	35,0	48,4%
EBIT	-0,2	-1,8	-	-19,8	-3,3	-
EBITDA	3,4	2,7	-20,9%	-6,5	11,7	-
Zysk netto	-0,5	-2,8	-	-19,9	-7,3	-
Marża zysku brutto na sprzedaży	60,9%	59,6%		56,2%	59,5%	
Marża EBIT	-	-		-	-	
Marża EBITDA	25,0%	18,9%		-	19,9%	
Marża zysku netto	-	-		-	-	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Długoterminowo, nadal najważniejszym produktem pozostaje Onko BCG. Z raportu rocznego wynika, że spółka podtrzymuje uruchomienie sprzedaży z nowego zakładu produkcyjnego w 4Q'27. Podtrzymujemy założenie, 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 namażania prątków BCG oraz zwiększenie serii produkcyjnej), natomiast konserwatywnie podchodzimy do tempa ekspansji.

Rozpoczęcie sprzedaży na rynkach Europy Zachodniej miało przynieść wzrost cen sprzedaży Onko BCG ze względu na wyższe średnie ceny tego preparatu na tym rynku. Patrząc jednak na średnie ceny, jakie spółka uzyskała w 2H'25, wnioskujemy, że presja ze strony konkurencji jest silniejsza niż zakładaliśmy, co powoduje obniżenie rentowności segmentu. Zakładamy, że ceny Onko BCG będą stopniowo rosnąć, jednak nie będzie to tak duży skok, jak szacowaliśmy wcześniej. Dodatkowo, w sprzedaży szczepionki BCG10 coraz większą rolę odgrywa eksport, gdzie ceny są znacząco niższe niż te uzyskiwane w krajowych przetargach Ministerstwa Zdrowia. W związku z tym, obniżamy nasze szacunki marży operacyjnej segmentu w długim okresie z 50% do 40,5%.

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'25	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	17,5	14,1	12,9	11,4	20,3
<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	0,3	1,2	0,0	0,0	0,1
<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	10,3	8,1	7,1	7,1	12,1
<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	5,0	4,6	5,1	3,8	6,2
<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	0,4	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	1,5	0,1	0,6	0,4	1,5
Wynik brutto na sprzedaży	6,0	11,2	5,1	12,9	7,4	9,4	8,5	19,0	8,2	4,2	1,7	9,5	8,4	8,0	7,2	11,3
EBIT	1,3	4,1	-2,9	6,2	0,2	2,8	0,0	9,4	-0,2	-4,5	-7,4	-7,8	-1,8	-1,5	-0,7	0,8
EBITDA	2,9	5,7	-1,2	7,8	1,8	4,4	2,5	11,9	3,4	-1,1	-4,2	-4,6	2,7	2,9	2,4	3,8
Zysk netto	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,4	7,0	-0,5	-4,8	-7,7	-6,9	-2,8	-2,5	-1,6	-0,3
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%	54,3%	59,6%	62,1%	63,1%	55,8%
Marża EBIT	10,9%	22,2%	-	30,8%	1,8%	18,2%	-	32,3%	-	-	-	-	-	-	-	3,7%
Marża EBITDA	24,0%	31,1%	-	38,9%	13,1%	28,8%	18,3%	40,6%	25,0%	-	-	-	18,9%	22,2%	20,9%	18,5%
Marża zysku netto	6,2%	14,0%	-	19,2%	-	9,3%	-	23,8%	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: BDM, spółka

Prognozy wyników rocznych [mln PLN]

	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	71,8	41,9	58,8	82,6	114,0	150,4	155,6	161,0	166,6	171,2	175,8	180,6
<i>Szczepionka BCG 10</i>	9,8	3,5	1,3	3,6	5,4	8,3	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8
<i>Onko BCG</i>	26,8	23,5	34,3	53,7	81,8	114,8	119,5	124,3	129,3	133,2	137,2	141,4
<i>Distreptaza</i>	24,5	11,1	19,7	21,9	23,2	23,7	24,2	24,7	25,2	25,7	26,2	26,7
<i>Gamma Anty D</i>	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lakcid</i>	0,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	3,9	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
Wynik brutto na sprzedaży	44,3	23,6	35,0	50,8	74,5	102,8	106,9	110,6	114,4	117,7	121,1	124,6
EBIT	12,4	-19,8	-3,3	9,5	29,5	52,6	55,2	57,3	59,4	61,1	62,8	64,6
<i>segment BCG</i>	8,1	-16,8	-6,1	6,3	26,2	49,2	51,8	53,7	55,8	57,4	59,1	60,8
<i>segment tradycyjny</i>	4,3	-3,0	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
EBITDA	19,1	-6,5	11,7	21,3	40,9	65,0	67,3	69,1	71,0	72,5	74,1	75,8
Zysk netto	7,6	-19,9	-7,3	3,5	19,2	38,2	40,4	42,2	44,7	46,0	47,4	48,9
Marża zysku brutto na sprzedaży	61,7%	56,2%	59,5%	61,4%	65,4%	68,4%	68,7%	68,7%	68,6%	68,8%	68,9%	69,0%
Marża EBIT	17,3%	-	-	11,4%	25,9%	35,0%	35,5%	35,6%	35,6%	35,7%	35,7%	35,8%
Marża EBITDA	26,5%	-	19,9%	25,8%	35,9%	43,2%	43,2%	42,9%	42,6%	42,4%	42,1%	42,0%
Marża zysku netto	10,5%	-	-	4,3%	16,8%	25,4%	26,0%	26,2%	26,8%	26,9%	27,0%	27,1%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 18.12.2025 [mln PLN]

	2026P			2027P			2028P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	58,7	58,8	0,1%	85,0	82,6	-2,8%	130,9	114,0	-12,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	37,0	35,0	-5,6%	62,4	50,8	-18,6%	97,9	74,5	-23,9%
EBITDA	16,4	11,7	-28,6%	37,5	21,3	-43,3%	66,3	40,9	-38,3%
EBIT	-0,2	-3,3	-	21,4	9,5	-55,9%	50,6	29,5	-41,8%
Wynik brutto	-5,1	-9,0	-	15,7	4,4	-72,2%	45,1	23,7	-47,5%
Wynik netto	-4,1	-7,3	-	12,1	3,5	-70,7%	35,2	19,2	-45,5%
marża brutto	63,0%	59,5%		73,4%	61,4%		78,6%	65,4%	
marża EBITDA	27,9%	19,9%		44,1%	25,8%		51,6%	35,9%	
marża EBIT	-	-		25,2%	-		39,0%	25,9%	
marża netto	-	-		14,2%	-		28,1%	16,8%	

Źródło: BDM

PROBLEMY PŁYNNOŚCIOWE

Spółka boryka się z problemami płynnościowymi. Wzrost kosztów związanych z realizacją intensywnego programu inwestycyjnego oraz znaczący spadek sprzedaży doprowadził do przekroczenia kovenantów określonych w umowach z instytucjami finansowymi oraz głównym wierzycielem spółki – ACP Credit. Synthaverse zawarł porozumienie z ACP, na mocy którego został ustalony mechanizm obsługi zaistniałej sytuacji, zakładający utrzymanie przekroczonych wskaźników finansowych w 2025 r. oraz w 1H'26.

Wskaźniki zadłużenia 2025 r.

	1Q'25		2Q'25		3Q'25		4Q'25	
	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie
Dług netto / EBITDA	5,6	3,63	5,0	4,61	4,0	8,20	3,0	-13,09
DSCR	1,2	2,02	1,2	1,37	1,2	0,75	1,2	-0,44

Źródło: BDM, spółka

Spółka ustaliła, że zapotrzebowanie finansowe na 2026 r. może wynieść ok. 30 mln PLN. Środki te są potrzebne do obsługi istniejącego zadłużenia i bieżącej działalności spółki. Mają one zostać pozyskane w procesie dezinwestycji. W związku ze zmianą sposobu namnażania bakterii i dwukrotnym zwiększeniu wolumenów w serii, zarząd przeprowadził weryfikację zdolności produkcyjnych i podjął decyzję o dezinwestycji o wartości ok. 30 mln EUR, bądź nawiązaniu strategicznej współpracy z partnerem przy założeniu refinansowania obecnego zadłużenia i wsparcia płynnościowego spółki przez partnera. Działania te mają być neutralne dla zdolności produkcyjnych adekwatnych do planowanego rozwoju działalności.

Alternatywnie, w przypadku opóźnienia dezinwestycji w 1H'26, spółka planuje emisję akcji w celu wzmocnienia bilansu i pozyskania środków na obsługę bieżącego zadłużenia i finansowanie operacyjne. Emisja zostanie przeprowadzona, jeżeli założenia spółki co do dezinwestycji nie zostaną spełnione.

NWZ spółki w lipcu'25 podjęło uchwałę uprawniającą zarząd do podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego, poprzez emisję maksymalnie 10 mln akcji. Jeszcze w 2025 r. nastąpiło podwyższenie kapitału poprzez emisję 5 mln akcji. Oznacza to, że w razie opóźnienia procesu dezinwestycji, można spodziewać się emisji kolejnych 5 mln akcji.

Spółka w raporcie rocznym przedstawiła dwa scenariusze podstawowe – sprzedaż aktywów lub nawiązanie strategicznej współpracy z partnerem przy założeniu refinansowania obecnego zadłużenia oraz wsparcia płynnościowego spółki przez tego partnera. Synthaverse jest na zaawansowanym etapie rozmów w zakresie dezinwestycji, a finalizacja transakcji powinna nastąpić do końca 1H'26. W bilansie na koniec 2025 r. pojawiły się aktywa przeznaczone do sprzedaży o wartości 84,5 mln PLN. W naszym modelu uwzględniliśmy sprzedaż tych aktywów za kwotę równą wartości księgowej.

W naszej ocenie dezinwestycja jest rozsądnym kierunkiem. Sprzedaż części aktywów może ograniczyć możliwości rozwoju w długim okresie, jednak spółka twierdzi, że ruch ten nie wpłynie na możliwości produkcyjne Onko BCG, co w kontekście strategii rozwoju jest kluczowe. Zakładamy, że dezinwestycja w krótkim terminie, oprócz zastrzyku gotówki, spowoduje też ograniczenie kosztów SG&A, w tym amortyzacji.

Zgodnie z harmonogramem, w 4Q'26 przypada spłata pierwszej raty do ACP w wysokości 2 mln EUR. W naszej symulacji uwzględniamy spłatę zadłużenia zgodnie z harmonogramem. W przypadku sprzedaży aktywów z zyskiem, możliwe będzie szybsze uregulowanie długu.

Harmonogram spłaty zobowiązań względem ACP Credit

	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029
Raty kapitałowe	2/9 kapitału	3/9 kapitału	4/9 kapitału	Pozostałe zobowiązanie

Źródło: BDM, spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	252,4	182,2	177,3	171,5	162,8	156,8	154,2	152,1	150,5	149,4	148,8	148,8
Rzeczowe aktywa trwałe	241,7	164,5	155,5	149,5	144,2	141,2	139,0	137,3	136,2	135,5	135,3	135,6
Aktywa niematerialne	1,6	3,8	6,2	7,3	8,3	7,8	7,3	6,8	6,4	6,0	5,6	5,3
Aktywa obrotowe	46,2	121,9	74,7	70,0	88,0	116,2	133,4	156,0	180,8	204,8	229,1	253,6
Zapasy	9,7	12,3	14,3	21,4	27,6	36,5	37,7	39,0	40,4	41,5	42,6	43,8
Należności handlowe oraz pozostałe należności	35,0	22,7	26,0	39,2	33,9	44,8	46,3	47,9	49,6	51,0	52,4	53,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,8	1,7	33,8	8,7	25,7	34,3	48,6	68,4	90,1	111,6	133,4	155,3
Aktywa razem	298,6	304,1	252,1	241,6	250,7	273,1	287,5	308,1	331,3	354,2	377,9	402,4
Kapitał własny	121,5	124,7	117,4	120,9	140,1	178,3	199,6	221,6	245,2	268,9	293,3	318,5
Kapitał podstawowy	7,1	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Zyski zatrzymane	-20,1	-40,1	-47,4	-43,8	-24,7	13,5	34,8	56,8	80,4	104,1	128,5	153,7
Zobowiązania długoterminowe	134,2	44,5	101,4	84,4	62,6	37,2	30,6	27,9	25,7	23,5	21,3	19,1
Oprocentowane kredyty i pożyczki	58,2	0,0	60,2	45,7	26,5	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	2,6	2,7	2,3	2,0	1,5	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	43,0	135,0	33,3	36,2	48,1	57,7	57,3	58,6	60,4	61,8	63,3	64,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	18,6	79,9	4,4	3,6	3,2	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	1,0	2,1	1,8	1,6	1,2	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	16,9	16,9	19,7	23,6	36,2	47,8	49,5	51,2	53,0	54,4	55,9	57,4
Pasywa razem	298,6	304,1	252,1	241,6	250,7	273,1	287,5	308,1	331,3	354,2	377,9	402,4
Rachunek wyników [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody	71,8	41,9	58,8	82,6	114,0	150,4	155,6	161,0	166,6	171,2	175,8	180,6
<i>Szczepionka BCG 10</i>	9,8	3,5	1,3	3,6	5,4	8,3	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8
<i>Onko BCG</i>	26,8	23,5	34,3	53,7	81,8	114,8	119,5	124,3	129,3	133,2	137,2	141,4
<i>Distreptaza</i>	24,5	11,1	19,7	21,9	23,2	23,7	24,2	24,7	25,2	25,7	26,2	26,7
<i>Gamma Anty D</i>	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lakcid</i>	0,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Inne</i>	3,9	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
Wynik brutto na sprzedaży	44,3	23,6	35,0	50,8	74,5	102,8	106,9	110,6	114,4	117,7	121,1	124,6
Koszty SG&A	32,0	37,3	38,9	40,9	44,6	49,8	51,3	52,9	54,6	56,2	57,8	59,5
EBIT	12,4	-19,8	-3,3	9,5	29,5	52,6	55,2	57,3	59,4	61,1	62,8	64,6
<i>segment BCG</i>	8,1	-16,8	-6,1	6,3	26,2	49,2	51,8	53,7	55,8	57,4	59,1	60,8
<i>segment tradycyjny</i>	4,3	-3,0	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
EBITDA	19,1	-6,5	11,7	21,3	40,9	65,0	67,3	69,1	71,0	72,5	74,1	75,8
Zysk brutto	9,6	-23,9	-9,0	4,4	23,7	47,1	49,9	52,1	55,2	56,8	58,6	60,4
Zysk netto	7,6	-19,9	-7,3	3,5	19,2	38,2	40,4	42,2	44,7	46,0	47,4	48,9
Cash Flow [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	14,8	11,8	-25,7	2,5	47,8	44,5	49,4	50,6	52,8	54,2	55,5	56,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-25,9	-27,8	76,2	-6,8	-7,1	-8,9	-9,4	-9,7	-10,0	-10,3	-10,7	-11,2
Przepływy z działalności finansowej	9,7	16,9	-18,3	-20,8	-23,6	-27,1	-25,7	-21,2	-21,1	-22,3	-23,0	-23,7
Przepływy pieniężne netto	-1,4	0,9	32,1	-25,1	17,0	8,6	14,3	19,7	21,7	21,6	21,8	21,9
FCF	-11,1	-16,0	50,4	-4,3	40,7	35,6	40,0	40,9	42,8	43,9	44,8	45,6
Środki pieniężne na początek okresu	2,2	0,8	1,7	33,8	8,7	25,7	34,3	48,6	68,4	90,1	111,6	133,4
Środki pieniężne na koniec okresu	0,8	1,7	33,8	8,7	25,7	34,3	48,6	68,4	90,1	111,6	133,4	155,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	22,4%	-41,6%	40,3%	40,5%	37,9%	31,9%	3,5%	3,5%	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%
EBITDA zmiana r/r	24,7%	-	-	82,1%	92,1%	59,1%	3,5%	2,7%	2,8%	2,1%	2,2%	2,3%
EBIT zmiana r/r	43,7%	-	-	-	211,5%	78,6%	4,9%	3,7%	3,7%	2,8%	2,8%	2,8%
Zysk netto zmiana r/r	58,7%	-	-	-	442,8%	99,0%	6,0%	4,4%	5,9%	3,1%	3,1%	3,0%
Marża brutto na sprzedaży	61,7%	56,2%	59,5%	61,4%	65,4%	68,4%	68,7%	68,7%	68,6%	68,8%	68,9%	69,0%
Marża EBITDA	26,5%	-	19,9%	25,8%	35,9%	43,2%	43,2%	42,9%	42,6%	42,4%	42,1%	42,0%
Marża EBIT	17,3%	-	-	11,4%	25,9%	35,0%	35,5%	35,6%	35,6%	35,7%	35,7%	35,8%
Marża brutto	13,4%	-57,0%	-15,3%	5,3%	20,8%	31,3%	32,1%	32,4%	33,1%	33,2%	33,3%	33,4%
Marża netto	10,5%	-	-	4,3%	16,8%	25,4%	26,0%	26,2%	26,8%	26,9%	27,0%	27,1%
COGS / przychody	38,3%	43,8%	40,5%	38,6%	34,6%	31,6%	31,3%	31,3%	31,4%	31,2%	31,1%	31,0%
SG&A / przychody	44,5%	89,0%	66,1%	49,5%	39,2%	33,1%	33,0%	32,9%	32,7%	32,8%	32,9%	32,9%
SG&A / COGS	116,2%	203,4%	163,2%	128,3%	113,1%	104,7%	105,4%	104,9%	104,4%	105,0%	105,5%	106,1%
ROE	6,2%	-16,0%	-6,2%	2,9%	13,7%	21,4%	20,3%	19,0%	18,2%	17,1%	16,2%	15,4%
ROA	2,5%	-6,6%	-2,9%	1,5%	7,6%	14,0%	14,1%	13,7%	13,5%	13,0%	12,6%	12,2%
Dług	177,15	179,46	134,70	120,64	110,62	94,82	87,92	86,50	86,08	85,31	84,59	83,90
D / (D+E)	59,3%	59,0%	53,4%	49,9%	44,1%	34,7%	30,6%	28,1%	26,0%	24,1%	22,4%	20,9%
D / E	145,8%	143,9%	114,7%	99,8%	79,0%	53,2%	44,0%	39,0%	35,1%	31,7%	28,8%	26,3%
Dług netto	79,6	83,0	34,9	44,2	6,7	-27,0	-47,7	-68,4	-90,1	-111,6	-133,4	-155,3
Dług netto / kapitał własny	0,7	0,7	0,3	0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	4,2	-12,7	3,0	2,1	0,2	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,5	-1,8	-2,0
Dług netto / EBIT	6,4	-4,2	-10,7	4,7	0,2	-0,5	-0,9	-1,2	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4
EV	299,0	317,9	270,9	281,8	246,0	212,3	191,6	170,9	149,2	127,7	105,9	84,0
Dług / EV	59,2%	56,5%	49,7%	42,8%	45,0%	44,7%	45,9%	50,6%	57,7%	66,8%	79,9%	99,9%
CAPEX / Przychody	58,3%	66,9%	14,2%	8,3%	6,3%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	517,1%	210,9%	55,8%	57,8%	62,6%	71,7%	77,9%	82,0%	86,3%	90,5%	94,9%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	11,3%	31,7%	25,4%	14,3%	10,0%	8,2%	7,8%	7,3%	7,0%	6,7%	6,4%	6,2%
Zmiana KO / Przychody	4,0%	-23,1%	4,2%	19,9%	-10,3%	5,4%	0,7%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-73,8%	-8,3%	97,3%	-49,2%	26,0%	3,2%	23,2%	23,2%	18,0%	23,0%	23,0%	0,0%
Wskaźniki rynkowe	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
MC/S*	3,0	5,2	3,7	2,6	1,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
P/E*	29,1	-11,8	-32,4	67,3	12,5	6,3	5,9	5,7	5,4	5,2	5,0	4,9
P/BV*	1,8	1,9	2,0	2,0	1,7	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
P/CE*	15,5	-35,4	30,8	15,5	7,8	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0
EV/EBITDA*	15,7	-48,6	23,2	13,2	6,0	3,3	2,8	2,5	2,1	1,8	1,4	1,1
EV/EBIT*	24,1	-16,0	-83,3	29,8	8,3	4,0	3,5	3,0	2,5	2,1	1,7	1,3
EV/S*	4,2	7,6	4,6	3,4	2,2	1,4	1,2	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5
BVPS	1,7	1,6	1,5	1,6	1,8	2,3	2,6	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1
EPS	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
CEPS	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
FCFPS	-0,4	-0,2	-0,4	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	8,4%	8,8%	9,3%	9,6%	9,9%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 3,1 PLN

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko płynnościowe**

Spółka zmagają się z problemami płynnościowymi, które wymagają szybkich działań naprawczych. Aktualnie przekracza kowenanty ustalone w umowie z ACP Credit, a w 4Q'26 przypada płatność pierwszej raty. W przypadku opóźnienia planowanej dezinwestycji możliwa jest emisja akcji.
- **Ryzyko opóźnienia uruchomienia nowych mocy produkcyjnych**

Pod koniec 2025 r. podpisano odbiór linii technologicznej w nowym zakładzie produkcyjnym. Opóźnienia na kolejnych etapach inwestycji mogą skutkować późniejszym wprowadzeniem Onko BCG z nowej linii do sprzedaży.
- **Wydłużenie 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, 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 eksportowej.
- **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 2025 r. trzech największych odbiorców odpowiadało za ok. 49% sprzedaży (największy jednostkowy udział wynosił 19%). Potencjalne problemy lub przerwanie współpracy mogłoby istotnie wpłynąć na wyniki spółki.
- **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

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

**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
Redukuj	2,6	Kupuj	5,0	20.05.2026	12:00	3,1	132 500,72
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 2Q'26*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	38%	0	0%
Akumuluj	1	12%	1	100%
Trzymaj	2	25%	0	0%
Redukuj	2	25%	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/gpwp>). 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: 2026-05-20.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-05-20 (12:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-05-20 (12:00 CEST).

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty 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 portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie zostały 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 podlegają utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 20.05.2026 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.