



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNEKTIK

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ dla walorów Synektik, podnosząc cenę docelową do 308,0 PLN na akcję. W bieżącym roku finansowym największy wpływ na działalność spółki będą miały inwestycje finansowane w ramach KPO. Oprócz wzrostu sprzedaży systemów da Vinci, spodziewamy się istotnych inwestycji w sprzęt kardiologiczny i rozwiązania informatyczne.

Podtrzymujemy założenie sprzedaży 31 systemów robotycznych da Vinci w 2025 r. fin. oraz 23 w 2026 r. Podwyższamy natomiast prognozy sprzedaży pozostałych urządzeń, głównie ze względu na ogłoszenie listy szpitali funkcjonujących w ramach Krajowej Sieci Kardiologicznej, które mogą skorzystać ze środków KPO. Spodziewamy się, że placówki te będą zaopatrywać się w angiografy i inny sprzęt, co może przynieść spółce dodatkowe kilkadziesiąt mln PLN przychodów do czerwca '26. Patrząc na skalę inwestycji, które są planowane w całej Polsce, oraz krótki czas, jaki pozostał do końca trwania programu, może się okazać, że nasze prognozy na 2025 r. fin. są konserwatywne.

Zakładamy, że po zakończeniu unijnego programu, krajowa sprzedaż systemów da Vinci zwolni, jednak w naszej ocenie nadal będzie to co najmniej 10 robotów rocznie. Na pozostałych rynkach szacujemy sprzedaż 8-10 systemów rocznie, do czego przyczynią się kraje nadbałtyckie. W dłuższej perspektywie zakładamy wymianę części urządzeń na nowsze modele, stąd w długim okresie podtrzymujemy założenie instalacji kilkunastu systemów rocznie.

W segmencie radiofarmaceutyków wyniki 2024 r. fin. były słabsze od naszych prognoz głównie przez modernizację zakładów produkcyjnych radiofarmaceutyków, która przejściowo ograniczyła produkcję. Zakładamy wzmocnienie sprzedaży w 2025 r. fin. i stabilizację w kolejnych okresach. Czynnikiem, który pozytywnie może wpłynąć na przychody segmentu jest zniesienie limitów na badania PET-TK, jednak w obecnej sytuacji, w jakiej znajduje się polski system ochrony zdrowia, w naszej ocenie wprowadzenie tej zmiany jest niepewne, dlatego nasze prognozy nie uwzględniają takiego scenariusza.

Spółka Syn2bio w połowie roku 2026 r. (kalendarzowego) powinna zostać wydzielona z grupy i pojawić się jako osobny podmiot na GPW. W wycenie DCF i porównawczej nie uwzględniamy wpływu kardioznacznika, natomiast działalność wydzielana została wyceniona osobno metodą rNPV.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	446,9	624,1	681,3	859,8	861,2	915,8
EBIT [mln PLN]	67,9	126,8	157,0	196,9	195,3	201,2
EBITDA z dział. kont. [mln PLN]	97,1	143,1	177,1	217,6	215,9	221,9
Wynik netto z dział. kont. [mln PLN]	52,5	98,5	125,2	157,6	156,4	161,8
P/E	42,0	26,7	21,5	16,8	14,8	13,6
P/BV	16,4	11,5	9,9	7,4	5,9	4,9
EV/EBIT	31,8	16,9	13,7	10,5	10,0	9,3
EV/EBITDA	22,2	15,0	12,2	9,5	9,1	8,5
DPS w okresie	0,6	3,0	8,3	6,6	8,4	9,6
DY	0,2%	1,2%	3,2%	2,6%	3,3%	3,7%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 308,0 PLN

19 GRUDNIA 2025, 14:15 CET

Wycena DCF [PLN]	257,4
Wycena porównawcza [PLN]	255,9
Wycena rNPV	51,0
Wycena końcowa [PLN]	308,0
Potencjał do wzrostu / spadku	19,3%
Koszt kapitału	11,8%
Cena rynkowa [PLN]	258,2
Kapitalizacja [mln PLN]	2 202,2
Ilość akcji [mln. szt.]	8,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	281,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	188,0
Stopa zwrotu za 3 mc	3,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	24,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	24,2%
Akcyonariat (% głosów):	
Książek Holding	26,1%
Melhus Company	24,0%
Pozostali	49,9%

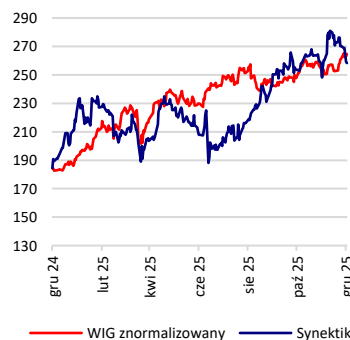
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYCENA RNPV	8
WYNIKI 4Q'24 FIN.....	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	446,9	624,1	681,3	859,8	861,2	915,8
Koszty sprzedaży	32,8	43,1	58,1	80,0	72,4	72,5
Koszty zarządu	13,7	15,6	23,6	25,9	28,5	31,4
EBIT	67,9	126,8	157,0	196,9	195,3	201,2
EBITDA	82,6	123,5	149,5	185,3	206,5	222,4
Sprzęt diagnostyczny i IT	98,9	143,6	185,6	224,6	225,3	231,5
Produkcja radiofarmaceutyków	11,2	16,3	16,1	18,4	19,2	21,2
Centrum Badań i Rozwoju	-14,5	-2,5	-2,4	-1,4	-2,0	-2,0
Centrum Badań nad Nowymi Częsteczkami	0,0	-19,6	-27,6	-32,3	-9,4	0,6
Pozycje nieprzypisane	-13,7	-14,3	-21,5	-23,4	-26,1	-29,1
Eliminacje	0,6	0,0	-0,7	-0,7	-0,4	0,3
EBITDA z dział. kont.	97,1	143,1	177,1	217,6	215,9	221,9
Zysk brutto z dział. kont.	65,7	123,8	155,4	195,0	193,5	200,1
Zysk netto z dział. kont.	52,5	98,5	125,2	157,6	156,4	161,8

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	131,3	162,9	152,6	156,8	157,2	155,1
Rzeczowe aktywa trwałe	37,7	59,4	57,0	68,6	74,6	77,4
Aktywa niematerialne	50,3	42,2	36,5	30,9	27,4	24,3
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	22,6	27,8	25,5	23,7	21,6	19,7
Aktywa obrotowe	168,6	214,8	333,9	379,2	490,2	576,5
Zapasy	21,3	12,7	48,6	36,4	36,0	38,3
Należności handlowe oraz pozostałe	79,7	114,3	177,1	132,7	154,5	164,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62,7	84,3	84,3	186,1	275,7	349,9
Aktywa razem	299,9	377,7	486,6	536,0	647,4	731,6
Kapitał własny	134,2	192,1	222,8	297,6	373,9	454,1
Kapitał podstawowy	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Zobowiązania długoterminowe	47,5	49,7	60,8	66,8	60,1	56,0
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Zobowiązania handlowe i pozostałe	11,6	4,0	0,2	4,7	5,1	5,4
Zobowiązania z tytułu leasingu	13,8	18,5	18,5	20,0	12,9	8,5
Zobowiązania krótkoterminowe	118,2	135,9	203,0	171,6	213,5	221,5
Oprocentowane kredyty i pożyczki	1,3	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8
Zobowiązania handlowe i pozostałe	90,8	92,7	138,9	107,7	151,5	161,1
Zobowiązania z tytułu leasingu	3,6	5,0	6,3	6,1	4,2	2,7
Pasywa razem	299,9	377,7	486,6	536,0	647,4	731,6

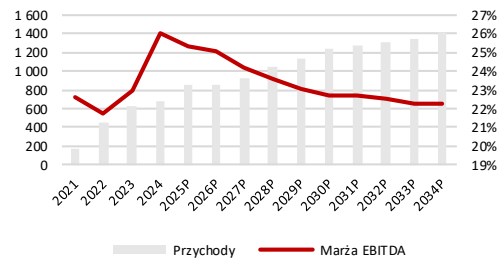
Cash Flow [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	96,1	89,6	77,7	192,2	192,4	180,8
Amortyzacja	14,8	16,5	20,7	21,3	21,2	21,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11,5	-34,8	-13,8	-25,4	-21,7	-19,0
CAPEX	-9,7	-44,9	-18,1	-25,4	-21,7	-19,0
Przepływy z działalności finansowej	-31,6	-33,2	-64,0	-65,0	-81,1	-87,5
Dywidenda	-5,1	-25,8	-70,4	-56,2	-72,1	-81,6
Odsetki	-1,6	-1,4	-2,3	-2,0	-1,9	-1,3
Zmiana środków pieniężnych	53,0	21,7	-0,1	101,8	89,6	74,2
Środki pieniężne	62,7	84,3	84,3	186,1	275,7	349,9

Liczba nowych instalacji da Vinci	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Polska	11	20	19	19	15	10
Czechy	9	7	5	5	3	3
Słowacja	1	0	3	3	1	1
Kraje nadbałtyckie			0	4	4	4
Razem	21	27	27	31	23	18

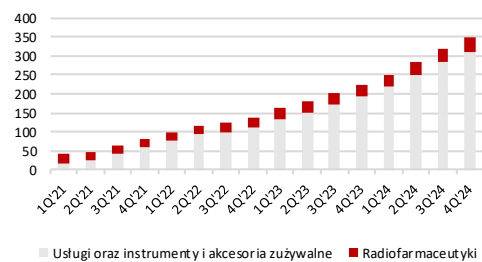
Liczba przeprowadzonych zabiegów [tys.]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Polska	5,9	11,9	19,6	27,3	35,2	42,7
Czechy i Słowacja	6,9	9,5	12,5	15,4	16,9	18,4
Kraje nadbałtyckie			0,0	0,3	0,8	1,4

Wybrane dane i wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
ROE	39%	43%	46%	44%	40%	36%
ROA	17%	22%	21%	24%	23%	22%
DPS w okresie	0,6	3,0	8,3	6,6	8,4	9,6
Stopa dywidendy	0,2%	1,2%	3,2%	2,6%	3,3%	3,7%
P/E	42,0	26,7	21,5	16,8	14,8	13,6
P/BV	16,4	11,5	9,9	7,4	5,9	4,9
EV/EBITDA	22,2	15,0	12,2	9,5	9,1	8,5

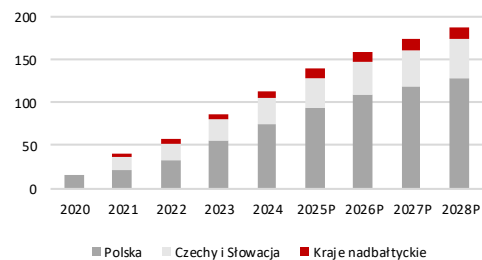
Marża EBITDA z dział. kont. [%] na tle przychodów [mln PLN]



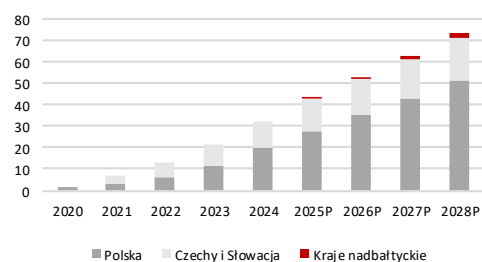
Przychody powtarzalne LTM [mln PLN]



Liczba robotów da Vinci pod opieką serwisową grupy



Liczba zabiegów przeprowadzonych przy użyciu da Vinci [tys.]



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 258,2 PLN.; dane dotyczą lat i kwartałów finansowych (październik-wrzesień)

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na trzech metodach. Biznes sprzętu diagnostycznego i IT, produkcji radiofarmaceutyków oraz CBR (działalność kontynuowana) wyceniliśmy za pomocą modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wyceny porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 finansowe (październik-wrzesień) sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 257,4 PLN. Wycena porównawcza do dystrybutorów sprzętu medycznego i producentów radiofarmaceutyków została oparta na prognozach wyników na lata 2026-2028 i dała wartość 1 akcji na poziomie 255,9 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 51,0 na akcję. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 308,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	mln PLN	PLN/akcję
Wycena DCF [PLN]	2 195,8	257,4
Wycena porównawcza [PLN]	2 182,3	255,9
Wycena rNPV [PLN]	434,6	51,0
Wycena końcowa [PLN]	2 627,0	308,0

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF dla segmentów sprzętu diagnostycznego i IT, produkcji radiofarmaceutyków i CBR otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,3% vs 5,4% poprzednio), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia modelu

- Podtrzymujemy założenia dotyczące instalacji systemów da Vinci w kolejnych latach. W 2025 r. fin. szacujemy sprzedaż 31 nowych systemów, a w kolejnych latach odpowiednio 23 i 18. Zakładamy, że po zakończeniu finansowania z KPO liczba rocznych instalacji w Polsce spadnie, jednak w krajach nadbałtyckich powinny pojawiać się nowe systemy (pierwsze 2 w 2Q'25).
- W związku z wprowadzeniem na rynek nowej generacji – da Vinci 5 – podnosimy średnią wartość sprzedaży robota z 9 mln PLN do 10,5 mln PLN.
- W 2024 r. fin. spółka zainstalowała 27 urządzeń da Vinci, wobec 29 ocz. w poprzedniej rekomendacji. Mimo to, liczba przeprowadzonych zabiegów rosła zgodnie z naszymi oczekiwaniami, co oznacza, że liczba zabiegów per urządzenie rośnie szybciej, niż zakładaliśmy. Powoduje to lekką korektę w górę naszych prognoz w średnim okresie.
- W czerwcu'26 mija termin zakończenia inwestycji przeznaczonych dla placówek zgrupowanych w Krajowej Sieci Kardiologicznej. Zakładamy, że zwiększy to sprzedaż angiografów, dlatego podnosimy założenia sprzedaży pozostałego sprzętu w 2025 r. fin. do 120 mln PLN (vs 65 mln PLN poprzednio).
- Obniżamy założenia dotyczące tempa rozwoju radiofarmaceutyków. Po spadku sprzedaży w 2024 r. fin. spodziewamy się wystąpienia wyższych dynamik w 2025 r., jednak w kolejnych latach szacujemy większą stabilizację biznesu. Pozytywnie w tym zakresie może zaskoczyć zniesienie limitów na badania PET, jednak ze względu na dużą niepewność zrealizowania się tego scenariusza w obecnej sytuacji, nie uwzględniamy tego w prognozach.
- W segmencie CBR zakładamy ok. 3 mln PLN kosztów w kolejnych latach.
- Intensywny rozwój spółki implikuje kolejne inwestycje, dlatego na 2025 r. szacujemy ok. 25,4 mln PLN CAPEX oraz ok. 20 mln PLN w kolejnych latach.
- W naszej kalkulacji nie uwzględniamy przepływów związanych z pracami nad kardioznacznikiem.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 257,4 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	859,8	861,2	915,8	1 045,5	1 137,5	1 242,4	1 269,7	1 308,9	1 352,1	1 419,3
EBIT skorygowany [mln PLN]	196,9	195,3	201,2	226,8	243,1	263,0	269,8	276,0	282,3	297,6
Stopa podatkowa	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	37,7	37,4	38,6	43,5	46,6	50,4	51,7	52,9	54,1	57,0
NOPLAT [mln PLN]	159,1	157,9	162,7	183,3	196,5	212,6	218,1	223,1	228,2	240,5
Amortyzacja [mln PLN]	20,7	20,7	20,6	20,0	19,6	19,2	18,8	18,4	18,2	18,1
CAPEX [mln PLN]	-25,4	-21,7	-19,0	-19,2	-18,7	-18,0	-18,1	-18,1	-18,0	-18,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	29,8	22,9	-2,1	-5,1	-3,6	-4,1	-1,1	-1,5	-1,7	-2,6
FCF [mln PLN]	184,2	179,7	162,1	179,0	193,8	209,7	217,7	221,9	226,7	237,9
DFCF [mln PLN]	169,1	147,8	119,4	118,0	114,4	110,7	102,9	93,9	85,8	80,6
Suma DFCF [mln PLN]	1 142,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 979,3									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 009,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 151,7									
Dług netto [mln PLN]	-44,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 195,8									
Ilość akcji [tys.]	8,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	257,4									

Przychody zmiana r/r	26,2%	0,2%	6,3%	14,2%	8,8%	9,2%	2,2%	3,1%	3,3%	5,0%
EBIT zmiana r/r	25,4%	-0,8%	3,0%	12,7%	7,2%	8,2%	2,6%	2,3%	2,3%	5,4%
FCF zmiana r/r	155,8%	-2,4%	-9,8%	10,4%	8,2%	8,2%	3,8%	1,9%	2,2%	4,9%
Marża EBITDA	25,3%	25,1%	24,2%	23,6%	23,1%	22,7%	22,7%	22,5%	22,2%	22,2%
Marża EBIT	22,9%	22,7%	22,0%	21,7%	21,4%	21,2%	21,2%	21,1%	20,9%	21,0%
Marża NOPLAT	18,5%	18,3%	17,8%	17,5%	17,3%	17,1%	17,2%	17,0%	16,9%	16,9%
CAPEX / Przychody	3,0%	2,5%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	122,7%	105,0%	92,2%	96,0%	95,4%	93,8%	96,2%	98,0%	98,9%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	3,5%	2,7%	-0,2%	-0,5%	-0,3%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,7%	1594,0%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia za ryzyko	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	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%
Udział kapitału własnego	92,2%	95,0%	96,4%	97,2%	97,7%	98,0%	98,2%	98,4%	98,5%	98,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Udział kapitału obcego	7,8%	5,0%	3,6%	2,8%	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%
WACC	11,5%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,8%

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	259,0	271,2	286,3	305,2	329,6	362,4	408,7	479,3	599,8
	0,8	243,4	253,8	266,3	281,7	301,4	327,0	362,1	412,9	492,9
	0,9	229,6	238,3	248,9	261,7	277,7	298,1	325,3	363,1	419,3
	1,0	217,2	224,7	233,6	244,3	257,4	274,0	295,5	324,4	365,5
	1,1	206,0	212,5	220,0	229,1	240,0	253,6	270,8	293,4	324,4
	1,2	195,9	201,5	208,0	215,7	224,9	236,1	250,1	268,1	292,1
	1,3	186,8	191,6	197,2	203,8	211,5	220,9	232,5	247,0	265,9

Źródło: DM BDM S.A.

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

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym										
premia za ryzyko		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
	3,5%	288,6	305,1	325,7	352,5	388,5	439,5	517,4	651,1	933,9
	4,5%	260,3	272,7	287,9	307,1	332,0	365,4	412,9	485,4	610,1
	5,5%	236,8	246,4	257,9	272,1	289,9	313,0	344,1	388,2	455,8
	6,5%	217,2	224,7	233,6	244,3	257,4	274,0	295,5	324,4	365,5
	7,5%	200,5	206,4	213,4	221,6	231,6	243,8	259,2	279,2	306,1
	8,5%	186,1	190,9	196,4	202,9	210,6	219,8	231,2	245,6	264,1
	9,5%	173,7	177,5	182,0	187,1	193,1	200,3	208,9	219,5	232,8

Źródło: DM BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

beta										
premia za ryzyko		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	3,5%	510,4	473,2	441,1	413,1	388,5	366,6	347,1	329,6	313,8
	4,5%	449,9	413,1	382,0	355,2	332,0	311,6	293,6	277,7	263,3
	5,5%	402,2	366,6	336,9	311,6	289,9	271,1	254,6	240,0	227,1
	6,5%	363,7	329,6	301,4	277,7	257,4	240,0	224,9	211,5	199,7
	7,5%	332,0	299,4	272,7	250,4	231,6	215,5	201,5	189,2	178,5
	8,5%	305,4	274,3	249,1	228,2	210,6	195,6	182,6	171,3	161,4
	9,5%	282,8	253,2	229,3	209,6	193,1	179,1	167,1	156,6	147,4

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 19.12.2025 roku.

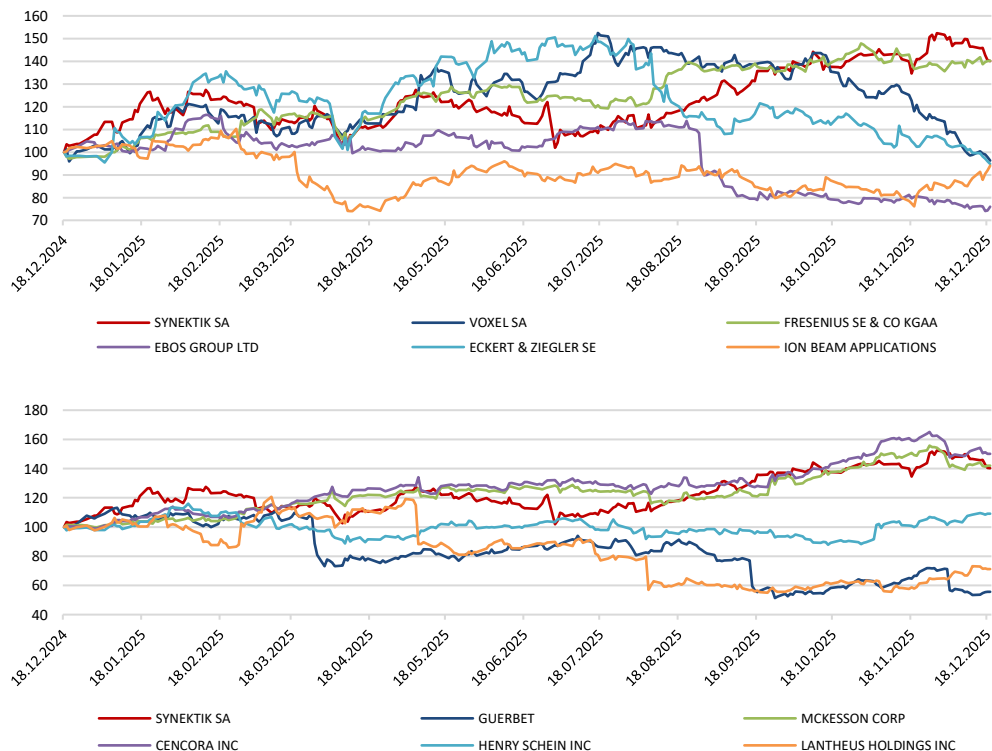
Porównując wyniki segmentów sprzętu diagnostycznego i IT oraz produkcji radiofarmaceutyków spółki Synektik do wskaźników innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 255,9 PLN.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
VOXEL	11,6	10,7	10,3	6,7	6,0	5,7	9,5	8,7	7,9
FRESENIUS	12,7	11,6	10,8	9,0	8,2	7,5	12,9	11,8	10,6
EBOS GROUP	21,3	19,3	17,5	10,6	9,8	9,1	13,8	12,8	11,8
ECKERT & ZIEGLER	18,3	16,0	14,4	8,7	7,5		10,8	9,3	
ION BEAM APPLICATIONS	15,2	11,2	9,4	6,9	5,1		9,5	6,5	
GUERBET	65,1	13,2		5,1	4,4	5,8	17,1	12,1	35,4
MCKESSON CORP	20,9	19,0	17,2	15,4	13,8	12,3	16,5	14,8	13,2
CENCORA	19,3	17,7	16,1	12,9	11,5	10,1	14,3	13,0	11,6
HENRY SCHEIN	14,4	13,3	12,3	9,7	8,9	7,5	11,1	10,0	8,7
LANTHEUS HOLDINGS	11,4	9,4	7,5	7,3	5,8	4,0	8,1	6,1	4,3
Mediana	16,8	13,3	12,3	8,8	7,9	7,5	12,0	10,9	11,1
Synektik	16,8	14,8	13,6	11,1	9,5	8,4	10,5	10,0	9,3
Premia/dyskonto grupa	0%	12%	11%	26%	20%	13%	-13%	-8%	-16%
Wycena wg wskaźnika	257,5	230,7	233,6	244,7	229,2	234,9	294,0	278,2	299,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		240,6			236,3			290,7	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	255,9								

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 19.12.2025

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 32,9 mln PLN w 2025 fin., oraz 10,0 mln PLN w 2026 fin. z tytułu rejestracji (poprzednio 5 mln PLN).

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. Podnosimy założenia dotyczące kosztu jednej dawki do 600 USD (poprzednio 400 USD). Szacujemy liczbę wykonanych badań na poziomie 2,7 tys. w 2030 r. fin. i wzrost 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 434,6 mln PLN, co daje 51,0 PLN na akcję.

Wycena rNPV

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Koszty [mln PLN]	-32,9	-10,0								
Upfront payment [mln USD]		75,0								
Milestones [mln USD]			15,0							
Koszt znacznika [USD]			600,0	600,0	606,0	612,1	618,2	624,4	630,6	636,9
Liczba wykonanych badań [tys.]			100,0	300,0	900,0	1 350,0	1 377,0	1 404,5	1 432,6	1 461,3
% royalties			7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Royalties [mln USD]			60,0	180,0	545,4	826,3	851,2	876,9	903,4	930,7
Kurs USD/PLN	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
CF [mln PLN]	-32,9	259,4	68,4	44,5	134,6	203,9	210,1	216,4	223,0	229,7
Prawdopodobieństwo powodzenia	55%	92%	92%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC - premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%
CF ważone ryzykiem	-27,4	122,9	30,8	17,4	50,0	71,9	70,3	68,8	67,2	65,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
CF ważone ryzykiem po opodatkowaniu	-22,2	99,3	24,9	14,1	40,4	58,1	56,8	55,6	54,4	53,2
rNPV [mln PLN]	434,6									
Liczba akcji [mln]	8,5									
rNPV per share [PLN]	51,0									

Źródło: DM BDM S.A.

WYNIKI 4Q'24 FIN.

Zgodnie z naszymi szacunkami, w 4Q'24 fin. spółka rozliczyła instalację 9 systemów robotycznych da Vinci. Wyższa od naszych oczekiwań okazała się natomiast sprzedaż pozostałych urządzeń, głównie do diagnostyki obrazowej (TK, mammografy). Razem z przychodami z tytułu usług, instrumentów i akcesoriów zużywalnych, segment wykazał sprzedaż na poziomie 187,3 mln PLN (wobec 181,5 mln PLN ocz.) Pozytywnie zaskoczyła też rentowność, która na poziomie zysku operacyjnego wyniosła 30,7% (+4,8 p.p. r/r), wobec 25,6% ocz.

W 4Q'24 fin. w Polsce wykonano 5,6 tys. zabiegów chirurgicznych w asyście da Vinci (+52% r/r), a w Czechach i na Słowacji 3,1 tys. zabiegów (+29% r/r). W całym 2024 r. fin. (październik'24-wrzesień'25) w Polsce wykonano 19,8 tys. zabiegów w asyście da Vinci (+67% r/r), a w Czechach i na Słowacji 12,5 tys. (+33% r/r). Na koniec września'25 pod opieką serwisową grupy znajdowało się 113 autoryzowanych systemów da Vinci (w tym 6 systemów na zasadach dzierżawy) – 75 w Polsce oraz 38 w Czechach i na Słowacji.

W zakresie pozostałych urządzeń, w 4Q'24 fin. spółka zrealizowała dostawy m.in. systemu Intrabeam, tomografu komputerowego i mammografów Hologic. Synektik zawarł umowy na dostawy m.in. 4 systemów robotycznych do aptek (APOTECachemo, BD Rowa Vmax), które zostaną zrealizowane w bieżącym roku finansowym.

W segmencie radiofarmaceutyków negatywnie zaskoczyła sprzedaż radiofarmaceutyków podstawowych oraz asortymentu uzupełniającego, które spadły odpowiednio -1% r/r oraz -29% r/r. W obu kategoriach spodziewaliśmy się wzrostów. Spowodowało to spadek EBITDA segmentu do 3,2 mln PLN (-26,6% r/r). Na rentowność segmentu w głównej mierze wpłynęły rosnące koszty transportu i zatrudnienia oraz bieżące wydatki związane z modernizacją zakładów produkcyjnych radiofarmaceutyków.

Badania nad kardioznacznikiem w 4Q'24 fin. pochłonęły 10,6 mln PLN, co przełożyło się na stratę EBITDA działalności wydzielanej w wysokości -10,4 mln PLN. Spółka kontynuuje prace w ramach projektu, prowadząc wieloośrodkowe badania kliniczne w Europie Zachodniej oraz przygotowując się do rozpoczęcia badań klinicznych w USA. Zakończono transfer technologii do jednego z trzech ośrodków w Stanach Zjednoczonych, w których planowane jest prowadzenie produkcji kardioznacznika na potrzeby badań klinicznych na tamtym rynku.

Na poziomie grupy przychody 4Q'24 fin. wyniosły 199,2 mln PLN (+41,2% r/r). EBITDA z działalności kontynuowanej wzrosła o +61,5% r/r, a zysk netto z dział. kont. +72,2% r/r. W całym 2024 r. fin. zysk operacyjny oraz wynik netto wzrosły o +23,8% r/r, a patrząc na działalność kontynuowaną, zysk netto wzrósł +27,0% r/r do 125,2 mln PLN. Mocne wyniki 4Q'24 fin. w naszej ocenie w dużej mierze są związane ze zwiększonymi inwestycjami, głównie w obszarze onkologii, do czego w znaczącej mierze przyczyniły się środki z KPO. Fundusze te mają zostać rozliczone do czerwca'26, dlatego spodziewamy się, że będą odgrywać istotną rolę także w 2025 r. fin.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'23	4Q'24	r/r	4Q'24P BDM	r/r	2023	2024	r/r
Przychody ze sprzedaży	141,1	199,2	41,2%	195,4	2,0%	624,1	681,3	9,2%
EBIT	29,2	49,5	69,3%	43,5	13,7%	126,8	157,0	23,8%
EBITDA z działalności kontynuowanej	33,8	54,6	61,5%	48,5	12,6%	143,1	177,1	23,8%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	<i>35,3</i>	<i>60,1</i>	<i>70,1%</i>	<i>48,9</i>	<i>22,8%</i>	<i>143,6</i>	<i>185,6</i>	<i>29,3%</i>
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	<i>4,3</i>	<i>3,2</i>	<i>-26,6%</i>	<i>4,7</i>	<i>-33,0%</i>	<i>16,3</i>	<i>16,1</i>	<i>-1,3%</i>
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>-</i>	<i>-0,6</i>	<i>-</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>-</i>
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami - część wydzielana</i>	<i>-4,9</i>	<i>-10,4</i>	<i>-</i>	<i>-8,1</i>	<i>-</i>	<i>-19,6</i>	<i>-27,6</i>	<i>-</i>
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	<i>-5,0</i>	<i>-8,2</i>	<i>-</i>	<i>-4,3</i>	<i>-</i>	<i>-14,3</i>	<i>-21,5</i>	<i>-</i>
EBITDA razem	29,0	44,2	52,6%	40,4	9,4%	145,6	179,5	23,3%
Wynik netto z dział. kont.	22,9	39,4	72,2%	34,8	13,2%	98,5	125,2	27,0%
Działalność wydzielana	-4,0	-8,5	-	-6,6	-	-16,0	-23,0	43,7%
Wynik netto	18,9	30,9	63,5%	28,2	9,7%	82,6	102,2	23,8%
Marża EBIT	20,7%	24,9%		22,3%		20,3%	23,0%	
Marża EBITDA z dział. kont.	24,0%	27,4%		24,8%		22,9%	26,0%	
Marża zysku netto z dział. kont.	16,2%	19,8%		17,8%		13,2%	15,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody ze sprzedaży	271,3	87,7	124,0	141,1	203,1	124,7	154,2	199,2	246,3	212,7	236,7	164,0
EBIT	48,8	21,0	27,8	29,2	45,7	25,4	36,4	49,5	60,2	43,0	53,7	40,0
EBITDA z działalności kontynuowanej	52,7	24,9	31,7	33,8	50,5	30,4	41,6	54,6	65,3	48,2	58,9	45,2
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	53,1	23,4	31,7	35,3	50,6	32,2	42,8	60,1	65,3	50,0	57,7	51,6
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	4,1	4,4	3,4	4,3	3,9	3,8	5,2	3,2	4,7	3,6	6,8	3,3
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami</i>	-3,4	-4,3	-7,1	-4,9	-4,1	-5,1	-8,1	-10,4	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-4,2	-2,3	-2,8	-5,0	-3,5	-4,9	-5,0	-8,2	-4,1	-5,0	-4,9	-9,4
EBITDA razem	49,3	20,6	24,6	29,0	46,5	25,3	33,5	44,2	57,2	40,1	50,8	37,1
Wynik netto z działalności kontynuowanej	37,4	15,7	22,5	22,9	36,5	18,6	30,5	39,4	48,2	34,4	43,1	31,9
Marża EBIT	18,0%	23,9%	22,4%	20,7%	22,5%	20,4%	23,6%	24,9%	24,4%	20,2%	22,7%	24,4%
Marża EBITDA	19,4%	28,4%	25,5%	24,0%	24,9%	24,4%	27,0%	27,4%	26,5%	22,6%	24,9%	27,6%
Marża zysku netto	13,8%	17,9%	18,1%	16,2%	18,0%	15,0%	19,8%	19,8%	19,6%	16,2%	18,2%	19,5%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	624,1	681,3	859,8	861,2	915,8	1 045,5	1 137,5	1 242,4	1 269,7	1 308,9	1 352,1	1 419,3
EBIT	126,8	157,0	196,9	195,3	201,2	226,8	243,1	263,0	269,8	276,0	282,3	297,6
EBITDA z działalności kontynuowanej	143,1	177,1	217,6	215,9	221,9	246,8	262,7	282,2	288,5	294,4	300,5	315,7
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	143,6	185,6	224,6	225,3	231,5	258,1	275,8	297,3	305,3	313,0	318,6	333,1
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	16,3	16,1	18,4	19,2	21,2	22,9	24,7	26,8	29,2	31,9	34,9	38,3
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-2,5	-2,4	-1,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<i>Centrum Badań nad Nowymi Cząsteczkami</i>	-19,6	-27,6	-32,3	-9,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-14,3	-21,5	-23,4	-26,1	-29,1	-32,6	-36,6	-40,9	-45,6	-50,7	-53,6	-56,6
EBITDA razem	123,5	149,5	185,3	206,5	222,4	247,3	263,2	282,7	289,0	294,9	301,0	316,2
Wynik netto z działalności kontynuowanej	98,5	125,2	157,6	156,4	161,8	182,8	196,2	212,4	218,0	223,1	228,3	240,6
Marża EBIT	20,3%	23,0%	22,9%	22,7%	22,0%	21,7%	21,4%	21,2%	21,2%	21,1%	20,9%	21,0%
Marża EBITDA	22,9%	26,0%	25,3%	25,1%	24,2%	23,6%	23,1%	22,7%	22,7%	22,5%	22,2%	22,2%
Marża zysku netto	15,8%	18,4%	18,3%	18,2%	17,7%	17,5%	17,2%	17,1%	17,2%	17,0%	16,9%	17,0%

Źródło: BDM, spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dnia 25.08.2025

	2025P			2026P			2027P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	767,4	859,8	12,0%	810,4	861,2	6,3%	872,8	915,8	4,9%
EBITDA	161,8	185,3	14,5%	187,5	206,5	10,1%	197,4	222,4	12,7%
EBITDA z działalności kontynuowanej	194,1	217,6	12,1%	192,0	215,9	12,5%	196,9	221,9	12,7%
EBIT	174,8	196,9	12,6%	173,4	195,3	12,6%	178,8	201,2	12,5%
Wynik brutto	173,3	195,0	12,5%	172,2	193,5	12,4%	178,1	200,1	12,4%
Wynik netto (dz. kont. + zan.)	113,5	131,0	15,5%	135,1	148,4	9,8%	143,9	161,8	12,4%
marża EBITDA	21,1%	21,5%		23,1%	24,0%		22,6%	24,3%	
marża EBIT	22,8%	22,9%		21,4%	25,1%		22,6%	22,0%	
marża netto	14,8%	15,2%		16,7%	17,2%		16,5%	17,7%	

Źródło: BDM

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	162,9	152,6	156,8	157,2	155,1	153,7	152,3	150,6	149,4	148,5	147,8	147,3
Rzeczowe aktywa trwałe	59,4	57,0	68,6	74,6	77,4	80,3	82,5	84,0	85,5	86,9	88,1	89,4
Aktywa niematerialne	42,2	36,5	30,9	27,4	24,3	21,6	19,2	17,0	15,0	13,3	11,8	10,4
Aktywa z tytułu praw do użytkowania	27,8	25,5	23,7	21,6	19,7	18,2	17,0	16,0	15,3	14,7	14,3	13,9
Aktywa obrotowe	214,8	333,9	379,2	490,2	576,5	650,9	716,5	791,2	844,3	900,3	958,2	1 028,6
Zapasy	12,7	48,6	36,4	36,0	38,3	43,7	47,5	51,9	53,1	54,7	56,5	59,3
Należności handlowe oraz pozostałe należności	114,3	177,1	132,7	154,5	164,3	187,6	204,1	222,9	227,8	234,9	242,6	254,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	84,3	84,3	186,1	275,7	349,9	395,6	440,9	492,3	539,4	586,7	635,0	690,6
Aktywa razem	377,7	486,6	536,0	647,4	731,6	804,6	868,8	941,7	993,6	1 048,7	1 105,9	1 175,9
Kapitał własny	192,1	222,8	297,6	373,9	454,1	507,4	557,4	612,9	660,9	709,6	759,4	817,4
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	49,7	60,8	66,8	60,1	56,0	53,8	52,4	51,8	51,1	50,8	50,7	50,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Zobowiązania z tytułu leasingu	18,5	18,5	20,0	12,9	8,5	5,6	3,6	2,4	1,5	1,0	0,7	0,4
Zobowiązania krótkoterminowe	135,9	203,0	171,6	213,5	221,5	243,4	259,0	277,1	281,6	288,4	295,8	307,6
Oprocentowane kredyty i pożyczki	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Zobowiązania z tytułu leasingu	5,0	6,3	6,1	4,2	2,7	1,7	1,1	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1
Pasywa razem	377,7	486,6	536,0	647,4	731,6	804,6	868,8	941,7	993,6	1 048,7	1 105,9	1 175,9
Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	624,1	681,3	859,8	861,2	915,8	1 045,5	1 137,5	1 242,4	1 269,7	1 308,9	1 352,1	1 419,3
Koszty sprzedaży	-43,1	-58,1	-80,0	-72,4	-72,5	-82,0	-89,1	-97,1	-99,4	-102,7	-106,3	-111,6
Koszty zarządu	-15,6	-23,6	-25,9	-28,5	-31,4	-34,5	-37,9	-41,7	-45,9	-50,5	-53,0	-55,7
EBIT	126,8	157,0	196,9	195,3	201,2	226,8	243,1	263,0	269,8	276,0	282,3	297,6
EBITDA	123,5	149,5	185,3	206,5	222,4	247,3	263,2	282,7	289,0	294,9	301,0	316,2
Sprzęt diagnostyczny i IT	143,6	185,6	224,6	225,3	231,5	258,1	275,8	297,3	305,3	313,0	318,6	333,1
Produkcja radiofarmaceutyków	16,3	16,1	18,4	19,2	21,2	22,9	24,7	26,8	29,2	31,9	34,9	38,3
Centrum Badań i Rozwoju	-2,5	-2,4	-1,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Centrum Badań nad Nowymi Częściami	-19,6	-27,6	-32,3	-9,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
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	-14,3	-21,5	-23,4	-26,1	-29,1	-32,6	-36,6	-40,9	-45,6	-50,7	-53,6	-56,6
EBITDA z działalności kontynuowanej	143,1	177,1	217,6	215,9	221,9	246,8	262,7	282,2	288,5	294,4	300,5	315,7
Zysk brutto	123,8	155,4	195,0	193,5	200,1	226,1	242,7	262,8	269,7	276,0	282,4	297,7
Zysk netto z działalności kontynuowanej	98,5	125,2	157,6	156,4	161,8	182,8	196,2	212,4	218,0	223,1	228,3	240,6
Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	89,6	77,7	192,2	192,4	180,8	198,2	212,7	228,0	236,2	240,5	245,2	256,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,8	-13,8	-25,4	-21,7	-19,0	-19,2	-18,7	-18,0	-18,1	-18,1	-18,0	-18,1
Przepływy z działalności finansowej	-33,2	-64,0	-65,0	-81,1	-87,5	-133,3	-148,7	-158,6	-171,0	-175,1	-178,9	-182,9
Przepływy pieniężne netto	21,7	-0,1	101,8	89,6	74,2	45,7	45,2	51,4	47,1	47,3	48,4	55,5
Środki pieniężne na początek okresu	62,7	84,3	84,3	186,1	275,7	349,9	395,6	440,9	492,3	539,4	586,7	635,0
Środki pieniężne na koniec okresu	84,3	84,3	186,1	275,7	349,9	395,6	440,9	492,3	539,4	586,7	635,0	690,6

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	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	39,7%	9,2%	26,2%	0,2%	6,3%	14,2%	8,8%	9,2%	2,2%	3,1%	3,3%	5,0%
EBITDA zmiana r/r	47,3%	23,8%	22,8%	-0,8%	2,7%	11,2%	6,4%	7,4%	2,2%	2,0%	2,1%	5,0%
EBIT zmiana r/r	86,9%	23,8%	25,4%	-0,8%	3,0%	12,7%	7,2%	8,2%	2,6%	2,3%	2,3%	5,4%
Zysk netto zmiana r/r	57,4%	23,8%	28,2%	13,2%	9,0%	13,0%	7,3%	8,3%	2,6%	2,3%	2,3%	5,4%
Marża EBITDA	19,8%	21,9%	21,5%	24,0%	24,3%	23,7%	23,1%	22,8%	22,8%	22,5%	22,3%	22,3%
Marża EBIT	20,3%	23,0%	22,9%	22,7%	22,0%	21,7%	21,4%	21,2%	21,2%	21,1%	20,9%	21,0%
Marża brutto	19,8%	22,8%	22,7%	22,5%	21,9%	21,6%	21,3%	21,2%	21,2%	21,1%	20,9%	21,0%
Marża netto	15,8%	18,4%	18,3%	18,2%	17,7%	17,5%	17,2%	17,1%	17,2%	17,0%	16,9%	17,0%
COGS / przychody	69,6%	64,4%	64,5%	65,3%	66,4%	66,9%	67,2%	67,4%	67,1%	67,0%	67,1%	67,0%
SG&A / przychody	9,4%	12,0%	12,3%	11,7%	11,3%	11,1%	11,2%	11,2%	11,4%	11,7%	11,8%	11,8%
SG&A / COGS	13,5%	18,6%	19,1%	18,0%	17,1%	16,7%	16,6%	16,6%	17,1%	17,5%	17,5%	17,6%
ROE	43,0%	45,9%	44,0%	39,7%	35,6%	36,0%	35,2%	34,7%	33,0%	31,4%	30,1%	29,4%
ROA	21,9%	21,0%	24,4%	22,9%	22,1%	22,7%	22,6%	22,6%	21,9%	21,3%	20,6%	20,5%
Dług	23,5	40,2	41,6	32,5	26,6	22,7	20,1	18,5	17,4	16,7	16,2	16,0
D / (D+E)	10,9%	15,3%	12,3%	8,0%	5,5%	4,3%	3,5%	2,9%	2,6%	2,3%	2,1%	1,9%
D / E	12,2%	18,1%	14,0%	8,7%	5,8%	4,5%	3,6%	3,0%	2,6%	2,4%	2,1%	2,0%
Dług netto	-60,8	-44,0	-144,5	-243,2	-323,4	-372,9	-420,7	-473,8	-522,0	-570,0	-618,8	-674,6
Dług netto / kapitał własny	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBITDA	-0,5	-0,3	-0,8	-1,2	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1
Dług netto / EBIT	-0,5	-0,3	-0,7	-1,2	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3
EV	2 141,4	2 158,2	2 057,7	1 959,0	1 878,9	1 829,3	1 781,5	1 728,4	1 680,2	1 632,2	1 583,4	1 527,6
Dług / EV	1,1%	1,9%	2,0%	1,7%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
CAPEX / Przychody	7,2%	2,7%	3,0%	2,5%	2,1%	1,8%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	271,4%	87,6%	119,4%	102,2%	89,8%	93,4%	92,9%	91,3%	93,7%	95,4%	96,3%	97,4%
Amortyzacja / Przychody	2,6%	3,0%	2,5%	2,5%	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%
Zmiana KO / Przychody	5,1%	8,3%	-3,5%	-2,7%	0,2%	0,5%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	17,8%	98,6%	-16,7%	-1594,0%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	3,5	3,2	2,6	2,6	2,4	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6
P/E*	26,7	21,5	16,8	14,8	13,6	12,1	11,2	10,4	10,1	9,9	9,6	9,2
P/BV*	11,5	9,9	7,4	5,9	4,9	4,3	4,0	3,6	3,3	3,1	2,9	2,7
P/CE*	22,3	18,0	14,5	13,0	12,1	10,9	10,2	9,5	9,3	9,1	8,9	8,5
EV/EBITDA*	15,0	12,2	9,5	9,1	8,5	7,4	6,8	6,1	5,8	5,5	5,3	4,8
EV/EBIT*	16,9	13,7	10,5	10,0	9,3	8,1	7,3	6,6	6,2	5,9	5,6	5,1
EV/S*	3,4	3,2	2,4	2,3	2,1	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1
BVPS	22,5	26,1	34,9	43,8	53,2	59,5	65,3	71,9	77,5	83,2	89,0	95,8
EPS	9,7	12,0	15,4	17,4	19,0	21,4	23,0	24,9	25,6	26,2	26,8	28,2
CEPS	11,6	14,3	17,8	19,8	21,4	23,8	25,3	27,2	27,8	28,3	28,9	30,3
FCFPS	5,2	7,0	19,6	20,0	19,0	21,0	22,7	24,6	25,6	26,1	26,6	28,0
DPS w okresie	3,0	8,3	6,6	8,4	9,6	15,2	17,1	18,4	19,9	20,4	20,9	21,4
DY	1,2%	3,2%	2,6%	3,3%	3,7%	5,9%	6,6%	7,1%	7,7%	7,9%	8,1%	8,3%
Payout ratio	49,3%	85,2%	55,0%	55,0%	55,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

* obliczenia przy cenie 258,2 PLN

Prezentowane wyniki nie uwzględniają przychodów z tytułu komercjalizacji kardioznacznika

Dane dotyczą lat finansowych (październik-wrzesień)

Źródło: BDM S.A.

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**

Aktualnie szpitale mogą korzystać z programów dofinansowania inwestycji, z czego największym jest Krajowy Plan Odbudowy. W długim okresie, ograniczenia w pozyskiwaniu środków na zakup sprzętu oraz problemy finansowe placówek ochrony zdrowia, mogą ograniczać ten potencjał.

- **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 zacząć działać nowy cyklotron, dlatego wzrośnie podaż radiofarmaceutyków.

- **Ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych**

Spółka w ciągu ostatnich 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.

- **Ryzyko niewykorzystania środków z KPO**

Środki z KPO mogą istotnie pomóc placówkom medycznym podnieść standard udzielanych świadczeń, jednak termin realizacji jest bardzo krótki, co rodzi ryzyko niepełnego wykorzystania.

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, TMT](#)

Krzysztof Pado

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

Anna Tobiasz

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

Piotr Barcz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Synektik

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	308,0	Kupuj	261,1	19.12.2025	14:15 CET	258,2	115 155,76
Kupuj	261,1	Kupuj	225,5	25.08.2025	13:15 CEST	227,0	108 385,41
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'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	15	88%	0	0%
Akumuluj	1	6%	0	0%
Trzymaj	1	6%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>
 raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-12-19.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-19 (14:15 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-01-05.

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 19.12.2025 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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.