



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Synektik z zaleceniem **KUPUJ** i ceną docelową 225,5. W ostatnich latach spółka odnotowała istotny wzrost skali biznesu, jednak biorąc pod uwagę dobre perspektywy rozwoju rynku oczekujemy utrzymania trendu. W krótkim i średnim okresie najważniejszym czynnikiem napędzającym sprzedaż sprzętu diagnostycznego będzie wsparcie podmiotów ochrony zdrowia środkami z KPO, które pozwolą na sfinansowanie istotnych inwestycji.

Rozwój segmentu sprzętu diagnostycznego i IT w naszej ocenie w kolejnych latach będzie zależał głównie od instalacji nowych robotów chirurgicznych da Vinci. Oprócz przychodów ze sprzedaży urządzeń, coraz bardziej istotne będą przychody powtarzalne, czyli pochodzące ze sprzedaży instrumentów i akcesoriów zużywalnych oraz usług serwisowych. W związku z dostępnością środków z KPO oraz wejściem na nowe rynki od stycznia'25, oczekujemy utrzymania tempa instalacji systemów do czerwca'26.

Należy jednak pamiętać o innych urządzeniach, których sprzedaż generuje istotne przychody. W ostatnim czasie spółka poszerzyła portfolio produktów o roboty do mikrochirurgii Symani oraz urządzenia diagnostyczne Hologic. Zakładamy też w kolejnych okresach instalację angiografów, urządzeń ZAP-X oraz innych dostępnych w ofercie Synektik.

Drugim segmentem spółki jest produkcja radiofarmaceutyków, wykorzystywanych do badań PEK-TK. Popularność tych badań i liczba ich wykonywania w Polsce co roku rośnie, dlatego oczekujemy stabilnego rozwoju tego segmentu w kolejnych latach. Segment ten stanowi drugą nogę powtarzalnych przychodów, które budują stabilność grupy.

Synektik pracuje nad nowym radiofarmaceutykiem do obrazowania perfuzji mięśnia sercowego. Kardioznacznik jest aktualnie w III fazie badań klinicznych w Europie i jednocześnie trwa transfer technologii wytwarzania, który umożliwi przeprowadzenie badań w USA. Zakładamy, że pod koniec badań III fazy lub po ich zakończeniu spółka sprzeda prawa do radiofarmaceutyku firmie, która wprowadzi go na rynek.

Zwracamy uwagę, że po skorygowaniu prognoz o wynik segmentu CBR, spółka nadal jest notowana z dyskontem w stosunku do zagranicznych konkurentów z obszaru dystrybucji sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	166,9	446,9	624,8	671,1	734,5	787,1
EBIT [mln PLN]	17,6	67,9	107,8	126,3	137,4	159,4
EBITDA [mln PLN]	29,7	82,6	124,2	143,8	154,7	176,5
Wynik netto [mln PLN]	10,3	52,5	84,6	101,1	110,1	128,0
P/E	151,5	29,8	18,4	15,4	14,2	12,2
P/BV	17,8	11,6	8,1	6,2	5,0	4,2
EV/EBIT	90,1	22,4	13,9	11,5	10,1	8,3
EV/EBITDA	53,5	18,4	12,1	10,1	8,9	7,5
DPS w okresie	0,5	0,6	3,0	5,0	5,9	8,3
DY	0,2%	0,3%	1,7%	2,7%	3,2%	4,5%

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 225,5 PLN

11 GRUDNIA 2024, 11:00 CET

Wycena DCF [PLN]	187,8
Wycena porównawcza [PLN]	196,8
Wycena rNPV	35,4
Wycena końcowa [PLN]	225,5
Potencjał do wzrostu / spadku	23,2%
Koszt kapitału	12,1%

Cena rynkowa [PLN]	183,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 560,8
Ilość akcji [mln. szt.]	8,5

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	192,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	127,4

Stopa zwrotu za 3 mc	13,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	31,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	32,5%

Akcjonariat (% głosów):

Książek Holding	26,1%
Melhus Company	24,0%
Pozostali	49,9%

*- liczba głosów na WZA

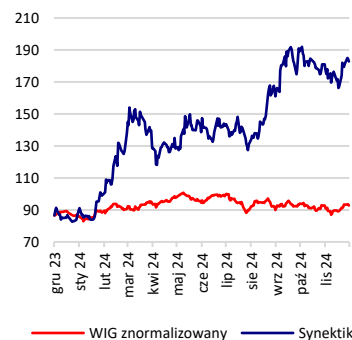
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

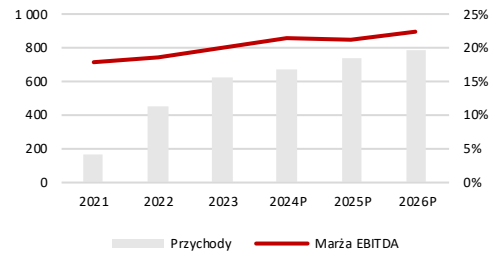
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
ROZWÓJ ROBOTYKI CHIRURGICZNEJ	4
NOWE URZĄDZENIA W PORTFOLIO	5
WZROST SEGMENTU PRODUKCJI RADIOFARMACEUTYKÓW	7
BADANIA NAD KARDIOZNACZNIKIEM	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
WYCENA RNPV	14
MODEL BIZNESOWY	15
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	15
OTOCZENIE RYNKOWE	18
FINANSOWANIE SYSTEMU OCHRONY ZDROWIA	18
RYNEK ROBOTYKI CHIRURGICZNEJ	19
RYNEK RADIOFARMACEUTYKÓW	20
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	23

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

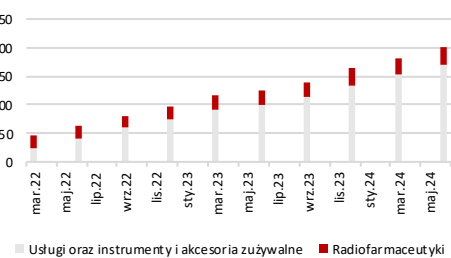
Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	166,9	446,9	624,8	671,1	734,5	787,1
Koszty sprzedaży	18,7	32,8	43,4	48,6	55,9	60,3
Koszty zarządu	9,5	13,7	15,2	16,9	18,8	21,0
EBIT	17,6	67,9	107,8	126,3	137,4	159,4
EBITDA	29,7	82,6	124,2	143,8	154,7	176,5
Sprzęt diagnostyczny i IT	29,7	98,9	144,0	162,4	173,5	172,5
Produkcja radiofarmaceutyków	7,3	11,2	16,3	19,6	21,3	25,8
Centrum Badawczo Rozwojowe	-8,1	-14,5	-22,1	-24,3	-24,4	-3,8
Pozycje nieprzypisane	-0,5	-13,7	-14,0	-14,5	-17,1	-20,1
Eliminacje	1,3	0,6	0,0	0,7	1,3	2,1
EBITDA znorm.	37,8	97,1	146,3	168,2	179,1	180,3
Zysk brutto	12,3	65,7	104,7	124,8	136,0	158,1
Zysk netto	10,3	52,5	84,6	101,1	110,1	128,0

Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]



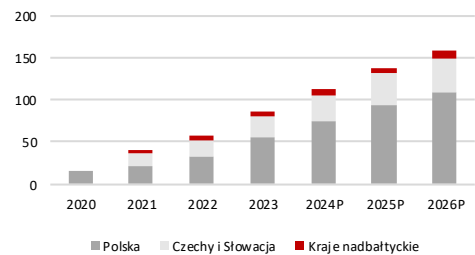
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	126,7	131,3	162,9	161,0	159,3	157,7
Rzeczowe aktywa trwałe	35,1	37,7	59,4	59,6	59,8	60,1
Aktywa niematerialne	56,6	50,3	42,2	39,4	36,8	34,3
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	19,8	22,6	27,8	28,5	29,2	29,8
Aktywa obrotowe	109,8	168,6	214,8	290,2	297,0	407,4
Zapasy	48,3	21,3	12,7	15,6	9,5	16,9
Należności handlowe oraz pozostałe	47,4	79,7	114,3	140,9	85,5	141,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,7	62,7	84,3	130,1	198,5	245,8
Aktywa razem	236,5	299,9	377,7	451,2	456,3	565,1
Kapitał własny	87,8	134,2	192,1	250,9	310,5	368,1
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	43,7	47,5	49,7	49,5	47,0	43,8
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	11,8	11,6	4,0	4,9	3,0	5,4
Zobowiązania z tytułu leasingu	11,9	13,8	18,5	17,4	16,8	11,2
Zobowiązania krótkoterminowe	104,9	118,2	135,9	157,6	112,5	166,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	20,6	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	71,6	90,8	92,7	114,4	69,4	125,5
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,1	3,6	5,0	5,1	4,9	3,3
Pasywa razem	236,5	299,9	377,7	458,0	470,0	578,8

Przychody powtarzalne LTM [mln PLN]



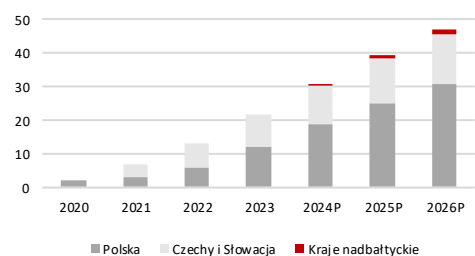
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	-6,2	96,1	88,1	111,6	142,1	139,1
Amortyzacja	12,0	14,8	16,4	17,5	17,3	17,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-11,5	-33,0	-15,6	-15,6	-15,6
CAPEX	-10,2	-9,7	-43,1	-15,6	-15,6	-15,6
Przepływy z działalności finansowej	2,1	-31,6	-33,4	-50,2	-58,1	-76,2
Dywidenda	-3,8	-5,1	-25,8	-42,3	-50,5	-70,4
Odsetki	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,6	0,0
Zmiana środków pieniężnych	-8,6	53,0	21,7	45,8	68,4	47,3
Środki pieniężne	9,7	62,7	84,3	130,1	198,5	245,8

Liczba robotów da Vinci pod opieką serwisową grupy



Liczba nowych instalacji da Vinci	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Polska	5	11	20	19	19	15
Czechy	1	9	7	6	6	4
Słowacja	1	1	0	1	1	1
Kraje nadbałtyckie				2	3	3
Razem	7	21	27	28	29	23

Liczba zabiegów przeprowadzonych przy użyciu da Vinci [tys.]



Liczba przeprowadzonych zabiegów [tys.]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Polska	3,0	5,9	11,9	18,6	25,1	30,5
Czechy i Słowacja	3,9	6,9	9,5	11,3	13,4	15,0
Kraje nadbałtyckie				0,1	0,7	1,3

Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji [mln]	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
ROE	12%	39%	44%	40%	35%	35%
ROA	4%	17%	22%	22%	24%	23%
DPS w okresie	0,5	0,6	3,0	5,0	5,9	8,3
Stopa dywidendy	0,2%	0,3%	1,7%	2,7%	3,2%	4,5%
P/E	151,5	29,8	18,4	15,4	14,2	12,2
P/BV	17,8	11,6	8,1	6,2	5,0	4,2
EV/EBITDA	53,5	18,4	12,1	10,1	8,9	7,5

Czynniki ryzyka

- 1) Ryzyko walutowe
- 2) Ryzyko zmian w polityce zdrowotnej państwa
- 3) Ryzyko nieefektywnego wykorzystania sprzętu
- 4) Ryzyko zakończenia współpracy z producentami
- 5) Ryzyko dostępności finansowania dla klientów
- 6) Ryzyko ograniczenia popytu na radiofarmaceutyki
- 7) Ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych
- 8) Ryzyko badań klinicznych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 183,0 PLN.; dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na trzech metodach. Biznes sprzętu diagnostycznego i IT oraz produkcji radiofarmaceutyków wyceniliśmy za pomocą modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wyceny porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2024-2033 finansowe (październik-wrzesień) sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 187,8 PLN. Wycena porównawcza do dystrybutorów sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 196,8 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 75% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 25% dla wyceny porównawczej. Projekt kardioznacznika wyceniliśmy w oparciu o metodę rNPV, która dała wartość 35,4 na akcję. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 225,5 PLN.

Podsumowanie wyceny

	młn PLN	PLN/akcję
Wycena DCF [PLN]	1 601,8	187,8
Wycena porównawcza [PLN]	1 678,7	196,8
Wycena rNPV [PLN]	302,4	35,4
Wycena końcowa [PLN]	1 923,4	225,5

Źródło: BDM S.A.

Rozwój robotyki chirurgicznej

Głównym driverem rozwoju spółki jest dystrybucja systemów robotycznych da Vinci, produkowanych przez Intuitive Surgical. W ostatnich latach widoczny jest istotny wzrost instalacji nowych systemów w Polsce. Zakładamy, że w średnim okresie możliwe jest utrzymanie tempa sprzedaży tych systemów, co będzie wspierane środkami z KPO, z których mogą być finansowane zakupy sprzętu (w perspektywie do czerwca'26).

Od lutego'21 spółka jest wyłącznym dystrybutorem tego sprzętu w Czechach i na Słowacji, a od stycznia'25, na takich samych zasadach, rozpocznie działalność operacyjną także w Litwie, Łotwie i Estonii.

Poniższa tabela przedstawia nasze założenia dotyczące instalacji nowych systemów oraz liczby zabiegów przeprowadzanych przy ich pomocy. Dane odnoszą się do okresów rozliczeniowych obejmujących okres od października do września (rok 2024 uwzględnia okres październik'24-wrzesień'25).

Prognoza rozwoju rynku systemów da Vinci

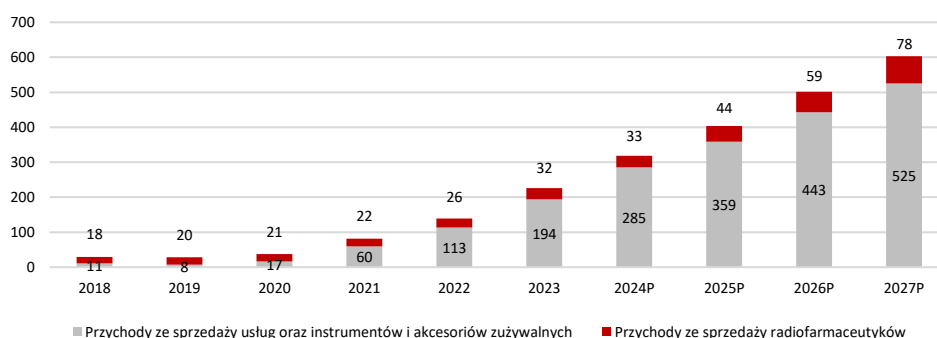
	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Liczba zainstalowanych systemów	16	40	57	86	114	143	166	184	202	219	236	247	254	259
Polska	16	21	33	56	75	94	109	119	129	138	147	151	152	152
Czechy	0	15	19	25	31	37	41	45	49	53	57	60	62	63
Słowacja	0	4	5	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Kraje nadbałtyckie	0	0	0	0	2	5	8	11	14	17	20	23	26	29
Liczba nowych instalacji	4	7	21	27	28	29	23	18	18	18	18	14	11	12
Polska	4	5	11	20	19	19	15	10	10	10	10	6	4	5
Czechy		1	9	7	6	6	4	4	4	4	4	4	3	3
Słowacja		1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kraje nadbałtyckie					2	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Liczba przeprowadzonych zabiegów [tys.]	1,8	6,9	12,8	21,4	30,0	39,1	46,9	53,9	61,7	68,2	74,7	78,9	82,0	84,4
Polska	1,8	3,0	5,9	11,9	18,6	25,1	30,5	35,0	39,8	43,0	46,3	48,0	48,8	49,3
Czechy i Słowacja		3,9	6,9	9,5	11,3	13,4	15,0	16,7	18,5	20,2	22,0	23,5	24,8	25,7
Kraje nadbałtyckie					0,1	0,7	1,3	2,2	3,4	4,9	6,3	7,4	8,4	9,5
Dynamika r/r	37%	51%	30%	11%	6%	4%	3%	4%	4%	2%	2%	1%	1%	1%
Polska	37%	25%	25%	19%	17%	7%	5%	5%	5%	1%	1%	1%	1%	1%
Czechy i Słowacja	0%	0%	40%	10%	-4%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kraje nadbałtyckie						225%	20%	20%	20%	20%	10%	1%	1%	1%
Liczba zabiegów per urządzenie	114,3	172,5	224,6	248,8	262,9	273,6	282,5	293,1	305,2	311,2	316,4	319,6	322,8	326,1
Polska	114,3	142,9	178,8	212,5	248,5	266,7	280,0	294,0	308,7	311,8	314,9	318,1	321,3	324,5
Czechy i Słowacja		205,3	287,5	316,7	304,1	303,8	306,8	309,9	313,0	316,1	319,3	322,5	325,7	328,9
Kraje nadbałtyckie					42,7	138,9	166,7	200,1	240,1	288,1	316,9	320,1	323,3	326,5
Dynamika r/r	37%	51%	30%	11%	6%	4%	3%	4%	4%	2%	2%	1%	1%	1%
Polska	37%	25%	25%	19%	17%	7%	5%	5%	5%	1%	1%	1%	1%	1%
Czechy i Słowacja	0%	0%	40%	10%	-4%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kraje nadbałtyckie	0%	0%	0%	0%	0%	225%	20%	20%	20%	20%	10%	1%	1%	1%

Źródło: BDM, spółka

Rozbieżności między liczbą zainstalowanych systemów a sumą wartości poprzedniej z liczbą nowych instalacji wynikają z wymiany starych sprzętów. Na razie stanowią one niewielką część instalacji, natomiast oczekujemy, że po ok. 10 latach użytkowania systemy będą wymieniane na nowsze, dlatego instalacje te nie będą powiększać liczby systemów będących w użyciu.

Rosnąca baza zainstalowanych systemów, będących pod opieką serwisową grupy, pozytywnie wpływa na przyszłe przychody. Każdy robot generuje przepływy związane z usługami serwisowymi oraz wymaga systematycznych zakupów akcesoriów oraz instrumentów zużywalnych, wykorzystywanych w trakcie zabiegów. Rosnące przychody powtarzalne budują bezpieczeństwo i stabilność spółki.

Powtarzalna sprzedaż w latach finansowych 2018-2027P [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

Nowe urządzenia w portfolio

W 2024 r. spółka powiększyła portfolio oferowanych produktów. W kwietniu'24 Synektik podpisał umowę na wyłączną dystrybucję na terenie Polski, Czech i Słowacji rozwiązania sztucznej inteligencji firmy QURE.ai. Oprogramowanie służy do wykrywania nieprawidłowości w różnych modalnościach radiologicznych, w tym mammografii, rentgenie klatki piersiowej i układu mięśniowo-szkieletowego, a także tomografii komputerowej klatki piersiowej i głowy. Rozwiązanie to ma zostać włączone do oferty Zbadani.pl

Przykładowy podgląd analizy QURE.ai



Źródło: spółka

W maju'24 spółka poinformowała o umowie z Medical Microinstruments w sprawie współpracy w zakresie sprzedaży systemów robotycznych do mikrochirurgii Symani. Urządzenie ma zastosowanie m. in. w rekonstrukcji nerwów obwodowych, rekonstrukcji naczyniowej, czy chirurgii limfatycznej. Synektik odpowiada za sprzedaż i serwis robotów, instrumentów, szkolenia operatorów systemów, kwestie regulacyjne oraz marketingowe.

Zabieg przy użyciu Symani



Źródło: spółka

Ostatnia umowa o współpracy została zawarta w październiku'24 z firmą Hologic. Dotyczy sprzedaży na polskim rynku urządzeń diagnostycznych do mammografii i biopsji oraz materiałów zużywalnych do tych urządzeń.

System do mammografii 3Dimensions™ produkowany przez Hologic



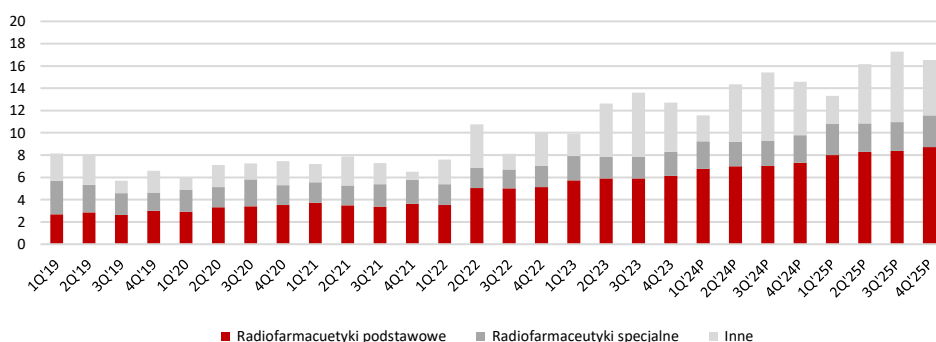
Źródło: spółka

Wzrost segmentu produkcji radiofarmaceutyków

Wraz ze wzrostem liczby badań PET-TK wykonywanych w Polsce, rośnie sprzedaż radiofarmaceutyków oferowanych przez spółkę. Dodatkowo sprzedaż napędzana jest wzrostem wycen badań refundowanych, które są wprowadzane wraz z nowymi stawkami minimalnych wynagrodzeń w ochronie zdrowia (od 2022 r. w lipcu). Zakładamy, że spółka utrzyma wzrostowy trend przychodów w kolejnych latach, chociaż spodziewamy się wyhamowania dynamiki ze względu na spowalniającą inflację, która pośrednio wpływa na wyceny badań refundowanych i tym samym radiofarmaceutyków.

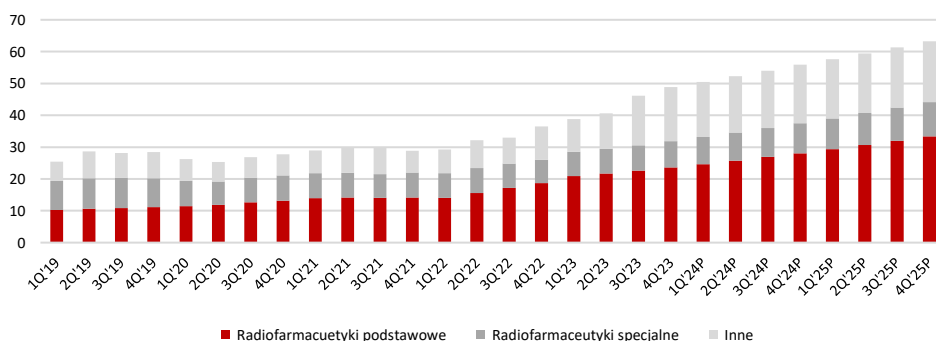
Poza radiofarmaceutykami, w ramach segmentu spółka sprzedaje także inne, powiązane z tą dziedziną produkty. Są to m. in. generatory do wytwarzania preparatów wykorzystywanych w badaniach SPECT. W 2023 r. fin. ich udział w przychodach segmentu przekroczył 30%.

Kwartalne przychody segmentu produkcji radiofarmaceutyków i prognoza na kolejne okresy



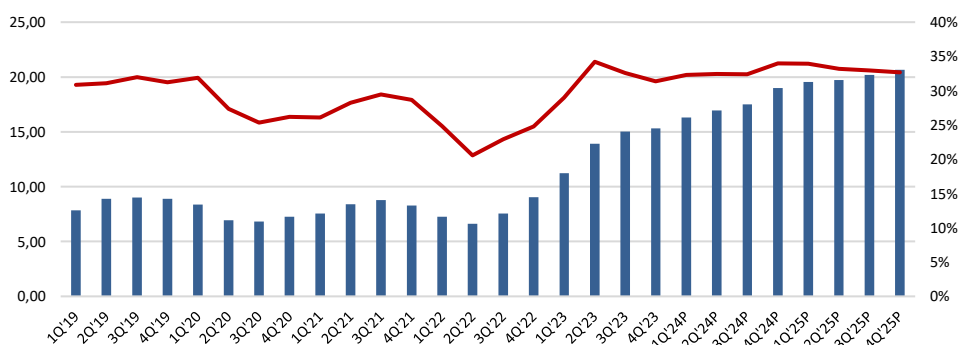
Źródło: BDM, spółka

Przychody LTM segmentu produkcji radiofarmaceutyków i prognoza na kolejne okresy



Źródło: BDM, spółka

EBITDA LTM [mln PLN] (lewa oś) na tle marży EBITDA LTM [%]



Źródło: BDM, spółka

Badania nad kardioznacznikiem

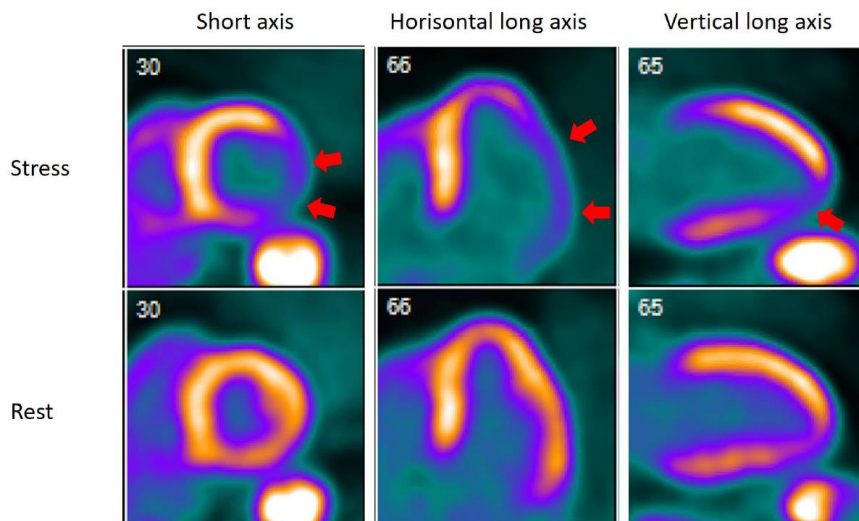
Kardioznacznik jest radiofarmaceutykiem znakowanym ^{18}F do obrazowania perfuzji mięśnia sercowego za pomocą badań PET-TK. Produkt przeszedł badania przedkliniczne oraz badania kliniczne I i II fazy. Przeprowadzona na zdrowych ochotnikach w Polsce I faza badań dostarczyła informacji na temat bezpieczeństwa produktu oraz dawkowania promieniowania.

W II fazie badano osoby z podejrzeniem choroby wieńcowej skierowane na inwazyjną koronografię (ICA). U wszystkich pacjentów wykonano badanie SPECT lub PET-TK z obrazowaniem ^{13}N -amoniakiem, a następnie skany PET-TK z radiofarmaceutykiem SYN2 (kardioznacznik). Badanie to potwierdziło profil bezpieczeństwa radiofarmaceutyku – nie zgłoszono żadnych poważnych zdarzeń niepożądanych związanych lub potencjalnie związanych z SYN2.

Wyniki spoczynkowych i wysiłkowych obrazów SYN2 PET porównano z wynikami ICA z FFR (badanie cząstkowej rezerwy przepływu). W ocenie spółki wyniki wykazały dobrą jakość obrazu i obiecujące możliwości diagnostyczne kardioznacznika. Parametry czułości, swoistości i dokładności obrazowania SYN2 w porównaniu do ICA z FFR był na poziomie 75% do 80%.

Obraz próbki SYN2 PET-TK

Pacjent z niedrożnością tętnic wieńcowych wykazuje duże ubytki perfuzji w bocznej i dolnej ścianie oraz koniuszku lewej komory podczas wysiłku (górny rząd). Ubytki znormalizowano w spoczynku (dolny rząd)



Źródło: spółka

Aktualnie spółka prowadzi równolegle wieloośrodkowe badania kliniczne III fazy w Europie Zachodniej oraz przygotowuje się do rozpoczęcia badań na terenie USA, zgodnie z założeniami potwierdzonymi w konsultacjach z FDA. Spółka jest w trakcie transferu technologii wytwarzania radiofarmaceutyku, niezbędnej do uruchomienia produkcji i przeprowadzenia badania klinicznego III fazy w USA.

W naszych prognozach zakładamy zakończenie III fazy badań w 2026 r. fin. Kolejnym etapem będzie rejestracja produktu. Zgodnie z informacjami przekazywanymi przez spółkę, spodziewamy się sprzedaży praw do produktu. Jest jednak kilka scenariuszy odnośnie momentu komercjalizacji. Na razie spółka ma środki na kontynuację badania, dlatego spodziewamy się, że do transakcji może dojść po zakończeniu badań III fazy lub pod koniec tego etapu. Możliwa jest jednak szybsza sprzedaż w przypadku otrzymania korzystnej oferty.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko walutowe**

Spółka dystrybuje towary zagranicznych producentów oraz działa na rynkach zagranicznych, dlatego rozliczenia następują w walucie obcej, głównie USD i EUR. Wahania kursów mogą wpływać na wyniki poszczególnych kwartałów i lat.

Kurs USD jest również istotnym elementem kształtującym wartość kardioznacznika. Zmiana prognoz dotyczących kursu może istotnie wpłynąć na wartość wyceny.

- **Ryzyko zmian w polityce zdrowotnej**

W tym zakresie istnieje ryzyko w obie strony. Wysokość nakładów na służbę zdrowia w kolejnych latach oraz zmiany legislacyjne mogą zarówno napędzać, jak i hamować rozwój spółek medycznych. Zapisany w ustawie docelowy poziom procentu PKB przeznaczonego na finansowanie służby zdrowia powinien przynieść wzrost nakładów na ten sektor w kolejnych latach. W 2024 r. widoczny jest jednak deficyt środków w NFZ, przez co szpitale dostają środki z nadwykonania procedur z opóźnieniem lub nie zostają one rozliczone. W przypadku utrzymywania trudnej sytuacji finansowej sektora, możliwe jest ograniczanie inwestycji w celu zaspokojenia bieżących potrzeb podmiotów leczniczych.

- **Ryzyko nieefektywnego wykorzystania sprzętu**

Robotyka chirurgiczna w Polsce rozwija się w szybkim tempie. W porównaniu do rozwiniętych rynków zagranicznych widoczne jest pole do dalszego rozwoju tej dziedziny. Istnieje jednak ryzyko, że zakupione urządzenia nie będą w pełni wykorzystywane przez brak wykwalifikowanej kadry lekarskiej. Zbyt szybkie tempo wzrostu liczby zainstalowanych urządzeń, motywowane dostępem do dofinansowań na ten cel, może okazać się nieefektywne w długiej perspektywie.

- **Ryzyko zakończenia współpracy z producentami**

Spółka ma podpisane z producentami umowy na dystrybucję sprzętu. Najważniejszą z nich jak dotąd jest umowa z Intuitive, która w 2024 r. została przedłużona do 2029 r. Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki spółki oraz sprawną współpracę oceniamy to ryzyko jako mało prawdopodobne.

- **Ryzyko dostępności finansowania dla klientów**

Stopy procentowe w Polsce utrzymują się na wysokim poziomie, a według ostatnich wypowiedzi prezesa NBP, RPP nie zamierza w najbliższym czasie przystąpić do luzowania polityki monetarnej. Utrzymanie takiego stanu ogranicza możliwości finansowania placówek ochrony zdrowia, co może skutkować wstrzymywaniem się z planowanymi inwestycjami.

- **Ryzyko ograniczenia popytu na radiofarmaceutyki**

Badania PET-TK są refundowane przez NFZ, natomiast obowiązują limity wykonywania tych świadczeń. W przypadku trudności z finansowaniem NFZ, istnieje ryzyko, że badania ponadlimitowe nie zostaną rozliczone, dlatego placówki wykonujące badania w takiej sytuacji mogą ograniczać liczbę wykonywanych procedur. W przypadku diagnostyki onkologicznej w naszej ocenie ryzyko jest ograniczone. Z drugiej strony w ciągu roku w Polsce powinien pojawić się nowy cyklotron, dlatego wzrośnie podaż radiofarmaceutyków.

- **Ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych**

Spółka w ciągu ostatnich dwóch lat rozwijała się bardzo intensywnie. Spodziewamy się, że w kolejnych okresach będzie musiała dostosować organizację do obecnej skali biznesu. W naszych prognozach ujęliśmy oczekiwany wzrost kosztów operacyjnych, natomiast istnieje ryzyko, że skala wzrostu okaże się większa.

- **Ryzyko badań klinicznych**

Kardioznacznik jest w trakcie badań klinicznych III fazy. Prawdopodobieństwo wprowadzenia produktu na rynek wzrosło powyżej 50%, natomiast dalej istnieje ryzyko osiągnięcia niesatysfakcjonujących wyników.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF dla segmentów sprzętu diagnostycznego i IT oraz produkcji radiofarmaceutyków otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,6%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia modelu

- W 2023 r. fin. (październik'23-wrzesień'24) spółka dostarczyła klientom 27 urządzeń da Vinci. W związku z uruchomieniem środków z KPO oraz wejściem od stycznia'25 na nowe rynki w krajach nadbałtyckich, spodziewamy się, że w 2024 i 2025 r. fin spółka zainstaluje odpowiednio 28 i 29 robotów chirurgicznych. W kolejnych latach zakładamy wyhamowania tempa nowych instalacji do kilkunastu rocznie. Przyjmujemy, że od 2028 r. widoczny będzie efekt wymiany obecnie pracujących systemów na nowsze modele, dlatego liczba instalacji będzie wolniej powiększać bazę zainstalowanych systemów.
- W ostatnich latach dynamicznie rosła liczba przeprowadzonych zabiegów przy pomocy da Vinci – w 2023 r. fin w Polsce dynamika wyniosła +102% r/r, a w Czechach i na Słowacji +38% r/r (razem +67% r/r). Zakładamy wyhamowanie dynamik w kolejnych latach. W 2024 r. fin przyjmujemy +40% r/r, w 2025 r. fin. +30% r/r, a w długim okresie, po przekroczeniu 320 zabiegów per urządzenie rocznie, wzrost o 3% r/r. Przyjmujemy, że stawki za akcesoria i instrumenty zużywalne per zabieg będą rosły w tempie ok. 4% rocznie.
- Oczekujemy wzrostu sprzedaży pozostałych urządzeń. Spółka ma zamówienia na dostawy angiografów, a w kolejnych okresach oczekujemy pojawienia się umów dotyczących robotów Symani, urządzeń ZAP-X oraz nowych w portfolio spółki urządzeń diagnostycznych Hologic.
- Wzrastająca baza urządzeń będących pod opieką serwisową spółki przyczynia się do zwiększania przychodów powtarzalnych. Według naszych prognoz w 2025 r. fin. przekroczą one poziom 50% przychodów grupy (w 2023 r. fin. wyniosły 36% przychodów ogółem).
- W zakresie produkcji radiofarmaceutyków zakładamy wyhamowanie wzrostowej dynamiki przychodów w 2024 r. fin, a następnie powrót do dwucyfrowych wzrostów. W długi okresie przyjmujemy ok. 10% rocznego wzrostu przychodów, przy utrzymaniu marży EBIT w okolicach 28%. W związku z rozwojem medycyny nuklearnej i diagnostyki PET-TK zakładamy, że w długim okresie dynamika sprzedaży radiofarmaceutyków specjalnych będzie rosła szybciej niż dla radiofarmaceutyków podstawowych.
- W związku z bardzo szybkim rozwojem spółki w ostatnich latach, spodziewamy się wzrostu kosztów operacyjnych, które będą odpowiadać rozbudowie organizacji. Prognozujemy jednak, że wzrost ten będzie wolniejszy od dynamiki przychodów, dlatego spodziewamy się lekkiej poprawy rentowności w kolejnych okresach.
- Wysoki poziom CAPEX w 2H'23 fin. w naszej ocenie wynikał z zakupu sprzętu przeznaczonego do dzierżawy. W kolejnych okresach zakładamy niższe wydatki inwestycyjne, oscylujące w granicach 15,5 mln PLN rocznie. Mogą one wzrosnąć w przypadku zwiększonego zainteresowania wynajmem sprzętu przed jego zakupem, natomiast przy ułatwionym dostępie do finansowania dzięki KPO, spodziewamy się, że większość instalacji będzie obejmować zakupione urządzenia.
- W naszej kalkulacji nie uwzględniamy przepływów związanych z przeprowadzeniem badań i komercjalizacją kardioznacznika, ponieważ został on wyceniony osobno metodą rNPV.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 187,8 PLN.

Metoda DCF

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	671,1	734,5	787,1	832,7	926,8	1 014,3	1 106,7	1 137,7	1 166,3	1 229,5
EBIT skorygowany [mln PLN]	151,9	163,0	164,4	163,5	177,4	190,0	203,2	208,8	215,0	223,8
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]	28,9	31,0	31,2	31,1	33,7	36,1	38,6	39,7	40,9	42,5
NOPLAT [mln PLN]	123,0	132,1	133,2	132,4	143,7	153,9	164,6	169,1	174,2	181,3
Amortyzacja [mln PLN]	16,3	16,1	15,9	15,7	15,6	15,5	15,3	15,2	15,1	15,0
CAPEX [mln PLN]	-15,6	-15,6	-15,6	-15,6	-15,6	-15,1	-15,0	-15,0	-15,1	-15,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,0	14,6	-4,5	-1,6	-3,2	-3,0	-3,2	-1,1	-1,0	-2,2
FCF [mln PLN]	116,7	147,2	129,0	131,0	140,4	151,3	161,7	168,2	173,2	179,1
DFCF [mln PLN]	106,6	120,1	93,9	85,2	81,4	78,3	74,7	69,3	63,6	58,7
Suma DFCF [mln PLN]	831,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 163,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	709,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 541,0									
Dług netto [mln PLN]	-60,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	1 601,8									
Ilość akcji [tys.]	8,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	187,8									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3,0%

Przychody zmiana r/r	7,4%	9,5%	7,2%	5,8%	11,3%	9,4%	9,1%	2,8%	2,5%	5,4%
EBIT zmiana r/r	17,2%	8,8%	16,0%	2,5%	8,5%	7,1%	7,0%	2,7%	3,0%	4,1%
FCF zmiana r/r	151,8%	26,1%	-12,4%	1,6%	7,2%	7,8%	6,9%	4,0%	3,0%	3,4%
Marża EBITDA	21,2%	20,9%	22,3%	21,5%	20,8%	20,3%	19,8%	19,7%	19,7%	19,4%
Marża EBIT	18,8%	18,7%	20,3%	19,6%	19,1%	18,7%	18,4%	18,4%	18,4%	18,2%
Marża NOPLAT	18,3%	18,0%	16,9%	15,9%	15,5%	15,2%	14,9%	14,9%	14,9%	14,7%
CAPEX / Przychody	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	95,7%	96,9%	98,0%	99,1%	100,1%	97,1%	98,1%	99,0%	99,9%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	-1,0%	2,0%	-0,6%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,2%	23,1%	-8,7%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%	-3,4%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Udział kapitału własnego	95,1%	95,4%	97,5%	98,5%	99,1%	99,4%	99,6%	99,8%	99,9%	99,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Udział kapitału obcego	4,9%	4,6%	2,5%	1,5%	0,9%	0,6%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%
WACC	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
beta	0,7	190,2	198,7	209,0	221,9	238,3	260,1	290,4	335,3	408,6
	0,8	179,1	186,2	194,8	205,4	218,7	235,8	258,9	291,7	341,6
	0,9	169,1	175,2	182,4	191,2	202,0	215,8	233,8	258,5	294,2
	1,0	160,2	165,4	171,5	178,8	187,8	199,0	213,3	232,3	258,8
	1,1	152,1	156,6	161,8	168,0	175,5	184,7	196,2	211,2	231,4
	1,2	144,8	148,7	153,2	158,5	164,8	172,4	181,8	193,8	209,6
	1,3	138,2	141,6	145,5	150,0	155,3	161,7	169,5	179,2	191,7

Źródło: DM BDM S.A.

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

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym									
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
premia za ryzyko	3,5%	211,5	222,8	236,9	255,1	279,1	312,6	362,4	444,3	604,3
	4,5%	191,2	199,7	210,2	223,3	240,0	262,2	293,2	339,2	415,0
	5,5%	174,3	181,0	188,9	198,6	210,6	226,1	246,7	275,3	317,9
	6,5%	160,2	165,4	171,5	178,8	187,8	199,0	213,3	232,3	258,8
	7,5%	148,1	152,2	157,1	162,7	169,5	177,8	188,2	201,5	219,1
	8,5%	137,7	141,1	144,9	149,4	154,6	160,9	168,6	178,2	190,5
	9,5%	128,7	131,4	134,5	138,1	142,2	147,1	152,9	160,0	168,9

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

	beta									
		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
premia za ryzyko	3,5%	362,0	336,9	315,1	296,0	279,1	264,0	250,5	238,3	227,3
	4,5%	321,1	296,0	274,6	256,1	240,0	225,8	213,2	202,0	192,0
	5,5%	288,5	264,0	243,4	225,8	210,6	197,4	185,8	175,5	166,3
	6,5%	262,0	238,3	218,7	202,0	187,8	175,5	164,8	155,3	146,9
	7,5%	240,0	217,3	198,6	182,9	169,5	158,1	148,1	139,4	131,7
	8,5%	221,5	199,7	181,9	167,1	154,6	143,9	134,7	126,6	119,5
	9,5%	205,6	184,8	167,9	153,9	142,2	132,2	123,6	116,0	109,4

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla dystrybutorów sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków. Do obliczeń przyjęliśmy prognozy skorygowane o wyniki kardioznacznika.

Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 11.12.2024 roku.

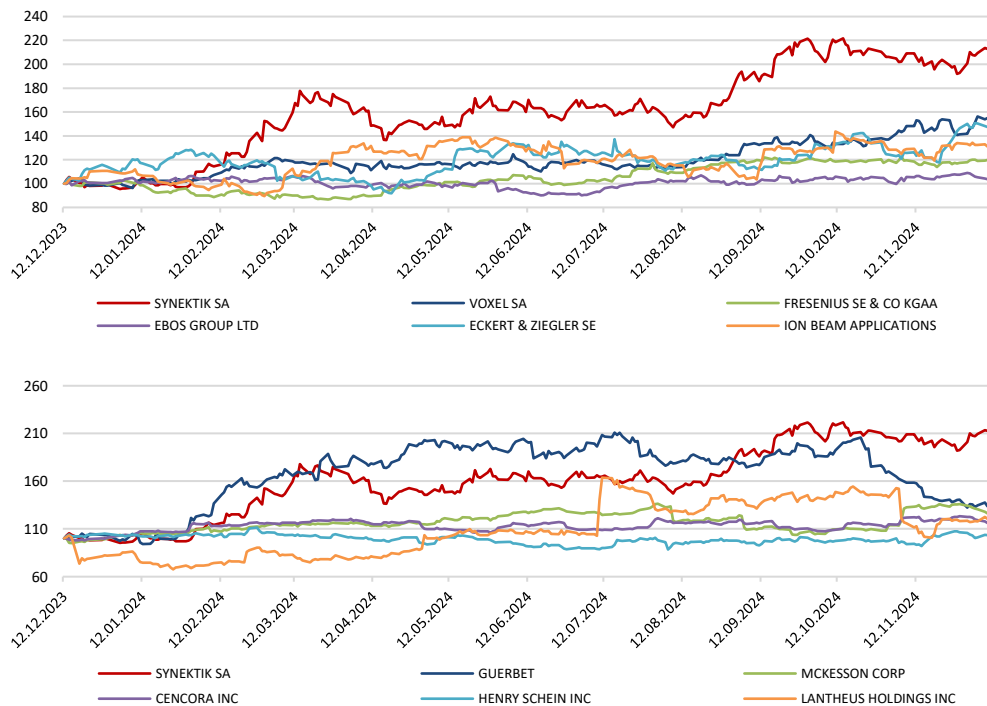
Porównując wyniki segmentów sprzętu diagnostycznego i IT oraz produkcji radiofarmaceutyków spółki Synektik do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 196,8 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 183,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) widoczne jest dyskonto, z jakim handlowana jest obecnie spółka.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	2025P	P/E 2026P	2027P	2025P	EV/EBITDA 2026P	2027P	2025P	EV/EBIT 2026P	2027P
VOXEL	11,8	10,3		7,1	6,3		9,4	8,5	
FRESENIUS	10,1	9,1	8,2	7,9	7,0	6,4	11,4	10,1	9,0
EBOS GROUP	26,5	23,4	21,1	13,8	12,8	11,9	17,3	15,7	14,5
ECKERT & ZIEGLER	23,5	20,2	15,2	12,9	10,7		15,1	12,8	
ION BEAM APPLICATIONS	13,9	9,4	8,5	7,9	5,5		11,1	7,0	
GUERBET	7,7	6,3	5,1	4,4	3,6	2,9	8,5	6,8	5,0
MCKESSON CORP	17,7	16,3	15,1	12,9	11,7	10,6	13,8	12,4	11,1
CENCORA	15,5	14,4	13,4	9,9	8,8	8,1	11,7	10,3	9,5
HENRY SCHEIN	14,2	13,4	12,6	8,9	8,4		10,7	10,1	
LANTHEUS HOLDINGS	12,6	11,0	9,3	7,8	6,1	4,5	8,3	6,4	4,8
Mediana	14,1	12,2	12,6	8,4	7,7	7,2	11,2	10,1	9,2
Synektik	12,3	11,5	11,7	8,6	7,7	7,4	9,6	8,5	8,1
Premia/dyskonto grupa	-12%	-6%	-7%	3%	0%	2%	-15%	-16%	-12%
Wycena wg wskaźnika	209,1	193,8	196,0	178,5	182,2	179,9	212,8	214,2	204,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		199,6			180,2			210,6	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	196,8								

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 11.12.2024

Zachowanie kursu Synektik na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYCENA rNPV

Wyceny kardioznacznika dokonaliśmy w oparciu o metodę rNPV (NPV ważone ryzykiem). Spółka jest na etapie przeprowadzania badań III fazy. Zgodnie ze statystykami badań klinicznych przeprowadzanych w latach 2014-2023, szacujemy prawdopodobieństwo zakończenia III fazy na 55,0% oraz późniejszej rejestracji na 91,8%.

W związku ze zwiększonymi kosztami, charakteryzującymi fazę III badań klinicznych, spodziewamy się wydatków rzędu 25,5 mln PLN w 2024 i 2025 fin., oraz 5,0 mln PLN w 2026 fin. z tytułu rejestracji.

Oczekujemy, że badania III fazy zostaną zakończone w 2027 r. kalendarzowym, następnie konieczne będzie przejście procesu rejestracji, dlatego do sprzedaży powinien trafić w 2028 r. W naszej wycenie zakładamy sprzedaż praw partnerowi, który wprowadzi kardioznacznik na rynek w 2026 r. fin. Wartość upfront payment przyjmujemy w wysokości 75 mln USD, a płatności za kamienie milowe (zakończenie badań III fazy, rejestracja) w kwocie 15 mln USD. W naszej ocenie jest to dosyć konserwatywne podejście, patrząc na zaawansowanie prac, jednak biorąc pod uwagę różne scenariusze komercjalizacji (sprzedaż przed ukończeniem III fazy lub po ukończeniu, ale przed rejestracją, ewentualnie po samodzielnie zakończonym procesie rejestracji), ostrożnie podchodzimy do prognoz w tym zakresie.

Istotnym czynnikiem kształtującym wycenę jest wysokość płatności royalties po wprowadzeniu kardioznacznika na rynek. Zakładamy, że koszt jednej dawki może wahać się w przedziale 400-450 USD, a liczba wykonywanych badań osiągnie poziom 2,7 tys. w 2030 r. fin. i będzie rosła w długim okresie ok. 2% r/r. Zakładamy, że spółka będzie otrzymywać royalties w wysokości 7% sprzedaży.

Do obliczeń zastosowaliśmy WACC wyliczony przy wycenie DCF, pomniejszony o ryzyko rynkowe, ponieważ zostało ono uwzględnione w kalkulacji skorygowanych o ryzyko przepływów pieniężnych.

Wycena rNPV wykazała wartość projektu w wysokości 302,4 mln PLN, co daje 35,4 PLN na akcję.

Wycena rNPV

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Koszty [mln PLN]	-25,6	-25,6	-5,0							
Upfront payment [mln USD]			75,0							
Milestones [mln USD]				15,0						
Koszt znacznika [USD]				400,0	400,0	404,0	408,0	412,1	416,2	420,4
Liczba wykonanych badań [tys.]				100,0	300,0	900,0	1 350,0	1 377,0	1 404,5	1 432,6
% royalties				7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Royalties [mln USD]				40,0	120,0	363,6	550,9	567,5	584,6	602,3
Kurs USD/PLN	4,1	4,1	4,0	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
CF [mln PLN]	-25,6	-25,6	291,3	69,1	32,6	98,8	149,7	154,2	158,9	163,7
Prawdopodobieństwo powodzenia	55%	55%	92%	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC - premia za ryzyko	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
CF ważone ryzykiem	-22,5	-21,2	137,1	30,8	12,6	36,2	51,9	50,7	49,4	48,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
CF ważone ryzykiem po opodatkowaniu	-18,2	-17,2	111,0	24,9	10,2	29,3	42,1	41,0	40,0	39,1
rNPV [mln PLN]	302,4									
Liczba akcji [mln]		8,5								
rNPV per share [PLN]	35,4									

Źródło: DM BDM S.A.

MODEL BIZNESOWY

Podstawowe informacje o spółce

Synektik jest spółką wchodzącą w skład indeksu sWIG80. Grupę kapitałową tworzą Synektik SA (spółka dominująca) oraz dwie spółki zależne – Synektik Pharma Sp. z o.o. oraz Synektik Czech Republic, s.r.o. Działalność grupy dzieli się na trzy segmenty: sprzedaż sprzętu medycznego i rozwiązań informatycznych wraz z działalnością usługową, produkcja i sprzedaż radiofarmaceutyków oraz Centrum Badawczo-Rozwojowe. Rok obrotowy w spółce jest przesunięty i trwa od października do września.

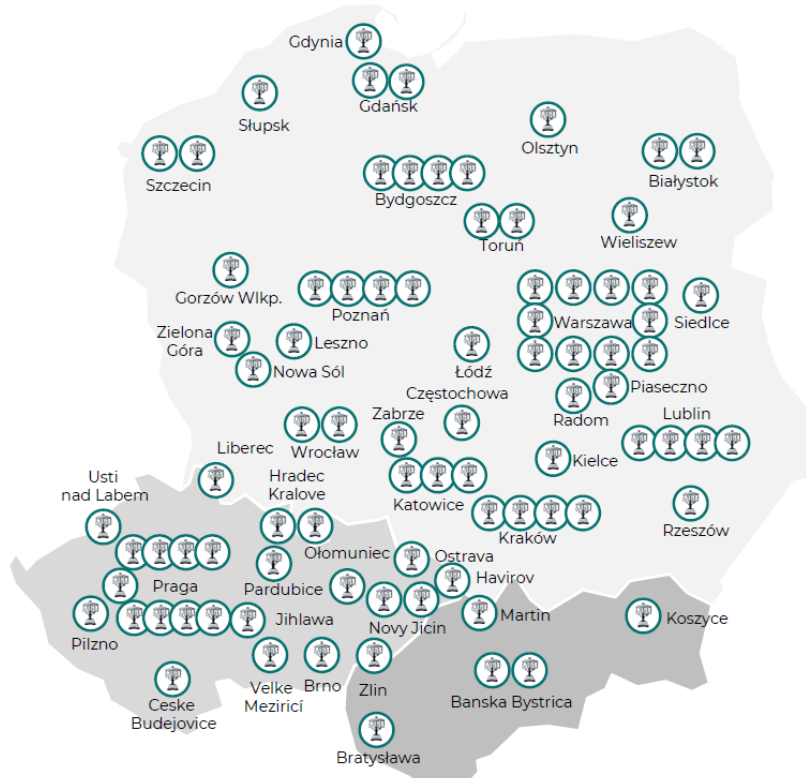
Sprzęt diagnostyczny i IT

Spółka sprzedaje urządzenia medyczne oraz realizuje zamówienia przygotowania „pod klucz” pracowni diagnostycznych i sal operacyjnych wraz z dostawą sprzętu medycznego. Spółka jest dystrybutorem sprzętu kilkunastu firm, w większości zagranicznych. Głównymi partnerami w obszarze sprzedaży urządzeń do terapii są Intuitive Surgical, Carl Zeiss, Eckert & Ziegler, Insightec, Loccioni, a ostatnio także Medical Microinstruments. Sprzęt do radiologii obrazowej produkowany jest w większości przez Philips, wstrzykiwacze kontrastu wraz z materiałami zużywalnymi zapewnia Medtronic, a sprzęt i wyposażenie stosowane w medycynie nuklearnej głównie pochodzi z produkcji firmy Comacer.

W październiku '24 spółka podpisała umowę z amerykańskim koncernem Hologic na wyłączną dystrybucję jego produktów w Polsce. Hologic specjalizuje się w zaawansowanych technologiach diagnostycznych, a Synektik będzie odpowiadał m. in. za sprzedaż i serwis urządzeń diagnostycznych do mammografii i biopsji oraz sprzedaż instrumentów i akcesoriów zużywalnych.

Największe znaczenie dla biznesu aktualnie ma współpraca z Intuitive – producentem robotów chirurgicznych da Vinci. Na koniec 3Q'24 pod opieką grupy było 86 systemów, w tym 56 w Polsce, 25 w Czechach i 5 na Słowacji. Dla porównania, na koniec 2018 r. w Polsce działały 4 systemy, a na koniec 2020 r. – 13 systemów.

Lokalizacje systemów da Vinci



Źródło: spółka

Na rynek czeski i słowacki spółka weszła w lutym'22, natomiast od 2025 r. będzie dostarczać roboty Intuitive do krajów bałtyckich. Aktualnie grupa jest wyłącznym dystrybutorem na Polskę, Czechy, Słowację, Litwę, Łotwę i Estonię systemów chirurgicznych da Vinci i odpowiada za sprzedaż oraz serwis chirurgicznych systemów robotycznych, instrumentów i akcesoriów do tych urządzeń, a także szkolenia operatorów systemów, kwestie regulacyjne oraz marketingowe.

W zakresie archiwizacji, dystrybucji, prezentacji i przetwarzania obrazów radiologicznych oraz danych administracyjnych, grupa posiada własne rozwiązania informatyczne. Licencje do systemów PACS, ArView oraz RIS oferuje publicznym i prywatnym placówkom medycznym oraz spółkom informatycznym, które wdrażają systemy zarządzania placówkami medycznymi HIS (Hospital Information System).

Ważnym produktem w portfolio spółki jest autorska platforma Zbadani.pl, która jest aplikacją o profilu radiologicznym. Zapewnia ona cyfrowy przepływ badań w jakości diagnostycznej. Za pomocą aplikacji możliwe jest szybkie wydawanie wyników online w formie bezpiecznego linku udostępnianego pacjentowi. Platforma oferuje stworzenie teczek badań dla pacjentów, w której przechowywane są wyniki, dlatego pacjenci mają dostęp do pełnej historii diagnostyki. Dodatkowo, w ramach Zbadani.pl dostępna jest aplikacja SynDose, która automatycznie monitoruje, analizuje i raportuje dawki promieniowania jonizującego. Jest to szczególnie istotne przy monitorowaniu dawki promieniowania, jakie pacjent przyjął w ostatnim czasie.

W ramach tego segmentu spółka wykonuje także usługi serwisowo-pomiarowe sprzętu medycznego, które obejmują wybrane produkty z portfolio. Synektik prowadzi laboratorium badawcze aparatury do diagnostyki obrazowej, które posiada akredytację Polskiego Centrum Akredytacji.

Produkcja i sprzedaż radiofarmaceutyków

Spółka jest producentem radiofarmaceutyków wykorzystywanych w diagnostyce onkologicznej, kardiologicznej oraz neurologicznej. Cyklotrony grupy zlokalizowane są w Kielcach, Warszawie i Mszczonowie, co umożliwia dostarczenie produktów do większości lokalizacji w Polsce. Spółka prowadzi też badania kliniczne oraz prace rozwojowe nad nowymi radiofarmaceutykami w ramach Centrum Badawczo-Rozwojowego i Centrum Badań Klinicznych.

Produkty wytwarzane przez GK Synektik wg zastosowań diagnostycznych

Szerokie spektrum nowotworów	FDG	FLT	
Nowotwory prostaty	Axumin	Cholina	PSMA
Nowotwory pęcherza moczowego	Cholina		
Choroba Parkinsona, nowotwory neuroendokrynne	DOPA		
Nowotwory mózgu i pozaczaszkowe	FET		
Nowotwory piersi i narządów rodnych	FES		
Nowotwory kości	Metaflu		

Źródło: BDM, spółka

Centrum Badawczo-Rozwojowe

W ramach CBR grupa prowadzi badania nad nowymi radiofarmaceutykami. Obecnie w trzeciej fazie badań klinicznych jest kardioznacznik – radiofarmaceutyk do diagnostyki chorób serca (wyniki badań I i II fazy opisaliśmy w rozdziale *Wycena i podsumowanie*). W ramach segmentu spółka realizuje też projekty usprawniające procesy produkcyjne i poprawiające jakość istniejących już wyrobów stosowanych w diagnostyce PET.

Strategia rozwoju

Spółka bazuje na strategii rozwoju opublikowanej w 2017 r. (na lata 2017-2021), która zakłada koncentrację działalności biznesowej na trzech kluczowych segmentach: onkologii, kardiologii i neurologii, a także utrzymanie silnej pozycji na rynku rozwiązań dla radiologii. Główne cele operacyjne zakładają:

- Umocnienie grupy na pozycji lidera polskiego rynku urządzeń diagnostycznych oraz produkcji radiofarmaceutyków,
- Istotne zwiększenie zasięgu geograficznego działalności na wszystkich polach
- Uruchomienie całkiem nowych strumieni przychodów, w szczególności:
 - Współpraca z nowymi grupami odbiorców – oddziały onkologiczne, kardiologiczne i neurologiczne w krajowych jednostkach medycznych
 - Komerccjalizacja innowacyjnego kardioznacznika.

Po upływie horyzontu strategii, spółka postanowiła kontynuować ją, przy utrzymaniu głównych priorytetów biznesowych.

Polityka dywidendowa

Spółka nie ma określonej polityki dywidendowej, natomiast od 2019 r. finansowego co roku dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Pierwsza wypłata dywidendy nastąpiła w marcu '20 (2Q'19 fin.)

Struktura akcjonariatu

Głównymi akcjonariuszami spółki są Mariusz Książek (przewodniczący RN), który poprzez Książek Holding posiada 26,13% akcji, oraz Cezary Kozanecki (prezes zarządu), posiadający 24% akcji poprzez Melhus Company.

Struktura akcjonariatu



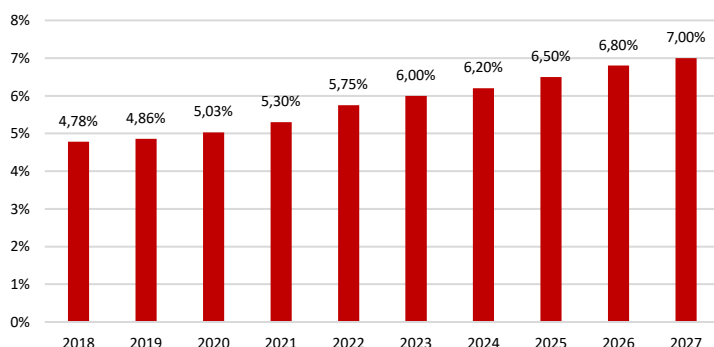
Źródło: BDM, spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Finansowanie systemu ochrony zdrowia

Rynek ochrony zdrowia w Polsce finansowany jest w głównej mierze z ubezpieczenia zdrowotnego w NFZ, który pokrywa ponad 80% publicznych wydatków na ochronę zdrowia i prawie 60% wydatków ogółem. Drugim w kolejności publicznym źródłem finansowania jest budżet państwa oraz budżety JST. Pandemia Covid-19 uwypukliła problemy występujące w polskim systemie opieki zdrowotnej i potrzebę jej większego dotowania. Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych (Dz. U. 2024 poz. 146) określa minimalne wysokości środków finansowych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia w kolejnych latach.

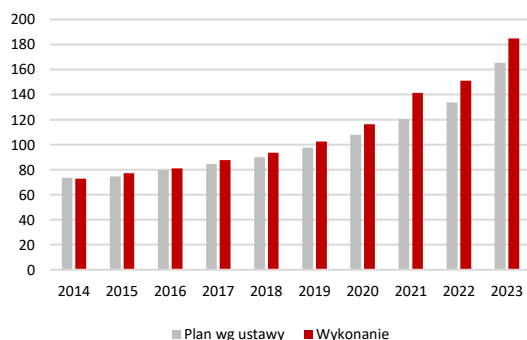
Minimalny poziom środków pieniężnych przeznaczonych na finansowanie ochrony zdrowia [%PKB]



Źródło: BDM, Ustawa o świadczeniach opieki zdrowotnej finansowanych ze środków publicznych, Dz. U. 2024 poz. 146

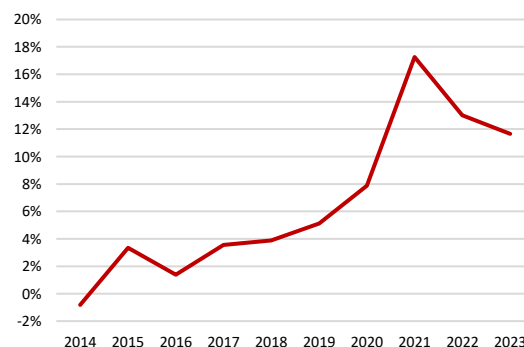
Doświadczenie ostatnich lat pokazuje, że zazwyczaj finalna wartość finansowania przewyższa planowane poziomy. Przed wybuchem pandemii, w latach 2017-19 wykonanie przewyższało plan o ok 4-5%, w 2020 roku różnica wyniosła +8%, w 2021 wzrosła do ponad 17%, a w 2023 r. spadła do 12%.

Wzrost nakładów na ochronę zdrowia w latach 2014-2023



Źródło: BDM, GUS

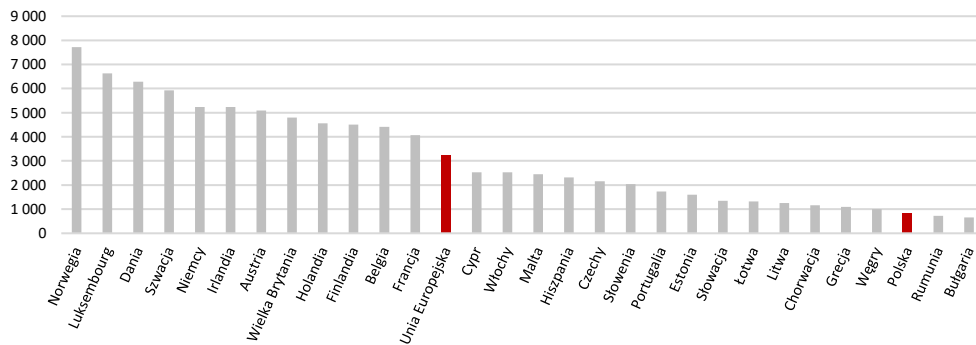
Nadwyżka finalnego finansowania nad planowanym



Źródło: BDM, GUS

Mimo regularnego wzrostu nakładów przeznaczanych na służbę zdrowia, Polska znacznie odbiega od średniej w Unii Europejskiej (w 2021 r. 836 USD na mieszkańca w Polsce vs 3.225 USD w UE). Niższe wydatki w tym sektorze odnotowują jedynie Rumunia (728 USD) i Bułgaria (653 USD). Liderem w tym obszarze jest Norwegia (7.718 USD). Od 2019 r. w zestawieniu wyprzedziły nas Węgry, Grecja i Łotwa.

Wydatki instytucji rządowych i samorządowych na zdrowie per capita [USD]



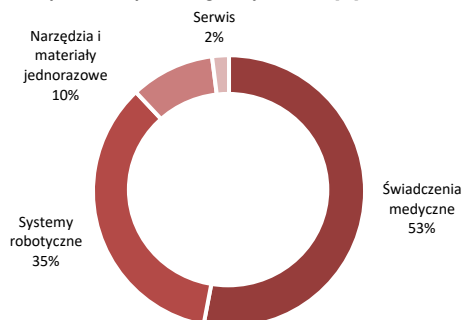
Źródło: BDM, The World Bank

Rynek robotyki chirurgicznej

W 2022 r. globalny rynek robotyki chirurgicznej wyceniany był na 4,35 mld USD. Szacowany CAGR wynosił 17,9%, co ma doprowadzić do wzrostu tego rynku w perspektywie do 2030 r. do 16,24 mld USD.¹

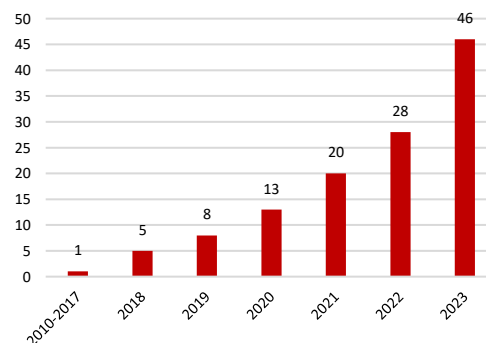
Wartość polskiego rynku robotyki chirurgicznej w roku 2023 szacowana była na 624 mln PLN. Według prognoz Upper Finance i Polskiej Federacji Szpitali, do 2028 r. powinien wzrosnąć do ponad 2,1 mld PLN, co oznacza CAGR na poziomie 28%. W tej wartości zawiera się zarówno szacowana kwota sprzedaży urządzeń, jak i narzędzi i materiałów zużywalnych oraz wartość świadczeń medycznych.

Struktura rynku robotyki chirurgicznej w Polsce [%]



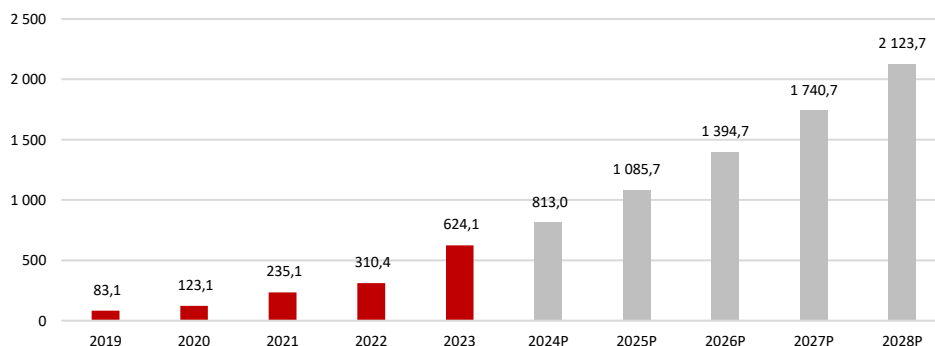
Źródło: Upper Finance, Polska Federacja Szpitali

Liczba autoryzowanych robotów chirurgicznych w Polsce



Źródło: Upper Finance, Polska Federacja Szpitali

Wartość rynku robotyki chirurgicznej w Polsce [mln PLN]

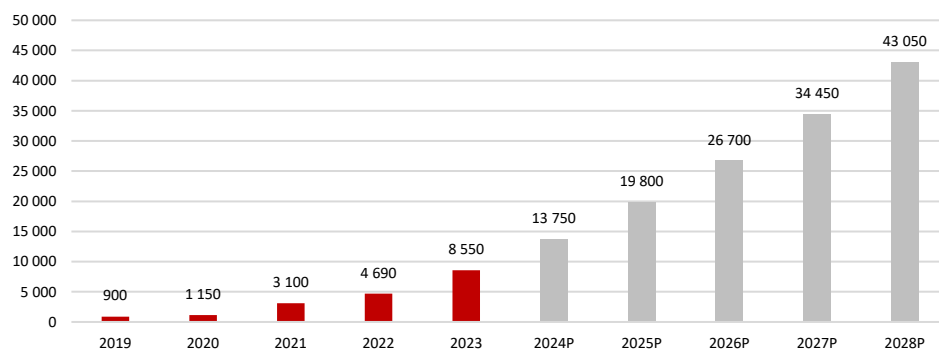


Źródło: Upper Finance, Polska Federacja Szpitali

¹ Źródło: Market Research Community

Istotną rolę w rozwoju robotyki chirurgicznej ma obejmowanie refundacją kolejnych zabiegów przeprowadzanych przy pomocy robota. W Polsce od kwietnia'22 objęte są nią świadczenia w ramach NFZ dla zabiegu raka prostaty, a od sierpnia'23 również dla zabiegów raka błony śluzowej macicy (endometrium) i raka jelita grubego. Szerszy dostęp do zabiegów wykonywanych w asyście robota pozwala na zwiększanie ich liczby.

Liczba procedur na rynku robotyki chirurgicznej w Polsce



Źródło: Upper Finance, Polska Federacja Szpitali

Wiodącą rolę na tym rynku odgrywa Intuitive Surgical, producent robota da Vinci. Według danych na koniec września'24, na świecie zainstalowanych jest 9.539 urządzeń da Vinci, w tym 5.582 w USA. Przy ich użyciu przeprowadzono już ponad 16 mln zabiegów, z czego 2,2 mln w samym 2023 r. (+22% r/r).

Synektik jest wyłącznym dystrybutorem systemów da Vinci w Polsce, Czechach, Słowacji, Litwie, Łotwie i Estonii.

Porównanie rynków

	Liczba ludności (2024)	Liczba zachorowań na nowotwory (2022)	Liczba robotów da Vinci (09.2024)
Polska	36 620 970	208 900	56
Czechy	10 900 555	65 676	25
Słowacja	5 424 687	30 913	5
Estonia, Łotwa, Litwa	6 132 460	35 921	0

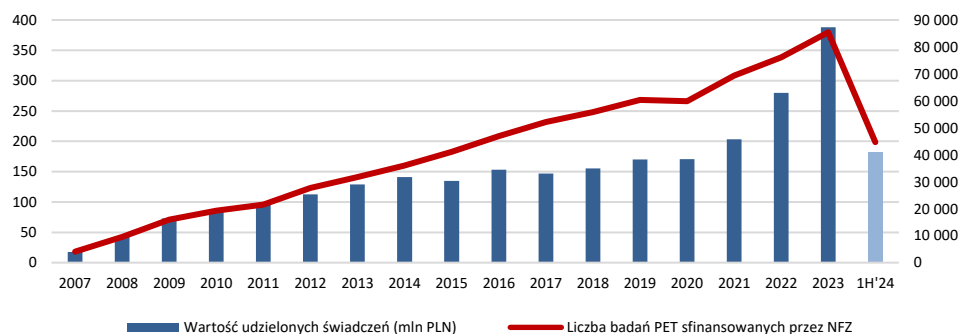
Źródło: european-union.europa.eu, International Agency for Research on Cancer, spółka

Rynek radiofarmaceutyków

W ostatnich latach obserwujemy ciągły wzrost znaczenia medycyny nuklearnej oraz ilości wykonywanych badań PET-TK. Są one wykorzystywane głównie do diagnostyki chorób onkologicznych. Procedury PET-TK są objęte refundacją NFZ, natomiast ograniczają je limity liczby finansowanych świadczeń, dlatego powyżej określonego limitu, placówki wykonują badania z ryzykiem nieodzyskania kosztów procedury. W przypadku diagnostyki, widzimy jednak, że nadwykonania historycznie w większości były rozliczane, dlatego co roku obserwujemy wzrost liczby przeprowadzonych badań. Tym samym zwiększa się zapotrzebowanie na radiofarmaceutyki, które są wykorzystywane do ich przeprowadzenia.

Od 2022 roku wartość udzielanych świadczeń wzrosła dzięki wzrostowi stawek refundacyjnych. W związku z wprowadzeniem ustawy dotyczącej minimalnych wynagrodzeń pracowników ochrony zdrowia, Ministerstwo Zdrowia podniosło wyceny świadczeń, co miało na celu urealnienie ich kosztów. Podwyżki corocznie wprowadzane są w lipcu.

Liczba badań PET sfinansowanych przez NFZ (prawa oś) na tle wartości udzielonych świadczeń [mln PLN] (lewa oś)



Źródło: ezdrowie.gov.pl, NIK

W Polsce aktualnie działa 9 cyklotronów, w których produkowane są radiofarmaceutyki. 3 z nich należą do Synektika, w dwóch produkcję prowadzi Voxel (cyklotron w Warszawie jest dzierżawiony od UWRC – spółki celowej Uniwersytetu Warszawskiego), a pozostałe 4 są do dyspozycji podmiotów publicznych. Pod koniec 2025 r. planowane jest uruchomienie nowego cyklotronu w Katowicach przez spółkę Voxel.

Cyklotrony służące do produkcji radiofarmaceutyków wykorzystywanych w badaniach PET



Źródło: spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody ze sprzedaży	143,8	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	141,8	214,9	133,5	147,9	174,9
EBIT	24,6	3,2	17,0	23,0	45,4	16,6	20,7	25,2	40,5	25,0	25,9	34,9
EBITDA	28,0	6,8	20,9	26,9	49,3	20,6	24,6	29,7	44,9	29,4	30,3	39,3
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	30,3	9,7	24,9	34,0	53,1	23,4	31,7	35,7	50,7	32,6	34,4	44,8
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	1,5	3,3	3,1	3,4	4,1	4,4	3,4	4,4	4,8	5,0	4,9	4,9
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-1,7	-3,3	-4,6	-4,8	-3,8	-4,9	-7,8	-5,6	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-2,0	-2,8	-2,7	-6,2	-4,2	-2,3	-2,8	-4,7	-4,3	-2,3	-3,3	-4,6
EBITDA znorm.	29,8	10,2	25,4	31,7	53,1	25,5	32,4	35,2	51,0	35,5	36,4	45,3
Wynik netto	19,1	4,0	13,5	15,8	34,7	12,2	16,7	21,0	32,5	20,0	20,7	28,0
Marża EBIT	17,1%	4,8%	16,8%	17,0%	16,7%	18,9%	16,7%	17,7%	18,8%	18,8%	17,5%	20,0%
Marża EBITDA	19,5%	10,4%	20,5%	19,8%	18,2%	23,5%	19,8%	20,9%	20,9%	22,0%	20,5%	22,4%
Marża zysku netto	13,3%	6,1%	13,3%	11,7%	12,8%	13,9%	13,5%	14,8%	15,1%	15,0%	14,0%	16,0%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	134,8	125,4	128,6	166,9	446,9	624,8	671,1	734,5	787,1	832,7	926,8	1 014,3
EBIT	12,7	12,0	11,2	17,6	67,9	107,8	126,3	137,4	159,4	163,5	177,4	190,0
EBITDA	18,0	18,6	19,2	29,7	82,6	124,2	143,8	154,7	176,5	180,4	194,2	206,7
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	19,7	17,8	18,6	29,7	98,9	144,0	162,4	173,5	172,5	167,8	181,3	193,5
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	7,8	8,4	7,6	7,3	11,2	16,3	19,6	21,3	25,8	31,4	34,1	37,0
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-2,4	-3,1	-3,8	-8,1	-14,5	-22,1	-24,3	-24,4	-3,8	1,2	1,2	1,2
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-7,4	-5,0	-4,1	-0,5	-13,7	-14,0	-14,5	-17,1	-20,1	-23,3	-26,4	-29,7
EBITDA znorm.	20,3	21,6	23,0	37,8	97,1	146,3	168,2	179,1	180,3	179,2	193,0	205,5
Wynik netto	9,1	8,8	8,4	10,3	52,5	84,6	101,1	110,1	128,0	131,7	143,2	153,7
Marża EBIT	9,4%	9,6%	8,7%	10,6%	15,2%	17,3%	18,8%	18,7%	20,3%	19,6%	19,1%	18,7%
Marża EBITDA	13,3%	14,8%	14,9%	17,8%	18,5%	19,9%	21,4%	21,1%	22,4%	21,7%	20,9%	20,4%
Marża zysku netto	6,8%	7,0%	6,5%	6,2%	11,7%	13,5%	15,1%	15,0%	16,3%	15,8%	15,5%	15,1%

Źródło: BDM, spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Aktywa trwałe	131,3	162,9	161,0	159,3	157,7	156,4	155,2	153,5	152,1	150,8	149,6	148,4
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	59,4	59,6	59,8	60,1	60,3	60,5	60,5	60,4	60,4	60,3	60,2
Aktywa niematerialne	50,3	42,2	39,4	36,8	34,3	32,0	29,8	27,7	25,7	23,9	22,1	20,4
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	22,6	27,8	28,5	29,2	29,8	30,5	31,3	31,8	32,4	33,0	33,6	34,2
Aktywa obrotowe	168,6	214,8	290,2	297,0	407,4	470,8	520,2	572,6	629,2	677,0	725,8	782,4
Zapasy	21,3	12,7	15,6	9,5	16,9	17,9	19,9	21,8	23,7	24,4	25,0	26,4
Należności handlowe oraz pozostałe należności	79,7	114,3	140,9	85,5	141,1	149,3	166,2	181,9	198,5	204,0	209,1	220,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62,7	84,3	130,1	198,5	245,8	300,0	330,6	365,5	403,5	445,0	488,1	532,0
Aktywa razem	299,9	377,7	451,2	456,3	565,1	627,1	675,4	726,2	781,2	827,7	875,4	930,8
Kapitał własny	134,2	192,1	250,9	310,5	368,1	427,4	463,2	501,6	542,7	585,0	628,5	673,9
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	47,5	49,7	49,5	47,0	43,8	40,4	38,5	37,5	37,0	36,5	36,2	36,3
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	13,8	18,5	17,4	16,8	11,2	7,4	4,9	3,3	2,2	1,4	1,0	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	118,2	135,9	157,6	112,5	166,9	173,1	187,4	200,8	215,2	220,0	224,4	234,4
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,6	5,0	5,1	4,9	3,3	2,2	1,5	1,0	0,6	0,4	0,3	0,2
Pasywa razem	299,9	377,7	458,0	470,0	578,8	640,8	689,1	739,9	795,0	841,5	889,1	944,6
Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	446,9	624,8	671,1	734,5	787,1	832,7	926,8	1 014,3	1 106,7	1 137,7	1 166,3	1 229,5
Koszty sprzedaży	-32,8	-43,4	-48,6	-55,9	-60,3	-64,2	-71,1	-77,4	-84,2	-86,8	-89,2	-95,8
Koszty zarządu	-13,7	-15,2	-16,9	-18,8	-21,0	-23,4	-25,7	-28,3	-31,1	-34,2	-37,6	-39,5
EBIT	67,9	107,8	126,3	137,4	159,4	163,5	177,4	190,0	203,2	208,8	215,0	223,8
EBITDA	82,6	124,2	143,8	154,7	176,5	180,4	194,2	206,7	219,8	225,2	231,3	240,0
Sprzęt diagnostyczny i IT	98,9	144,0	162,4	173,5	172,5	167,8	181,3	193,5	206,1	210,7	215,9	225,2
Produkcja radiofarmaceutyków	11,2	16,3	19,6	21,3	25,8	31,4	34,1	37,0	40,3	43,9	47,9	49,2
Centrum Badawczo Rozwojowe	-14,5	-22,1	-24,3	-24,4	-3,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Pozycje nieprzypisane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eliminacje	-13,7	-14,0	-14,5	-17,1	-20,1	-23,3	-26,4	-29,7	-33,2	-37,0	-41,1	-43,6
EBITDA znorm.	97,1	146,3	168,2	179,1	180,3	179,2	193,0	205,5	218,6	224,0	230,1	238,8
Zysk brutto	65,7	104,7	124,8	136,0	158,1	162,6	176,8	189,7	203,1	208,8	215,0	223,9
Zysk netto	52,5	84,6	101,1	110,1	128,0	131,7	143,2	153,7	164,5	169,1	174,2	181,4
Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przepływy z działalności operacyjnej	96,1	88,1	111,6	142,1	139,1	146,1	156,1	166,9	177,5	184,2	189,3	195,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,5	-33,0	-15,6	-15,6	-15,6	-15,6	-15,6	-15,1	-15,0	-15,0	-15,1	-15,0
Przepływy z działalności finansowej	-31,6	-33,4	-50,2	-58,1	-76,2	-76,3	-110,0	-116,9	-124,5	-127,6	-131,1	-136,4
Przepływy pieniężne netto	53,0	21,7	45,8	68,4	47,3	54,2	30,5	34,9	38,0	41,6	43,1	43,9
Środki pieniężne na początek okresu	9,7	62,7	84,3	130,1	198,5	245,8	300,0	330,6	365,5	403,5	445,0	488,1
Środki pieniężne na koniec okresu	62,7	84,3	130,1	198,5	245,8	300,0	330,6	365,5	403,5	445,0	488,1	532,0

Prezentowane wyniki nie uwzględniają przychodów z tytułu komercjalizacji kardioznacznika;

Dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody zmiana r/r	167,8%	39,8%	7,4%	9,5%	7,2%	5,8%	11,3%	9,4%	9,1%	2,8%	2,5%	5,4%
EBITDA zmiana r/r	178,7%	50,3%	15,8%	7,6%	14,1%	2,2%	7,6%	6,4%	6,3%	2,5%	2,7%	3,8%
EBIT zmiana r/r	285,2%	58,9%	17,2%	8,8%	16,0%	2,5%	8,5%	7,1%	7,0%	2,7%	3,0%	4,1%
Zysk netto zmiana r/r	409,2%	61,4%	19,4%	9,0%	16,2%	2,9%	8,7%	7,3%	7,1%	2,8%	3,0%	4,1%
Marża EBITDA	18,5%	19,9%	21,4%	21,1%	22,4%	21,7%	20,9%	20,4%	19,9%	19,8%	19,8%	19,5%
Marża EBIT	15,2%	17,3%	18,8%	18,7%	20,3%	19,6%	19,1%	18,7%	18,4%	18,4%	18,4%	18,2%
Marża brutto	14,7%	16,8%	18,6%	18,5%	20,1%	19,5%	19,1%	18,7%	18,4%	18,3%	18,4%	18,2%
Marża netto	11,7%	13,5%	15,1%	15,0%	16,3%	15,8%	15,5%	15,1%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%
COGS / przychody	70,5%	69,5%	67,6%	67,6%	68,8%	69,9%	70,4%	70,9%	71,2%	71,0%	70,7%	70,8%
SG&A / przychody	10,4%	9,4%	9,8%	10,2%	10,3%	10,5%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	10,9%	11,0%
SG&A / COGS	14,8%	13,5%	14,4%	15,0%	15,0%	15,0%	14,8%	14,7%	14,6%	15,0%	15,4%	15,5%
ROE	39,1%	44,1%	40,3%	35,5%	34,8%	30,8%	30,9%	30,6%	30,3%	28,9%	27,7%	26,9%
ROA	17,5%	22,4%	22,4%	24,1%	22,7%	21,0%	21,2%	21,2%	21,1%	20,4%	19,9%	19,5%
Dług	18,7	23,5	22,5	21,8	14,5	9,6	6,4	4,2	2,8	1,9	1,2	0,8
D / (D+E)	12,2%	10,9%	8,2%	6,6%	3,8%	2,2%	1,4%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%
D / E	14,0%	12,2%	9,0%	7,0%	3,9%	2,2%	1,4%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%	0,1%
Dług netto	-43,9	-60,8	-107,6	-176,8	-231,4	-290,4	-324,2	-361,2	-400,6	-443,2	-486,9	-531,2
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBITDA	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,3	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2
Dług netto / EBIT	-0,6	-0,6	-0,9	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4
EV	1 516,9	1 500,0	1 453,2	1 384,1	1 329,5	1 270,4	1 236,6	1 199,6	1 160,2	1 117,7	1 073,9	1 029,6
Dług / EV	1,2%	1,6%	1,5%	1,6%	1,1%	0,8%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
CAPEX / Przychody	2,2%	6,9%	2,3%	2,1%	2,0%	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	65,5%	263,7%	88,9%	90,0%	91,0%	92,0%	92,9%	90,2%	91,1%	92,0%	92,8%	92,9%
Amortyzacja / Przychody	3,3%	2,6%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	-3,1%	5,1%	1,0%	-2,0%	0,6%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-4,9%	17,8%	15,2%	-23,1%	8,7%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
MC/S*	3,5	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9	1,7	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
P/E*	29,8	18,4	15,4	14,2	12,2	11,8	10,9	10,2	9,5	9,2	9,0	8,6
P/BV*	11,6	8,1	6,2	5,0	4,2	3,7	3,4	3,1	2,9	2,7	2,5	2,3
P/CE*	23,2	15,5	13,2	12,2	10,8	10,5	9,8	9,2	8,6	8,4	8,2	7,9
EV/EBITDA*	18,4	12,1	10,1	8,9	7,5	7,0	6,4	5,8	5,3	5,0	4,6	4,3
EV/EBIT*	22,4	13,9	11,5	10,1	8,3	7,8	7,0	6,3	5,7	5,4	5,0	4,6
EV/S*	3,4	2,4	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8
BVPS	15,7	22,5	29,4	36,4	43,2	50,1	54,3	58,8	63,6	68,6	73,7	79,0
EPS	6,1	9,9	11,8	12,9	15,0	15,4	16,8	18,0	19,3	19,8	20,4	21,3
CEPS	7,9	11,8	13,9	14,9	17,0	17,4	18,8	20,0	21,2	21,7	22,3	23,2
FCFPS	10,1	5,3	11,3	14,8	14,5	15,3	16,5	17,8	19,1	19,8	20,4	21,1
DPS w okresie	0,6	3,0	5,0	5,9	8,3	8,5	12,6	13,5	14,5	14,9	15,3	15,9
DY	0,3%	1,7%	2,7%	3,2%	4,5%	4,6%	6,9%	7,4%	7,9%	8,1%	8,4%	8,7%
Payout ratio	9,8%	30,5%	41,9%	45,9%	55,0%	55,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

* obliczenia przy cenie 183,0 PLN

Prezentowane wyniki nie uwzględniają przychodów z tytułu komercjalizacji kardioznacznika

Dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

Źródło: BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@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 Synektik

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	225,5	---	---	11.12.2024	11:00 CET	183,0	82 374,29

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, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'24*:			, 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	5	46%	0	0%
Akumuluj	4	36%	0	0%
Trzymaj	1	9%	0	0%
Redukuj	1	9%	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.

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-12-11.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-12-11 (11:00 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-18.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premii. 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 11.12.2024 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 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 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.
- Nie 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.

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 zaistnieć 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.