

Research

CEE | Equity Research

Bioceltix

W drodze po rejestrację rynkowe

Biocelix maksymalizuje prace związane z rejestracją swoich produktów w EMA oraz przygotowaniem nowej powierzchni produkcyjnej. Dwa projekty dedykowane terapii zapalenia stawów u psów (BCX-CM-J) i koni (BCX-EM) znajdują się w procedurze rejestracyjnej, projekt terapii zapalenia skóry u psów (BCX-CM-AD) zostanie do EMA w procedurze rozszerzenia zastosowania projektu BCX-CM-J. W maju 2025 r. poinformowano, że badanie kliniczne preparatu BCX-CM-AD zakończyło się sukcesem, osiągając pozytywny wynik w głównym punkcie końcowym – wykazano istotną statystycznie poprawę w porównaniu z placebo w zakresie redukcji zmian skórnych u psów z atopowym zapaleniem skóry. BCX dokonał odbioru powierzchni pod budowę wytwórni komórek macierzystych, podpisał umowę na realizację prac wykonawczych wytwórni oraz zawarł finalną umowę dofinansowania od PARP w kwocie 17.4mln PLN.

W świetle przybliżania się do rejestracji produktów oraz zaawansowania prac nad przygotowaniem nowej powierzchni wytwórczej, podtrzymujemy nasze view, że Bioceltix ma perspektywę ważnych wiadomości regulacyjnych i klinicznych w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że kolejne kluczowy newsflow regulacyjny powinien pojawić się jeszcze w 4Q25, zaś komercjalizację najbardziej możliwe są w perspektywie 2026 w miarę zbliżania się do końca rejestracji leków w EMA. Biorąc pod uwagę dalszy newsflow regulacyjny oraz możliwości zawarcia pierwszych umów licencyjnych, utrzymujemy rekomendację „Kupuj” dla akcji Bioceltix, z 12-miesięczną ceną docelową na poziomie 127.2 PLN, co oznacza 32% potencjał wzrostu względem bieżącego kursu.

BCX-CM-J—timing odpowiedzi do EMA planowany w 4Q25. Spółka kontynuuje proces rejestracyjny w Europejskiej Agencji Leków (EMA) dla terapii choroby zwyrodnieniowej stawów u psów– BCX pracuje nad odpowiedziami na pytania EMA, termin na ich złożenie upływa 31.12.2025. Spółka waliduje szlak technologiczny i przygotowuje się do inspekcji Głównego Inspektoratu Farmaceutycznego.

BCX-EM– rejestracja w EMA możliwa w 2H26. W 2Q25 BCX złożył do EMA wniosek o pozytywną opinię dla produktu BCX-EM przeznaczonego do leczenia zapalenia stawów u koni. Na koniec września 2025 r. ostateczna lista pytań przekazana przez EMA była zasadniczo tożsama z wersją roboczą otrzymaną wcześniej, w lipcu 2025 r. Większość obszarów tematycznych omawianych z regulatorem pokrywa się z tymi, które dotyczą produktu spółki skierowanego na leczenie choroby zwyrodnieniowej stawów u psów.

Po udzieleniu odpowiedzi w projekcie psim, BCX przystąpi do pracy nad dokumentacją dla projektu końskiego–timing złożenia odpowiedzi szacujemy na 1H26. Otrzymany pierwszy feedback od EMA potwierdził że w przypadku leku dla koni nie będzie potrzeby angażowania zewnętrznego partnera, ze względu na większe skoncentrowanie pacjentów i ośrodków leczniczych. BCX planuje samodzielnie prowadzić dystrybucję, zachowując pełne prawa do projektu i uzyskując znacznie wyższą marżę.

BCX-CM-AD– bardzo dobre dane kliniczne walidujące terapię AZS u psów. W 05.2025 ogłoszono, że badanie kliniczne produktu BCX-CM-AD (leczenie atopowego zapalenia skóry u psów-AZS) osiągnęło pozytywne wyniki w zakresie redukcji stanu zapalnego skóry. BCX zdecydował, że wskazanie dotyczące AZS u psów zostanie zarejestrowane jako drugie wskazanie dla produktu BCX-CM-J (pierwotnie opracowanego dla zapalenia stawów). Takie podejście ma na celu skrócenie czasu rejestracji, ograniczenie kosztów oraz uproszczenie produkcji i logistyki w przyszłości. Zakładamy, że BCX przedłoży dokumentację do EMA w perspektywie 1H/2H26,

Plany uruchomienia wytwórni produkcyjnej z lekkim opóźnieniem. Według planów z 1H24 BCX planował w przeciągu 12 miesięcy rozpocząć i zrealizować część prac budowlanych. Przygotowanie dokumentacji i start projektu opóźnił się w naszej ocenie o ok. 6-8 miesięcy z powodów organizacji przetargów. W 07.2025 BCX przejął teren pod budowę wielkoskalowej wytwórni komórek macierzystych. Spółka podpisała również umowę z PARP na dofinansowanie inwestycji w wysokości 17,4mln PLN. Zakończenie projektu planowane jest na 31 grudnia 2026 r. Nowa wytwórnia ma umożliwić produkcję docelowych wolumenów leków weterynaryjnych, które Bioceltix zamierza oferować na rynkach międzynarodowych w modelu produkcyjno-licencyjnym

Finansowanie: W październiku 2025 r. BCX przeprowadził proces ABB obejmujący sprzedaż 757 tys. akcji przez fundusz Alternative Solution ASI i Kvarco Group ASI. Pozyskane środki w wysokości ok. 53mln PLN umożliwiły zakończenie budowy wielkoskalowej wytwórni farmaceutycznej. Obecnie Bioceltix produkuje swoje preparaty we własnej, niskoskalowej wytwórni zgodnej z normami GMP, gdzie powstają produkty na potrzeby badań i rozwoju oraz badań klinicznych. Nowy zakład pozwoli wielokrotnie moce produkcyjne, a także obejmie pełny cykl produkcyjny autorskiej technologii ALLO-BCLX – od izolacji komórek macierzystych, przez ich namnażanie i krioprezerwację, aż po automatyczne pakowanie i magazynowanie gotowych dawek. Obecne środki finansowane stanowią w naszych założeniach modelowych zaplecze dla realizacji prac R&D do końca 2026r.

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

Wycena. Szacujemy 12-miesięczny horyzont cen akcji Bioceltix na poziomie 127,2 PLN (+32% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, zaktualizowaliśmy założenia dot. marży dla produktów. Zaktualizowaliśmy założenia kosztowe dot. budowy wytwórni oraz zwiększyliśmy skumulowane prawdopodobieństwa sukcesu projektów BCX-CM-AD z 60 na 81% oraz BCX-EM z 81% na 86%.

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 przedłużeniu etapów klinicznych oraz 5) wzrost konkurencji na rynku. Bardziej szczegółowy opis znajduje się na stronie 16.

Buy

Recent: Buy, 124 PLN

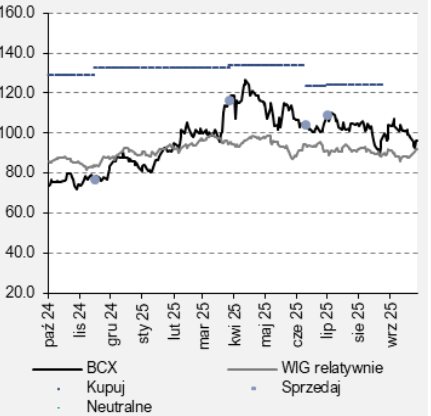
Target price: 127.3 PLN

Upside: +32%

DANE SPÓŁKI

Ticker	BCX		
Sektor	Biotech & MedTech		
Kurs (PLN)	96		
52 tyg. min/max (PLN)	71 / 129		
Średnioważona liczba akcji (mln szt.)	4.9		
Kapitalizacja (mln PLN)	475		
Free-float	60%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0.7		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	0%	-6%	33%

KURS NA TLE WIG



REKOMENDACJE

	Data	Wycena
Restricted	15.09.2025	-
Kupuj	21.07.2025	124
Kupuj	30.06.2025	124
Kupuj	16.04.2025	135
Kupuj	05.12.2024	133
Kupuj	20.10.2024	129
Kupuj	29.07.2024	130

AKCJONARIAT

	Udział %
Kvarco Group ASI	9.6%
PZU TFI	9.1%
Total FIZ	9.1%
Łukasz Bzdion	7.4%
Alternative Solution ASI SA	5.3%
Pozostali	59.5%

WAŻNE DATY

Raport 3Q25	27.11.2025
-------------	------------

ANALITYK

Katarzyna Kosiorek

Valuation	Current		Previous		Change
rNPV	127	100%	Restricted	100%	-
Peers	89	0%	87	0%	2%

Estimates chng	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	0	0	-	89	89	0%	15	15	0%
EBITDA	-17	-17	0%	124	124	0%	1	1	0%
margin	-	-	-	138.9%	138.9%	0.0pp	7.5%	7.5%	0.0pp
EBIT	-18	-18	0%	122	122	0%	-5	-5	0%
margin	-	-	-	136.6%	136.6%	0.0pp	-31.4%	-31.4%	0.0pp
Net profit	-12	-12	0%	109	109	0%	-10	-10	0%
margin	-	-	-	121.4%	121.4%	0.0pp	-64.6%	-64.6%	0.0pp

Trigon vs. cons	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	0	-	-	89	-	-	15	-	-
EBITDA	-17	-	-	124	-	-	1	-	-
margin	-	-	-	138.9%	-	-	7.5%	-	-
EBIT	-18	-	-	122	-	-	-5	-	-
margin	-	-	-	136.6%	-	-	-31.4%	-	-
Net profit	-12	-	-	109	-	-	-10	-	-
margin	-	-	-	121.4%	-	-	-64.6%	-	-

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Shares outstanding	3.4	4.1	4.9	4.9	4.9	4.9	8%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
EPS (PLN)	-2.6	-3.3	-3.0	-2.5	22.1	-2.0	-5%
BVPS (PLN)	1.5	2.5	7.8	16.2	38.3	36.3	89%
ND / EBITDA (x)	0.4	0.6	1.8	4.2	-1.2	-91.1	-
ND / Equity (x)	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.6	-
FCFF	-15	-36	-61	-68	77	-44	25%
NWC	-1	1	2	1	-1	-1	-
Net Debt	-4	-9	-34	-71	-148	-104	-
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	-
adj. Net Debt	-4	-9	-34	-71	-148	-104	-

Ratios	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA yoy	-	-	-	-	-	-99%	-
EBIT yoy	-	-	-	-	-	-	-
adj. EPS yoy	-	-	-	-	-	-	-
Gross margin	-	-	-	-	88.6%	-	88.6%
adj. EBITDA margin	-	-	-	-	138.9%	7.5%	73.2%
EBIT margin	-	-	-	-	136.6%	-	136.6%
adj. Net profit margin	-	-	-	-	121.4%	-	121.4%
ROE (%)	-173%	-131%	-39%	-15%	58%	-6%	-51%
ROA (%)	-117%	-107%	-36%	-14%	55%	-5%	-37%

Multiples at PLN 96.3	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	-	-	-	-	4.4	-
adj. P/E (x)	-	-	-	-	4.4	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	2.6	325.0
adj. EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	2.6	325.0
P/BV (x)	64.1	38.0	12.3	5.9	2.5	2.7
FCFF Yield (%)	-4.5%	-9.2%	-13.8%	-16.8%	23.7%	-12.0%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Multiples at Target Price	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	-	-	-	-	5.8	-
adj. P/E (x)	-	-	-	-	5.8	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	3.8	458.5
adj. EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	3.8	458.5
P/BV (x)	84.6	50.2	16.3	7.8	3.3	3.5
FCFF Yield (%)	-3.4%	-7.0%	-10.2%	-12.2%	16.2%	-8.5%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

P&L Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	0	0	0	0	89	15
Operating costs	10	16	19	18	10	20
COGS	0	0	0	0	1	6
Profit from sales	-10	-16	-19	-18	79	-5
Other operating profits	1	2	4	6	14	0
Other operating costs	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-9	-15	-18	-17	124	1
adj. EBITDA	-9	-15	-18	-17	124	1
D&A	0	0	1	1	2	6
EBIT	-10	-16	-19	-18	122	-5
Net financial costs	0	0	1	1	1	1
EBT	-9	-14	-15	-12	134	-12
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	-9	-14	-15	-12	109	-10
adj. net profit	-9	-14	-15	-12	109	-10

Balance Sheet (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current Assets	2	2	2	8	41	76
Current Assets	6	11	39	77	155	111
Inventories	0	0	0	0	0	0
Receivables	0	2	5	5	5	6
Cash and cash equivalents	4	9	34	71	148	104
Assets	8	13	42	85	196	187
Equity	5	10	38	80	188	179
Non-current Liabilities	0	0	1	1	1	1
Long-term borrowings	0	0	0	0	0	0
Current Liabilities	2	2	3	5	7	7
Short-term borrowings	0	0	0	0	0	0
Payables	1	1	3	4	7	7
Equity and Liabilities	8	13	42	85	196	187

CF Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating CF	-8	-15	-18	-9	112	-3
Change in NWC	1	-1	-3	1	2	0
D&A	0	0	1	1	2	6
Investing CF	0	0	0	-5	-35	-41
CAPEX	0	0	0	-6	-35	-41
Financing CF	6	20	42	52	0	0
Lease payments	7	21	43	53	0	0
Dividend/Buy-back	0	0	0	0	0	0
Net change in cash	-2	5	24	38	77	-44

Aktualizacja tez inwestycyjnych

Bliska perspektywa rejestracji rynkowej z atrakcyjnym docelowym rynkiem sprzedaży. Bioceltix to pionier w rozwoju i produkcji leków komórkowych (MSC) dla zwierząt, działający w dynamicznie rosnącym segmencie weterynaryjnych terapii biologicznych. Spółka rozwija terapie bazujące na mezenchymalnych komórkach macierzystych (pozyskiwanych od dawców podczas zabiegów sterylizacji/kastracji). Leki będą sprzedawane w ramach terapii prywatnych,

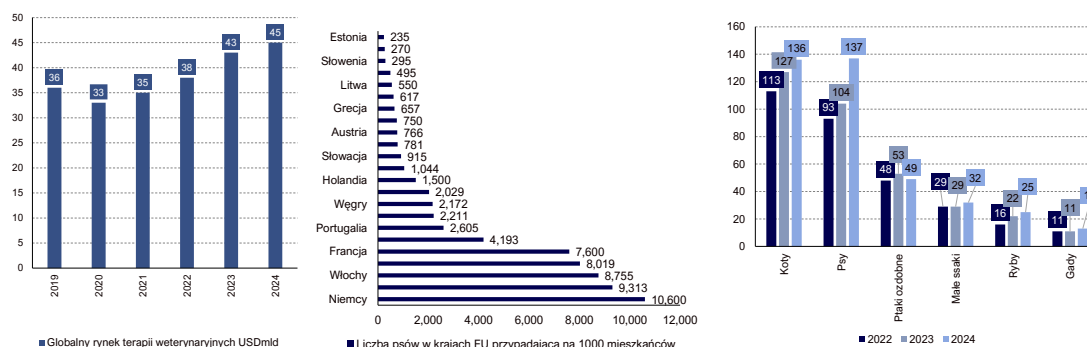
Segmenty rynku weterynaryjnego– charakterystyka.

Segment	Szacowany rynek globalny	CAGR (2024–2030)	Komentarz
Weterynaryjne leki biologiczne	ok. 4–5 mld USD	>10%	Dynamicznie rosnący segment rynku weterynaryjnego
Terapie komórkowe w weterynarii	ok. 1–1.5 mld USD	>25%	Wysokie tempo wzrostu, niewielka konkurencja
Osteoartrza psów (OA)	>2 mld USD	8–10%	Największy rynek schorzeń przewlekłych psów Librella (Zoetis) lider terapii
LiAtopowe zapalenie skóry psów (AZS)	>1.5 mld USD	9–11%	Wysoki udział terapii biologicznych (np. Cytopoint, Apoquel – Zoetis)
Zapalenia stawów u koni	0.4–0.6 mld USD	7–9%	Niszowy, ale wysoko marżowy rynek sportowy

Źródło: GlobalData, PR NewsWire, FortuneBusiness Insights, Trigon

Rosnący globalny rynek weterynaryjnych wspierany jest rejestracją nowych terapii biologicznych i leków komórkowych, napędzany trendem "pet humanization" i wzrostem wydatków na leczenie zwierząt. Rynek leków weterynaryjnych od lat znajduje się w trendzie wzrostowym, z roczną dynamiką na poziomie 5-7%. Prognozowana wartość tego rynku w 2025 r. ma przekroczyć 27mld USD. Leki biologiczne dla zwierząt towarzyszących stanowią jednak zupełnie nowy segment rynku weterynaryjnego. Pierwszym lekiem biologicznym było przeciwciało monoklonalne na atopowe zapalenie skóry u psów (Librella, Zoetis). Obecnie obecny jest pierwszy lek z komórkami macierzystymi z krwi jako aktywnym składnikiem farmaceutycznym również na rynku koni – służy do leczenia kulawizny, która jest jednym z największych problemów dla zwierząt i ich hodowców (HorStem, Equicord).

Główne dane dot. globalnego i europejskiego rynku weterynaryjnego.

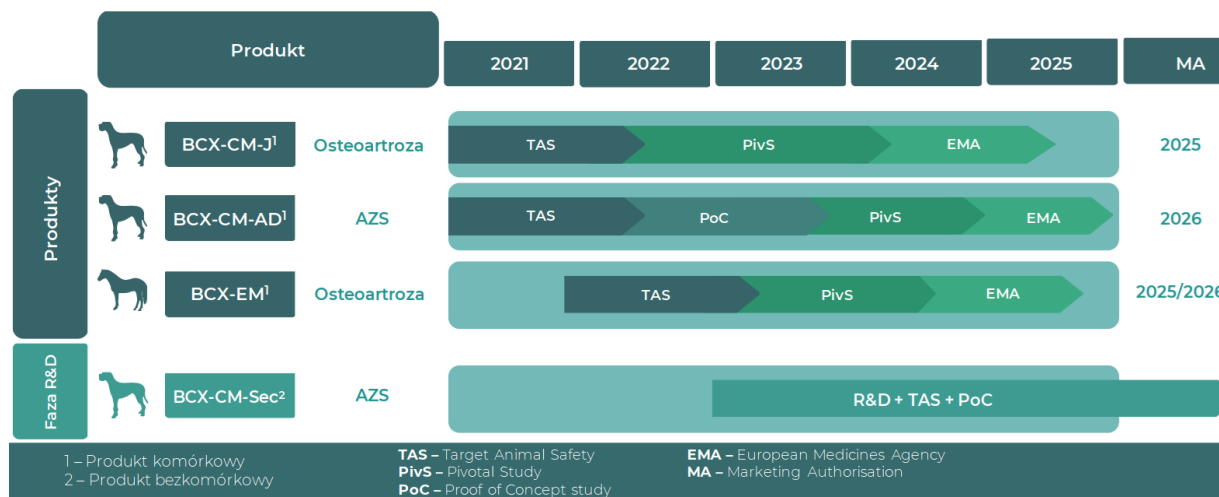


Źródło: GlobalData, Fortune Business Insights, FEDIAF

BCX-CM-J—timing odpowiedzi do EMA planowany na 4Q25. Spółka kontynuuje proces rejestracyjny w Europejskiej Agencji Leków (EMA) dla terapii choroby zwyrodnieniowej stawów u psów– BCX pracuje nad odpowiedziami na pytania EMA, termin na ich złożenie upływa 31.12.2025.

Spółka waliduje szlak technologiczny i przygotowuje się do inspekcji Głównego Inspektoratu Farmaceutycznego. EMA nie zgłosiła poważnych, merytorycznych uwag w pierwszej rundzie pytań od EMA. Zakładamy, że w 12.2025 BCX złoży odpowiedź do regulatora, wówczas rejestracja rynkowa terapii byłaby możliwa w 1H26. Prawdopodobieństwo wejścia na rynek w 2026r: szacujemy na 86%

Bioceltix– pipeline projektów.



Źródło: Spółka, ostatnia aktualizacja: 3Q24

BCX-EM– rejestracja w EMA możliwa w 2H26. Wyniki badań klinicznych uzyskane w 1Q25 potwierdziły pełne bezpieczeństwo leku oraz jego długotrwałą skuteczność w redukcji kulawizny, obrzęku i bólu, umożliwiając koniom szybszy powrót do aktywności sportowej w porównaniu ze standardowymi terapiami. W 2Q25 BCX złożył do EMA wniosek o pozytywną opinię dla produktu BCX-EM przeznaczonego do leczenia zapalenia stawów u koni. Na koniec września 2025 r. ostateczna lista pytań przekazana przez EMA była zasadniczo tożsama z wersją roboczą otrzymaną wcześniej, w lipcu 2025 r. Większość obszarów tematycznych omawianych z regulatorem pokrywa się z tymi, które dotyczą produktu spółki skierowanego na leczenie choroby zwyrodnieniowej stawów u psów.

Po udzieleniu odpowiedzi w projekcie psim, BCX przystąpi do pracy nad dokumentacją dla projektu końskiego. Badania kliniczne potwierdziły długotrwałą skuteczność leku w zmniejszaniu kulawizny, obrzęku i bólu oraz umożliwiają powrót koni do aktywności sportowej. Otrzymany feedback od EMA wzmocnił przekonanie spółki, że w przypadku leku dla koni nie będzie potrzeby angażowania zewnętrznego partnera, ze względu na większe skoncentrowanie pacjentów i ośrodków leczniczych. BCX planuje samodzielnie prowadzić dystrybucję, zachowując pełne prawa do projektu i uzyskując znacznie wyższą marżę.

Projekty BCX– założenia przejścia do następnych faz.

Ticker	Nazwa	Związek	Projekt	Obszar terapeutyczny	2024				2025				2026			
					1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Bioceltix	BCX-CM-J			Zapalenie stawów u psów	PivS results				EMA rejestracja							
	BCX-CM-AD			Atopowe zapalenie skóry u psów		Pivotal Study							EMA rejestracja			
	BCX-EM	Mezenchymalne komórki macierzyste		Zapalenie stawów u koni		Pivotal Study							EMA rejestracja			
	BCX-CM-Sec			Atopowe zapalenie skóry u psów		Wczesna faza				TAS					Partnering	Pivotal Study

Źródło: Trigon

BCX-CM-AD– bardzo dobre dane kliniczne walidujące terapię AZS u psów. W maju 2025 r. ogłoszono, że badanie kliniczne produktu BCX-CM-AD (leczenie atopowego zapalenia skóry u psów) osiągnęło pozytywne wyniki w zakresie głównego punktu końcowego — wykazano statystycznie istotną przewagę nad placebo w redukcji zmian skórnych u psów z atopowym zapaleniem skóry. Pozostałe wyniki badania (opublikowane w pierwszym kwartale 2025 r.) potwierdziły, że produkt charakteryzuje się wysokim profilem bezpieczeństwa (brak istotnych działań niepożądanych) oraz silną skutecznością terapeutyczną. Bioceltix zdecydował, że wskazanie dotyczące atopowego zapalenia skóry (AZS) zostanie zarejestrowane jako drugie wskazanie dla produktu BCX-CM-J (pierwotnie opracowanego dla innych zastosowań). Takie podejście ma na celu skrócenie czasu rejestracji, ograniczenie kosztów oraz uproszczenie produkcji i logistyki w przyszłości. Zakładamy, że BCX przedłoży dokumentację do EMA w perspektywie 1H26,

Librela (Zoetis)- box warning szansą dla BCX? W ostatnich latach regulatorzy (m.in. FDA) i publikacje naukowe odnotowały wzrost zgłoszeń działań niepożądanych po podaniu Librela — objawy obejmowały m.in. zaburzenia neurologiczne (atakсыja, drgawki), problemy mięśniowo-stawowe (kulawizna), zaburzenia układu moczowego i w niektórych przypadkach zgony. FDA przeprowadziła przegląd zgłoszeń i poinformowała środowisko weterynaryjne; Zoetis odpowiadał komunikatami o bezpieczeństwie i aktualizacjach etykiety. Część klientów (właściciele, klienci premium) może szukać alternatyw — to chwilowa szansa rynkowa, szczególnie jeśli BCX będzie komunikować lepszy/bardziej rozbudowany profil bezpieczeństwa. Jednocześnie inwestorzy i partnerzy będą oczekiwać przejrzystych danych ryzyka. BCX dysponuje danymi klinicznymi i post-marketingowymi potwierdzającymi niski wskaźnik poważnych NPD (działań niepożądanych) i długoterminowe bezpieczeństwo, to może to być silny selling point — zwłaszcza wobec właścicieli i lekarzy szukających bezpiecznych alternatyw. Porównawcze i transparentne dane będą tu kluczowe. Zwiększone zgłoszenia NPD związane z Librela podwyższają ogólną ostrożność wobec biologicznych terapii weterynaryjnych, co stwarza zarówno ryzyko (wolniejsza adopcja, większe wymagania regulacyjne), jak i okazję (jeżeli BCX pokaże mocny, transparentny profil bezpieczeństwa — może zdobyć zaufanie lekarzy i właścicieli).

Terapie weterynaryjne – główne produkty z generowanymi wielkościami sprzedaży.

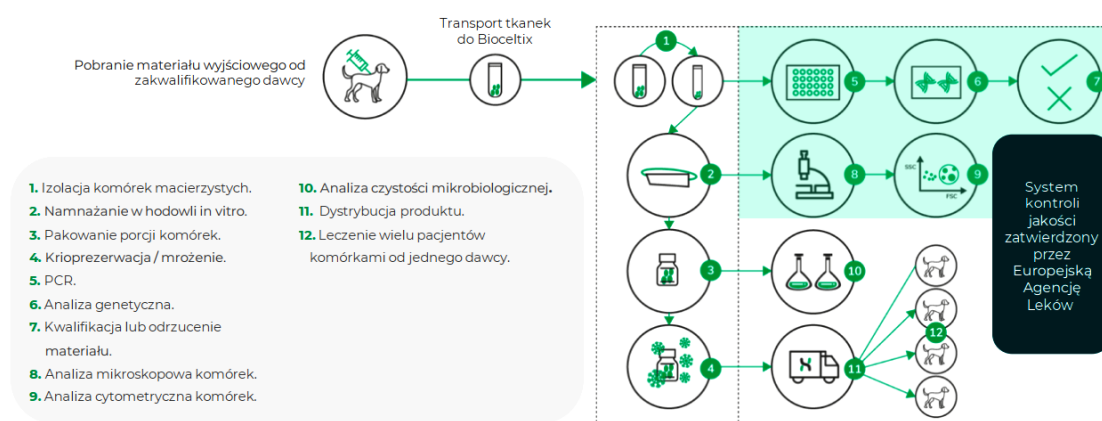
Produkt	Wskazanie	Rejestracja	Roczna sprzedaż (USDm)					
			2017	2018	2019	2020	2021	2022
Librela	OA	2020	-	-	-	-	105	160
Cytopoint	AD	2017	-	129	400	750	920	1040
Solensia	OA	2021	-	-	-	-	-	51

Produkt	Wskazanie	Rejestracja	Udział rynkowy (%)					
			2017	2018	2019	2020	2021	2022
Librela	OA	2020	-	-	-	-	4.8%	7.0%
Cytopoint	AD	2017	-	10.6%	31.5%	56.7%	66.8%	72.5%
Solensia	OA	2021	-	-	-	-	-	2.2%

Źródło: dane spółek, GlobalData, Statista.com, Trigon

Plany uruchomienia wytwórni produkcyjnej z lekkim opóźnieniem. Bioceltix leki chce produkować samodzielnie w zakładzie, który zostanie uruchomiony we Wrocławiu. Według planów z 1H24 BCX planował w przeciągu 12 miesięcy rozpocząć i zrealizować część prac budowlanych. Przygotowanie dokumentacji i start projektu opóźnił się w naszej ocenie o ok. 6-8 miesięcy z powodów formalnych. W lipcu 2025 r. BCX przejął teren pod budowę wielkoskalowej wytwórni komórek macierzystych. Spółka podpisała również umowę z PARP na dofinansowanie inwestycji w wysokości około 17,4 mln zł. Zakończenie projektu planowane jest na 31 grudnia 2026 r. Nowa wytwórnia ma umożliwić produkcję docelowych wolumenów leków weterynaryjnych, które Bioceltix zamierza oferować na rynkach międzynarodowych w modelu produkcyjno-licencyjnym

Schemat technologii Allo-BCLX, opracowanej przez Bioceltix.



źródło: BCX

Finansowanie. W październiku 2025 r. BCX przeprowadził proces ABB obejmujący sprzedaż 757 tys. akcji przez fundusz Alternative Solution ASI i Kvarko Group ASI. Pozyskane środki w wysokości ok. 53mln PLN umożliwią zakończenie budowy wielkoskalowej wytwórni farmaceutycznej. Obecnie Bioceltix produkuje swoje preparaty we własnej, niskoskalowej wytwórni zgodnej z normami GMP, gdzie powstają produkty na potrzeby badań i rozwoju oraz badań klinicznych. Nowy zakład pozwoli zwielokrotnić moce produkcyjne, a także obejmie pełny cykl produkcyjny autorskiej technologii ALLO-BCLX – od izolacji komórek macierzystych, przez ich namnażanie i krioprezervację, aż po automatyczne

pakowanie i magazynowanie gotowych dawek. Obecne środki finansowane stanowią w naszych założeniach modelowych zaplecze dla realizacji prac R&D do końca 2026r.

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 (1H26); 3) BCX-EM: złożenie odpowiedzi do EMA (1H26), feedback regulacyjny (2H26).

Wycena. Szacujemy 12-miesięczny horyzont cen akcji Bioceltix na poziomie 127,2 PLN (+32% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, zaktualizowaliśmy założenia dot. marży dla produktów. Zaktualizowaliśmy założenia kosztowe dot. budowy wytwórni oraz zwiększyliśmy skumulowane prawdopodobieństwa sukcesu projektów BCX-CM-AD z 60 na 81% oraz BCX-EM z 81% na 86%.

Podsumowanie wyceny projektów Bioceltix.

Wycena				Wycena (mln PLN) *			Wycena (%)*		
	mPLN	PLN/akcję	% wyceny	Deal value	Royalties	TV	Deal value	Royalties	TV
Projekty na etapie badań klinicznych									
BCX-CM-J	226.0	45.9	41%	24.2	185.5	16.3	4%	33%	3%
BCX-CM-AD	157.0	31.9	28%	21.3	126.6	9.2	4%	23%	2%
BCX-EM	172.9	35.1	31%	0.0	158.5	14.4	0%	29%	3%
Wycena projektów R&D	556	113	100%	45	471	40	8%	85%	7%
Koszty (R&D, centrum produkcyjne)	-121.5								
Gotówka 2Q25	30.0								
Wycena BCX (1/1/2025)	465	94.3							
TP 12M =127.2 PLN/akcje									

* wycena bez uwzględnienia kosztów projektów R&D

Źródło: Trigon

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 16.

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 osteoartrazie psów; **2)** BCX-CM-AD w atopowym zapaleniu skóry psów oraz **3)** BCX-EM w terapii osteoartrazy 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 przejmuje rozwój sprzedaży projektów. BCX będzie odpowiedzialny za produkcję dawek terapeutycznych (ze

względem 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. 14-16 mln 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 (30 mln PLN, na koniec 2Q25); 2) finansowania z grantu PARP (18 mln PLN) oraz 3) potencjalnej transakcji sprzedaży licencji przynajmniej jednego projektu do końca 2026 (20-25 mln 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%).
- 9) Kurs EUR/PLN 4,3; USD/EUR do celów określenia wielkości rynku przyjęto 0,86.
- 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 127,2 PLN (+32% upside) przy użyciu metody sumy wycen poszczególnych projektów R&D (SOTP), wycenianych metodą rNPV. Względem poprzedniej aktualizacji prognoz, zaktualizowaliśmy założenia dot. marży dla produktów. Zaktualizowaliśmy założenia kosztowe dot. budowy wytwórni oraz zwiększyliśmy skumulowane prawdopodobieństwa sukcesu projektów BCX-CM-AD z 60 na 81% oraz BCX-EM z 81% na 86%.

Podsumowanie wyceny projektów Bioceltix.

	mPLN	Wycena PLN/akcję	% wyceny	Wycena (mln PLN) *			Wycena (%)*		
				Deal value	Royalties	TV	Deal value	Royalties	TV
Projekty na etapie badań klinicznych									
BCX-CM-J	226.0	45.9	41%	24.2	185.5	16.3	4%	33%	3%
BCX-CM-AD	157.0	31.9	28%	21.3	126.6	9.2	4%	23%	2%
BCX-EM	172.9	35.1	31%	0.0	158.5	14.4	0%	29%	3%
Wycena projektów R&D	556	113	100%	45	471	40	8%	85%	7%
Koszty (R&D, centrum produkcyjne)	-121.5								
Gotówka 2Q25	30.0								
Wycena BCX (1/1/2025)	465	94.3							
TP 12M =127.2 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)			5		
prawd. sukcesu w danej fazie (%)*	100%	100%	85%	95%	100%
skum. prawd. (%)	100%	100%	85%	81%	81%
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)					
prawd. sukcesu w danej fazie (%)*	100%	100%	90%	95%	100%
skum. prawd. (%)	100%	100%	90%	86%	86%

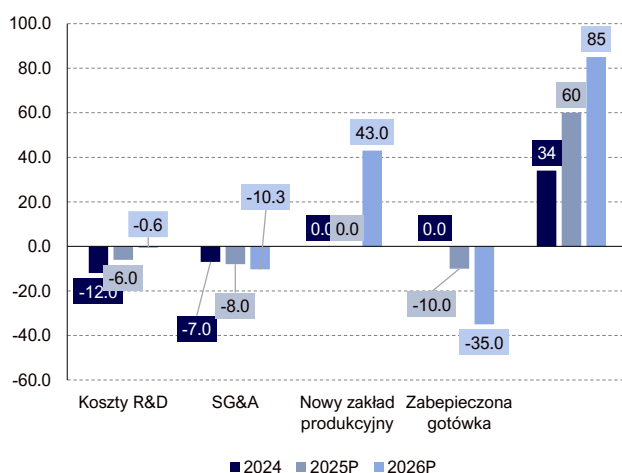
* źródło: Cancer Drugs Are The Least Likely to Receive FDA Approval, www.fortune.com, 2016; Wong Chi et al. 2019. Estimation of clinical trial success rates and related parameters. Biostatistics (20); 2; 273–286

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. 7mln PLN na prace badawczo-rozwojowe. Zakładamy ok. 2mln PLN na finalizację dossier klinicznego projektu BCX-CM-AD w obszarze atopowego zapalenia skóry u psów; ok. 2mln 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).

BCX: założenia dot. kosztów w latach 2025-2026.



Źródło: Trigon

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	28.3	27.0	24.3	19.0	18.5	19.5	23.5	22.1	21.8
Elanco Animal Health Inc.	ELAN US Equity	26,220	14.4	13.2	11.5	11.8	10.1	8.5	14.1	12.5	11.1
BiolInvent International AB	BINV SS Equity	963	-	-	-	-	-	10.2	-	-	-
Santhera Pharmaceuticals Holdin SANN SW Equity		853	-	51.3	26.7	-	13.4	10.4	-	-	-
Frontage Holdings Corp	1521 HK Equity	1,098	16.0	14.5	14.4	14.0	12.0	8.2	-	-	-
Fennec Pharmaceuticals Inc	FRX CN Equity	890	43.0	10.0	5.6	13.0	7.5	-	-	-	-
Mediana			16.0	20.8	19.3	14.0	12.7	10.2	18.8	17.3	16.5
<i>BCX premia/dyskonto</i>			52%	-53%	-	180%	-45%	797%	-100%	-100%	-100%
Implikowana wartość 1 akcji (PLN)			69	224	-19	41	176	25	45	222	19
waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
waga wskaźnika				33%			33%			33%	
Wartość 1 akcji (PLN)			89								

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. Biostatistics (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 (%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	5.8	1.7	2.5	5.0	10.0	20.0	18.4	24.5	30.7	36.8	42.9	49.1	55.2	55.2	55.2
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	5.2	1.5	2.1	4.3	8.6	17.1	15.7	21.0	26.2	31.5	36.7	42.0	47.2	47.2	47.2
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobień	0.0	9.7	1.5	2.1	4.3	8.6	17.1	15.7	21.0	26.2	31.5	36.7	42.0	47.2	47.2	47.2
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	41.6	6.3	9.2	18.4	36.8	73.5	67.6	90.2	112.7	135.3	157.8	180.4	202.9	202.9	202.9
Przychody netto ze sprzedaży razem (Pl)	0.0	41.6	6.3	9.2	18.4	36.8	73.5	67.6	90.2	112.7	135.3	157.8	180.4	202.9	202.9	202.9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	33.7	5.1	7.4	14.9	29.8	59.6	54.8	73.1	91.3	109.6	127.9	146.1	164.4	164.4	164.4
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	24.2	3.1	3.8	6.5	11.0	18.7	14.6	16.5	17.4	17.7	17.5	17.0	16.2	13.7	11.6
DFCF sum (mln PLN)	209.7															
g	-10%															
Residual value (TV)	528.4															
Present TV	16.3															
Wycena (PLNm)	226.0															

Źródło: Trigon

BCX-CM-AD

- 1) **Główny obszar terapeutyczny:** atopowe zapalenie skóry (AZS) u psów
- 2) **Aktualny status projektu:** zakończone badania kliniczne
- 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	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)	0.395	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 (%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	5.0	0.9	4.6	9.2	13.8	18.4	12.7	15.2	17.7	20.3	22.8	25.3	27.9	30.4	32.9
prawdopodobieństwo milestone	100%	85%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Royalties (EURm)	0.0	4.3	0.7	3.7	7.4	11.1	14.9	10.2	12.3	14.3	16.4	18.4	20.5	22.5	24.5	26.6
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobień	0.0	8.5	0.7	3.7	7.4	11.1	14.9	10.2	12.3	14.3	16.4	18.4	20.5	22.5	24.5	26.6
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	36.6	3.2	16.0	31.9	47.9	63.9	44.0	52.8	61.6	70.4	79.2	88.0	96.8	105.6	114.4
Przychody netto ze sprzedaży razem (Pl)	0.0	36.6	3.2	16.0	31.9	47.9	63.9	44.0	52.8	61.6	70.4	79.2	88.0	96.8	105.6	114.4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	29.6	2.6	12.9	25.9	38.8	51.8	35.6	42.8	49.9	57.0	64.1	71.3	78.4	85.5	92.6
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	21.3	1.6	6.7	11.3	14.4	16.2	9.5	9.6	9.5	9.2	8.8	8.3	7.7	7.1	6.6
DFCF sum (mln PLN)	147.8															
g	-10%															
Residual value (TV)	297.7															
Present TV	9.2															
Wycena (PLNm)	157.0															

Źródło: Trigon

BCX-EM

- 1) **Główny obszar terapeutyczny:** osteoartroza u koni
- 2) **Aktualny status projektu:** procedura rejestracyjna EMA
- 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	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	0.0
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 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)	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 (%)	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
BCX przychody netto (EURm)	0.0	0.0	0.6	3.1	6.2	12.4	18.6	16.2	20.3	24.4	28.4	32.5	36.5	40.6	44.7	48.7
prawdopodobieństwo	100%	90%	86%	90%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
milestone	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	0.0	0.0
Royalties (EURm)	0.0	0.0	0.5	2.8	5.3	10.6	15.9	13.9	17.4	20.8	24.3	27.8	31.2	34.7	38.2	41.7
Przychody BCX z uwzgl. prawdopodobień	0.0	0.0	0.5	2.8	5.3	10.6	15.9	13.9	17.4	20.8	24.3	27.8	31.2	34.7	38.2	41.7
Całkowite przychody (PLNm)	0.0	0.0	2.3	12.0	22.8	45.6	68.3	59.7	74.6	89.6	104.5	119.4	134.3	149.3	164.2	179.1
Przychody netto ze sprzedaży razem (Pl)	0.0	0.0	2.3	12.0	22.8	45.6	68.3	59.7	74.6	89.6	104.5	119.4	134.3	149.3	164.2	179.1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
FCF (PLNm)	0.0	0.0	1.8	9.7	18.4	36.9	55.3	48.4	60.5	72.5	84.6	96.7	108.8	120.9	133.0	145.1
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	0.0	1.1	5.0	8.1	13.7	17.4	12.9	13.6	13.9	13.7	13.3	12.7	11.9	11.1	10.3
DFCF sum (mln PLN)	158.5															
g	-10%															
Residual value (TV)	466.3															
Present TV	14.4															
Wycena (PLNm)	172.9															

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.

Słowniczek

Pojęcie	Opis
ALLO-BCLX	platforma technologiczna Bioceltix, której celem jest rozwój portfolio produktów leczniczych stosowanych do leczenia co najmniej kilku chorób przy wykorzystaniu kilku dróg podania (dożylnie, dostawowe, miejscowe). Jej istotą jest możliwość podania leku na bazie komórek pojedynczego dawcy wielu innym osobnikom (metoda allogeniczna);
APPA	American Pet Products Association - stowarzyszenie branżowe non-profit działające na rzecz opieki nad zwierzętami i rozwoju branży produktów dla zwierząt;
ATPM	Advanced Therapy Medicinal Products, produkty lecznicze terapii zaawansowanej. Zaawansowane leki terapeutyczne oparte na terapii komórkowej lub terapii genowej, czasami w połączeniu z wyrobem medycznym;
R&D	prace badawczo-rozwojowe;
cGMP/GMP	current Good Manufacturing Practice/Good Manufacturing Practice - Dobra Praktyka Produkcyjna - zestaw standardów produkcji stosowany w wielu branżach, zwłaszcza w branży farmaceutycznej;
CRO	Contract Research Organisation - organizacja badań kontraktowych świadcząca profesjonalne usługi w zakresie prowadzenia badań przedklinicznych i klinicznych, w tym weterynaryjnych;
EMA	European Medicines Agency - Europejska Agencja Leków funkcjonująca w ramach Unii Europejskiej z siedzibą w Amsterdamie odpowiedzialna za ochronę zdrowia ludzi i zwierząt w państwach członkowskich UE poprzez zapewnienie bezpieczeństwa, skuteczności oraz wysokiej jakości leków;
FDA	Food and Drug Administration - Agencja Żywności i Leków działająca na terenie USA, odpowiedzialna za ochronę zdrowia publicznego poprzez zapewnienie bezpieczeństwa i skuteczności leków dla ludzi i zwierząt, produktów biologicznych i urządzeń medycznych oraz poprzez zapewnienie bezpieczeństwa dostaw żywności, a także kosmetyków;
GAP analysis	audyt dokumentacji i zgromadzonych danych przedklinicznych, klinicznych, analiz chemicznych, produkcyjnych (procedury GMP) i kontrolnych z uwzględnieniem bezpieczeństwa i skuteczności preparatu oraz oceną ryzyka;
GCP	Good Clinical Practice - Dobra Praktyka Kliniczna;
GLP	Good Laboratory Practice - Dobra Praktyka Laboratoryjna;
In vitro	badania biologiczne wykonywane poza organizmem w warunkach laboratoryjnych;
In vivo	badania prowadzone wewnątrz organizmu;
ITF	Innovation Task Force - multidyscyplinarna grupa działająca w ramach Europejskiej Agencji Leków, która obejmuje kompetencje naukowe, regulacyjne i prawne funkcjonująca w celu nawiązania współpracy z regulatorem rynku na wczesnym etapie rozwoju planowanego produktu;
Kandydat na lek	związek chemiczny lub substancja charakteryzująca się wysokim potencjałem terapeutycznym i oczekiwanymi właściwościami farmaceutycznymi, niezarejestrowany jako lek;
Komórka macierzysta	pierwotna komórka posiadająca zdolność do przekształcania się w wyspecjalizowane rodzaje komórek. Z uwagi na pochodzenie komórki macierzyste dzieli się na embrionalne i somatyczne („dorosłe”). Komórki embrionalne posiadają zdolność przekształcania się w dowolny rodzaj komórek budujących organizm (komórki totipotentne). Komórki somatyczne, które pochodzą z dorosłego organizmu, posiadają zdolność przekształcania się w kilka rodzajów komórek (komórki multipotentne) lub w jeden rodzaj komórek (komórki unipotentne). Mezenchymalne komórki macierzyste są przykładem multipotentnych somatycznych komórek macierzystych;
MA	Marketing Authorisation - ostatni element procesu wdrożenia na rynek nowego leku, który polega na przeglądzie i ocenie dowodów produktu leczniczego, związany z wprowadzeniem go do obrotu;
MoA	Mode of Action - mechanizm działania kandydata na lek;
MSC	mesenchymal stem cells, mezenchymalne komórki macierzyste - somatyczne komórki macierzyste o charakterze multipotentnym posiadające zdolność do przekształcania się w komórki budujące tkankę chrzęstną, kostną i tłuszczową. MSC stanowią naturalny rezerwuár organizmu służący ciągłej wymianie uszkodzonych i zużytych komórek nowymi oraz regulacji tych procesów. Dodatkowo komórki MSC wykazują działanie immunomodulacyjne, polegające na modulacji odpowiedzi zapalnej i jej redukcji na drodze złożonych mechanizmów interakcji między komórkami układu odpornościowego pacjenta, a więc dające możliwości terapeutyczne;
NCBR	Narodowe Centrum Badań i Rozwoju z siedzibą w Warszawie - polska agencja wykonawcza powołana do realizacji zadań z zakresu polityki naukowej, naukowo-technicznej i innowacyjnej;
NLPZ	niesteroidowe leki przeciwzapalne;
NOAH	National Office of Animal Health - organizacja z obszaru medycyny zwierząt w Wielkiej Brytanii;
PARP	Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości – polska agencja wykonawcza podległa ministrowi właściwemu do spraw rozwoju regionalnego;
Off the shelf	dostępność leku biologicznego od ręki w klinice weterynaryjnej;
Osteoartrza	przewlekły stan zapalny stawów ze zmianami zwyrodnieniowymi;
Przeciwciało monoklonalne	przeciwciało, które powstaje z jednego klonu limfocytów B, charakteryzujące się wysoką specyficznością, tzn. mogące łączyć się tylko z jednym konkretnym fragmentem antygeny;
Dobrej Praktyki Wytwarzania	Rozporządzenie w sprawie wymagań Dobrej Praktyki Wytwarzania - Rozporządzenie Ministra Zdrowia w sprawie wymagań Dobrej Praktyki Wytwarzania z dnia 9 listopada 2015 r.;
Scientific Adv	procedura prowadzona przed Europejską Agencją Leków mająca na celu konsultacje dotyczące proponowanej ścieżki badań, szczególnie w zakresie bezpieczeństwa, kontroli jakości oraz badania klinicznego;
TAS	faza związana z wykazaniem bezpieczeństwa rozwijanego kandydata na lek. Badanie prowadzone jest w kontrolowanych warunkach na gatunku docelowym i polega na tym, że zdrowym osobnikom podawany jest badany produkt leczniczy zgodnie z przyjętym protokołem klinicznym;
URPL	Urząd Rejestracji Produktów Leczniczych, Wyrobów Medycznych i Produktów Biobójczych z siedzibą w Warszawie - jednostka odpowiedzialna za rejestrację leków weterynaryjnych

Glossary

Term	Description
ALLO-BCLX	the BCX's technological platform, the aim of which is to develop a portfolio of medicinal products used to treat at least several diseases using several routes of administration (intravenous, intra-articular, local). Its essence is the possibility of administering a drug based on cells from a single donor to many other individuals (allogeneic method);
APPA	American Pet Products Association - a non-profit trade association dedicated to the care of animals and the development of the pet products industry;
ATPM	Advanced Therapy Medicinal Products, advanced therapy medicinal products based on cell therapy or gene therapy, sometimes in combination with a medical device;
R&D	prace badawczo-rozwojowe;
cGMP/GMP	current Good Manufacturing Practice/Good Manufacturing Practice - a set of production standards used in many industries, especially in the pharmaceutical industry;
CRO	Contract Research Organisation - contract research organization providing professional services in the field of preclinical and clinical research, including veterinary research;
EMA	European Medicines Agency operating within the European Union, headquartered in Amsterdam, responsible for protecting human and animal health in EU Member States by ensuring the safety, effectiveness and high quality of medicines;
FDA	Food and Drug Administration - The U.S. Food and Drug Administration is responsible for protecting public health by ensuring the safety and effectiveness of human and animal drugs, biological products and medical devices, and by ensuring the safety of the food supply and cosmetics;
GAP analysis	audit of documentation and collected preclinical and clinical data, chemical, production (GMP procedures) and control analyzes taking into account the safety and effectiveness of the preparation and risk assessment;
GCP	Good Clinical Practice - international ethical and scientific standards for planning, conducting, documenting and reporting the results of clinical trials involving human participants
GLP	Good Laboratory Practice - quality system used for organisational process and conditions of planning, conducting and monitoring of non-clinical studies of substances and their mixtures regarding safety to human health and the environment, and documenting, archiving and presenting results of such studies
In vitro	biological tests performed outside the body in laboratory conditions;
In vivo	research conducted inside the body;
ITF	Innovation Task Force - a multidisciplinary group operating within the European Medicines Agency, which includes scientific, regulatory and legal competences, functioning to establish cooperation with the market regulator at the early stage of development of the planned product;
Drug candidate	a chemical compound or substance with high therapeutic potential and expected pharmaceutical properties, not registered as a medicine;
Stem cell	a primitive cell that has the ability to develop into specialized cell types. Due to their origin, stem cells are divided into embryonic and somatic ("adult" cells). Embryonic cells have the ability to transform into any type of cells that make up the body (totipotent cells). Somatic cells that come from an adult organism have the ability to transform into several types of cells (multipotent cells) or into one type of cell (unipotent cells). Mesenchymal stem cells are an example of multipotent somatic stem cells;
MA	Marketing Authorisation - the last element of the process of introducing a new drug to the market, which consists in reviewing and assessing the evidence of the medicinal product related to its introduction to the market;
MoA	Mode of Action - mechanism of action of the drug candidate;
MSC	mesenchymal stem cells, multipotent somatic stem cells with the ability to transform into cells that build cartilage, bone and fat tissue. MSCs are the body's natural reservoir for the continuous replacement of damaged and worn-out cells with new ones and the regulation of these processes. Additionally, MSCs have an immunomodulatory effect, consisting in the modulation of the inflammatory response and its reduction through complex mechanisms of interaction between the cells of the patient's immune system, thus providing therapeutic possibilities;
NCBR	Narodowe Centrum Badań i Rozwoju based in Warsaw - Polish executive agency established to implement tasks in the field of scientific, scientific-technical and innovation policy;
NLPZ	non-steroidal anti-inflammatory drugs;
NOAH	National Office of Animal Health - animal medicine organization in Great Britain;
PARP	Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości – a Polish executive agency reporting to the minister responsible for regional development;
Off the shelf	immediate availability of a biological drug in a veterinary clinic;
Osteoarthritis	chronic inflammation of joints with degenerative changes;
mAB	an antibody that is created from one clone of B lymphocytes, characterized by high specificity, i.e. it can bind only to one specific fragment of the antigen;
GMP	Good Manufacturing Practice, regulation on the requirements of Good Manufacturing Practice - Regulation of the Minister of Health on the requirements of Good Manufacturing Practice of November 9, 2015;
Scientific Adv	a procedure before the European Medicines Agency aimed at consultations on the proposed research path, especially in the field of safety, quality control and clinical trial;
TAS	phase related to demonstrating the safety of the developed drug candidate. The study is conducted under controlled conditions on the target species and involves administering the investigational medicinal product to healthy individuals in accordance with the adopted clinical protocol;
URPL	Office for Registration of Medicinal Products, Medical Devices and Biocidal Products based in Warsaw - unit responsible for the registration of veterinary drugs

Rachunek wyników (mln PLN)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	0.0	0.0	0.0	0.0	89.5	15.2
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	0.0	0.0	0.0	0.0	46.5	15.2
Koszty działalności operacyjnej	9.7	15.8	18.8	17.8	10.2	20.0
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	-17.8	79.3	-4.8
Pozostałe przychody operacyjne	0.8	1.8	3.8	5.9	14.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
EBITDA	-9.2	-15.4	-18.3	-17.0	124.3	1.1
EBITDA skor.	-9.2	-15.4	-18.3	-17.0	124.3	1.1
Amortyzacja	0.4	0.4	0.6	0.8	2.0	5.9
EBIT	-9.7	-15.8	-18.8	-17.8	122.3	-4.8
Wynik na działalności finansowej	0.1	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
Zysk brutto	-9.0	-15.4	-18.2	-17.2	122.9	-12.2
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	25.5	-2.3
Zysk mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-8.9	-13.7	-18.1	-17.2	148.3	-9.8
Zysk netto skor.	-8.9	-13.7	-14.9	-12.1	108.6	-9.8
marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	88.6%	-
marża EBITDA skor.	-	-	-	-	138.9%	7.5%
marża EBIT	-	-	-	-	136.6%	-
marża netto skor.	-	-	-	-	121.4%	-
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-83%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	236%	-77%	-9%	563%	-	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	-	-	-	-	-99%
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	-	-	-
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM;

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P
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	5.5	4.1	4.7	4.6	3.7	5.5
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	-5.5	-4.1	-4.7	-4.6	-3.7	-5.5
Zysk brutto na sprzedaży	-5.5	-4.1	-4.7	-4.6	-3.7	-5.5
Pozostałe przychody operacyjne	1.3	0.6	1.5	0.8	0.1	2.5
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
EBITDA	-4.0	-3.3	-3.0	-3.6	-3.5	-2.8
EBITDA skor.	-5.4	-3.9	-4.5	-4.5	-3.6	-5.3
Amortyzacja	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
EBIT	-4.2	-3.5	-3.2	-3.8	-3.7	-3.0
Wynik na działalności finansowej	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	-4.2	-3.4	-3.1	-3.8	-3.7	-3.0
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	-3.5	-3.0	-3.8	-3.7	-3.0
Zysk netto skor.	-5.5	-4.1	-4.5	-4.6	-3.8	-5.5
marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor.	-	-	-	-	-	-
marża EBIT	-	-	-	-	-	-
marża netto skor.	-	-	-	-	-	-
zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-	-
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-4.9%	-29.2%	90.7%	2434.0%	230.6%	-
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	7.7	40.7	75.8
Rzeczowe aktywa trwałe	1.5	1.5	2.4	7.2	40.2	75.3
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	0.5	0.5	0.5
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	77.3	155.0	110.8
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	71.2	148.3	103.8
Aktywa	7.7	12.7	41.9	85.0	195.8	186.6
Kapitał własny	5.2	10.5	38.4	79.8	188.4	178.6
Kapitał zakładowy	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Pozostałe kapitały	13.7	23.7	52.8	91.4	79.3	187.9
Zysk / strata netto	-8.9	-13.7	-14.9	-12.1	108.6	-9.8
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	4.6	6.8	7.4
Zobowiązania oprocentowane	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	1.0	1.2	2.9	4.4	6.6	7.2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.2	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2
Pasywa	7.7	12.7	41.9	85.0	195.8	186.6
Kapitał obrotowy netto	-0.7	0.7	2.1	0.8	-0.7	-1.1
Dług netto	-4.1	-9.3	-33.6	-71.2	-148.3	-103.8
Dług netto skor.	-4.1	-9.3	-33.6	-71.2	-148.3	-103.8
Dług netto/EBITDA (x)	0.4	0.6	1.8	4.2	-1.2	-91.1
Dług netto/kapitał własny (x)	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.6
ROE (%)	-	-	-	-	81%	-
ROA (%)	-	-	-	-	77%	-
Cykl konwersji gotówki (dni)	-	-	-	-	-20	-21
Cykl rotacji zapasów (dni)	-	-	-	-	2	10
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	-	-	-	-	22	134
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-	-	-	-	43	165

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	-9.2	112.2	-3.4
Zysk przed opodatkowaniem	-8.9	-13.7	-14.9	-12.1	108.6	-9.8
Amortyzacja	0.4	0.4	0.6	0.8	2.0	5.9
Zmiany w kapitale obrotowym	1.0	-1.1	-2.6	0.9	1.5	0.4
Zmiana zapasów	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.0
Zmiana należności handlowych	0.2	-1.5	-3.1	-1.3	-0.3	-0.3
Zmiana zobowiązań handlowych	0.8	0.5	0.4	2.2	2.2	0.7
Pozostałe OCF	-0.4	-0.4	-0.6	1.2	0.1	0.1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0.4	-0.5	-0.1	-5.5	-34.8	-40.7
CAPEX	-0.4	-0.5	-0.2	-5.6	-35.0	-41.0
Pozostałe ICF	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2
Przepływy z działalności finansowej	6.3	20.4	42.0	52.2	-0.4	-0.4
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	53.0	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	-0.8	-0.4	-0.4
Przepływy pieniężne netto	-1.9	5.2	24.3	37.5	77.1	-44.5
Środki pieniężne na początek okresu	6.1	4.1	9.3	33.6	71.2	148.3
Środki pieniężne na koniec okresu	4.1	9.3	33.6	71.2	148.3	103.8

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>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat Retail, Airlines, Healthcare	<i>Analyst</i>
		Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

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

SALES TRADING

Paweł 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

Trigon Dom Maklerski S.A. | ul. Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715)". Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w całości lub części niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.

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 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 poczynając 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 utrzymanie 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, zapewnienie 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 metodę wyceny porównawczej.

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 jakakolwiek 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 podlegały utajnieniu.

Na datę sporządzenia Dokumentu:

pomiędzy 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 inwestycyjną lub usługową

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 sporządzeniu 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: 20.10.2025 godz. 8:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 20.10.2025 godz. 8:30