

Research

CEE | Equity Research

Bioceltix

W drodze po rejestrację rynkowe

Od początku 2025, BCX kontynuuje proces rejestracyjny w dwóch projektach dedykowanych terapii zapalenia stawów u psów (BCX-CM-J) i koni (BCX-EM) oraz zakończył badania kliniczne projektu dla terapii zapalenia skóry u psów (BCX-CM-AD). W lutym'25 Bioceltix opublikował wyniki z dodatkowych analiz danych klinicznych projektu BCX-EM, potwierdzając redukcję kulawizny, bólu i obrzęku stawu, bez zdarzeń niepożądanych. Wyniki potwierdziły wysokie terapeutyczne możliwości projektu z silniejszym i szybszym działaniem przeciwzapalnym terapii w porównaniu do obecnie stosowanych standardów opieki. Uzyskane wyniki pozwoliły w kwietniu'25 na złożenie wniosku rejestracyjnego do EMA – w czerwcu regulator nie zgłosił zastrzeżeń formalnych do wniosku, rozpoczynając tym samym jego przegląd merytoryczny.

BCX uzyskał również oczekiwaną dotację na budowę zakładu produkcyjnego od PARP w kwocie 17.4mln PLN, co stabilizuje środki własne na nakłady inwestycyjne i wydłuża cash runway spółki o ok. dodatkowe 6 miesięcy. Lekkim cieniem na kursie położyła się informacja o wydłużeniu czasu odpowiedzi na pytania EMA w projekcie BCX-CM-J. Pomimo szacowanych ok. 6-cio miesięcznych opóźnień w procesie rejestracji produktu, podtrzymujemy nasze view, że Bioceltix ma perspektywę ważnych wiadomości regulacyjnych i klinicznych w najbliższych miesiącach.

Oczekujemy, że kolejne kluczowe wydarzenia związane z rejestracją mogą nastąpić w 2H25, zaś komercjalizacje możliwe są w perspektywie 2025/2026 w miarę zbliżania się do końca procedury EMA. Biorąc pod uwagę dalszy potencjał regulacyjny oraz możliwość zawarcia pierwszych umów licencyjnych, utrzymujemy rekomendację „Kupuj” dla akcji Bioceltix, z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 124.0 PLN, co oznacza 18% potencjał wzrostu względem bieżącego kursu.

BCX-EM: best in class? Zaprezentowane dodatkowe analizy w praktyce oznaczają, że wyniki BCX-EM w porównaniu do placebo potwierdzają wysoki potencjał produktu jako skutecznego leku w terapii osteoartrozy u koni (redukcja kulawizny, obrzęku, bólu stawowego). Potwierdzone zostały również parametry bezpieczeństwa terapii (brak ciepłoty w miejscu podania), podtrzymujemy tezę, że projekt rozwijany przez BCX może uzyskać status najlepszej terapii w swojej klasie ze względu na wysoką skuteczność redukcji kulawizny i bólu, wysoki poziom bezpieczeństwa oraz potencjalną cenę terapii (m.in. vs obecny na rynku preparat Horstem).

Aktualizacja terminów realizacji projektów- opóźnienie rejestracji projektu BCX-CM-J o ok. 6 miesięcy. W kwietniu'25 BCX podjął decyzję w sprawie aktualizacji terminów realizacji projektów dotyczących kandydatów na produkty lecznicze BCX-CM-J, BCX-CM-AD oraz BCX-EM: 1) w przypadku BCX-CM-J nastąpi wydłużenie terminu złożenia odpowiedzi do EMA, 2) w przypadku BCX-CM-AD wyniki badania klinicznego zostaną udostępnione częściowo w kwietniu, a częściowo do końca maja 2025 roku, 3) w przypadku BCX-EM złożenie dossier rejestracyjnego planowane jest do końca kwietnia 2025 roku.

Opóźnienie rejestracji głównego kandydata na lek- wzrost ryzyka dla projektów BCX? Z punktu zmiany harmonogramu rejestracji wiodącego projektu BCX informacja przesuwu rejestrację pierwszego projektu z 2H25 na 1H26. Pierwotnie zakładaliśmy, że spółka przedstawi odpowiedzi na pytania EMA w perspektywie 1H/2H25, co umożliwiałoby uzyskanie decyzji rejestracyjnej jeszcze w 2025. Obecnie szacujemy, że czas przygotowania odpowiedzi i procedowania wniosku rejestracyjnego może wydłużyć się o ok. 6 mies. Jednocześnie, warto podkreślić dobry plan rejestracji projektu BCX-CM-AD. Projekt zostanie zgłoszony do rejestracji jako rozszerzenie stosowania produktu BCX-CM-J o nowe wskazanie terapeutyczne. W podejściu takim nie będzie wymagana ponowna walidacja wytwarzania lub jakiegokolwiek zaangażowanie ze strony GIF, BCX powinien uzyskać rejestrację rynkową produktów w 1H26, przed tym momentem identyfikujemy możliwość zawarcia pierwszych umów dystrybucyjnych.

Otrzymanie dofinansowania od PARP na budowę zakładu produkcyjnego. W kwietniu'25 BCX otrzymał informację o pozytywnej ocenie dokonanej przez PARP w konkursie "Ścieżka SMART" ogłoszonym przez PARP w ramach programu FENG. Całkowita wartość wydatków kwalifikowanych netto wynosi ok. 49.6mln PLN, w tym wartość wnioskowanego dofinansowania wynosi 17.4mln PLN. Pozytywna decyzja dot. dofinansowania projektu ograniczy nakłady środków własnych na przygotowanie fabryki, co minimalizuje ryzyko dodatkowego zapotrzebowania na kapitał przed zawarciem pierwszych umów dystrybucyjnych i rozpoczęciu sprzedaży rynkowej preparatów BCX.

Kluczowy newsflow Bioceltix: założenia TDM. 1) BCX-CM-J: możliwość zawarcia umowy dystrybucyjnej (2H25/1H26); dopuszczenie produktu do obrotu rynkowego (koniec 1H26); 2) BCX-CM-AD: zakończenie prac nad dossier i złożenie dokumentacji rejestracyjnej do EMA (1H25/2H25); 3) BCX-EM: pierwszy feedback merytoryczny od EMA (4Q25).

Wycena. Szacujemy 12-miesięczny horyzont cen akcji Bioceltix na poziomie 124.0 PLN (+19% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, przesunęliśmy termin rejestracji projektu BCX-CM-J na 2026r. oraz zwiększyliśmy prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji projektu BCX-CM-AD z 80% na 85% oraz BCX-EM z 85% na 90%.

Czynniki ryzyka. Najważniejsze czynniki ryzyka obejmują: 1) ryzyko niepowodzenia w rozwoju projektu, 2) opóźnienia w realizacji poszczególnych etapów rozwoju, 3) ryzyka regulacyjne i komercjalizacyjne (brak umów partnerskich, ryzyko niższej sprzedaży rynkowej vs założenia), 4) zmiany w parametrach sukcesu klinicznego, udziałach rynkowych, stawkach tantiem i przedłużenie etapów klinicznych oraz 5) wzrost konkurencji na rynku. Bardziej szczegółowy opis znajduje się na stronie 11.

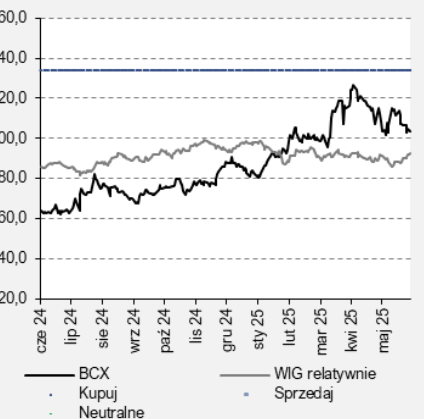
Kupuj
Poprzednia: Kupuj

Cena docelowa: 124 PLN
Potencjał wzrostu: +19%

DANE SPÓŁKI

Ticker	BCX		
Sektor	Biotech & MedTech		
Kurs (PLN)	104		
52 tyg. min/max (PLN)	62 / 129		
średnioważona liczba akcji (mln szt.)	4.9		
Kapitalizacja (mln PLN)	514		
Free-float	61%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	1.2		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-9%	4%	66%

KURS NA TLE WIG



REKOMENDACJE	Data	Wycena
Kupuj	16.04.2025	135
Kupuj	05.12.2024	133
Kupuj	20.10.2024	129
Kupuj	29.07.2024	130

AKCJONARIAT	Udział %
Kvarko Group ASI	9.6%
PZU TFI	9.1%
Total FIZ	7.5%
Łukasz Bzdzion	7.4%
Alternative Solution ASI SA	5.2%
Pozostali	61.2%

WAŻNE DATY

Raport 1H25	30.09.2025
Raport 3Q25	27.11.2025

ANALITYK
Katarzyna Kosiorek

Podsumowanie inwestycyjne

Bardzo dobre parametry bezpieczeństwa i skuteczności projektu BCX-EM. W badaniu klinicznym uzyskano oczekiwane i korzystne wyniki w pierwszorzędownym oraz wszystkich drugorzędowych punktach końcowych, co zdaniem BCX jednoznacznie potwierdza bezpieczeństwo stosowania i skuteczność kandydata na produkt leczniczy BCX-EM zarówno w krótkim, jak i dłuższym terminie od podania. Wyniki analiz dodatkowych (dla dnia 84+/-5 od dnia podania badanego produktu leczniczego lub placebo) wykazały redukcję kulawizny u koni na poziomie ok. 75%, całkowite zmniejszenie obrzęku stawu u ok. 50% pacjentów, brak ciepłoty w miejscu podania oraz minimalizację bólu w reakcji na nacisk u ponad 96% pacjentów.

BCX-EM: best in class? Zaprezentowane dodatkowe analizy w praktyce oznaczają, że wyniki BCX-EM w porównaniu do placebo potwierdzają wysoki potencjał produktu jako skutecznego leku w terapii osteoartrozy u koni (redukcja kulawizny, obrzęku, bólu stawowego). Potwierdzone zostały również parametry bezpieczeństwa terapii (brak ciepłoty w miejscu podania). Podtrzymujemy tezę, że projekt rozwijany przez BCX może uzyskać status najlepszej terapii w swojej klasie ze względu na wysoką skuteczność redukcji kulawizny i bólu, wysoki poziom bezpieczeństwa oraz potencjalną cenę terapii (m.in. vs obecny na rynku preparat Horstem).

Aktualizacja terminów realizacji projektów- opóźnienie rejestracji projektu BCX-CM-J o ok. 6 miesięcy. W kwietniu'25 BCX podjął decyzję w sprawie aktualizacji terminów realizacji projektów dotyczących kandydatów na produkty lecznicze BCX-CM-J, BCX-CM-AD oraz BCX-EM: 1) w przypadku BCX-CM-J nastąpi wydłużenie terminu złożenia odpowiedzi do EMA, 2) w przypadku BCX-CM-AD wyniki badania klinicznego zostaną udostępnione częściowo w kwietniu, a częściowo do końca maja 2025 roku, 3) w przypadku BCX-EM złożenie dossier rejestracyjnego planowane jest do końca kwietnia 2025 roku. Powodem opóźnienia jest nałożenie się realizacji zadań związanych z udzielaniem odpowiedzi do EMA oraz zadań wynikających z Rozporządzenia Ministra Zdrowia z dnia 4 grudnia 2024 roku- rozporządzenie nakłada na BCX obowiązek dostosowania farmaceutycznego systemu jakości oraz systemu produkcji do nowych wytycznych, dotyczących przede wszystkim systemu zarządzania ryzykiem oraz kontroli czystości środowiska produkcyjnego.

Opóźnienie rejestracji głównego kandydata na lek- wzrost ryzyka dla projektów BCX? Z punktu zmiany harmonogramu rejestracji wiodącego projektu BCX informacja przesuwająca rejestrację pierwszego projektu z 2H25 na 1H26. Pierwotnie zakładaliśmy, że spółka przedstawi odpowiedzi na pytania EMA w perspektywie 1H/2H25, co umożliwiłoby uzyskanie decyzji rejestracyjnej jeszcze w 2025. Obecnie szacujemy, że czas przygotowania odpowiedzi i procedowania wniosku rejestracyjnego może wydłużyć się o ok. 6 mies. Jednocześnie, warto podkreślić dobry plan rejestracji projektu BCX-CM-AD. Projekt zostanie zgłoszony do rejestracji jako rozszerzenie stosowania produktu BCX-CM-J o nowe wskazanie terapeutyczne. W podejściu takim nie będzie wymagana ponowna walidacja wytwarzania lub jakiegokolwiek zaangażowanie ze strony GIF, a dialog z EMA powinien ograniczyć się do kwestii związanych z mechanizmem działania oraz bezpieczeństwem i skutecznością produktu. Dodatkowo, w toku takiej ścieżki rejestracyjnej produkt BCX-CM-AD, pomimo późniejszego złożenia wniosku, powinien zostać zarejestrowany w szybkim trybie rejestracji. =Tym samym, BCX powinien uzyskać rejestrację rynkową produktów w 1H26, przed tym momentem identyfikujemy możliwość zawarcia pierwszych umów dystrybucyjnych.

Otrzymanie dofinansowania od PARP na budowę zakładu produkcyjnego. W kwietniu'25 BCX otrzymał informację o pozytywnej ocenie dokonanej przez PARP w konkursie "Ścieżka SMART" ogłoszonym

przez PARP w ramach programu FENG. Całkowita wartość wydatków kwalifikowanych netto wynosi ok. 49.6mln PLN, w tym wartość wnioskowanego dofinansowania wynosi 17.4mln PLN. Pozytywna decyzja dot. dofinansowania projektu ograniczy nakłady środków własnych na przygotowanie fabryki, co minimalizuje ryzyko dodatkowego zapotrzebowania na kapitał przed zawarciem pierwszych umów dystrybucyjnych i rozpoczęciu sprzedaży rynkowej preparatów BCX.

Start aktywności nowego zakładu- 2H26. Obecna wytwórnia powinna dostarczyć do 30 tys. dawek terapeutycznych produktu na osteoartrozę u psów rocznie. To wystarczający wolumen do przeprowadzenia pilotażowej sprzedaży na wybranych rynkach, po dopuszczeniu pierwszego produktu do obrotu. Nowy zakład powstanie we Wrocławiu, a jego uruchomienie powinno nastąpić w 2H26. Wytwórnia zlokalizowana zostanie na powierzchni około 1200 m². W pierwszym pełnym roku funkcjonowania wytwórnia powinna osiągnąć zdolność produkcyjną na poziomie co najmniej 100 tys. dawek terapeutycznych produktu na osteoartrozę.

Kluczowy newsflow Bioceltix: założenia TDM. 1) BCX-CM-J: możliwość zawarcia umowy dystrybucyjnej (2H25/1H26); dopuszczenie produktu do obrotu rynkowego (koniec 1H26); 2) BCX-CM-AD: zakończenie prac nad dossier i złożenie dokumentacji rejestracyjnej do EMA (1H25/2H25); 3) BCX-EM: pierwszy feedback merytoryczny od EMA (4Q25).

Wycena. Szacujemy 12-miesięczny horyzont cen akcji Bioceltix na poziomie 124.0 PLN (+19% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, przesunęliśmy termin rejestracji projektu BCX-CM-J na 2026r. oraz zwiększyliśmy prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji projektu BCX-CM-AD z 80% na 85% oraz BCX-EM z 85% na 90%.

Czynniki ryzyka. Najważniejsze czynniki ryzyka obejmują: 1) ryzyko niepowodzenia w rozwoju projektu, 2) opóźnienia w realizacji poszczególnych etapów rozwoju, 3) ryzyka regulacyjne i komercjalizacyjne (brak umów partnerskich, ryzyko niższej sprzedaży rynkowej vs założenia), 4) zmiany w parametrach sukcesu klinicznego, udziałach rynkowych, stawkach tantiem i przedłużenie etapów klinicznych oraz 5) wzrost konkurencji na rynku. Bardziej szczegółowy opis znajduje się na stronie 11.

WYCENA

ZAŁOŻENIA OGÓLNE

- 1) Przedstawiona wycena Bioceltix opiera się na metodzie rNPV (wartości bieżącej netto skorygowanej o ryzyko), która jest podstawową metodą stosowaną do wyceny firm biotech/medtech w fazie rozwoju projektów R&D. Metoda ta modyfikuje wycenę DCF, dostosowując ją do prawdopodobieństwa, że cząsteczka/terapia pomyślnie przejdzie do kolejnej fazy badań klinicznych, a ostatecznie przejdzie etap rejestracji rynkowej.
- 2) Przyjęliśmy okres prognozy 2025–2040. Zakładamy, że przez większość tego okresu projekty BCX nie będą objęte ochroną patentową. Firma przyjęła strategię braku patentowania kluczowych procesów produkcyjnych, aby nie ujawniać „stanu techniki”. Proces produkcji terapii opartych na komórkach macierzystych jest skomplikowaną techniką, charakteryzującą się wysoką barierą wejścia do wybranej technologii. Jednakże nie wykluczamy, że w okresie prognozy Bioceltix może być narażony na negatywny wpływ konkurencji w obszarze terapii komórkowych, jak również na inne konkurencyjne rozwiązania w wybranych obszarach terapeutycznych. Dlatego zastosowaliśmy założenie negatywnego wpływu konkurencji oddziałującego po ok. 5 latach od wprowadzenia produktów BCX na rynek, prowadzący do redukcji docelowego rynku pacjentów i pojawienia się presji na koszt oferowanej terapii (efekt około 30% redukcji w powyższych aspektach w okresie prognozy od 2031 roku.)
- 3) Ostateczna wycena jest sumą częściowych wycen (SOTP) projektów R&D dla określonych wskazań terapeutycznych: **1)** BCX-CM-J w osteoartrozie psów; **2)** BCX-CM-AD w atopowym zapaleniu skóry psów oraz **3)** BCX-EM w terapii osteoartrozy koni.
- 4) Informacje na temat wskaźników sukcesu klinicznego w wskazaniach weterynaryjnych są ograniczone. W założeniach wycenowych przyjęliśmy prawdopodobieństwa sukcesu oparte na danych opublikowanych dla badań klinicznych u ludzi (Wong Chi et al. 2019. Estimation of Clinical Trial Success Rates and Related Parameters. Biostatistics (20); 2; 273–286) oraz w raportach branżowych (Cancer Drugs Are The Least Likely to Receive FDA Approval, www.fortune.com, maj 2016 (rozwój kliniczny)). Naszym zdaniem, takie podejście przekłada się na bardziej rygorystyczne i bezpieczne założenia wyceny. Każda ułatwienie regulacyjne (EMA, FDA) w zakresie terapii weterynaryjnych oznaczałoby cenny potencjał wzrostu wyceny projektów BCX.
- 5) Zakładamy, że dla projektów BCX umowy partnerskie będą podpisywane na etapie zakończonych badań klinicznych przed rejestracją projektów na rynku UE. W naszych założeniach nie uwzględniamy możliwości rejestracji i sprzedaży na rynku amerykańskim z powodu braku zaawansowanego etapu procesu regulacyjnego. Od momentu podpisania umowy partnerskiej zakładamy, że partner przejmie rozwój sprzedaży projektów. BCX będzie odpowiedzialny za produkcję dawek terapeutycznych (ze względu na złożoność procesu technologicznego) i będzie uprawniony do otrzymywania opłat licencyjnych od sprzedaży rynkowej leków.

- 6) Zakładamy całkowite koszty związane z badaniami klinicznymi i rozwojem nowego zakładu produkcyjnego do końca 2026 roku na poziomie ok.14-16mln EUR. W ramach naszych założeń wyceny dalsze prace badawczo-rozwojowe i rozszerzenie zdolności produkcyjnych będą finansowane ze środków zabezpieczonych przez BCX: **1)** obecnego stanu gotówki (32mln PLN, na koniec 1Q25); **2)** finansowania z grantu PARP (18mln PLN) oraz 3) potencjalnej transakcji sprzedaży licencji przynajmniej jednego projektu do 1H26 (20-25mln PLN), które powinny zabezpieczyć finansowanie operacyjne do końca 2026 roku.
- 7) W prognozach sprzedaży potencjalnych terapii BCX korzystamy z własnych założeń dotyczących docelowej populacji pacjentów. Założenie to opiera się na danych statystycznych dotyczących liczby psów i koni w UE, a także raportach rynkowych dotyczących rozpowszechnienia osteoartrozy i atopowego zapalenia skóry u psów i koni. Koszt pojedynczej dawki terapii oparto na kosztach terapii konkurencyjnych z uwzględnieniem złożoności technologicznej procesu produkcji (pozyskiwanie materiału źródłowego, dawki terapeutyczne). Koszt produkcji dawek przyjęto na podstawie własnych założeń dotyczących procesów produkcji innych terapii komórkowych. Potencjalny udział rynkowy terapii BCX oparto na historycznych poziomach sprzedaży nowo zarejestrowanych leków w terapii weterynaryjnej i komórkowej (Sekcja założeń finansowych).
- 8) Zakładamy parametry umów partnerskich (płatność upfront) na poziomie 5-10% mediany całkowitych wartości porównywalnych transakcji w zakresie terapii weterynaryjnych (dyskonto w stosunku do transakcji porównywalnych ze względu na brak track recodu spółki w zakresie umów współpracy). Analizowane transakcje porównywalne dotyczące terapii weterynaryjnych to w większości procesy fuzji i przejęć – zakładamy, że w przypadku możliwej transakcji BCX i partnerów konstrukcja transakcji może się różnić ze względu na element produkcyjny, który pozostałby w biznesie BCX. Dlatego zakładamy niewielką płatność z góry (5-10 mln EUR w momencie zawarcia transakcji) oraz znaczący dwucyfrowy poziom stawek licencyjnych (20-25%).
- 9) Kurs EUR/PLN 4,3; USD/EUR do celów określenia wielkości rynku przyjęto 0,89.
- 10) Premia za ryzyko specyficzna dla projektów badawczych została uwzględniona w prawdopodobieństwie zakończenia różnych faz badań klinicznych i odzwierciedlona w obliczeniach FCF. Średnioważony koszt kapitału (stopa dyskontowa) została przyjęta na poziomie 18% (założenie oparte na analizie firm z sektora biotech, New York Stern Database 2025).
- 11) Efektywna stopa podatkowa - 19%.

Wycena. Szacujemy 12-miesięczny horyzont cen akcji Bioceltix na poziomie 124.0 PLN (+19% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, przesunęliśmy termin rejestracji projektu BCX-CM-J na 2026r. oraz zwiększyliśmy prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji projektu BCX-CM-AD z 80% na 85% oraz BCX-EM z 85% na 90%.

BCX: podsumowanie wyceny.

	mPLN	Wycena PLN/akcje	% wyceny	Wycena (mln PLN) *			Wycena (%)*		
				Deal value	Royalties	TV	Deal value	Royalties	TV
Projekty na etapie badań klinicznych									
BCX-CM-J	271.8	55.2	55%	24.6	227.2	20.0	5%	46%	4%
BCX-CM-AD	145.7	29.6	29%	25.5	112.0	8.2	5%	23%	2%
BCX-EM	76.3	15.5	15%	18.0	53.4	4.9	4%	11%	1%
Wycena projektów R&D	494	100	100%	68	393	33	14%	80%	7%
Koszty (R&D, centrum produkcyjne)	-50.3								
Gotówka 1Q25	32.6								
Wycena BCX (1/1/2025)	476	96.7							
TP 12M =124 PLN/akcje									

* wycena bez uwzględnienia kosztów projektów R&D

Źródło: Trigon

BCX: podsumowanie założeń wycenowych.

Projekt	Badanie bezpieczeństwa (TAS)	Proof of Concept study & Pivotal study	Rejestracja EMA	Start sprzedaży	Sprzedaż / royalties
BCX-CM-J					
	Osteoartrza (psy)				
czas trwania			1	1	1
rok zakończenia danego etapu	2023	2024	2026	2027	2028
upfront payment i milestone (EURm)			5		
prawd. sukcesu w danej fazie (%)*	100%	100%	90%	95%	100%
skum. prawd. (%)	100%	100%	90%	86%	86%
BCX-CM-AD					
	AZS (psy)				
czas trwania (lata)		2	1	1	1
rok zakończenia danego etapu	2023	2025	2026	2027	2028
upfront payment i milestone (EURm)			10		
prawd. sukcesu w danej fazie (%)*	100%	60%	85%	95%	100%
skum. prawd. (%)	100%	60%	51%	48%	48%
BCX-EM					
	Zapalenie stawów (konie)				
czas trwania (lata)		1	1	1	1
rok zakończenia danego etapu	2023	2024	2026	2027	2029
upfront payment i milestone (EURm)			5		
prawd. sukcesu w danej fazie (%)*	100%	80%	90%	95%	100%
skum. prawd. (%)	100%	80%	72%	68%	68%

* Źródło: Cancer Drugs Are The Least Likely to Receive FDA Approval, www.fortune.com, 2016; Wong Chi et al. 2019. Estimation of clinical trial success rates and related parameters. Biostatistics (20); 2; 273–286

Źródło: Trigon

ZAŁOŻENIA DOT. KOSZTÓW

Do końca 2026 roku zakładamy, że Bioceltix zainwestuje ok. 50 -52mln na rozwój projektów R&D oraz przygotowanie nowego centrum produkcyjnego. W prognozach uwzględniliśmy założenia spółki dotyczące przeznaczenia ok. 10mln PLN na prace badawczo-rozwojowe, jednak z punktu widzenia bezpieczeństwa prognoz zakładamy, że powyższy budżet może dodatkowo wzrosnąć ze względu na rosnącą presję inflacyjną o dodatkowe 2-3mln PLN. Zakładamy ok. 4mln PLN na finalizację rozwoju klinicznego projektu BCX-CM-AD w obszarze atopowego zapalenia skóry u psów; ok. 3mln PLN na procesy rejestracyjne projektów BCX-CM-J i BCX-EM oraz 2-3mln PLN na rozwój innych wczesnych projektów badawczo-rozwojowych. W naszym założeniu kosztowym uwzględniamy źródła gotówki niezbędne do przygotowania nowego zakładu produkcyjnego (25 mln PLN) oraz koszty SG&A (10-15mln PLN).

WYCENA PORÓWNAWCZA

W grupie spółek porównywalnych dla Bioceltix wyróżniliśmy grupę firm, działających na globalnym rynku farmaceutycznym. W obszarze rozwoju i/ sprzedaży produktów weterynaryjnych i rozwijających terapie komórkowe.

Wycena porównawcza obejmuje:

- Wycena na podstawie mediany wskaźnika P/E dla lat 2025–2027E;
- Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBITDA dla lat 2025–2027E;
- Wycena na podstawie mediany wskaźnika EV/EBIT dla lat 2025–2027E.

Końcowa wycena porównawcza to średnia z powyższych trzech metod. Każdej z nich przypisano równą wagę wynoszącą 33%. Każda z grup porównawczych ma równy udział w wycenie. Z zastosowaniem metody wyceny porównawczej akcje Bioceltix mogłyby być wycenione na poziomie 87 PLN za akcję, jednakże ze względu na znaczące różnice w modelach biznesowych porównywalnych spółek, jako główną metodę wyceny akcji BCX przyjęliśmy metodę rNPV.

Wycena akcji BCX metodą porównawczą.

WYCENA PORÓWNAWCZA	TICKER	MC (PLN)	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
			2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Bioceltix SA	BCX PW EQUITY	563	24.3	9.7	-	39.2	7.0	91.1			
Zoetis Inc.	ZTS US Equity	288,800	26.2	25.8	22.5	18.5	18.0	18.4	23.5	22.1	21.8
Elanco Animal Health Inc.	ELAN US Equity	26,220	15.6	14.6	12.3	12.1	10.5	8.7	14.1	12.5	11.1
BioInvent International AB	BINV SS Equity	963	-	-	-	-	-	10.2	-	-	-
Santhera Pharmaceuticals Holdin SANN SW Equity		853	-	51.3	26.7	-	12.9	9.4	-	-	-
Frontage Holdings Corp	1521 HK Equity	1,098	16.0	14.4	14.4	13.3	10.8	7.2	-	-	-
Fennec Pharmaceuticals Inc	FRX CN Equity	890	43.9	10.1	5.6	13.5	7.7	-	-	-	-
Mediana			16.0	20.2	18.4	13.3	11.9	9.4	18.8	17.3	16.5
<i>BCX premia/dyskonto</i>			52%	-52%	-	195%	-41%	871%	-100%	-100%	-100%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)			69	218	-18	40	166	25	45	222	19
waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
waga wskaźnika				33%			33%			33%	
Wartość 1 akcji (PLN)			87								

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

WYCENA SOTP METODĄ RNPV

BCX-CM-J

- 1) **Główny obszar terapeutyczny:** osteoartroza u psów
- 2) **Aktualny status projektu:** procedura rejestracyjna w EMA
- 3) **Liczba psów w UE w 2024 r.:** 106,8 mln (źródło: statista.com)
- 4) **Zachorowalność psów w 2025r.:** 20–25% całej populacji psów (źródło: caninearthritis.co.uk/what-is-arthritis, 2024)
- 5) **CAGR 2024–2030 (%) rynku osteoartrozy u psów:** 4,8% (źródło: raport GMinights 2024)
- 6) **Szacowany udział w rynku terapii BCX:** 3,0% udziału w rynku (założenie własne)
- 7) **Czas trwania i prawdopodobieństwo zakończenia kliniki i rejestracji rynkowej:** na podstawie Wong Chi i in. 2019. Estimation of clinical trial success rates and related parameters. Biostatics (20); 2; 273–286

Wycena projektu:

BCX-CM-J	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P
milestone (EURm)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
liczba pacjentów (mln)	0.632	0.663	0.695	0.728	0.763	0.799	0.838	0.865	0.892	0.921	0.950	0.981	1.012	1.045	1.078	1.112
dynamika zachorowalności (y/y)	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
liczba dawek w roku przyjmowana przez p	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
cena dawki (EUR)	270.0	270.0	270.0	270.0	270.0	270.0	270.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0
BCX zdolność produkcyjna (mln / rok)	0.00	0.02	0.03	0.05	0.10	0.20	0.40	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	1.80	1.80
Sprzedaż (EURm)	0	5	13	20	41	86	181	187	257	332	411	494	583	677	699	721
Koszt produkcji pojedynczej dawki (EUR)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7	26.7
Koszt produkcji rocznej (EURm)	0.0	0.3	0.7	1.0	2.0	4.0	8.0	16.0	21.3	26.7	32.0	37.3	42.7	48.0	48.0	48.0
Przychody z produkcji (EURm)	0.0	3.8	8.5	12.5	25.0	50.0	100.0	92.0	122.7	153.3	184.0	214.7	245.3	276.0	276.0	276.0
BCX royalties (%)	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	5.9	2.1	3.1	6.1	12.3	24.5	22.5	30.1	37.6	45.1	52.6	60.1	67.6	67.6	67.6
prawdopodobieństwo	100%	90%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
milestone	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Royalties (EURm)	0.0	5.3	1.8	2.6	5.2	10.5	20.9	19.3	25.7	32.1	38.5	45.0	51.4	57.8	57.8	57.8
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobień	0.0	9.8	1.8	2.6	5.2	10.5	20.9	19.3	25.7	32.1	38.5	45.0	51.4	57.8	57.8	57.8
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	42.3	7.7	11.3	22.5	45.0	90.1	82.9	110.5	138.1	165.7	193.4	221.0	248.6	248.6	248.6
Przychody netto ze sprzedaży razem (Pl	0.0	42.3	7.7	11.3	22.5	45.0	90.1	82.9	110.5	138.1	165.7	193.4	221.0	248.6	248.6	248.6
stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	34.2	6.2	9.1	18.2	36.5	73.0	67.1	89.5	111.9	134.2	156.6	179.0	201.4	201.4	201.4
stopa dyskontowa	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
współczynnik dyskontujący	0.85	0.72	0.61	0.52	0.44	0.37	0.31	0.27	0.23	0.19	0.16	0.14	0.12	0.10	0.08	0.07
DFCF	0.0	24.6	3.8	4.7	8.0	13.5	22.9	17.9	20.2	21.4	21.7	21.5	20.8	19.8	16.8	14.3
DFCF sum (mln PLN)	251.8															
g	-10%															
Residual value (TV)	647.3															
Present TV	20.0															
Wycena (PLNm)	271.8															

Źródło: Trigon

BCX-CM-AD

- 1) **Główny obszar terapeutyczny:** atopowe zapalenie skóry (AZS) u psów
- 2) **Aktualny status projektu:** ocena skuteczności terapeutycznej
- 3) **Liczba psów w UE w 2024 r.:** 105.4m (źródło: statista.com)
- 4) **Zachorowalność psów w 2025r.:**15-20% całej populacji psów (Źródło: www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC10874193/)
- 5) **CAGR 2024–2030 (%) rynku AZS u psów:** 4.5% (źródło: CoherentMarketInsights report 2024)
- 6) **Szacowany udział w rynku terapii BCX:** 2.5% (założenie własne)
- 7) **Czas trwania i prawdopodobieństwo zakończenia kliniki i rejestracji rynkowej:** podstawie Wong Chi et al. 2019. Estimation of clinical trial success rates and related parameters. Biostatistics (20); 2; 273–286

Wycena projektu:

BCX-CM-AD	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P
milestone (EURm)	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
liczba pacjentów (mln)	0.395	0.413	0.432	0.451	0.471	0.493	0.515	0.530	0.546	0.562	0.579	0.597	0.615	0.633	0.652	0.672
dynamika zachorowalności (y/y)	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
liczba dawek w roku przyjmowana przez p	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
cena dawki (EUR)	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0	360.0
BCX zdolność produkcyjna (mln / rok)	0.00	0.00	0.01	0.05	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40	0.45	0.50	0.55	0.60	0.65
Sprzedaż (EURm)	0	0	5	27	54	81	108	90	108	126	144	162	180	198	216	234
Koszt produkcji pojedynczej dawki (EUR)	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	106.7	106.7	106.7	106.7	106.7	106.7	106.7	106.7	106.7
Koszt produkcji rocznej (EURm)	0.0	0.0	0.8	4.0	8.0	12.0	16.0	26.7	32.0	37.3	42.7	48.0	53.3	58.7	64.0	69.3
Przychody z produkcji (EURm)	0.0	0.0	4.6	23.0	46.0	69.0	92.0	63.3	76.0	88.7	101.3	114.0	126.7	139.3	152.0	164.7
BCX royalties (%)	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	10.0	1.4	6.8	13.6	20.4	27.1	18.7	22.4	26.2	29.9	33.6	37.4	41.1	44.8	48.6
prawdopodobieństwo	60%	51%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
milestone	0.0	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Royalties (EURm)	0.0	5.1	0.7	3.3	6.6	9.9	13.1	9.1	10.9	12.7	14.5	16.3	18.1	19.9	21.7	23.5
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobień	0.0	10.2	0.7	3.3	6.6	9.9	13.1	9.1	10.9	12.7	14.5	16.3	18.1	19.9	21.7	23.5
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	43.9	2.8	14.1	28.3	42.4	56.5	38.9	46.7	54.5	62.3	70.1	77.8	85.6	93.4	101.2
Przychody netto ze sprzedaży razem (Pl)	0.0	43.9	2.8	14.1	28.3	42.4	56.5	38.9	46.7	54.5	62.3	70.1	77.8	85.6	93.4	101.2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	35.5	2.3	11.4	22.9	34.3	45.8	31.5	37.8	44.1	50.4	56.8	63.1	69.4	75.7	82.0
stopa dyskontowa	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
współczynnik dyskontujący	0.85	0.72	0.61	0.52	0.44	0.37	0.31	0.27	0.23	0.19	0.16	0.14	0.12	0.10	0.08	0.07
DFCF	0.0	25.5	1.4	5.9	10.0	12.7	14.4	8.4	8.5	8.4	8.2	7.8	7.3	6.8	6.3	5.8
DFCF sum (mln PLN)	137.5															
g	-10%															
Residual value (TV)	263.5															
Present TV	8.2															
Wycena (PLNm)	145.7															

Źródło: Trigon

BCX-EM

- 1) **Główny obszar terapeutyczny:**
osteoartroza u koni
- 2) **Aktualny status projektu:** ocena skuteczności terapeutycznej (zakończony etap rekrutacji pacjentów)
- 3) **Liczba koni w UE w 2024 r.:** 7.1m (źródło: eurogroupforanimals.org)
- 4) **Zachorowalność koni w 2025r.:** 25% całej populacji koni (źródło: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC9197312/>)
- 5) **CAGR 2024–2030 (%) rynku osteoartrozy u koni:** 3.9% (źródło: <https://www.linkedin.com/pulse/global-horse-racing-market-report-size-growth-cagr-around-howard/>)
- 6) **Szacowany udział w rynku terapii BCX:** 4.0% (założenie własne)
- 7) **Czas trwania i prawdopodobieństwo zakończenia kliniki i rejestracji rynkowej:** podstawie Wong Chi et al. 2019. Estimation of clinical trial success rates and related parameters. Biostatistics (20); 2; 273–286

Wycena projektu:

BCX-EM	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P
milestone (EURm)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
liczba pacjentów (mln)	1.775	1.844	1.916	1.991	2.069	2.150	2.234	2.292	2.351	2.413	2.475	2.540	2.606	2.674	2.744	2.815
dynamika zachorowalności (y/y)	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
liczba dawek w roku przyjmowana przez pacjenta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
cena dawki (EUR)	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	900.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0
BCX zdolność produkcyjna (mln / rok)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
Sprzedaż (EURm)	0	0	1	5	9	18	27	24	30	36	42	48	54	60	66	72
Koszt produkcji pojedynczej dawki (EUR)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Koszt produkcji rocznej (EURm)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4
Przychody z produkcji (EURm)	0.0	0.0	0.9	4.4	8.9	17.7	26.6	23.2	29.0	34.8	40.6	46.4	52.2	58.0	63.8	69.6
BCX royalties (%)	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	5.0	0.3	1.3	2.6	5.2	7.8	6.8	8.6	10.3	12.0	13.7	15.4	17.1	18.8	20.5
prawdopodobieństwo	100%	72%	68%	72%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
milestone	0.0	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Royalties (EURm)	0.0	3.6	0.2	0.9	1.8	3.6	5.4	4.7	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	11.7	12.9	14.0
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobieństwa (EUR)	0.0	7.2	0.2	0.9	1.8	3.6	5.4	4.7	5.9	7.0	8.2	9.4	10.5	11.7	12.9	14.0
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	31.0	0.8	4.0	7.7	15.4	23.0	20.1	25.2	30.2	35.2	40.3	45.3	50.3	55.4	60.4
Przychody netto ze sprzedaży razem (PLNm)	0.0	31.0	0.8	4.0	7.7	15.4	23.0	20.1	25.2	30.2	35.2	40.3	45.3	50.3	55.4	60.4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	25.1	0.6	3.3	6.2	12.4	18.7	16.3	20.4	24.5	28.5	32.6	36.7	40.8	44.8	48.9
stopa dyskontowa	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
współczynnik dyskontujący	0.85	0.72	0.61	0.52	0.44	0.37	0.31	0.27	0.23	0.19	0.16	0.14	0.12	0.10	0.08	0.07
DFCF	0.0	18.0	0.4	1.7	2.7	4.6	5.9	4.3	4.6	4.7	4.6	4.5	4.3	4.0	3.7	3.5
DFCF sum (mln PLN)	71.5															
g	-10%															
Residual value (TV)	157.2															
Present TV	4.9															
Wycena (PLNm)	76.3															

Źródło: Trigon

Czynniki ryzyka

Identyfikujemy kilka głównych czynników ryzyka bezpośrednio związanych z rozwojem innowacyjnych terapii, takich jak ryzyko niepowodzenia rozwoju projektu, opóźnienia czasowe w realizacji poszczególnych etapów rozwoju, ryzyka regulacyjne i komercjalizacyjne (brak umów partnerskich, ryzyko niższej sprzedaży produktów na rynku). Wyróżniamy także kilka czynników związanych z głównymi założeniami naszej wyceny, takich jak zmiany w wskaźnikach sukcesu klinicznego, udziały rynkowe, stawki royalties oraz przedłużenia trwania faz klinicznych (patrz sekcja Analiza wrażliwości wyceny). Wśród innych czynników ryzyka identyfikujemy ryzyka związane ze zwiększoną konkurencją, aspekty związane z dotacjami, utratę kadry naukowej, ryzyka prawne związane z własnością praw IP oraz czynniki makroekonomiczne.

Ryzyko niepowodzenia projektów rozwoju nowych leków.

Proces rozwoju nowych leków/terapii wiąże się z wysokim poziomem ryzyka niepowodzenia. Jest to szczególnie istotne w przypadku rozwoju nowych leków/terapii, których mechanizmy działania koncentrują się na nowych celach molekularnych lub nowych schematach terapeutycznych. W zależności od obszaru terapeutycznego, skumulowane prawdopodobieństwo przejścia z fazy 1 badań klinicznych do rejestracji w badaniach u ludzi wynosi od 5% do 12%, z wyjątkiem wskazań dotyczących rzadkich chorób, dla których prawdopodobieństwo wynosi 25% (Nature Drugs Review 2020, Fortune 2016). Ze względu na plan komercjalizacji projektów BCX na zaawansowanym etapie rejestracji rynkowej, duże ryzyko rozwoju klinicznego i rejestracji ponosi Bioceltix. Szacujemy skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu klinicznego od 16 do 50%, w zależności od wskazania terapeutycznego projektu. Do 2026 roku Bioceltix planuje wydać 4,2mln EUR na rozwój B+R, co nakłada znaczący poziom ryzyka finansowego na bilans firmy. W naszych prognozach zakładamy zawarcia umów współpracy na etapie rejestracji rynkowej produktów. Nie można zatem całkowicie wykluczyć ryzyka niepowodzenia projektów przed osiągnięciem zakładanego etapu komercjalizacji.

Ryzyko rejestracji terapii opartych na MSC.

Komórki macierzyste znajdują się między istniejącymi klasyfikacjami prawnymi, będąc produktem biologicznym bez wyraźnego mechanizmu immunologicznego i bez jednoznacznych cech chemicznych/farmaceutycznych. W dużej mierze rozwój nowego produktu odbywa się w niesprecyzowanym protokole. W przypadku nowych rozwiązań terapeutycznych, szczególnie terapii komórkowych, regulatorzy mogą być bardziej sceptyczni w wydawanych wytycznych i rekomendacjach. W EMA, Ad Hoc Expert Group on Veterinary Novel Therapies (grupa ADVENT) opracowała dokumenty Q&A z częściowymi poradami. W 2016 roku opublikowano cztery oświadczenia dotyczące komórek macierzystych do konsultacji, prosząc o opinię ekspertów w zakresie opracowywania terapii komórkowych. Trzy opinie eksperckie opublikowano w 2017 roku, które dotyczyły zagadnień takich jak sterylność komórek macierzystych, czynniki zewnętrzne i aspekt procesu nowotworzenia. Specyficzne pytania dotyczące bezpieczeństwa docelowego zwierzęcia w odniesieniu do produktów opartych na komórkach macierzystych są w trakcie finalizacji. Kilka terapii opartych na komórkach macierzystych spotkało się z negatywnymi opiniami regulatorów od FDA lub EMA (np. Horse Allo 20 w 2018 roku). Z tego powodu większe ryzyko rejestracji dla produktów komórkowych w porównaniu ze standardowymi lekami jest ważnym aspektem wpływającym na aspekt wyceny projektów terapii komórkowych.

Ryzyko opóźnień w projektach rozwoju nowych leków.

Rozwój innowacyjnych projektów jest złożonym zadaniem badawczym, które, oprócz elementów projektowania substancji leczniczej, wymaga również wielu badań podstawowych w celu scharakteryzowania celu molekularnego i szlaków biologicznych, na które wpływa. Rozwój terapii, dla której nie ma porównywalnych związków działających na globalnym rynku farmaceutycznym, może wiązać się z dłuższym procesem optymalizacji formy farmakologicznej, procesu produkcyjnego oraz planowania i realizacji badań klinicznych w porównaniu z dobrze znanymi substancjami leczniczymi. Z tego powodu opóźnienia w fazach klinicznych BCX, jako nowych terapii z użyciem komórek MSC, nie może być wykluczone.

Ryzyko zwiększonej konkurencji. Bioceltix konkuruje swoimi programami z innymi graczami obecnymi na rynku weterynaryjnym. Terapie opracowywane przez BCX reprezentują nowoczesne formy terapii, co przekłada się na minimalizację ryzyka związanego z wcześniejszą rejestracją leków o identycznej formie lub mechanizmie działania. Jednakże, w wybranych obszarach terapeutycznych Bioceltix może napotkać znaczną konkurencję ze strony obecnych graczy rynkowych (Zoetis, Boehringer Ingelheim, Elanco, Aratana, Nexvet). Potencjalna konkurencja rynkowa może również obejmować firmy opracowujące inne rodzaje leków na te same choroby, co może skutkować mniejszymi udziałami rynkowymi projektów Bioceltix po wprowadzeniu leku na rynek.

Ryzyko zwrotu dotacji. W 2023 roku Bioceltix uzyskał wsparcie finansowe w formie funduszy z programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki (FENG) na ścieżkę rozwoju produktu na atopowe zapalenie skóry u psów, w tym na pokrycie kosztów związanych z prowadzeniem badań klinicznych. Całkowita wartość kwalifikowanych wydatków w projekcie wynosi ponad 17,5mln PLN, z czego wnioskowana kwota dofinansowania wynosi ponad 10,5mln PLN. W sytuacji nieprzestrzegania wymagań zawartych w umowie o dofinansowanie może istnieć ryzyko nakazania zwrotu części lub całości dotacji wraz z odsetkami. Ewentualny nakaz zwrotu całości lub części przyznanej dotacji może skutkować utratą środków, w najgorszym przypadku uniemożliwiając dalszy rozwój projektów R&D. Dotychczas w historii działalności firmy nie było konieczności zwrotu znaczących środków z dotacji.

Ryzyko spadku trendów partnerstwa biotechnologicznego.

W 2021 roku na globalnym rynku farmaceutycznym zauważalnie spowolnił trend dużej liczby transakcji partnerskich. Po skoku zainteresowania globalnymi aktywami biotechnologicznymi w czasie pandemii COVID-19, zainteresowanie Pharmy na inwestowanie w nowe projekty biotechnologiczne wyraźnie zmalał, podobnie jak wartość transakcji IPO, VC. Małe firmy Biotech, o modelach biznesowych nastawionych na komercjalizację, najbardziej ucierpiały w trendzie spadku finansowania transakcyjnego. Jednak obecnie zarówno wśród Big Pharma, jak i inwestorów, zmieniły się nastroje i od 2H23 na globalnym rynku Pharmy obserwuje się pozytywny wpływ na liczbę umów partnerskich. Trzeba mieć na uwadze, że obecne środowisko makroekonomiczne i geopolityczne może ponownie skutkować tendencją do redukcji wydatków na R&D przez globalne koncerny farmaceutyczne, a dostępność finansowania w formie umów partnerskich może zostać ograniczona. W konsekwencji takie ryzyko może przełożyć się na spadek zainteresowania projektami Bioceltix.

Ryzyko związane z utratą kadry naukowej. Działalność BCX zależy od posiadania wysoko wykwalifikowanej kadry naukowej oraz menedżerskiej, posiadającej niezbędne kwalifikacje i doświadczenie w rozwoju terapii opartych na MSC. Utrata kluczowej kadry może negatywnie wpłynąć na możliwości badawcze i realizowane projekty kliniczne. W BCX, nie można całkowicie wykluczyć ryzyka utraty obecnej kadry. Mając na uwadze plany udowy nowego zakładu produkcyjnego, nie można również pominąć ryzyka trudności w rekrutacji nowych pracowników lub zwiększenia kosztów kadrowych w celu pozyskania kluczowej kadry. W celu zminimalizowania takiego ryzyka Bioceltix wprowadził Program Motywacyjny dla menedżerów i pracowników.

Ryzyko walutowe. Firma ponosi koszty badań w Polsce i za granicą, a zatem ponosi wydatki denominowane zarówno w PLN, jak i w walutach obcych. W szczególności firma rozlicza się z niektórymi dostawcami usług badawczych w walutach obcych. Bioceltix planuje również sprzedaż swoich terapii na rynku UE - znaczna część przychodów i kosztów będzie podlegała denominacji w walutach obcych, głównie EUR. W związku z tym nie można wykluczyć, że w przypadku niekorzystnego kursu wymiany PLN/EUR lub PLN/USD może to negatywnie wpłynąć na przepływy pieniężne firmy.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	90.3	17.7
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	0.0	0.0	0.0	0.0	90.3	17.7
Koszty działalności operacyjnej	9.7	15.8	18.8	12.5	10.4	16.6
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	6.4
Zysk brutto na sprzedaży	-9.7	-15.8	-18.8	-12.5	79.9	1.0
Pozostałe przychody operacyjne	0.8	1.8	3.8	10.8	9.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
EBITDA	-9.2	-15.4	-18.3	-10.4	83.2	4.8
EBITDA skor.	-9.2	-15.4	-18.3	-10.4	83.2	4.8
Amortyzacja	0.4	0.4	0.6	2.2	3.3	3.8
EBIT	-9.7	-15.8	-18.8	-12.5	79.9	1.0
Wynik na działalności finansowej	0.1	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
Zysk brutto	-9.0	-15.4	-18.2	-11.9	80.5	-5.8
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	16.6	-1.1
Zysk mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-8.9	-13.7	-18.1	-11.9	97.0	-4.7
Zysk netto skor.	-8.9	-13.7	-14.9	-1.6	70.6	-4.7
marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	88.5%	5.9%
marża EBITDA skor.	-	-	-	-	92.2%	27.2%
marża EBIT	-	-	-	-	88.5%	5.9%
marża netto skor.	-	-	-	-	78.2%	-
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-80%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	236%	-77%	-9%	481%	-	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	-	-	-	-	-94%
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	-	-	-99%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM;

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P
Przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty działalności operacyjnej	4.6	5.5	4.1	4.7	4.6	3.4
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-4.6	-5.5	-4.1	-4.7	-4.6	-3.4
Zysk brutto na sprzedaży	-4.6	-5.5	-4.1	-4.7	-4.6	-3.4
Pozostałe przychody operacyjne	0.4	1.3	0.6	1.5	0.8	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
EBITDA	-4.1	-4.0	-3.3	-3.0	-3.6	-3.2
EBITDA skor.	-4.5	-5.4	-3.9	-4.5	-4.5	-3.2
Amortyzacja	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
EBIT	-4.2	-4.2	-3.5	-3.2	-3.8	-3.4
Wynik na działalności finansowej	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0
Zysk brutto	-4.2	-4.2	-3.4	-3.1	-3.8	-3.4
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-4.2	-4.2	-3.5	-3.0	-3.8	-3.4
Zysk netto skor.	-4.6	-5.5	-4.1	-4.5	-4.6	-3.4
marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor.	-	-	-	-	-	-
marża EBIT	-	-	-	-	-	-
marża netto skor.	-	-	-	-	-	-
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-28.6%	-4.9%	-29.2%	90.7%	2434.0%	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	-	-	-	-	-
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	-	-	-
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM;

Bilans (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	1.6	1.5	2.4	28.2	30.8	34.1
Rzeczowe aktywa trwałe	1.5	1.5	2.4	27.7	30.4	33.7
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość firmy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Należności długoterminowe	0.1	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
Inwestycje długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	6.0	11.2	39.4	14.9	85.6	78.4
Zapasy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4
Należności handlowe	0.2	1.9	5.0	5.2	5.5	5.7
Pozostałe aktywa obrotowe	1.7	0.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Gotówka	4.1	9.3	33.6	8.8	78.8	71.4
Aktywa	7.7	12.7	41.9	43.1	116.4	112.5
Kapitał własny	5.2	10.5	38.4	36.8	107.4	102.7
Kapitał zakładowy	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Pozostałe kapitały	13.7	23.7	52.8	37.9	36.3	106.9
Zysk / strata netto	-8.9	-13.7	-14.9	-1.6	70.6	-4.7
Kapitały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminowe	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Zobowiązania oprocentowane	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Zobowiązania krótkoterminowe	2.2	1.9	2.9	5.7	8.4	9.3
Zobowiązania oprocentowane	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	1.0	1.2	2.9	5.5	8.2	9.1
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.2	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2
Pasywa	7.7	12.7	41.9	43.1	116.4	112.5
Kapitał obrotowy netto	-0.7	0.7	2.1	-0.3	-2.4	-2.9
Dług netto	-4.1	-9.3	-33.6	-8.8	-78.8	-71.4
Dług netto skor.	-4.1	-9.3	-33.6	-8.8	-78.8	-71.4
Dług netto/EBITDA (x)	0.4	0.6	1.8	0.8	-0.9	-14.9
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.8	-0.9	-0.9	-0.2	-0.7	-0.7
ROE (%)	-	-	-	-	98%	-
ROA (%)	-	-	-	-	89%	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	-	-	-	-	-5	-54
Cykl rotacji zapasów (dni)	-	-	-	-	1	8
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	-	-	-	-	22	116
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-	-	-	-	28	179

Źródło: Spółka, Trigon DM;

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-7.9	-14.7	-17.6	2.6	75.8	-0.6
Zysk przed opodatkowaniem	-8.9	-13.7	-14.9	-1.6	70.6	-4.7
Amortyzacja	0.4	0.4	0.6	2.2	3.3	3.8
Zmiany w kapitale obrotowym	1.0	-1.1	-2.6	2.0	2.1	0.6
Zmiana zapasów	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0
Zmiana należności handlowych	0.2	-1.5	-3.1	-0.8	-0.3	-0.3
Zmiana zobowiązań handlowych	0.8	0.5	0.4	2.8	2.7	0.8
Pozostałe OCF	-0.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.2	-0.2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.4	-0.5	-0.1	-27.0	-5.6	-6.6
CAPEX	-0.4	-0.5	-0.2	-27.3	-6.0	-7.0
Pozostałe ICF	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
Przepływy z działalności finansowej	6.3	20.4	42.0	-0.4	-0.2	-0.2
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wpływy z emisji akcji	6.5	20.7	42.8	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe FCF	-0.2	-0.3	-0.9	-0.4	-0.2	-0.2
Przepływy pieniężne netto	-1.9	5.2	24.3	-24.8	70.0	-7.5
Środki pieniężne na początek okresu	6.1	4.1	9.3	33.6	8.8	78.8
Środki pieniężne na koniec okresu	4.1	9.3	33.6	8.8	78.8	71.4

Źródło: Spółka, Trigon DM;

TRIGON DOM MAKLESKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	Piotr Rychlicki	<i>Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat	<i>Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Piotr Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

Disclaimer**Informacje ogólne**

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
 free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
 min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
 średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykł konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – Bioceltix S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Katarzyna Kosiorek

Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wyceny wartości spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV) oraz wycenę porównawczą dla spółek o podobnym modelu działalności.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski 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 Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii Domu Maklerskiego zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegają utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

pośród Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta

Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji animatora emitenta.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta

oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego

nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe

z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał dywidendy od Emitenta.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A.

(dostępnego na stronie internetowej: www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 30.06.2025 godz. 07:50 CET

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 30.06.2025 godz. 08:00 CET