Raport został przygotowany w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW (PWPA 5.0)

Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHAVERSE

RAPORT ANALITYCZNY

SPRZEDAJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 1,90 PLN

23 LISTOPAD 2026, 09:15 CET/CEST

W ramach aktualizacji raportu analitycznego decydujemy się na rewizję w dół średnioterminowej ścieżki wynikowej. Obniżamy naszą wycenę do 1,9 PLN na akcję (poprzednio 2,6 PLN), a uwzględniając obecną cenę rynkową akcji SNV, zmieniamy rekomendację z Redukuj na Sprzedaj. Zgodnie z naszymi prognozami na lata 2027–2028 spółka jest obecnie wyceniana przy mnożnikach EV/Przychody na poziomie odpowiednio 3,9x i 3,0x oraz skor. EV/EBITDA na poziomie 34,4x i 15,5x.

Jednocześnie zwracamy uwagę na kluczowy dla stabilności operacyjnej spółki proces refinansowania zadłużenia oraz podpisane umowy dotyczące pozyskania nowego kapitału. Oczekujemy finalizacji tego procesu przed końcem grudnia 2026 roku.

Spółka zakończyła istotny etap inwestycji w rozbudowę zaplecza produkcyjnego, obejmujący budowę nowego zakładu Onko BCG w Lublinie. W naszym scenariuszu zakładamy rozpoczęcie produkcji w Q2'28, co powinno umożliwić skokowe zwiększenie wolumenów sprzedaży oraz dalszą ekspansję zagraniczną. Oczekujemy, że Onko BCG pozostanie głównym motorem wzrostu przychodów, podczas gdy Distreptaza i szczepionka BCG-10 będą charakteryzować się stabilniejszym tempem wzrostu sprzedaży.

Na 2026 rok prognozujemy przychody na poziomie 65,0 mln PLN. Zgodnie z naszymi założeniami raportowana EBITDA powinna wynieść 11,9 mln PLN, natomiast skor. EBITDA ok. 4,4 mln PLN.

Rok 2027 powinien być dla spółki okresem finalnych przygotowań do kluczowego 2028 roku, w którym oczekujemy uruchomienia nowego zakładu produkcyjnego. Prognozujemy, że w 2027 roku skor. EBITDA wzrośnie do 8,4 mln PLN. Jednocześnie zakładamy, że wzrost amortyzacji związany z ujęciem nowego zakładu w aktywach spółki przełoży się na pogłębienie straty na poziomie EBIT do 5,9 mln PLN. W kontekście prognozowanej ścieżki wynikowej przypominamy, że raportowane odczyty EBIT w H1 2026 uwzględniały zdarzenia jednorazowe, które podwyższyły rezultat o blisko 4 mln PLN. W naszej ocenie należy zatem liczyć się ze scenariuszem, w którym raportowane wyniki EBIT w Q1 i Q2 2027 wykażą odczuwalny spadek w ujęciu r/r.

Wyraźnej poprawy rezultatów oczekujemy od 2028 roku, wraz z uruchomieniem nowego zakładu produkcyjnego. Prognozujemy wówczas wzrost przychodów do 94,3 mln PLN oraz skor. EBITDA do 18,4 mln PLN. Zakładamy również powrót do dodatniego wyniku EBIT na poziomie 4,1 mln PLN. W 2029 roku oczekujemy dalszego wzrostu przychodów do 116,9 mln PLN oraz skor. EBITDA do 28,9 mln PLN, przy jednoczesnym osiągnięciu dodatniego wyniku netto na poziomie 7,5 mln PLN.

Wycena końcowa [PLN]	**1,90**
Potencjał do wzrostu / spadku	**-27,1%**
Cena rynkowa [PLN]	2,6
Kapitalizacja [PLN m]	197,6
Ilość akcji [m]	76

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-5,5	-11,2
6M stopa zwrotu	-11,3	-30,6
YTD stopa zwrotu	-24,4	-60,2
12M stopa zwrotu	-31,1	-77,9

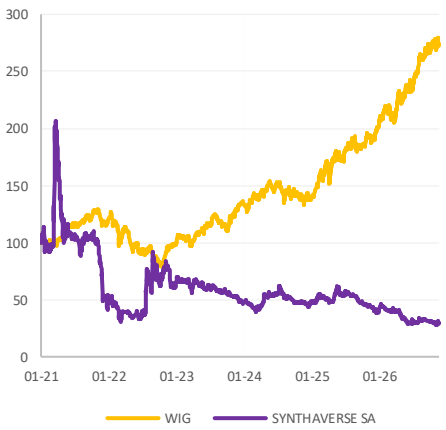
(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (% kapitału):	
Dariusz Kucowicz wraz z podmiotami powiązanymi	7,85%
AgioFunds TFI	6,83%
Wiktor Napióra	6,73%
OPDF S.A.	6,69%
Waldemar Sierocki	6,04%
Pozostali <5%	65,85%

Jakub Zamorski
jakub.zamorski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody [PLN tys.]	71 755	42 010	65 035	74 586	94 250	116 893
EBITDA [PLN tys.]	20 516	-6 543	11 914	13 668	23 686	34 185
skor. EBITDA [PLN tys.]	**18 252**	**-2 863**	**4 434**	**8 404**	**18 422**	**28 921**
EBIT [PLN tys.]	12 425	-19 835	-1 879	-5 865	4 099	14 166
Wynik netto [PLN tys.]	7 549	-19 931	-13 112	-11 172	-1 695	7 483
EPS [PLN]	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1
P/BV	2,9	2,2	1,6	1,8	1,8	1,7
P/E	46,3					30,2
skor. EV/EBITDA	**23,5**		**65,0**	**34,4**	**15,5**	**9,5**



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE 2
PROCES REFINANSOWANIA ZADŁUŻENIA 5
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 6
WYCENA DCF 7
WYCENA MNOŻNIKOWA 9
WYNIKI ZA Q2 2026 10
PROGNOZA Q3 2026 13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY 15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 18

WYCENA I PODSUMOWANIE

W ramach aktualizacji raportu analitycznego decydujemy się na rewizję w dół średnioterminowej ścieżki wynikowej. Obniżamy naszą wycenę do 1,9 PLN na akcję (poprzednio 2,6 PLN), a uwzględniając obecną cenę rynkową akcji SNV, zmieniamy rekomendację z Redukuj na Sprzedaj. Zgodnie z naszymi prognozami na lata 2027–2028 spółka jest obecnie wyceniana przy mnożnikach EV/Przychody na poziomie odpowiednio 3,9x i 3,0x oraz skor. EV/EBITDA na poziomie 34,4x i 15,5x.

Jednocześnie zwracamy uwagę na kluczowy dla stabilności operacyjnej spółki proces planowanego refinansowania zadłużenia oraz podpisane umowy dotyczące pozyskania nowego kapitału. Oczekujemy zakończenia tego procesu przed końcem grudnia 2026 roku. Rok 2027 powinien być dla spółki okresem finalnych przygotowań do kluczowego 2028 roku, w którym oczekujemy uruchomienia nowego zakładu produkcyjnego (w modelu zakładamy rozpoczęcie działalności nowej linii produkcyjnej od Q2 2028).

W kontekście prognozowanej ścieżki wynikowej przypominamy, że raportowane odczyty EBIT w H1 2026 uwzględniały zdarzenia jednorazowe, które podwyższyły rezultaty o blisko 4 mln PLN. W Q2 2026 spółka rozpoznała w kategorii otrzymanych kar i odszkodowań kwotę 2,195 mln PLN, natomiast w Q1 2026 ujęła w tej samej kategorii 1,833 mln PLN. W naszej ocenie należy więc liczyć się ze scenariuszem, w którym raportowane odczyty EBIT w Q1 i Q2 2027 wykażą spadek w ujęciu r/r.

W przyjętym scenariuszu bazowym prognozujemy skor. EBITDA w 2026 roku na poziomie 4,4 mln PLN. W 2027 roku oczekujemy poprawy skor. EBITDA do ok. 8,4 mln PLN. Z kolei lata 2028–2029 powinny być w naszym modelu okresem materializacji pozytywnych efektów uruchomienia nowego zakładu produkcyjnego oraz uwzględnienia w wynikach nowej kontraktacji (spółka informowała o zawarciu kilku nowych umów dotyczących dystrybucji swoich produktów na rynkach zagranicznych).

Podsumowanie wyceny Synthaverse

A	Wycena DCF [PLN]	1,88
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	1,91
C = A*0,5+B*0,5	**Wycena na 1 akcję [PLN]**	**1,90**
	Aktualna cena rynkowa [PLN]	2,60
	Potencjał dla zmiany bieżącego kursu rynkowego	**-27,1%**

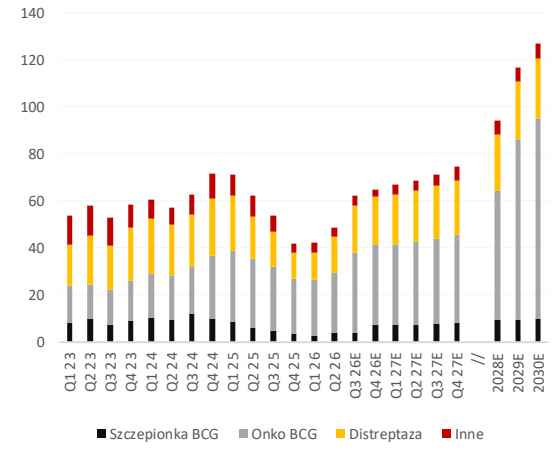
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Sporządzoną przez nas wycenę oparliśmy na dwóch metodach, DCF oraz wycenie mnożnikowej, którym przypisaliśmy równe wagi. Metoda DCF wskazuje na wartość kapitału własnego na poziomie 1,88 PLN/akcję, natomiast wycena mnożnikowa, oparta na wskaźniku skor. EV/EBITDA na lata 2028-2029, sugeruje 1,91 PLN/akcję. Finalnie otrzymujemy cenę docelową wynoszącą 1,90 PLN/akcję.

Synthaverse w ostatnich latach zrealizowała istotne inwestycje w rozbudowę zaplecza produkcyjnego, w tym budowę nowego zakładu Onko BCG w Lublinie. Obecnie obiekt znajduje się na etapie przygotowań do rozpoczęcia produkcji, obejmujących m.in. walidację procesów oraz uzyskanie wymaganych zezwoleń. **W naszym scenariuszu bazowym zakładamy rozpoczęcie produkcji w Q2'28, co powinno umożliwić skokowe zwiększenie wolumenów sprzedaży Onko BCG w latach 2028-2029,** a następnie stopniowy wzrost wykorzystania nowych mocy produkcyjnych. W dłuższym terminie głównym motorem wzrostu przychodów pozostanie Onko BCG, podczas gdy sprzedaż Distreptazy i szczepionki BCG-10 powinna charakteryzować się stabilniejszymi, jednocyfrowymi dynamikami wzrostu.

Istotnym czynnikiem poprawiającym perspektywy finansowe Synthaverse jest planowane refinansowanie zadłużenia. Spółka otrzymała wiążące potwierdzenie finansowania z ARP w wysokości 45 mln PLN, przeznaczonego na refinansowanie zobowiązań wobec ACP. Nowa pożyczka przewiduje 10-letni okres finansowania oraz możliwość skorzystania z 24-miesięcznej karencji w spłacie kapitału. Równolegle zawarto umowę dotyczącą dokapitalizowania spółki poprzez emisję 11 mln nowych akcji za łącznie 26,45 mln PLN, co stanowi jeden z kluczowych warunków zakończenia procesu refinansowania. Zakładamy finalizację refinansowania jeszcze w 2026 roku. Według szacunków zarządu nowa struktura finansowania powinna pozwolić na ograniczenie rocznych kosztów finansowych o około 5,3 mln PLN. Oczekujemy, że efekty tych działań będą widoczne od 2027 roku, ograniczając presję kosztów finansowych na wynik netto oraz poprawiając sytuację płynnościową spółki.

Przychody LTM w podziale na produkty [PLN m]



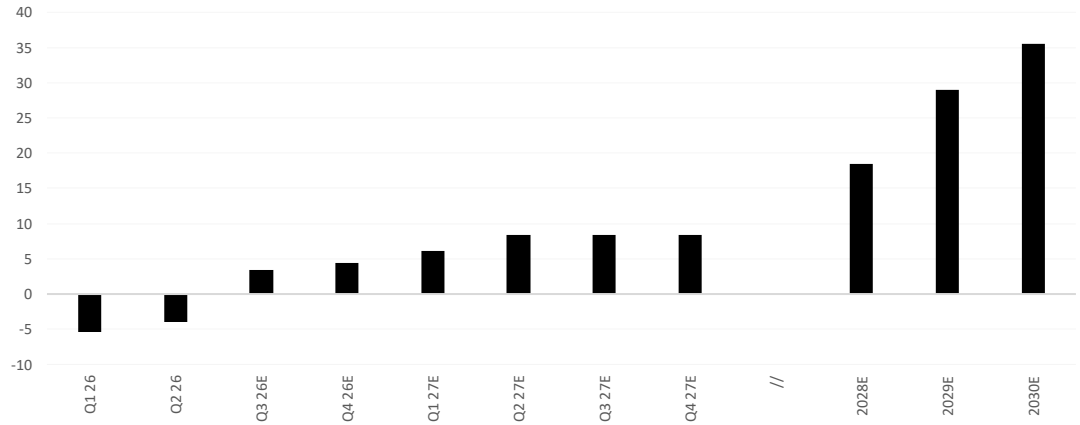
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów w podziale na segmenty [%]



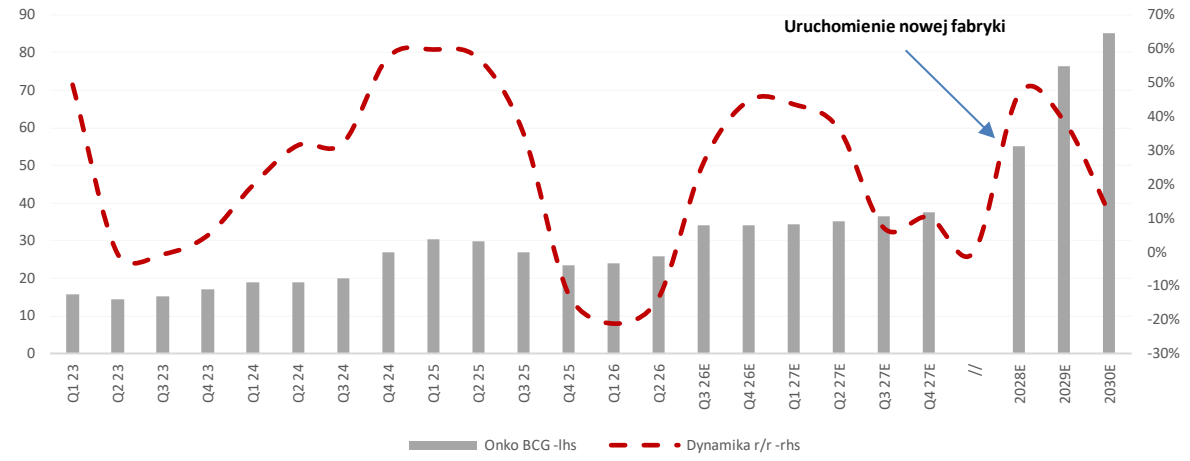
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładana w modelu ścieżka wzrostu skor. EBITDA LTM [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

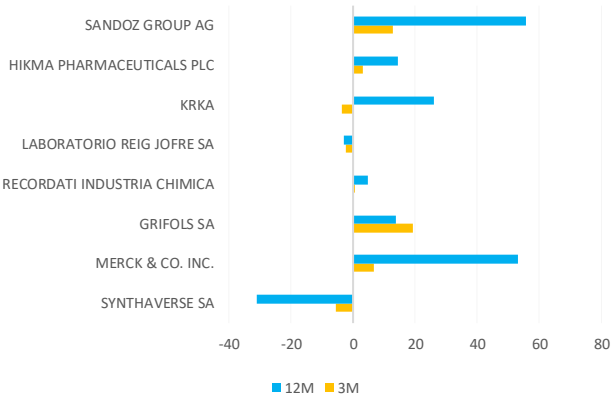
Przychody LTM z produktu ONKO BCG i ich prognoza po uruchomieniu fabryki w Q2'28 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

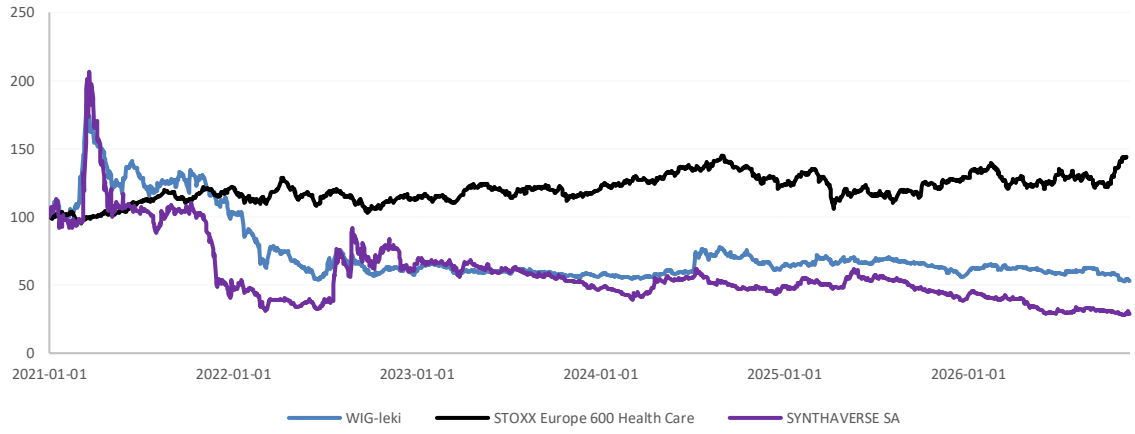
Stopy zwrotu wybranych podmiotów w ujęciu 3, 6, YTD i 12 miesięcy [%; waluta lokalna] - stan na koniec sesji 2026-11-20

	3M	6M	YTD	12M
SYNTHAVERSE	**-5,5**	**-11,3**	**-24,4**	**-31,1**
MERCK & CO.	6,7	29,1	39,0	53,1
GRIFOLS	19,2	27,7	9,7	13,8
RECORDATI	0,6	4,0	10,4	4,7
LABORATORIO REIG JOFRE	-2,3	-3,6	1,7	-2,9
KRKA	-3,5	0,7	28,0	26,1
HIKMA PHARMACEUTICALS	3,2	20,0	15,1	14,5
SANDOZ GROUP	12,9	27,5	45,1	55,7



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu Synthaverse na tle indeksu STOXX Europe 600 Health Care oraz WIG-leki



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

PROCES REFINANSOWANIA ZADŁUŻENIA

Jednym z kluczowych wyzwań Synthaverse w ostatnich latach pozostaje obsługa zadłużenia zaciągniętego na sfinansowanie inwestycji w nowe moce produkcyjne. Przypominamy, że 8 listopada 2022 roku spółka zawarła umowę pożyczki z luksemburskim funduszem ACP Credit I SCA SICAV-RAIF, pierwotnie na kwotę do 9 mln EUR, z możliwością jej zwiększenia do 13 mln EUR. Pozyskane środki przeznaczono przede wszystkim na budowę nowego zakładu Onko BCG oraz Centrum Badawczo-Rozwojowego. Finansowanie przewidziano do końca 2029 roku, przy czym harmonogram zakładał rozpoczęcie spłaty kapitału w grudniu 2026 roku, a następnie kolejne istotne płatności w latach 2027-2029. Na koniec H1'26 wartość zobowiązania wobec ACP wynosiła około 62,5 mln PLN. Problemem pozostawało również przekraczanie kowenantów finansowych, w związku z czym spółka zawarła z ACP porozumienie o czasowym odstąpieniu od ich egzekwowania, przedłużone następnie do 30 września 2026 roku.

Kowenanty finansowe wynikające z umowy pożyczki z ACP

Wskaźniki zadłużenia	Q3'2025		Q4'2025		Q1'2026		Q2'2026	
	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	Wykonane
Dług netto / EBITDA	4,0	8,20	3,0	-13,09	3,0	-12,17	3,0	-26,90
DSCR	1,2	0,75	1,2	-0,44	1,2	-0,48	1,2	-0,21

Źródło: Synthaverse S.A., raport półroczny za H1'26.

Istotnym krokiem w kierunku poprawy sytuacji finansowej było otrzymanie 15 października 2026 roku wiążącego potwierdzenia finansowania z Agencji Rozwoju Przemysłu (ARP) w wysokości 45 mln PLN, przeznaczonego na refinansowanie zadłużenia wobec ACP. Nowa pożyczka przewiduje okres finansowania do 10 lat, z możliwością skorzystania z 24-miesięcznej karencji w spłacie kapitału, po której zadłużenie będzie spłacane w 96 równych ratach miesięcznych. Oprocentowanie ustalono na poziomie WIBOR 1M + 3,5 p.p., z możliwością obniżenia marży do 2,5 p.p. po spełnieniu określonych warunków finansowych. W naszym scenariuszu zakładamy wykorzystanie pełnego okresu karencji, dzięki czemu istotne obciążenia związane ze spłatą kapitału pojawią się od 2029 roku. W naszej ocenie pozwoli to lepiej dopasować harmonogram spłat do oczekiwanego wzrostu przepływów pieniężnych z nowego zakładu Onko BCG.

Proces refinansowania obejmuje również reorganizację finansowania bankowego. Zakładana jest całkowita spłata dotychczasowego zadłużenia wobec ACP oraz zastąpienie finansowania w ING zwiększonym limitem kredytowym mBanku. Przypominamy, że 23 września 2026 roku spółka otrzymała pozytywną decyzję kredytową mBanku, przewidującą przedłużenie dotychczasowego kredytu w rachunku bieżącym oraz zwiększenie jego limitu z 3,5 mln PLN do maksymalnie 15 mln PLN na okres 12 miesięcy. W rezultacie istotna część zadłużenia zostanie zastąpiona finansowaniem długoterminowym w PLN, natomiast bieżąca działalność pozostanie finansowana m.in. kredytami obrotowymi. Jednocześnie zastąpienie pożyczki ACP finansowaniem denominowanym w PLN powinno ograniczyć ekspozycję spółki na ryzyko walutowe związane z obsługą zadłużenia.

Kluczowym warunkiem finalizacji nowej struktury finansowania pozostaje również dokapitalizowanie spółki. W dniu 13 listopada 2026 roku Synthaverse zawarła z VALUE FIZ, MEDI&MORE oraz HURTAP umowę dotyczącą objęcia łącznie 11 mln nowych akcji za 26,45 mln PLN. VALUE FIZ zobowiązał się do objęcia 9 mln akcji po cenie 2,25 PLN, za łącznie 20,25 mln PLN, natomiast MEDI&MORE, podmiot powiązany z Dariuszem Kucowiczem, członkiem zarządu Synthaverse, oraz HURTAP, podmiot powiązany z Wiktorem Napiórą, członkiem rady nadzorczej, mają objąć po 1 mln akcji po cenie 3,10 PLN, za łącznie 6,2 mln PLN. Zgodnie z ustaloną kolejnością w pierwszej kolejności mają zostać objęte i opłacone akcje przez MEDI&MORE oraz HURTAP, a następnie przez VALUE FIZ. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie 16 listopada podjęło uchwałę dotyczącą emisji 9 mln akcji serii X, natomiast 18 listopada zarząd zdecydował o emisji 2 mln akcji serii Y. Planowane dokapitalizowanie zwiększy liczbę akcji spółki z 76,0 mln do 87,0 mln, co oznacza rozwodnienie udziału dotychczasowych akcjonariuszy o około 12,6%.

Pozyskany kapitał własny ma umożliwić częściową spłatę zadłużenia wobec ACP, tak aby pozostała kwota mogła zostać refinansowana pożyczką ARP. Według szacunków zarządu realizacja całego procesu powinna pozwolić na ograniczenie rocznych kosztów finansowych o około 5,3 mln PLN, przy jednoczesnym wydłużeniu okresu spłaty zadłużenia i ograniczeniu ryzyka walutowego. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy zakończenie refinansowania do końca 2026 roku. Prognozujemy spadek kosztów finansowych z 13,4 mln PLN w 2026 roku do 5,7 mln PLN w 2027 roku, przy czym poprawa ta uwzględnia również wyeliminowanie części jednorazowych kosztów finansowych poniesionych w 2026 roku. W naszych prognozach zakładamy spadek długu netto z 83,0 mln PLN na koniec 2025 roku do 61,8 mln PLN na koniec 2026 roku.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Istotnym założeniem sporządzonej przez nas wyceny Synthaverse jest wzrost sprzedaży Onko BCG, związany z planowanym uruchomieniem nowego zakładu produkcyjnego w Lublinie. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy rozpoczęcie produkcji w Q2'28, co powinno umożliwić skokowe zwiększenie wolumenów sprzedaży w latach 2028-2029. W kolejnych latach prognozujemy stopniowy wzrost wykorzystania nowych mocy produkcyjnych. Ewentualne opóźnienia w procesach walidacyjnych, uzyskiwaniu wymaganych zezwoleń lub wolniejsze od zakładanego zwiększanie produkcji mogą negatywnie wpłynąć na realizację naszych prognoz oraz wycenę spółki.

W naszych prognozach zakładamy stopniową poprawę rentowności operacyjnej, wynikającą przede wszystkim ze zwiększenia skali produkcji Onko BCG i lepszego wykorzystania istniejącego zaplecza produkcyjnego. Jednocześnie oczekujemy wzrostu amortyzacji nowego zakładu, który będzie obciążał wyniki spółki jeszcze przed rozpoczęciem produkcji komercyjnej. W naszej ocenie 2027 rok pozostanie dla Synthaverse wymagającym okresem, a wyraźniejszej poprawy rentowności spodziewamy się dopiero od 2028 roku. Niższe od zakładanych wolumeny sprzedaży, wzrost kosztów wytwarzania lub presja cenowa ze strony konkurentów mogą ograniczyć oczekiwaną poprawę marż i opóźnić powrót spółki do trwałej rentowności.

Zwracamy również uwagę na ryzyka związane z procesem refinansowania zadłużenia. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy jego zakończenie jeszcze w 2026 roku, co powinno umożliwić istotne ograniczenie kosztów finansowych oraz poprawę płynności spółki. Finalizacja procesu pozostaje jednak uzależniona od spełnienia określonych warunków, w tym przeprowadzenia planowanej emisji 11 mln nowych akcji oraz uruchomienia finansowania z ARP. Ewentualne opóźnienia w pozyskaniu środków lub utrzymanie dotychczasowych kosztów obsługi zadłużenia mogą negatywnie wpłynąć na sytuację finansową Synthaverse.

Spółka działa na silnie regulowanym rynku farmaceutycznym, na którym wejście na nowe rynki wymaga przeprowadzenia czasochłonnych procesów rejestracyjnych oraz uzyskania odpowiednich zezwoleń. W rezultacie okres pomiędzy zawarciem umowy dystrybucyjnej a rozpoczęciem sprzedaży może wynosić nawet kilka lat. Ewentualne opóźnienia w rejestracji produktów lub rozwoju współpracy z zagranicznymi dystrybutorami mogą ograniczyć zakładane tempo wzrostu przychodów. Dodatkowym czynnikiem ryzyka pozostają wahania kursów walutowych, w szczególności EUR/PLN. Ze względu na istotny udział eksportu rozliczanego w EUR, umocnienie PLN względem EUR może niekorzystnie wpływać na przychody i rentowność spółki, choć efekt ten jest częściowo ograniczany przez zakupy surowców denominowane w EUR.

WYCENA DCF

Wycenę Synthaverse metodą DCF przeprowadziliśmy na podstawie 10-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych (FCFF), obejmującej lata 2027-2036. W naszych prognozach zakładamy rozpoczęcie produkcji w nowym zakładzie Onko BCG w Q2'28, co powinno przełożyć się na dynamiczny wzrost przychodów w latach 2028-2029. W kolejnych latach oczekujemy stopniowego zwiększania wykorzystania mocy produkcyjnych oraz stabilizacji tempa wzrostu sprzedaży.

Podstawą wyliczenia NOPAT w naszym modelu jest skorygowany EBIT, uwzględniający wyłączenie wpływu rozliczanych dotacji oraz zdarzeń jednorazowych. Prognozujemy wzrost skorygowanej EBITDA z 8,4 mln PLN w 2027 roku do 18,4 mln PLN w 2028 roku oraz 28,9 mln PLN w 2029 roku. Jednocześnie zakładamy, że wzrost amortyzacji nowego zakładu przełoży się na utrzymanie ujemnego skorygowanego EBIT w latach 2027-2028, na poziomie odpowiednio -11,1 mln PLN i -1,2 mln PLN. W 2029 roku oczekujemy poprawy skorygowanego EBIT do 8,9 mln PLN, a wyliczony na jego podstawie NOPAT, po uwzględnieniu podatku dochodowego, powinien wynieść 7,2 mln PLN. W dalszych latach prognozujemy stopniową poprawę rentowności, przy założeniu stabilizacji marży NOPAT w okolicy 20% pod koniec szczegółowego okresu prognozy.

W naszym modelu zakładamy również wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy wraz ze zwiększaniem skali działalności. W początkowych latach prognozy przewidujemy ograniczenie nakładów inwestycyjnych głównie do wydatków odtworzeniowych. W kolejnych okresach, wraz z poprawą rentowności i wzrostem generowanych przepływów pieniężnych, zakładamy stopniowe zwiększanie CAPEX. W ostatnim roku szczegółowej prognozy przyjmujemy nakłady inwestycyjne na poziomie około 22,6 mln PLN, zbliżonym do prognozowanej amortyzacji.

Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 6,3%, natomiast betę odlewarowaną na poziomie 0,9. W poszczególnych okresach stosujemy betę lewarowaną, uwzględniającą prognozowaną strukturę finansowania spółki. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%, a dodatkową premię za ryzyko specyficzne związane ze skalą działalności spółki na poziomie 3,0%. Po zakończeniu szczegółowego okresu prognozy przyjęliśmy założenie o wzroście FCFF w okresie rezydualnym o 3% rocznie oraz WACC na poziomie 14,1%.

Przy przejściu od wartości przedsiębiorstwa do wartości kapitału własnego uwzględniamy skorygowany dług netto na poziomie 54,0 mln PLN, wyliczony poprzez pomniejszenie prognozowanego długu netto na koniec 2026 roku, wynoszącego 61,8 mln PLN, o wartość nieruchomości inwestycyjnych wykazywanych na bilansie w wysokości 7,8 mln PLN.

W wycenie uwzględniamy również planowaną emisję 11 mln nowych akcji, zwiększającą ich liczbę z 76,019 mln do 87,019 mln sztuk.

Finalnie metoda DCF wskazuje na wartość przedsiębiorstwa na poziomie 217,5 mln PLN oraz wartość kapitału własnego wynoszącą 163,4 mln PLN, co odpowiada 1,88 PLN na akcję.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	9,6%	2,27	2,37	2,48	2,61	2,75	2,93	3,13
	11,1%	2,04	2,11	2,19	2,27	2,37	2,48	2,61
	12,6%	1,88	1,93	1,98	2,04	2,11	2,19	2,27
WACC	14,1%	1,75	1,79	1,83	**1,88**	1,93	1,98	2,04
	15,6%	1,65	1,68	1,72	1,75	1,79	1,83	1,88
	17,1%	1,57	1,60	1,62	1,65	1,68	1,72	1,75
	18,6%	1,51	1,53	1,55	1,57	1,60	1,62	1,65

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

MODEL DCF

	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
NOPAT [PLN m]	-11,13	-1,2	7,2	12,1	17,5	23,6	28,2	32,9	36,4	39,5
Amortyzacja [PLN m]	19,5	19,6	20,0	20,5	20,8	21,2	21,5	21,9	22,1	22,4
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-0,8	-5,5	-7,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-2,4	-3,0	-4,0	-4,8	-5,7	-6,9	-8,3	-9,5	-12,8	-22,6
FCFF [PLN m]	5,2	9,9	15,8	25,4	30,3	35,5	38,9	42,5	42,9	36,3
Suma PV FCFF [PLN m]	125,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	92,4									
Wartość firmy EV [PLN m]	217,5									
Dług netto + inne korekty [PLN m]	54,0									
			wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym:				+3,0%			
Wartość kapitału [PLN m]	**163,4**		WACC w okresie rezydualnym: 14,1%							
Ilość akcji [m]	87,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**1,88**									

	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
NOPAT y/y	-	-	-	68,4%	43,9%	35,1%	19,3%	16,7%	10,8%	8,4%
Marża NOPAT	-14,9%	-1,2%	6,2%	9,6%	12,7%	15,9%	17,6%	19,1%	19,7%	19,9%
CAPEX / Przychody	3,2%	3,2%	3,4%	3,8%	4,2%	4,6%	5,2%	5,5%	6,9%	11,4%
D / E	31%	31%	31%	31%	30%	30%	30%	29%	29%	29%
E / (E+D)	76%	76%	76%	77%	77%	77%	77%	77%	77%	78%
D / (E+D)	24%	24%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	22%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Beta nielewarowana	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
WACC	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę Synthaverse metodą mnożnikową oparliśmy na wskaźniku skor. EV/EBITDA na lata 2028-2029, przyjmując docelowy mnożnik na poziomie 9,0x. Wybór okresu prognozy uwzględnia zatem wyczekiwane pozytywne efekty uruchomienia nowego zakładu Onko BCG w Q2'28. W naszych prognozach zakładamy wzrost skorygowanej EBITDA do 18,4 mln PLN w 2028 roku oraz 28,9 mln PLN w 2029 roku. Zastosowanie mnożnika 9,0x przekłada się na wartość przedsiębiorstwa na poziomie odpowiednio 165,8 mln PLN i 260,3 mln PLN.

Wycena mnożnikowa (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; EV/EBITDA 2028E-2029E						
	7,5	8,0	8,5	**9,0**	9,5	10,0	10,5
Sugerowana wycena [PLN/akcję]	1,50	1,64	1,78	**1,91**	2,05	2,18	2,32

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Based on our forecasts for 2026-2027, Synthaverse currently trades at EV/Sales multiples of 4.4x and 3.9x, respectively, and EV/EBITDA multiples of 24.2x and 21.1x. Adjusted EV/EBITDA multiples stand at 65.0x and 34.4x, respectively.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA		EV/Przychody	
	2026E	2027E	2026E	2027E
MERCK & CO	25,8	12,4	5,7	5,5
GRIFOLS	9,2	8,4	2,3	2,2
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA	12,2	11,0	4,6	4,2
LABORATORIO REIG JOFRE	14,3	8,8	1,0	0,9
KRKA	12,1	11,5	3,5	3,3
HIKMA PHARMACEUTICALS	7,4	7,0	1,8	1,8
SANDOZ GROUP	17,1	15,6	4,0	3,7
SYNTHAVERSE	**24,2**	**21,1**	**4,4**	**3,9**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA Q2 2026

Wyniki Q2 2026 [PLN m]

	Q2 25	Q2 26	r/r	Q2 25 LTM	Q2 26 LTM	r/r	Q2 26E	realizacja
Przychody	6,3	12,9	104,5%	62,4	48,8	-21,8%	12,7	101%
Segment BCG	5,0	8,1	62,4%	35,7	29,7	-16,8%	8,0	101%
Segment tradycyjny	1,3	4,8	263,1%	26,6	19,0	-28,6%	4,8	100%
Koszty operacyjne	11,3	16,7	47,1%	59,0	63,8	8,0%	14,6	115%
Amortyzacja	3,3	3,4	1,0%	11,8	13,2	12,0%	3,4	99%
Inne koszty (poza amortyzacją)	8,0	13,3	66,3%	47,3	50,6	7,0%	11,1	120%
Pozostałe saldo operacyjne	0,6	3,2	424,7%	1,4	-1,6		0,5	645%
EBITDA	**-1,1**	**2,7**		**16,6**	**-3,4**		**2,1**	**129%**
Segment BCG	-1,9	1,3		7,8	-6,4		1,3	100%
Segment tradycyjny	0,8	1,4	87,0%	8,7	3,1	-65,0%	0,8	177%
EBIT	**-4,5**	**-0,7**	**84,8%**	**4,8**	**-16,6**		**-1,3**	**50%**
Segment BCG	-3,8	-0,9	77,1%	1,9	-14,2		-0,9	98%
Segment tradycyjny	-0,7	0,2		2,9	-2,3		-0,5	
Saldo finansowe	-1,8	-2,7	-55,5%	-3,1	-8,7	-178,4%	-2,5	110%
Wynik brutto	-6,2	-3,4	45,1%	1,7	-25,2		-3,8	89%
Podatek	-1,5	-0,7	54,9%	0,5	-4,2		-0,7	90%
Wynik netto	**-4,8**	**-2,8**	**42,1%**	**1,2**	**-21,0**		**-3,1**	**89%**
marża EBITDA	-17,9%	21,0%	38,8 pp	26,6%	-6,9%	-33,5 pp	16,4%	
marża EBIT	-70,9%	-5,3%	65,7 pp	7,7%	-33,9%	-41,6 pp	-10,5%	
marża netto	-75,8%	-21,5%	54,4 pp	2,0%	-43,1%	-45,0 pp	-24,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów

Przychody Synthaverse w Q2 2026 wyniosły 12,9 mln PLN i były zbliżone do naszych wcześniejszych oczekiwań. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wysoką dynamikę poprawy przychodów w ujęciu r/r należy interpretować w kontekście niskiej bazy z Q2 2025.

Segment BCG w Q2 2026 wygenerował 8,1 mln PLN przychodów, natomiast segment tradycyjny 4,8 mln PLN. W ramach segmentu BCG pozytywnie zaskoczyła sprzedaż szczepionki, która wyniosła 1,3 mln PLN wobec 0,5 mln PLN oczekiwanych przez nas. Jednocześnie sprzedaż Onko BCG była nieco niższa od prognozy i wyniosła 6,8 mln PLN. W segmencie tradycyjnym sprzedaż Distreptazy wyniosła 4,1 mln PLN wobec naszych oczekiwań w okolicy 4,5 mln PLN.

EBITDA i EBIT

W Q2 2026 spółka wykazała wzrost EBITDA do 2,7 mln PLN wobec straty na poziomie 1,1 mln PLN w Q2 2025. Nasze oczekiwania zakładały EBITDA na poziomie 2,1 mln PLN. W segmencie BCG EBITDA wyniosła 1,3 mln PLN, podczas gdy w segmencie tradycyjnym ukształtowała się w okolicy 1,4 mln PLN.

Na poziomie EBIT w Q2 2026 spółka poniosła stratę w wysokości 0,7 mln PLN, z czego na segment BCG przypadała strata 0,9 mln PLN, natomiast w segmencie tradycyjnym odnotowano zysk na poziomie 0,2 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że istotny wpływ na raportowany przez spółkę poziom EBITDA i EBIT miało pozostałe saldo operacyjne. W Q2 2026 spółka ujęła w kategorii otrzymanych kar i odszkodowań kwotę 2,195 mln PLN (w Q1 2026 było 1,833 mln PLN). Łączny jednorazowy wpływ wspomnianej kategorii wyniósł w H1 2026 blisko 4,03 mln PLN.

Koszty finansowe i dług netto

W Q2 2026 spółka ujęła w P&L koszty odsetkowe z tytułu obsługi zadłużenia na poziomie 2,65 mln PLN, wobec 2,585 mln PLN w Q1 2026. Dług netto na koniec czerwca 2026 roku wyniósł około 83 mln PLN, czyli pozostawał na poziomie zbliżonym do wartości odnotowanych na koniec Q1 2026 i Q4 2025. Raportowana EBITDA LTM po Q2 2026 wyniosła -3,4 mln PLN (w tym jest liczony m.in. odpis na należnościach z Q4 2025 w kwocie 6,55 mln PLN, z drugiej strony jest ujęty zysk z tyt. odszkodowania i kar w kwocie 4,0 mln PLN z H1 2026).

Ryzyko utraty płynności

Spółka nadal funkcjonuje przy wysokim poziomie zadłużenia i istotnym obciążeniu kosztami finansowymi, a kwestia refinansowania oraz wzmocnienia płynności pozostaje jednym z kluczowych tematów. Oczekujemy zatem dalszych działań Zarządu zmierzających do uporządkowania struktury finansowania, ograniczenia kosztów obsługi długu oraz stabilizacji bilansu.

W średnim i długim terminie głównym czynnikiem wzrostu dla spółki pozostaje uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego Onko BCG przy ul. Głównej w Lublinie. Zakład ma zwiększyć moce produkcyjne i umożliwić pełniejsze wykorzystanie potencjału sprzedażowego produktu na kolejnych rynkach zagranicznych.

Zwracamy uwagę, że spółka na koniec czerwca'26 nadal przekraczała kowenanty wynikające z umowy pożyczki z ACP. Poniższa tabela obrazuje wymagane poziomy kluczowych wskaźników wynikających z umowy z ACP wraz z ich wykonaniem na koniec Q2 2026.

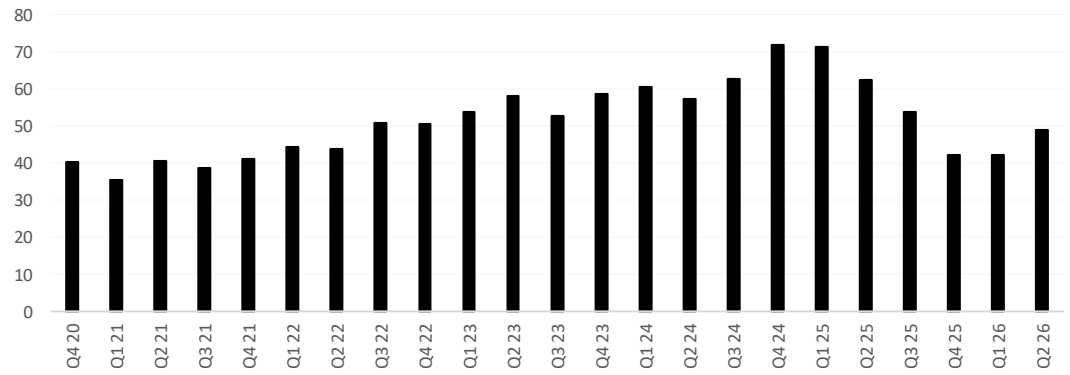
Wskaźniki zadłużenia	Q3'2025		Q4'2025		Q1'2026		Q2'2026	
	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	wykonanie	wskaźnik	Wykonane
Dług netto / EBITDA	4,0	8,20	3,0	-13,09	3,0	-12,17	3,0	-26,90
DSCR	1,2	0,75	1,2	-0,44	1,2	-0,48	1,2	-0,21

Jednocześnie spółka wskazała, że zawarła z ACP „czasowe porozumienie" dotyczące odstąpienia od egzekwowania kowenantów, które obowiązywało do 2026-09-30. Upływ tego terminu bez uprzedniego sfinalizowania refinansowania lub przedłużenia porozumienia wiąże się z ryzykiem żądania wcześniejszej spłaty zadłużenia.

W sprawozdaniu za Q2 2026 spółka wskazuje, że „…na podstawie szczegółowej projekcji przepływów pieniężnych sporządzonej dla lat 2026-2028, Zarząd Spółki podtrzymuje ryzyko płynności finansowej. Działania Spółki koncentrują się przede wszystkim na ustrukturyzowaniu oraz refinansowaniu obecnego zadłużenia – w sposób umożliwiający dostosowanie harmonogramu spłat do realnych możliwości generowania środków pieniężnych przez nowy zakład produkcyjny. Przebudowa struktury długu pozwoli na istotne obniżenie kosztów jego obsługi, co bezpośrednio odciąży bieżącą działalność operacyjną i umożliwi efektywniejsze zarządzanie płynnością…".

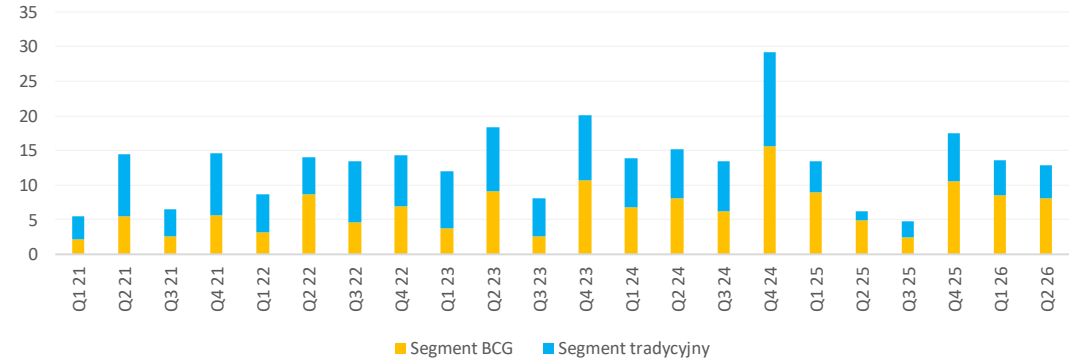
Spółka wskazała, że na dzień sporządzenia i zatwierdzenia sprawozdania za Q2 2026 proces ustrukturyzowania i refinansowania oraz rozmowy z inwestorem strategicznym były „w toku i nie zostały formalnie sfinalizowane". Brak sfinalizowania procesu pozyskania nowego kapitału stanowi zatem źródło znaczącej niepewności co do kontynuacji działalności, co - jak wskazuje sama spółka w opisie czynników ryzyka „…może budzić wątpliwości co do zdolności spółki do kontynuowania działalności…".

Przychody ze sprzedaży LTM [PLN m]



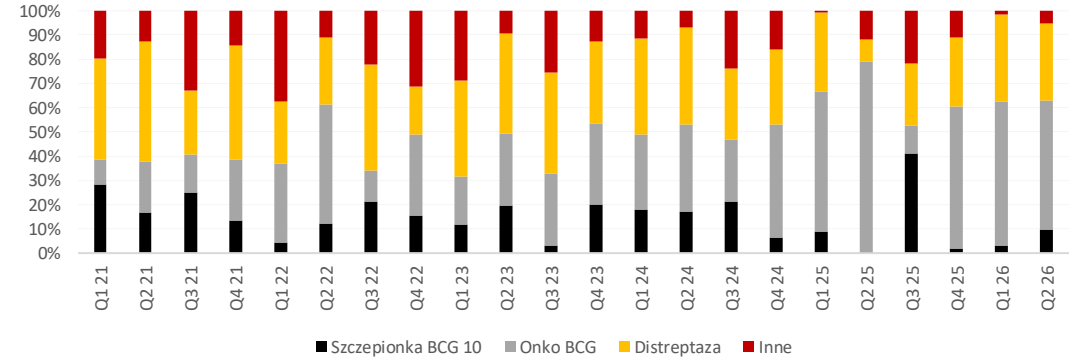
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody kwartalne według segmentów [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów kwartalnych według produktów [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA Q3 2026

Prognoza na Q3 2026 [PLN m]

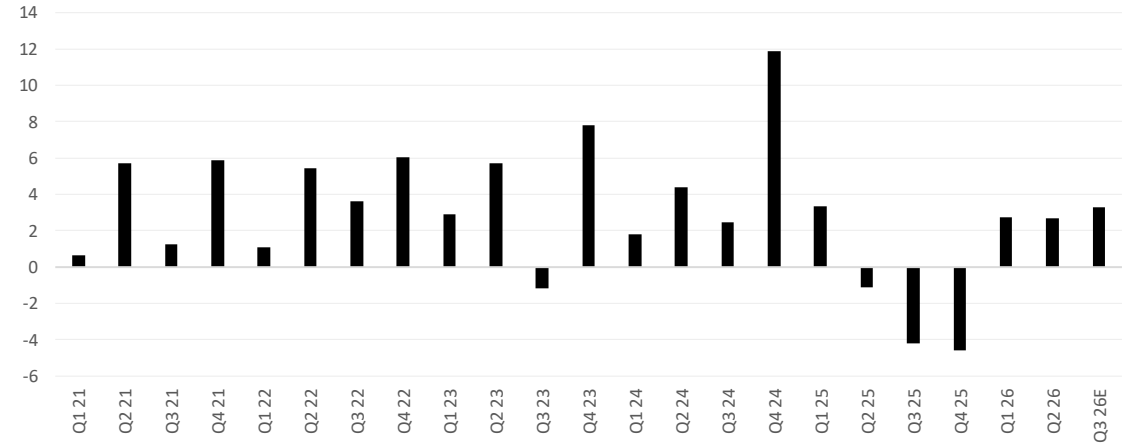
	Q3 25	Q3 26E	r/r	Q3 25 LTM	Q3 26E LTM	r/r
Przychody	**4,8**	**18,6**	**287,6%**	**53,8**	**62,5**	**16,3%**
Segment BCG	2,5	10,7	325,2%	32,0	37,9	18,6%
Segment tradycyjny	2,3	7,9	245,7%	21,8	24,6	13,1%
Koszty operacyjne	11,5	19,5	69,4%	56,9	71,7	26,2%
Amortyzacja	3,2	3,5	9,1%	12,5	13,5	7,7%
Inne koszty (poza amortyzacją)	8,3	16,0	92,8%	44,3	58,3	31,4%
Pozostałe saldo operacyjne	-0,7	0,7		0,5	-0,2	
EBITDA	**-4,2**	**3,3**		**9,9**	**4,1**	**-58,7%**
Segment BCG	-4,7	1,4		2,5	-0,3	
Segment tradycyjny	0,7	1,8	179,4%	7,6	4,2	-44,4%
EBIT	**-7,4**	**-0,2**		**-2,4**	**-9,5**	
Segment BCG	-6,5	-0,7		-4,3	-8,4	
Segment tradycyjny	-0,7	0,5		1,8	-1,1	
Saldo finansowe	-1,6	-4,2		-4,1	-11,3	
Wynik brutto	-9,0	-4,4		-6,7	-20,7	
Podatek	-1,2	-0,8		-0,6	-3,8	
Wynik netto	**-7,7**	**-3,6**		**-6,1**	**-16,8**	
marża EBITDA	-87,4%	17,7%		18,5%	6,6%	-11,9 pp
marża EBIT	-154,7%	-1,2%		-4,5%	-15,3%	-10,8 pp
marża netto	-161,4%	-19,2%		-11,3%	-26,9%	-15,6 pp

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozujemy, że w Q3'26 Synthaverse osiągnie przychody na poziomie 18,6 mln PLN (+287,6% r/r), przy EBITDA wynoszącej 3,3 mln PLN wobec straty 4,2 mln PLN przed rokiem. Wysoka dynamika przychodów wynika przede wszystkim z niskiej bazy porównawczej Q3'25, na którą wpłynęły czynniki o charakterze jednorazowym. Według naszych szacunków EBIT wyniesie -0,2 mln PLN wobec -7,2 mln PLN w Q3'25. Pomimo wyraźnej poprawy wyników operacyjnych, wysokie koszty finansowe, szacowane na 4,2 mln PLN, związane m.in. z umocnieniem euro i wynikającymi z tego ujemnymi różnicami kursowymi, przełożą się na stratę netto którą prognozujemy w wysokości 3,6 mln PLN wobec 7,7 mln PLN straty rok wcześniej.

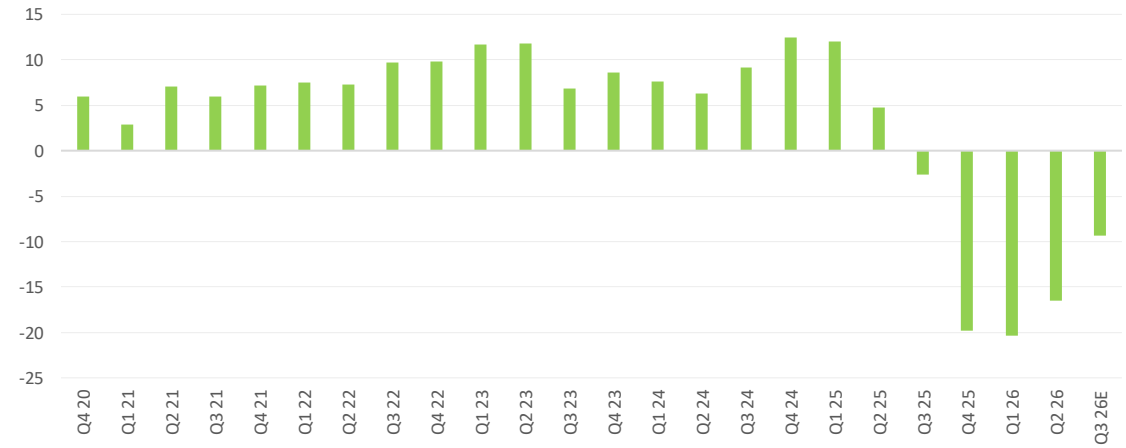
W segmencie BCG oczekujemy przychodów na poziomie 10,7 mln PLN, głównie dzięki wzrostowi sprzedaży Onko BCG. EBITDA segmentu według naszych założeń powinna wynieść 1,4 mln PLN wobec -4,7 mln PLN przed rokiem. W segmencie tradycyjnym prognozujemy przychody na poziomie 7,9 mln PLN (+245,7% r/r), przy EBITDA wynoszącej 1,8 mln PLN. Dostrzegamy oznaki stopniowej stabilizacji sprzedaży względem poprzednich lat, szczególnie w przypadku Distreptazy. Niemniej kontraktowy charakter działalności spółki nadal powoduje nierównomierny rozkład przychodów pomiędzy poszczególnymi kwartałami.

EBITDA w ujęciu kwartalnym [PLN m]



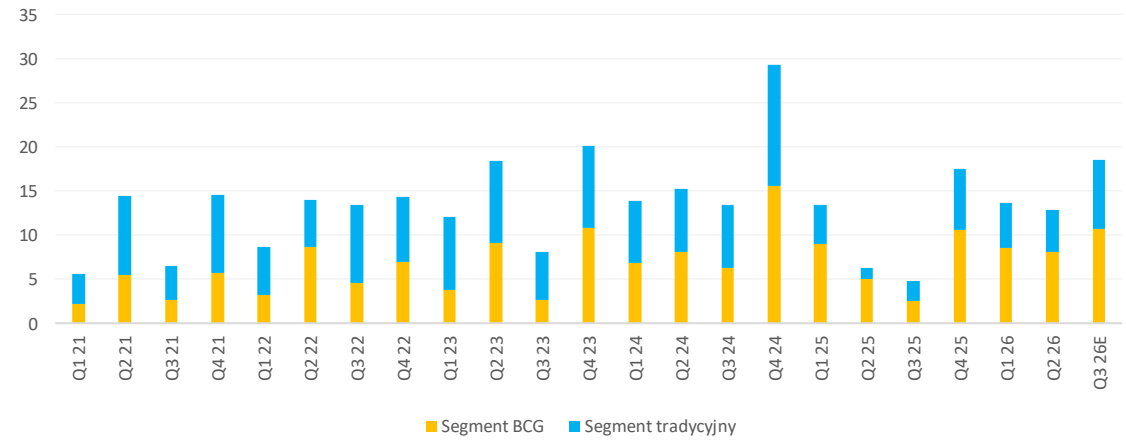
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT LTM [PLN m]



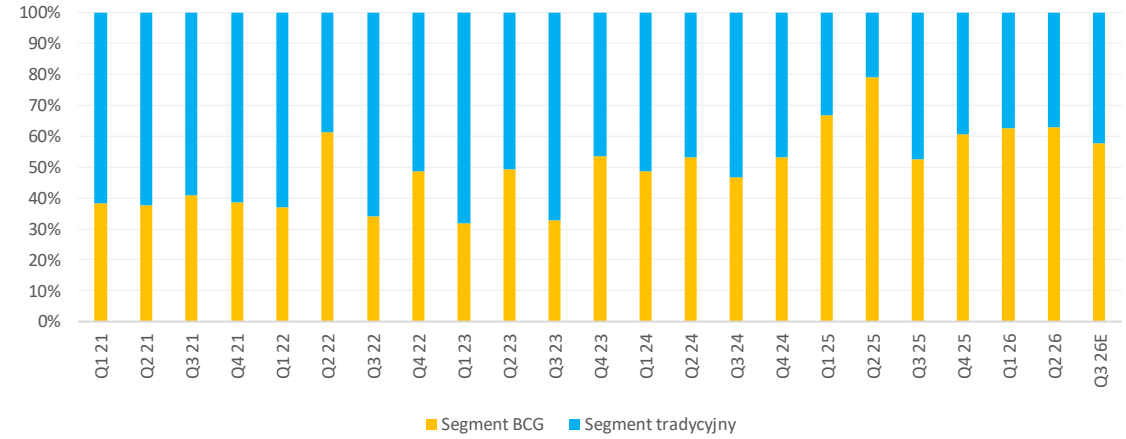
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [PLN m]



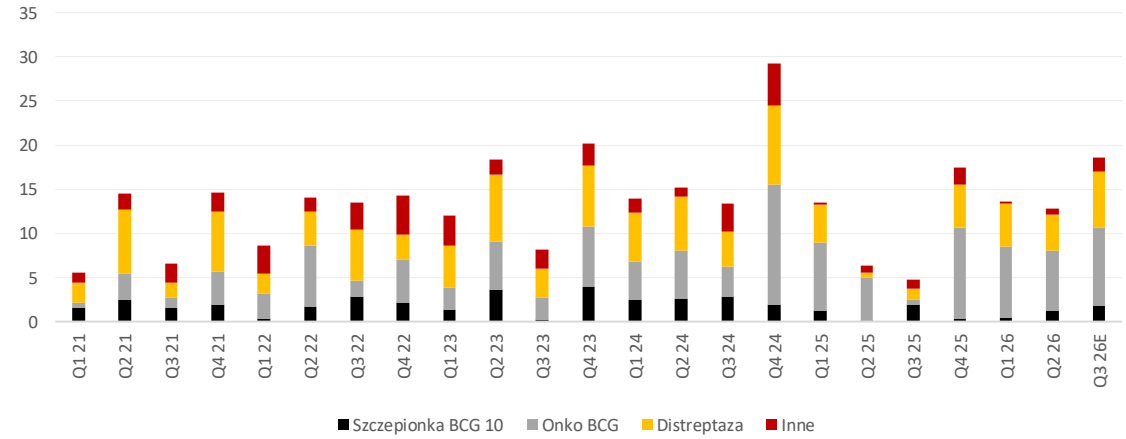
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów według segmentów [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na produkty [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

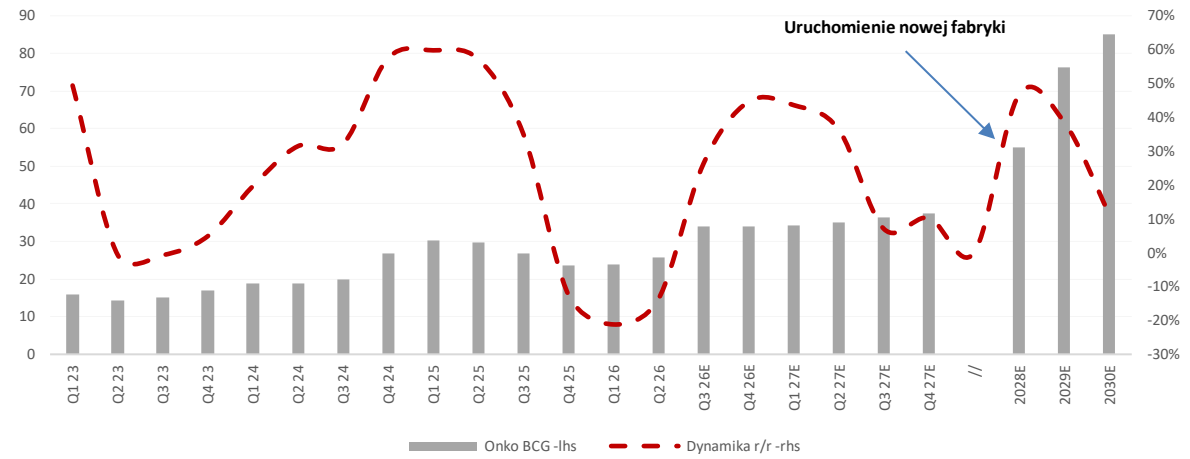
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że finalizacja procesu refinansowania zadłużenia nastąpi w grudniu 2026 roku, co pozwoli spółce docelowo ograniczyć koszty finansowe oraz ustabilizować płynność. Nadchodzący 2027 rok powinien być dla spółki okresem ostatnich przygotowań przed kluczowym rokiem 2028, kiedy to oczekiwane jest uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego (od Q2 2028 uwzględniamy start nowej linii produkcyjnej).

W 2027 roku oczekujemy dalszego wzrostu przychodów do 74,6 mln PLN (+14,7% r/r), przy czym rok ten pozostanie okresem przejściowym przed uruchomieniem nowego zakładu. Prognozujemy wzrost EBITDA z 11,9 mln PLN w 2026 roku do 13,7 mln PLN w 2027 roku. Jednocześnie zakładamy zwiększenie amortyzacji z 13,8 mln PLN do 19,5 mln PLN, co przełoży się na pogłębienie straty EBIT z 1,9 mln PLN do 5,9 mln PLN. Pomimo pogorszenia wyniku operacyjnego oczekujemy ograniczenia straty netto z 13,1 mln PLN do 11,2 mln PLN, głównie dzięki spadkowi kosztów finansowych po zakończeniu refinansowania.

Głównym motorem wzrostu przychodów w kolejnych latach pozostanie Onko BCG. Zakładamy, że uruchomienie nowego zakładu pozwoli na istotne zwiększenie wolumenów produkcji oraz dalszy rozwój sprzedaży eksportowej. Prognozujemy wzrost przychodów Onko BCG o 46,7% r/r w 2028 roku i 38,6% r/r w 2029 roku. W rezultacie przychody segmentu BCG powinny wzrosnąć z 45,7 mln PLN w 2027 roku do odpowiednio 64,5 mln PLN i 86,0 mln PLN w latach 2028-2029. Jednocześnie oczekujemy stabilniejszego rozwoju segmentu tradycyjnego, którego przychody prognozujemy na poziomie 29,8 mln PLN w 2028 roku oraz 30,9 mln PLN w 2029 roku.

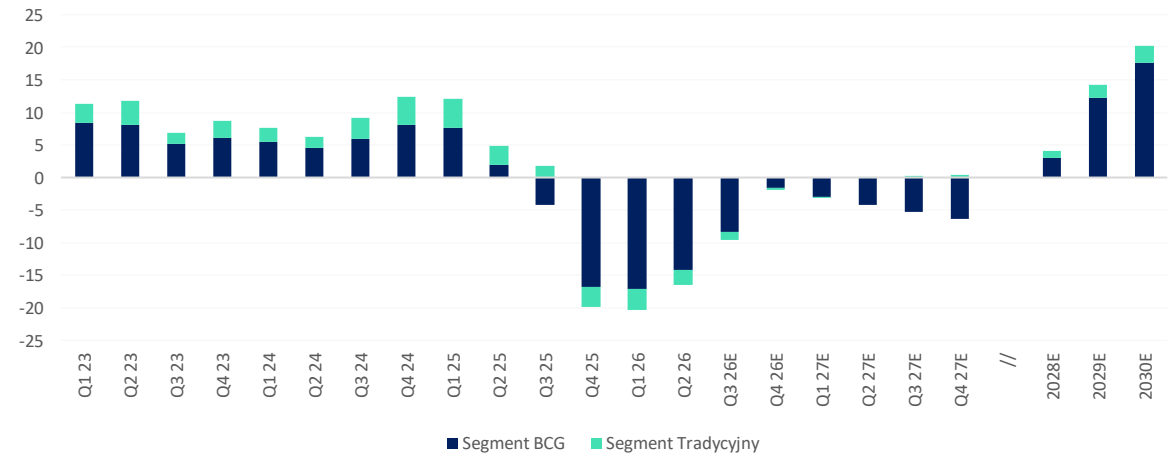
Przychody LTM z produktu ONKO BCG i ich prognoza po uruchomieniu fabryki w Q2'28 [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wraz ze zwiększaniem skali działalności oczekujemy wyraźnej poprawy rentowności operacyjnej. Na lata 2028-2029 prognozujemy przychody w wysokości odpowiednio 94,3 mln PLN i 116,9 mln PLN oraz EBITDA na poziomie 23,7 mln PLN i 34,2 mln PLN. Zakładamy, że wzrost wykorzystania nowych mocy produkcyjnych pozwoli na poprawę marży EBITDA z 18,3% w 2027 roku do 25,1% w 2028 roku i 29,2% w 2029 roku. Powrotu do dodatniego EBIT oczekujemy w 2028 roku, natomiast w 2029 roku prognozujemy osiągnięcie dodatniego wyniku netto w wysokości 7,5 mln PLN. W dalszej perspektywie zakładamy stopniową stabilizację tempa wzrostu sprzedaży, przy dalszej poprawie rentowności dzięki rosnącemu wykorzystaniu istniejącego zaplecza produkcyjnego.

EBIT LTM i jego prognoza w podziale na segmenty [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza na kolejne kwartały [PLN m]

	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26E	Q4 26E	Q1 27E	Q2 27E	Q3 27E	Q4 27E	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody	17,5	13,6	12,9	18,6	20,0	15,5	14,7	21,1	23,2	42,0	65,0	74,6	94,3	116,9
Segment BCG	10,6	8,5	8,1	10,7	14,1	8,8	9,0	12,3	15,6	27,0	41,4	45,7	64,5	86,0
Segment tradycyjny	6,9	5,1	4,8	7,9	6,0	6,7	5,8	8,8	7,6	15,0	23,7	28,9	29,8	30,9
Koszty operacyjne	18,9	16,7	16,7	19,5	21,0	18,6	17,6	23,4	25,6	55,8	73,9	85,3	95,0	107,5
Amortyzacja	3,2	3,4	3,4	3,5	3,5	5,0	4,9	4,9	4,9	13,3	13,8	19,5	19,6	20,0
Inne koszty (poza amortyzacją)	15,7	13,3	13,3	16,0	17,5	13,7	12,8	18,6	20,8	42,5	60,1	65,8	75,4	87,5
Pozostałe saldo operacyjne	-6,4	2,4	3,2	0,7	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2	-6,1	7,0	4,8	4,8	4,8
EBITDA adj.	**1,3**	**0,0**	**-0,4**	**2,4**	**2,3**	**1,8**	**1,8**	**2,4**	**2,4**	**-2,9**	**4,4**	**8,4**	**18,4**	**28,9**
EBITDA	**-4,6**	**2,7**	**2,7**	**3,3**	**3,2**	**3,1**	**3,2**	**3,7**	**3,7**	**-6,5**	**11,9**	**13,7**	**23,7**	**34,2**
Segment BCG	-4,7	1,7	1,3	1,4	2,7	1,8	1,4	1,7	3,0	-9,3	7,1	7,8	17,2	26,8
Segment tradycyjny	0,0	1,0	1,4	1,8	0,6	1,3	1,7	2,1	0,7	2,8	4,8	5,8	6,5	7,4
EBIT	**-8,0**	**-0,7**	**-0,7**	**-0,2**	**-0,3**	**-1,9**	**-1,7**	**-1,1**	**-1,1**	**-19,8**	**-1,9**	**-5,9**	**4,1**	**14,2**
Segment BCG	-6,4	-0,4	-0,9	-0,7	0,5	-1,9	-2,1	-1,8	-0,5	-16,8	-1,5	-6,3	3,0	12,2
Segment tradycyjny	-1,6	-0,3	0,2	0,5	-0,8	0,0	0,4	0,7	-0,6	-3,0	-0,4	0,4	1,1	1,9
Saldo finansowe	-0,9	-3,5	-2,7	-4,2	-2,9	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-4,1	-13,4	-5,7	-5,4	-4,9
Wynik brutto	-8,7	-4,1	-3,4	-4,5	-3,2	-3,3	-3,1	-2,6	-2,6	-23,9	-15,3	-11,6	-1,3	9,2
Podatek	-1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-4,0	-2,1	-0,4	0,4	1,8
Wynik netto	**-6,9**	**-3,6**	**-2,8**	**-3,6**	**-3,1**	**-3,2**	**-3,0**	**-2,5**	**-2,5**	**-19,9**	**-13,1**	**-11,2**	**-1,7**	**7,5**
marża EBITDA	-26,3%	20,0%	21,0%	17,7%	16,1%	19,9%	21,4%	17,6%	15,9%	-15,6%	18,3%	18,3%	25,1%	29,2%
marża EBIT	-44,6%	-4,9%	-5,3%	-1,2%	-1,5%	-12,1%	-11,5%	-5,4%	-4,9%	-47,2%	-2,9%	-7,9%	4,3%	12,1%
marża netto	-39,4%	-26,5%	-21,5%	-19,5%	-15,6%	-20,6%	-20,4%	-11,7%	-10,7%	-47,4%	-20,2%	-15,0%	-1,8%	6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do założeń zawartych w raporcie analitycznym z 20 maja 2026 roku podwyższyliśmy prognozę przychodów na 2026 rok o 10,6%, z 58,8 mln PLN do 65,0 mln PLN. Jednocześnie obniżyliśmy oczekiwania na lata 2027-2028 o odpowiednio 9,7% i 17,3%. Prognozę EBITDA na 2026 rok podwyższyliśmy o 1,8%, do 11,9 mln PLN (głównie efekt ujęcia zdarzeń jednorazowych; skor. EBITDA jest obniżona), natomiast na lata 2027-2028 obniżyliśmy ją o odpowiednio 35,8% i 42,1%, do 13,7 mln PLN i 23,7 mln PLN. Rewizja odzwierciedla bardziej ostrożne oczekiwania dotyczące tempa odbudowy rentowności oraz realizacji korzyści wynikających z uruchomienia nowego zakładu Onko BCG.

Zmiany w prognozach w porównaniu do raportu analitycznego z 2026-05-20 [PLN m]

	Obecnie			Było			Zmiana %		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Przychody	65,0	74,6	94,3	58,8	82,6	114,0	10,6%	-9,7%	-17,3%
EBITDA	11,9	13,7	23,7	11,7	21,3	40,9	1,8%	-35,8%	-42,1%
EBIT	-1,9	-5,9	4,1	-3,3	9,5	29,5	-43,0%	-161,7%	-86,1%
Wynik brutto	-15,3	-11,6	-1,3	-9,0	4,4	23,7	69,5%	-363,0%	-105,5%
Wynik netto	-13,1	-11,2	-1,7	-7,3	3,5	19,2	79,6%	-419,2%	-108,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Wybrane dane historyczne z rachunku wyników i założenia modelu na kolejne lata [PLN m]

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	**71,8**	**42,0**	**65,0**	**74,6**	**94,3**	**116,9**	**126,8**
EBITDA	20,5	-6,5	11,9	13,7	23,7	34,2	40,7
skor.EBITDA	**18,3**	**-2,9**	**4,4**	**8,4**	**18,4**	**28,9**	**35,5**
EBIT	12,4	-19,8	-1,9	-5,9	4,1	14,2	20,3
Saldo finansowe	-2,8	-4,1	-13,4	-5,7	-5,4	-4,9	-4,9
Wynik brutto	9,6	-23,9	-15,3	-11,6	-1,3	9,2	15,4
Wynik netto	**7,5**	**-19,9**	**-13,1**	**-11,2**	**-1,7**	**7,5**	**12,5**
Przychody r/r	22,4%	-41,5%	54,8%	14,7%	26,4%	24,0%	8,5%
Przychody Szczepionki BCG r/r	6,4%	-64,1%	108,0%	11,6%	15,1%	2,7%	2,7%
Przychody Onko BCG r/r	57,5%	-12,4%	44,7%	10,3%	46,7%	38,6%	11,4%
Przychody Distreptazy r/r	8,7%	-54,7%	86,5%	11,6%	3,7%	3,2%	3,0%
Przychody Onko / Przychody	51,1%	64,4%	63,6%	61,3%	68,4%	73,6%	74,9%
Przychody Tradycyjnego / Przychody	48,9%	35,6%	36,4%	38,7%	31,6%	26,4%	25,1%
EBITDA / Przychody	28,6%	-15,6%	18,3%	18,3%	25,1%	29,2%	32,1%
skor. EBITDA / Przychody	25,4%	-6,8%	6,8%	11,3%	19,5%	24,7%	28,0%
EBIT / Przychody	17,3%	-47,2%	-2,9%	-7,9%	4,3%	12,1%	16,0%
NOPAT / Przychody	14,2%	-38,5%	-14,4%	-14,9%	-1,2%	6,1%	9,5%
Wynik netto / Przychody	10,5%	-47,4%	-20,2%	-15,0%	-1,8%	6,4%	9,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane wskaźniki rynkowe

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Kurs do obliczeń [PLN]	4,6	3,65	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Liczba akcji	76	76	87	87	87	87	87
Mkt Cap	349,7	277,5	226,2	226,2	226,2	226,2	226,2
Skor.Dług netto	73	75	54	55	51	42	23
EV	429,3	360,4	288,1	289,0	285,4	276,0	256,9
EPS	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1
BVPS	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,5	1,7
P/E	46,32					30,2	18,1
EV/EBITDA	20,9		24,2	21,1	12,0	8,1	6,3
skor. EV/EBITDA	23,5		65,0	34,4	15,5	9,5	7,2
EV/EBIT	34,5				69,6	19,5	12,7
P/BV	2,88	2,23	1,63	1,78	1,80	1,70	1,55
ROA	2,5%	-6,6%	-4,3%	-3,8%	-0,6%	2,4%	3,9%
ROE	6,2%	-16,2%	-10,0%	-8,4%	-1,3%	5,8%	8,9%
ROIC	5,3%	-8,0%	-4,7%	-5,9%	-0,6%	4,0%	7,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane historyczne z bilansu oraz CF i założenia modelu na kolejne lata [PLN m]

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Aktywa trwałe	252,4	182,2	172,6	240,8	224,7	210,1	195,8
Rzeczowe aktywa trwałe	241,7	164,5	153,1	221,5	205,5	191,0	176,9
Wartości niematerialne	1,6	3,8	4,5	4,4	4,2	4,0	3,9
Aktywa obrotowe	46,2	121,9	135,4	55,3	73,8	100,4	125,4
Zapasy	9,7	12,3	15,1	17,3	23,6	32,1	34,9
Należności handlowe	35,0	22,7	25,8	29,5	37,7	46,8	50,7
Środki pieniężne	0,8	1,7	8,9	7,2	11,3	20,3	38,5
Aktywa	**298,6**	**304,1**	**308,1**	**296,1**	**298,5**	**310,5**	**321,2**
Kapitał własny razem	121,5	124,7	138,6	127,4	125,7	133,2	145,7
Razem zobowiązania	177,2	179,5	169,5	168,7	172,8	177,3	175,6
krótkoterminowe	43,0	135,0	75,9	50,0	58,8	69,4	73,6
długoterminowe	134,2	44,5	93,6	118,7	114,0	108,0	102,0
Pasywa	**298,6**	**304,1**	**308,1**	**296,1**	**298,5**	**310,5**	**321,2**
Dług netto	**79,6**	**83,0**	**61,8**	**62,8**	**59,2**	**49,8**	**30,7**
Dług % / Kapitał własny	65,5%	66,6%	44,6%	49,3%	47,1%	37,4%	21,1%
Aktywa obrotowe / Przychody	**64,4%**	**290,1%**	**208,3%**	**74,1%**	**78,3%**	**85,9%**	**98,9%**
Aktywa trwałe / Przychody	351,8%	433,8%	265,4%	322,9%	238,4%	179,7%	154,4%
Aktywa / Przychody	416,2%	723,9%	473,7%	397,0%	316,7%	265,6%	253,3%
Zobowiązania kr. / Przychody	59,9%	321,3%	116,6%	67,0%	62,4%	59,3%	58,0%
Zobowiązania dł. / Przychody	187,0%	105,9%	144,0%	159,2%	120,9%	92,4%	80,4%
Zobowiązania / Pasywa	59,3%	59,0%	55,0%	57,0%	57,9%	57,1%	54,7%
Kapitał własny / Pasywa	40,7%	41,0%	45,0%	43,0%	42,1%	42,9%	45,3%
CF operacyjny	14,8	11,8	9,1	8,0	12,5	19,7	30,1
CF inwestycyjny	-25,9	-28,0	-0,7	-2,4	-3,0	-4,0	-4,8
CF finansowy	9,7	16,9	-1,3	-7,3	-5,4	-6,7	-7,1
CF netto	-1,4	0,7	7,2	-1,7	4,1	9,0	18,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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)

Jakub Zamorski
Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krystian Grzegorczyk
Młodszy analityk rynku akcji, Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krystian.grzegorczyk@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Tomasz Figiel
tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Sprzedaj	1,9	Redukuj	2,6	2026-11-23	09:15	2,6	151 743,67
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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q4 2026*:			**, 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	2	40%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	40%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	20%	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: 2026-11-23

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-11-23 (09:15 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-11-23 (09:15 CET/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.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 jakakolwiek 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 uwzględniać, 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym 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 WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „*Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.*" Zaznaczamy, że na dzień 2026-11-23:
- 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 jakiejkolwiek 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 29 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 jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*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.