

## Bioceltix

### Na ścieżce rejestracji w EMA

**Pozytywne wyniki kliniczne oraz konstruktywny dialog regulacyjny z EMA nadal pozycjonują 2026 rok jako przełomowy okres dla spółki, kiedy oczekiwane są pierwsze rejestracje produktów oraz pierwsze etapy komercjalizacyjne. Spółka istotnie zredukowała ryzyko operacyjne dzięki pełnemu zabezpieczeniu finansowania wielkoskalowej wytwórni komórek macierzystych. Przy relatywnie niskiej bazie kosztowej, zabezpieczonym finansowaniu do końca 2026 r. oraz ekspozycji na niszowy, ale szybko rosnący segment terapii komórkowych weterynaryjnych o ograniczonej konkurencji, Bioceltix oferuje rzadkie połączenie krótkoterminowych katalizatorów regulacyjnych i potencjału komercjalizacji. Należy jednak podkreślić, że rok 2026 będzie kluczowy pod względem egzekucji – zarówno regulacyjnej, jak i operacyjnej.**

**# Prognozy 4Q25 i początku 2026:** zakładamy poziom OPEX na ok. 5mln PLN/kwartał. W całym 2025 r. szacujemy koszty R&D i rejestracji produktów na poziomie ok. 14–16 mln PLN. W 2026 r. oczekujemy możliwości zawarcia umowy dystrybucyjnej o wartości 10–20 mln EUR wraz z finalizacją procesów regulacyjnych. Działania pre-komercyjne oraz początkowe skalowanie zdolności produkcyjnych zakładamy na 2027 r.

**# Wycena:** utrzymujemy wycenę na zbliżonym poziomie względem ostatniej aktualizacji, przy czym teza inwestycyjna stopniowo przesuwają się z realizacji prac R&D w kierunku zatwierdzeń regulacyjnych i gotowości do komercjalizacji.

**# R&D:** Pipeline spółki wchodzi w decydującą fazę, a wszystkie trzy kluczowe projekty zbliżają się do kamieni milowych regulacyjnych: **BCX-CM-J** (choroba zwyrodnieniowa stawów u psów): po pozytywnych wynikach klinicznych i wspierającym feedbacku EMA (brak istotnych zastrzeżeń naukowych), projekt zmierza w kierunku potencjalnej rejestracji w 2H26. Opóźnione ponowne złożenie dokumentacji (2H25) powinno przełożyć się na wyższą jakość wniosku i ograniczenie ryzyka regulacyjnego na finalnym etapie. Program pozostaje głównym driverem wartości. **BCX-CM-AD** (atopowe zapalenie skóry u psów): bardzo dobre wyniki skuteczności i bezpieczeństwa wspierają decyzję o rejestracji AZS jako drugiego wskazania dla BCX-CM-J. Takie podejście powinno skrócić time-to-market, ograniczyć koszty i zwiększyć potencjał komercyjny poprzez rozszerzenie wskazań. W 2026 r. kluczowy będzie alignment regulacyjny. **BCX-EM** (zapalenie stawów u koni): pozytywne wyniki kliniczne potwierdzają bezpieczeństwo i długoterminową skuteczność. Proces EMA jest w toku, a zakres pytań jest zbliżony do projektu psiego, co może usprawnić procedurę. Projekt zapewni dodatkowy upside, szczególnie w dochodowym segmencie rynku weterynaryjnego. Kluczowy newsflow 2026: 1) decyzje EMA dla BCX-CM-J (i potencjalnie BCX-EM), 2) finalizacja ścieżki regulacyjnej dla AZS, 3) przejście z fazy klinicznej do gotowości komercyjnej.

**# Wytwórnia:** budowa wielkoskalowej wytwórni komórek macierzystych przebiega zgodnie z planem (planowe zakończenie: 31.12.2026). Finansowanie inwestycji jest w pełni zabezpieczone dzięki środkom z PARP (~17,4 mln PLN) oraz ABB z 10.2025 (~53 mln PLN). W 2026 r. fokus przesunie się na gotowość operacyjną, walidację i zgodność z GMP – kluczowe dla startu komercjalizacji.

**# Outlook 2026:** Pozytywny, z wysokim potencjałem katalizatorów wzrostu kursu. Postrzegamy Bioceltix jako jedną z najbardziej atrakcyjnych opcji inwestycyjnych w sektorze biotech w 2026 r., napędzaną oczekiwanymi rejestracjami EMA i pierwszymi krokami komercjalizacji w niszowym rynku weterynaryjnym. Finansowanie działań operacyjnych jest zabezpieczone min. do końca 2026 r.

PLNm	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	Y/Y
Revenues	0	0	0	0	0	-
EBITDA	-4	-4	-4	-4	-4	-
adj. EBITDA	-4	-4	-4	-4	-4	-
EBIT	-4	-4	-4	-5	-5	-
Net profit	-4	-4	-4	-4	-4	-
adj. Net profit	-4	-4	-4	-4	-4	-
P/E (x)	-	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-	-	-
EBITDA margin	-	-	-	-	-	-
EBIT margin	-	-	-	-	-	-
Net profit margin	-	-	-	-	-	-

PLNm	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	0	0	0	86	27	43
EBITDA	-15	-18	-17	76	13	25
EBIT	-16	-19	-18	74	7	18
Net profit	-14	-15	-16	67	4	9
EPS (PLN)	-3.3	-3.0	-3.3	13.5	0.9	1.8
P/E (x)	-	-	-	6.0	91.4	44.4
EV/EBITDA (x)	-	-	-	4.0	24.6	12.4
FCFF Yield (%)	-10.9%	-16.4%	-21.4%	11.3%	-3.0%	2.2%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon

## Buy

(Previous: Buy; 128.4 PLN)

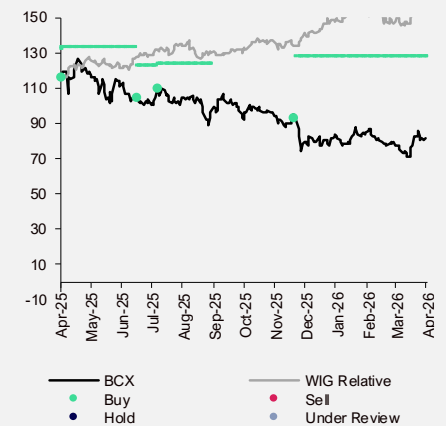
Target Price: PLN 128.4

Upside: +57%

### FACT SHEET

Ticker	BCX
Sector	BioTech & MedTech
Price (PLN)	82
52W range (PLN)	70 / 129
Shares outstanding (m)	4.9
Market Cap (PLNm)	403
S&P Global ESG Scores	---
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.4
Price performance	1M 3M 1Y
	6% 0% -31%

### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	5.12.2025	128
Restricted	15.10.2025	-
Restricted	15.09.2025	-
Buy	21.07.2025	124
Buy	30.06.2025	124
Buy	16.04.2025	135
Buy	5.12.2024	133

### SHAREHOLDERS

	Share %
PZU TFI	14.1%
Total FIZ	8.7%
Łukasz Bzdzion CEO	6.6%
Other	70.6%

### INVESTOR CALENDAR

1Q26 earning	29.05.2026
1H26 earning	23.09.2026
3Q26 earning	27.11.2026

### ANALYST

Katarzyna Kosiorek +48 224 338 272

k.kosiorek@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
rNPV	128	100%	128	100%	0%
Peers	89	0%	89	0%	0%

Estimates chng	2026E			2027E			2028E			
	PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	86	89	-3%	27	15	81%	43	n.a.	-	-
EBITDA	76	81	-7%	13	1	#####	25	n.a.	-	-
margin	87.9%	91.0%	#####	46.6%	6.7%	40.0pp	57.0%	-	-	-
EBIT	74	79	-7%	7	-5	-245%	18	n.a.	-	-
margin	85.8%	88.8%	#####	26.6%	-33.3%	60.0pp	42.1%	-	-	-
Net profit	67	64	4%	4	-10	-144%	9	n.a.	-	-
margin	77.5%	71.9%	#####	16.2%	-66.7%	82.9pp	21.1%	-	-	-

Trigon vs. cons	2026E			2027E			2028E			
	PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	86	-	-	27	-	-	43	-	-	-
EBITDA	76	-	-	13	-	-	25	-	-	-
margin	87.9%	-	-	46.6%	-	-	57.0%	-	-	-
EBIT	74	-	-	7	-	-	18	-	-	-
margin	85.8%	-	-	26.6%	-	-	42.1%	-	-	-
Net profit	67	-	-	4	-	-	9	-	-	-
margin	77.5%	-	-	16.2%	-	-	21.1%	-	-	-

KPIs (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	CAGR
Shares outstanding	4.1	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
EPS (PLN)	-3.3	-3.0	-3.3	13.5	0.9	1.8	-189%
BVPS (PLN)	2.5	7.8	15.3	28.9	29.8	31.6	66%
ND / EBITDA (x)	0.6	1.8	3.9	-1.3	-7.3	-4.0	-
ND / Equity (x)	-0.9	-0.9	-0.9	-0.7	-0.6	-0.6	-
FCFF	-36	-61	-72	34	-9	7	-171%
NWC	1	2	2	2	1	1	-
Net Debt	-9	-34	-67	-101	-92	-99	-
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	-
adj. Net Debt	-9	-34	-67	-101	-92	-99	-

Ratios	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	Avg.
adj. EBITDA yoy	-	-	-	-	-83%	94%	-
EBIT yoy	-	-	-	-	-90%	151%	-
adj. EPS yoy	-	-	-	-	-93%	106%	-
Gross margin	-	-	-	85.8%	26.6%	42.1%	51.5%
adj. EBITDA margin	-	-	-	87.9%	46.6%	57.0%	63.9%
EBIT margin	-	-	-	85.8%	26.6%	42.1%	51.5%
adj. Net profit margin	-	-	-	77.5%	16.2%	21.1%	38.3%
ROE (%)	-131%	-39%	-21%	47%	3%	6%	-23%
ROA (%)	-107%	-36%	-21%	45%	3%	6%	-18%

Multiples at PLN 81.8	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	-	-	-	6.0	91.4	44.4
adj. P/E (x)	-	-	-	6.0	91.4	44.4
EV/EBITDA (x)	-	-	-	4.0	24.6	12.4
adj. EV/EBITDA (x)	-	-	-	4.0	24.6	12.4
P/BV (x)	32.3	10.5	5.3	2.8	2.7	2.6
FCFF Yield (%)	#####	#####	-21.4%	11.3%	-3.0%	2.2%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Multiples at Target Price	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	-	-	-	9.5	143.5	69.7
adj. P/E (x)	-	-	-	9.5	143.5	69.7
EV/EBITDA (x)	-	-	-	7.0	42.7	21.7
adj. EV/EBITDA (x)	-	-	-	7.0	42.7	21.7
P/BV (x)	50.7	16.5	8.4	4.4	4.3	4.1
FCFF Yield (%)	-6.9%	#####	-13%	6.4%	-1.7%	1.2%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

P&L Statement (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenues	0	0	0	86	27	43
Operating costs	16	19	18	12	20	25
COGS	0	0	0	0	1	6
Profit from sales	-16	-19	-18	74	7	18
Other operating profits	2	4	2	9	0	0
Other operating costs	0	0	0	0	0	0
EBITDA	-15	-18	-17	76	13	25
adj. EBITDA	-15	-18	-17	76	13	25
D&A	0	1	1	2	5	6
EBIT	-16	-19	-18	74	7	18
Net financial costs	0	1	1	0	0	0
EBT	-14	-15	-16	82	5	11
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	-14	-15	-16	67	4	9
adj. net profit	-14	-15	-16	67	4	9

Balance Sheet (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Non-current Assets	2	2	6	39	53	56
Current Assets	11	39	73	108	99	106
Inventories	0	0	0	0	0	0
Receivables	2	5	5	5	6	6
Cash and cash equivalents	9	34	67	101	92	99
Assets	13	42	79	147	152	162
Equity	10	38	76	142	147	156
Non-current Liabilities	0	1	1	1	1	1
Long-term borrowings	0	0	0	0	0	0
Current Liabilities	2	3	3	5	5	5
Short-term borrowings	0	0	0	0	0	0
Payables	1	3	3	4	5	5
Equity and Liabilities	13	42	79	147	152	162

CF Statement (PLNm)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Operating CF	-15	-18	-15	69	10	16
Change in NWC	-1	-3	0	1	0	0
D&A	0	1	1	2	5	6
Investing CF	0	0	-4	-35	-19	-9
CAPEX	0	0	-4	-35	-19	-9
Financing CF	20	42	52	0	0	0
Lease payments	21	43	53	0	0	0
Dividend/Buy-back	0	0	0	0	0	0
Net change in cash	5	24	33	34	-9	7

## rNPV Valuation

	Valuation (PLNm)			Valuation (PLNm)		
	PLNm	PLN/share	% of valuation	Deal value	Royalties	TV
BCX-CM-J	270.8	55.0	45%	56.1	197.5	17.3
BCX-CM-AD	152.8	31.0	26%	9.0	134.0	9.8
BCX-EM	172.9	35.1	29%	0.0	158.5	14.4
<b>R&amp;D pipeline valuation</b>	<b>596.5</b>	<b>121.1</b>	<b>100%</b>	<b>65.1</b>	<b>490.0</b>	<b>41</b>
R&D, SG&A, new lab costs	-110.0					
Net cash 1Q26E	20					
BCX valuation	506					
<b>TP 12M =127.8 PLN/share</b>						

Source: Trigon

## Comparative Valuation

Peers	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	P/E			EV/EBITDA		
<b>Peer group median</b>	<b>16.0</b>	<b>20.2</b>	<b>18.4</b>	<b>13.3</b>	<b>11.9</b>	<b>9.4</b>
<b>Bioceltix S.A.</b>	<b>6.1</b>	<b>92.1</b>	<b>44.7</b>	<b>4.0</b>	<b>24.8</b>	<b>12.5</b>
BCX premium/(discount)	-62%	356%	142%	-70%	109%	33%
applied weight (year)	33%	33%	33%	33%	33%	33%
applied weight (multiple)		0.5			0.5	
<b>Target Price (PLN)</b>	<b>89</b>					

Source: Bloomberg, Trigon

## TRIGON DOM MAKLERSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11  
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)  
[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CEE EQUITY RESEARCH

<b>Grzegorz Kujawski</b> Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	<b>Dominik Niszczyński, CFA</b> TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
<b>Maciej Marcinowski</b> Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	<b>Łukasz Rudnik</b> Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
<b>Grzegorz Balcerski, CFA</b> Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	<b>David Sharma, CFA</b> Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
<b>Katarzyna Kosiorek, PhD</b> Biotechnology	<i>Analyst</i>	<b>Piotr Chodyra</b> FMCG, Defence, Deep tech	<i>Analyst</i>
<b>Michał Kozak</b> Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	<b>Kacper Mazur</b>	<i>Assistant Analyst</i>

## EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński** *Managing Director*

## SALES TRADING

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

## DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | 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 Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości 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 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 partycularnych 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

Cykl 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 wycenia wartość 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 przejścia 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 proggu 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 i metodę porównawczą.

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/zestawienie-rekomendacji](http://www.trigon.pl/zestawienie-rekomendacji).

**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](http://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 sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązаныmi a Emitentem nie występuje konflikt interesów Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora rynku Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję 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 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 od Emitenta dywidendy. 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](http://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: 21.04.2026 godz. 7:00

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 21.04.2026 godz. 8.00