



Dom Maklerski BDM S.A.

# PROGNOZY WYNIKÓW 3Q 2024 OCHRONA ZDROWIA

BIOMAXIMA  
CELON PHARMA  
NEUCA  
SYNEKTIK  
SYNTHAVERSE  
VOXEL

Analityk:  
Anna Tobiasz

6 LISTOPADA 2024, 08:15 CET

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

*Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.*

*Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.*

*Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.*

**SPIS TREŚCI:**

PODSUMOWANIE .....	3
BIOMAXIMA .....	4
CELON PHARMA.....	5
NEUCA.....	6
SYNEKTIK.....	7
SYNTHAVERSE .....	8
VOXEL.....	9

## PODSUMOWANIE

### Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA			P/E			P/BV		
			2023	2024P	2025P	2023	2024P	2025P	2023	2024P	2025P
BioMaxima	14,0	60,3	21,7	12,9	5,8	99,8	41,0	8,7	1,2	1,2	1,1
Celon Pharma	27,0	1 215,0	60,2	-	-	-49,0	-	-	3,1	-	-
Neuca	794,0	3 501,4	10,7	9,5	7,9	21,9	19,5	15,1	3,5	3,2	3,1
Synektik*	174,8	1 490,9	17,5	11,4	-	28,4	18,1	-	11,1	7,8	-
Synthaverse	4,3	302,1	24,3	21,8	11,6	63,7	66,7	31,3	2,7	2,6	2,4
Voxel	115,5	1 213,1	8,7	7,1	5,9	14,8	12,1	10,1	4,1	3,6	3,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; \* dla spółki Synektik zaprezentowane wskaźniki dla 2022 fin. i 2023 fin.

### Zestawienie podsumowujące

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]			zmiana r/r	EBIT [mln PLN]		zmiana r/r	Wynik netto [mln PLN]		zmiana r/r
		3Q'23	3Q'24P	3Q'24P		3Q'23	3Q'24P		3Q'23	3Q'24P	
BioMaxima	29 lis 24	0,1	1,0	1019,3%	-0,6	0,2	-135,7%	-0,4	0,2	-152,1%	
Celon Pharma	20 lis 24	3,0	3,2	5,8%	-9,8	-9,1	-	-6,8	-6,6	-	
Neuca	19 lis 24	110,9	107,9	-2,7%	82,5	75,9	-8,0%	50,6	44,2	-12,7%	
Synektik*	14 lis 24	26,9	27,1	0,8%	23,0	23,2	0,8%	15,8	18,6	17,6%	
Synthaverse	20 lis 24	-2,9	0,9	-130,1%	-2,9	0,9	-130,1%	-2,4	-0,1	-96,7%	
Voxel	25 lis 24	43,1	47,3	9,8%	33,4	35,5	6,3%	23,6	27,3	16,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

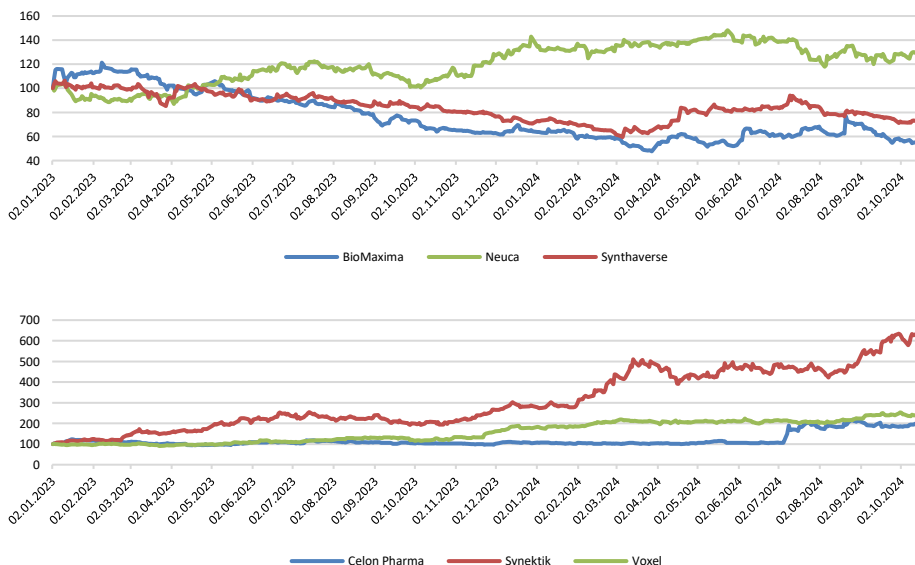
### Wyniki i prognozy dla wybranych spółek z ochrony zdrowia

	Przychody				EBIT				EBITDA				Wynik netto									
	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
BioMaxima	93,6	23,9	13,0	13,4	11,1	10,7	11,7	13,3	11,5	12,5	11,2	24,2	3,4	0,9	0,3	0,5	0,4	-0,4	0,1	0,3	-0,4	0,2
Celon Pharma	41,9	52,8	45,0	54,8	43,9	69,0	48,8	54,9	40,3	65,6	59,0	-7,5	-8,1	-11,7	-12,0	-9,5	3,1	-6,8	-15,0	-15,7	-8,0	-6,6
Neuca	2 816,5	2 654,8	2 809,0	2 951,8	3 002,0	2 891,2	2 967,6	2 951,8	3 162,1	3 043,4	3 149,1	63,2	42,3	28,7	15,1	52,1	23,9	50,6	32,8	59,6	36,5	44,2
Synektik*	37,3	35,8	58,4	143,8	65,7	101,7	135,7	271,3	87,7	124,0	133,8	5,9	0,3	2,3	19,1	4,0	13,5	15,8	34,7	12,2	16,7	18,6
Synthaverse	8,6	14,0	13,5	14,3	12,0	18,4	8,1	20,1	13,9	15,2	13,2	-0,5	2,5	1,5	2,6	0,7	2,6	-2,4	3,9	-0,4	1,4	-0,1
Voxel	99,9	76,1	98,6	140,1	88,6	92,0	127,9	125,3	108,6	123,9	127,8	26,9	17,7	32,9	28,7	30,9	35,7	43,1	41,2	37,5	42,1	47,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

\* wyniki spółki Synektik odnoszą się do kwartałów kalendarzowych (3Q'24 to w spółce 4Q'23 fin.)

### Zachowanie kursów omawianych spółek



Źródło: BDM, Bloomberg

**BIOMAXIMA****Kupuj, TP 20,2 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 6 listopada 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	14,0	P/E	99,8	41,0	8,7
MC [mln PLN]	60,3	EV/EBITDA	21,7	12,9	5,8
		EV/EBIT	96,0	31,1	8,0
		P/BV	1,2	1,2	1,1

W 3Q'24 spółka nie realizowała nowych istotnych zamówień, dlatego spodziewamy się, że przychodowo kwartał ten nie będzie odbiegał od poprzednich, a może być nawet delikatnie słabszy r/r. Prognozujemy 11,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży, przy czym 60% stanowią produkty własne, a 40% towary.

Spodziewamy się wzrostu kosztów świadczeń pracowniczych (+17% r/r). W porównaniu do poprzedniego roku znacząco wyższa jest amortyzacja ze względu na włączenie do użytku nowego zakładu produkcyjnego. Podobnie, jak w poprzednich kwartałach spodziewamy się ok 0,8 mln PLN vs 0,7 mln PLN w 3Q'23. Według naszych prognoz, na poprawę wyników powinna wpłynąć zamiana stanu produktów, dlatego w 3Q'24 szacujemy 0,2 mln PLN EBIT oraz 0,2 mln PLN zysku netto. Zysk EBITDA prognozujemy na 1,0 mln PLN wobec 0,1 mln PLN rok wcześniej.

W dalszym ciągu czekamy na uruchomienie sprzedaży testów do oznaczania minimalnego stężenia hamującego (MIC). Oczekiwaliśmy rozpoczęcia sprzedaży pod koniec 3Q'24, jednak występują tu opóźnienia. Jeżeli wydział zostałby uruchomiony w najbliższym czasie, moglibyśmy liczyć na wsparcie przychodów jeszcze w 4Q'24. Na razie jednak konserwatywnie podchodzimy do tego tematu i nie zakładamy istotnych wpływów z tego tytułu.

W całym roku szacujemy wzrosty wyników, w czym pomóc powinien mocny 4Q'24. Oprócz sezonowości, jaką wykazuje spółka, w 4Q'24 powinna zrealizować dostawę analizatora dla Politechniki Łódzkiej (0,75 mln PLN) oraz krążkowych systemów dyfuzyjnych do oznaczania lekowrażliwości dla kontrahenta z UE (1,05 mln PLN). Przy założeniu stabilnych k/k kosztów w końcówce roku, w całym 2024 r. spółka powinna wypracować ok. 1,4 mln PLN zysku netto i 5,5 mln PLN zysku EBITDA wobec odpowiednio 0,6 mln PLN i 3,2 mln PLN w 2023 r.

**Prognoza wyników za 3Q'24 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,7	11,2	-4,3%	46,8	52,4	12,0%
EBITDA	0,1	1,0	1019,3%	3,2	5,5	72,0%
EBIT	-0,6	0,2	-135,7%	0,7	2,3	215,3%
Zysk brutto	-0,4	0,2	-	0,2	1,8	875,1%
Zysk netto	-0,4	0,2	-	0,6	1,4	143,3%
Marża EBITDA	0,7%	8,7%		6,9%	10,6%	
Marża EBIT	-4,9%	1,8%		1,6%	4,4%	
Marża zysku netto	-3,1%	1,7%		1,3%	2,7%	

Źródło: BDM, spółka

## CELON PHARMA

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	27,0	P/E	-35,1	-49,0	-42,2
MC [mln PLN]	1 215,0	EV/EBITDA	195,6	60,2	114,2
		EV/EBIT	-35,4	-50,3	-35,8
		P/BV	2,9	3,1	3,4

W związku z mocnym wejściem na rynek Zarixy (zamiennik Xarelto, wprowadzony na rynek w kwietniu'24), spodziewamy się utrzymania wysokiego poziomu sprzedaży w segmencie leków generycznych, co w stosunku do 3Q'23 oznacza wzrost rzędu 27% r/r. Z drugiej strony spodziewamy się spadku wpływów z tytułu dotacji, dlatego ogólny poziom przychodów w naszej ocenie powinien wzrosnąć o ok. +20,8% r/r.

Biorąc pod uwagę wzrost kosztów, wynikający głównie z podwyżek wynagrodzeń oraz zwiększenia zużycia surowców do produkcji, spodziewamy się stosunkowo niewielkiej poprawy wyniku operacyjnego z -9,8 mln PLN w 3Q'23 do -9,1% w 3Q'24. Jednocześnie spodziewamy się ok. 1 mln PLN zysku na działalności finansowej, co implikuje zmniejszenie straty netto z -6,8 mln PLN do -6,6 mln PLN oraz wzrost zysku EBITDA do 3,2 mln PLN (+5,8% r/r).

Zakładamy, że komercjalizacja CPL'36 zostanie sfinalizowana w 2025 r., dlatego nasze prognozy całoroczne nie uwzględniają żadnych korzyści z tego tytułu. Szacujemy, że w przychody ze sprzedaży leków wzrosną o ok. +18,7% r/r, natomiast wysoka baza wpływów z tytułu dotacji z 2023 r. w naszej ocenie spowoduje istotny spadek tej pozycji w bieżącym roku (-36% r/r). Jednocześnie zakładany wzrost kosztów powinien spowodować pogłębienie straty na poziomie netto.

pozytywnie oceniamy stan gotówki w spółce, który po objęciu akcji przez Tang Capital w 2Q'24 wzrósł do 45 mln PLN na koniec 2Q'24. Dzięki umocnieniu sprzedaży w segmencie generycznym spodziewamy się poprawy przepływów operacyjnych oraz spowolnienia tempa „przepalania gotówki” w programach innowacyjnych.

## Prognoza wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	48,8	59,0	20,8%	216,6	228,9	5,7%
ze sprzedaży leków	42,5	53,9	26,9%	164,4	195,2	18,7%
z tytułu dotacji	5,8	4,8	-18,3%	49,5	31,5	-36,3%
pozostałe	0,5	0,3	-36,4%	2,6	2,2	-18,1%
ze sprzedaży licencji	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
EBIT	-9,8	-9,1	-	-27,2	-37,6	-
EBITDA	3,0	3,2	5,8%	22,8	11,8	-48,2%
s. leków generycznych	18,2	54,3	198,5%	62,5	134,8	115,7%
s. innowacyjny	-15,2	4,8	-	-34,7	-13,2	-61,9%
Wynik netto	-6,8	-6,6	-	-28,1	-32,6	-

Źródło: BDM

**NEUCA****Kupuj, TP 1 006 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 21 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	794,0	P/E	21,9	19,5	15,1
MC [mln PLN]	3 501,4	EV/EBITDA	10,7	9,5	7,9
		EV/EBIT	15,3	13,5	10,6
		P/BV	3,5	3,2	3,1

**Hurt apteczny**

Według raportów PEX, w okresie 3Q'24 rynek apteczny wzrósł +13,7% r/r. Spodziewamy się, że rynek hurtowy wykaże nieco niższą dynamikę niż detaliczny. Dodatkowo, podobnie jak w poprzednich kwartałach, zakładamy, że dużą rolę w tych wzrostach odgrywają sieci apteczne, dlatego szacujemy wzrost przychodów segmentu hurtu na ok. 6% r/r.

**Produkcja farmaceutyków**

W tym segmencie spodziewamy się niewielkiego wzrostu przychodów. Zakładamy, że w 3Q'24 większą rolę będzie odgrywać odsprzedaż produktów marki własnej przez hurt apteczny, natomiast zwiększonej produkcji spodziewamy się w 4Q, wraz ze wzrostem zachorowań na infekcje sezonowe.

**Badania kliniczne**

W 3Q'24 miało miejsce objęcie nowych akcji Humaneva przez firmę inwestycyjną Viking Global Investors. W naszej ocenie współpraca z funduszem pomoże spółce ugruntować pozycję i rozwijać się na rynku globalnym, natomiast w krótkim okresie nie przewidujemy wpływu tego zdarzenia na wyniki grupy. W 3Q'24 transakcja będzie widoczna w CF (50 mln USD z tytułu objęcia akcji). Ze względu na spadek backlogu w CRO, zakładamy spadek przychodów r/r w segmencie, jednak uważamy, że jest to sytuacja przejściowa.

**Operator medyczny i działalność ubezpieczeniowa**

Podtrzymujemy założenie wzrostu liczby pacjentów, co będzie przynosić dalszy wzrost przychodów obu segmentów. Jednocześnie dynamikę przychodów wspiera wzrost stawek ubezpieczeniowych. Rok 2024 w tym segmencie upływa pod znakiem rozwoju rozwiązań informatycznych, które pozwolą spółce wyjść z ofertą do szerszego grona odbiorców.

W 3Q'24 na poziomie grupy spodziewamy się wzrostu przychodów o ok. +6,1% r/r. 3Q'23 był ostatnim kwartałem, w którym obowiązywała stawka 5% marży hurtowej na leki refundowane, dlatego spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży z 10,9% do 11,7%. Widoczny powinien być jednak wzrost kosztów, który zauważalny był już w 2Q'24. Wynik operacyjny był jednak w 3Q'23 zawyżony przez zysk na akwizycji spółki Ewa Krotoszyn w wysokości 16,7 mln PLN. Z tego powodu zysk EBITDA w naszej ocenie powinien odnotować spadek o ok. -3%, a zysk netto -13%. Po korekcie o to zdarzenie jednorazowe, dynamika zysku EBITDA wynosi +14,5% r/r.

**Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	2 967,6	3 149,1	6,1%	11 812,6	12 399,4	5,0%
<i>Hurt apteczny</i>	2 748,4	2 922,0	6,3%	10 972,6	11 429,4	4,2%
<i>Produkcja farmaceutyków</i>	83,0	85,5	3,0%	357,3	393,2	10,1%
<i>Badania kliniczne</i>	98,5	90,1	-8,6%	403,8	408,3	1,1%
<i>Operator medyczny</i>	93,2	102,5	10,0%	361,8	437,6	20,9%
<i>Działalność ubezpieczeniowa</i>	35,6	48,7	36,9%	135,0	190,2	41,0%
<i>Wyłączenia</i>	-91,1	-99,7		-417,8	-459,4	
Wynik brutto na sprzedaży	324,8	367,7	13,2%	1 307,4	1 446,5	10,6%
<b>EBITDA</b>	<b>110,9</b>	<b>107,9</b>	<b>-2,7%</b>	<b>379,7</b>	<b>419,5</b>	<b>10,5%</b>
Skoryg. EBITDA	94,2	107,9	14,5%	364,3	419,5	15,2%
<b>EBIT</b>	<b>82,5</b>	<b>75,9</b>	<b>-8,0%</b>	<b>265,1</b>	<b>296,1</b>	<b>11,7%</b>
Zysk brutto	58,8	56,8	-3,4%	203,8	232,7	14,2%
<b>Zysk netto</b>	<b>50,6</b>	<b>44,2</b>	<b>-12,7%</b>	<b>159,5</b>	<b>181,8</b>	<b>14,0%</b>
Marża zysku brutto na sprzedaży	10,9%	11,7%		11,1%	11,7%	
Marża EBITDA	3,7%	3,4%		3,2%	3,4%	
Marża EBIT	2,8%	2,4%		2,2%	2,4%	
Marża zysku netto	1,7%	1,4%		1,3%	1,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## SYNEKTIK

			2022	2023P
Kurs [PLN]	174,8	P/E	28,4	18,1
MC [mln PLN]	1 490,9	EV/EBITDA	17,5	11,4
		EV/EBIT	21,3	13,1
		P/BV	11,1	7,8

W 4Q'23 (lipiec'24-wrzesień'24) zakładamy instalację 6 systemów robotycznych da Vinci w Polsce. W Czechach i na Słowacji w omawianym okresie nie było instalacji. Rok wcześniej spółka również dostarczyła 6 systemów, z czego 4 w Polsce i 2 w Czechach. W związku z wydłużonymi gwarancjami, z których wpływy zasilą przychody przyszłych okresów, szacujemy sprzedaż segmentu na 122,4 mln PLN (-3% r/r). Podkreślamy, że z tego niemal 45% stanowią przychody powtarzalne, co jest tym bardziej korzystne, biorąc pod uwagę fakt, że w czasie wakacji liczba przeprowadzanych badań jest niższa ze względu na sezon urlopowy. W omawianym okresie zakładamy wykonanie 3,5 tys. zabiegów w Polsce (+96% r/r) oraz 2,4 tys. w Czechach i na Słowacji (+33% r/r).

W segmencie radiofarmaceutyków spodziewamy się dynamiki przychodów na poziomie +16% r/r (wzrost do 12,2 mln PLN), czyli zbliżonej do poprzednich kwartałów. Z uwagi na historyczną sezonowość oraz strukturę sprzedaży poprzednich kwartałów, spodziewamy się w 4Q'23 spadku rentowności z uwagi na wzrost udziału mniej rentownych towarów, głównie generatorów. Szacujemy płaski r/r zysk EBITDA w wysokości 3,4 mln PLN.

W segmencie CBR spodziewamy się wzrostu wydatków z uwagi na trwające badania 3 fazy kardioznacznika. Ten etap badań wiąże się z wysokimi nakładami gotówkowymi, dlatego zakładamy wydatki rzędu 7,7 mln PLN oraz stratę EBITDA na poziomie -7,4 mln PLN.

Na poziomie grupy szacujemy spadek przychodów o -1,4% r/r do 133,8 mln PLN. Ze względu na strukturę sprzedaży – wzrost udziału przychodów powtarzalnych – spodziewamy się wzrostu marży EBIT z 17,0% do 17,3%, co implikuje zysk operacyjny na poziomie 23,2 mln PLN (+0,8% r/r). EBITDA znormalizowana (po wyłączeniu straty CBR) rośnie o +8,7% r/r do 34,5 mln PLN. Wynik z działalności finansowej w 4Q'22 stanowi niską bazę porównawczą z powodu odwrócenia dodatnich różnic kursowych, jakie miało miejsce w tamtym okresie, stąd saldo przychodów i kosztów finansowych wyniosło wtedy -3,6 mln PLN. W 4Q'23 spodziewamy się niewielkiego negatywnego wpływu na wynik, stąd zysk netto szacujemy na 18,6 mln PLN (+17,6% r/r).

## Prognozy wyników za 4Q'23 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23P	r/r	2022	2023P	r/r
Przychody ze sprzedaży	135,7	133,8	-1,4%	446,9	616,8	38,0%
EBIT	23,0	23,2	0,8%	67,9	105,9	56,0%
EBITDA	26,9	27,1	0,8%	82,6	121,6	47,2%
<i>Sprzęt diagnostyczny i IT</i>	34,0	35,1	3,2%	98,9	143,4	44,9%
<i>Produkcja radiofarmaceutyków</i>	3,4	3,4	0,1%	11,2	15,3	36,4%
<i>Centrum Badawczo Rozwojowe</i>	-4,8	-7,4	-	-14,5	-23,9	-
<i>Pozycje nieprzypisane</i>	-6,2	-4,0	-	-13,7	-13,3	-
EBITDA znorm.	31,7	34,5	8,7%	97,1	145,5	49,9%
Wynik netto	15,8	18,6	17,6%	52,5	82,3	56,8%
Marża EBIT	17,0%	17,3%		15,2%	17,2%	
Marża EBITDA	19,8%	20,3%		18,5%	19,7%	
Marża zysku netto	11,7%	13,9%		11,7%	13,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**SYNTHAVERSE***(dawniej Biomed-Lublin)***Kupuj, TP 6,1 PLN/akcję**

Rekomendacja z dnia 6 listopada 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	4,3	P/E	63,7	66,7	31,3
MC [mln PLN]	302,1	EV/EBITDA	24,3	21,8	11,6
		EV/EBIT	42,9	37,7	23,5
		P/BV	2,7	2,6	2,4

**Segment BCG**

W 3Q'24 spodziewamy się dostawy dwóch kolejnych transz szczepionek przeciwgruźliczych, zamówionych przez Ministerstwo Zdrowia. Łączny wolumen dostaw powinien więc wynieść 10,2 tys. opakowań, co przy wynegocjowanej stawce, wg naszych szacunków, powinno przynieść ok. 4,0 mln PLN przychodów (vs 0,3 mln PLN rok wcześniej). W Onko BCG również spodziewamy się wzrostu wolumenów oraz jednostkowej ceny opakowania, co powinno skutkować przychodami rzędu 3,4 mln PLN (+43% r/r).

**Segment tradycyjny**

Dla Distreptazy 3Q jest sezonowo słabszym okresem, natomiast w porównaniu do 3Q'23 spodziewamy się wzrostu wolumenu sprzedaży o ok. +10% r/r do 159 tys. opakowań. Podobnie jak w segmencie BCG, spodziewamy się wzrostu jednostkowej ceny opakowania, co implikuje wzrost przychodów z tytułu sprzedaży tego leku do 4,1 mln PLN (+21% r/r). Gamma anty D w ostatnich kwartałach notuje spadki wolumenów sprzedaży, dlatego pomimo wzrostu średniej ceny opakowania w 1H'24, spodziewamy się dalszego spadku przychodów ze sprzedaży tego leku (-42% r/r). W zakresie produkcji kontraktowej probiotyku Lacid nie spodziewamy się wystąpienia przychodów w omawianym okresie. Stawiamy pod znakiem zapytania dalszą działalność w tym zakresie ze względu na długi czas oczekiwania na wyniki negocjacji z Polpharmą. W naszej ocenie spółka będzie chciała się skupić na produkcji bardziej rentownych pozycji, dlatego oczekujemy, że sprzedaż tego produktu w kolejnych okresach będzie niewielka, o ile w ogóle wystąpi.

Podsumowując oba segmenty, przychody ze sprzedaży szacujemy na 13,2 mln PLN (+63,5% r/r). W 3Q'24 spodziewamy się utrzymania marży brutto na sprzedaży na poziomie 63,1%. W omawianym okresie powinno nastąpić rozliczenie ostatniej transzy dotacji na Centrum Badawczo Rozwojowe, a z racji, że jest ono już uruchomione, będzie to miało pozytywny wpływ na pozostałe przychody operacyjne. Szacujemy wpływ z tego tytułu na ok. 2 mln PLN. Mimo wzrostu kosztów operacyjnych, wzrost przychodów i dotacja powinny skutkować wzrostem wyniku operacyjnego do 0,9 mln PLN (vs -2,9 mln PLN w 3Q'23). Z racji objęcia przez uprawnione osoby akcji z programu motywacyjnego w październiku, spodziewamy się, że koszty z tego tytułu zostaną uwzględnione w 4Q'24. W związku z niskim poziomem gotówki nie oczekujemy pojawienia się istotnych przychodów finansowych, natomiast do kosztów zaliczamy odsetki od kredytów oraz leasingi w wysokości ok. 1,0 mln PLN. Implikuje to stratę netto w wysokości 0,1 mln PLN.

**Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody ze sprzedaży	8,1	13,2	63,5%	58,6	65,3	11,4%
<i>Szczepionka BCG 10</i>	0,3	4,0	1468,1%	9,2	11,9	28,6%
<i>Onko BCG</i>	2,4	3,4	43,0%	17,0	23,5	38,0%
<i>Distreptaza</i>	3,4	4,1	21,0%	22,5	23,2	2,9%
<i>Gamma Anty D</i>	1,1	0,7	-42,2%	4,8	3,5	-25,9%
<i>Lacid</i>	0,0	0,0	-	2,0	0,5	-75,0%
<i>Inne</i>	0,9	0,9	0,0%	3,0	2,3	-22,8%
Wynik brutto na sprzedaży	5,1	8,4	63,5%	35,2	39,4	12,2%
EBIT	-2,9	0,9	-	8,6	10,0	15,7%
EBITDA	-1,2	2,9	-	15,3	17,3	12,9%
Zysk netto	-2,4	-0,1	-	4,8	4,5	-4,4%
Marża zysku brutto na sprzedaży	63,1%	63,1%		60,0%	60,4%	
Marża EBIT	-36,2%	6,7%		14,8%	15,3%	
Marża EBITDA	-14,2%	21,8%		26,1%	26,4%	
Marża zysku netto	-29,8%	-0,6%		8,1%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## VOXEL

### Kupuj, TP 111,2 PLN/akcję (zrealizowana)

Rekomendacja z dnia 19 sierpnia 2024 r.

			2023	2024P	2025P
Kurs [PLN]	115,5	P/E	14,8	12,1	10,1
MC [mln PLN]	1 213,1	EV/EBITDA	8,7	7,1	5,9
		EV/EBIT	11,3	9,7	7,8
		P/BV	4,1	3,6	3,0

### Diagnostyka

W 3Q'24 spodziewamy się wzrostu przychodów segmentu związanego ze wzrostem zarówno wolumenów, jak i wycen badań refundowanych (nowe stawki obowiązują od lipca'24). Zakładamy wykonanie przez Voxel 30,3 tys. TK (+5,2% r/r), 59,0 tys. MR (+9,7% r/r), 4,8 tys. PET (+7,6% r/r) oraz 4,3 tys. SPECT (+2,9% r/r). Dodatkowo w Rezonansie Powiśle i Scanixie spodziewamy się wykonania 4,4 tys. TK (+10,3% r/r) oraz 11,1 tys. MR (-4,1% r/r). W prognozach przyjmujemy wzrost wycen na poziomie +4% k/k w TK i MR oraz +6% k/k w PET i SPECT. Po uwzględnieniu sprzedaży radiofarmaceutyków w 3Q'24 spodziewamy się przychodów segmentu na poziomie 100,2 mln PLN (+13,7% r/r).

### IT i wyposażenie pracowni

W Alterisie 3Q'23 stanowi wysoką bazę, dlatego spodziewamy się spadku przychodów z 31,7 mln PLN w 3Q'23 do 27,9 mln PLN w 3Q'24. Implikuje to spadek EBITDA z 3,9 mln PLN w 3Q'23 do 3,5 mln PLN w 3Q'24. Ostatni opublikowany backlog na 2024 r. opiewa na 100 mln PLN, natomiast spodziewamy się, że zostanie on przeбитo podobnie, jak miało to miejsce w poprzednich latach.

### Neuroradiochirurgia

W spółce Exira spodziewamy się stabilnych wyników. W 3Q'24 zakładamy wykonanie 142 procedur wobec 136 rok wcześniej. Implikuje to wzrost przychodów do 4,2 mln PLN (+41,0% r/r).

Na poziomie grupy spodziewamy się płaskich r/r przychodów, przy poprawie marży EBITDA (+9,8% r/r) dzięki wzrostowi wycen w badaniach refundowanych. Spodziewamy się, że wzrosty wynagrodzeń pojawią się później, dlatego wyniki okresu nie powinny być obciążone istotnymi wzrostami kosztów. Nasze podejście może okazać się nieco konserwatywne ze względu na wyniki Alterisa. Zazwyczaj 2H jest dla tej spółki sezonowy mocnym okresem, jednak ze względu na mocne wyniki od początku roku, podchodzimy ostrożnie do tych zależności. Spodziewamy się wzrostu zysku netto do 27,3 mln PLN (+16,1% r/r).

### Prognozy wyników za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23*	3Q'24P	r/r	2023	2024P	r/r
Przychody	127,9	127,8	-0,1%	424,2	496,3	17,0%
Wynik brutto na sprzedaży	39,2	42,3	8,0%	140,3	161,6	15,1%
EBITDA	43,1	47,3	9,8%	147,1	176,9	20,2%
Diagnostyka	42,9	47,6	11,1%	154,0	182,5	18,5%
Neurochirurgia	1,6	2,3	50,5%	6,4	8,7	36,1%
IT i wyposażenie pracowni	3,9	3,5	-10,6%	14,1	14,4	2,0%
Szpitalnictwo	-0,2	0,0		-1,2	0,0	
Wyłączenia	-5,0	-6,2		-26,1	-28,7	
EBIT	33,4	35,5	6,3%	112,7	130,0	15,3%
Zysk brutto	31,3	33,8	7,8%	102,2	123,5	20,8%
Zysk netto	23,6	27,3	16,1%	75,5	99,2	31,3%
dz. kontynuowana				82,2	99,2	20,7%
dz. zaniechana				-6,7	0,0	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	30,6%	33,1%		33,1%	32,6%	
Marża EBITDA	33,7%	37,0%		34,7%	35,6%	
Marża EBIT	26,1%	27,8%		26,6%	26,2%	
Marża zysku netto	18,4%	21,4%		17,8%	20,0%	

\* W 3Q'23 nie została wyodrębniona działalność zaniechana

Źródło: BDM, spółka

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka  
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:  
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**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: 2024-11-06.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-11-06 (08:15 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-01.**

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniami 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 akceptowanego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może 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 wyczytane 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.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 06.11.2024 roku:

	BIOMAXIMA	CELON PHARMA	NEUCA	SYNEKTIK	SYNTHAVERSE	VOXEL
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	TAK	NIE	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM 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)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	TAK*	NIE	NIE	NIE	TAK*	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych**	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy 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.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

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