

# Synektik

## Kumulacja dostaw robotów da Vinci w 2 półroczu 2022

W tym raporcie aktualizujemy nasze prognozy oraz wycenę spółki Synektik. W oparciu o nowe prognozy wyników finansowych i bieżącą stopę wolną od ryzyka ustalamy naszą wycenę wartości godziwej spółki na 39.9 PLN/akcję, co implikuje 31% potencjał wzrostu względem aktualnej ceny. Utrzymujemy rekomendacje KUPUJ. Synektik jest jednym z naszych top-picków w sektorze medycznym, spółka wchodzi właśnie w okres wysokich wyników finansowych, w 2022/23 zakładamy blisko 40 mln PLN skorygowanej EBITDY, oraz znaczącą poprawę generacji gotówki dzięki wyższemu zyskowi oraz uwolnieniu kapitału obrotowego. Synektik jest wyceniany obecnie na 2022/23 na 8.5x EV/EBITDA, co naszym zdaniem jest niewygórowanym poziomem jak na rosnącą spółkę z coraz większym udziałem powtarzalnych przychodów oraz dużymi perspektywami rozwoju dla robotów chirurgicznych szczególnie na rynku polskim.

**Kumulacja kontraktów na roboty da Vinci.** W ciągu ostatnich kilku miesięcy Synektik wydał szereg komunikatów o złożeniu ofert i zawarciu umów na dostawy robotów chirurgicznych da Vinci na wszystkich trzech rynkach. Według naszych obliczeń, w drugiej połowie 2022 roku spółka dostarczy 12 urządzeń da Vinci, z tego siedem w Polsce oraz pięć w Czechach i na Słowacji. Ze względu na przesunięty rok obrotowy część kontraktów powinna być ujęta w wynikach 4Q21/22 (cztery dostawy) a pozostała część (osiem urządzeń) w 1Q22/23. Duży popyt na rynku polskim wynika nie tylko z dotychczasowej niskiej penetracji robotów chirurgicznych na krajowym rynku, ale także z rozpoczęcia refundacji procedur z użyciem robotów przez NFZ od kwietnia 2022. Z kolei na rynku czeskim, gdzie średnia liczba procedur na poszczególne urządzenia jest dużo wyższa niż w Polsce i blisko maksymalnego wykorzystania, rosnąca liczba zabiegów powoduje kolejne zakupy także przez dotychczasowych użytkowników.

**Bardzo dobre wyniki za 4Q21/22 oraz 1Q22/23.** Spodziewamy się, że w 4Q21/22 Synektik zaraportuje 71.8 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o 38% r/r. Raportowana EBITDA powinna wynieść 9.0 mln PLN (+36% r/r), a skorygowana EBITDA 10.2 mln PLN (+39% r/r). Szacujemy, że raportowany zysk netto wyniesie 5.0 mln PLN, co oznacza wzrost o 57% r/r. W 1Q22/23 zakładamy sprzedaż 8 urządzeń da Vinci oraz realizację kontraktu na ZAP-X w Olsztynie, co wg naszych wstępnych szacunków powinno się przełożyć na ponad 120 mln PLN przychodów oraz około 15 mln PLN skorygowanej EBITDA. Na cały 2022/23 szacujemy 302 mln PLN przychodów, 39.5 mln PLN skorygowanej EBITDA oraz 15.0 mln PLN zysku netto.

**Wycena.** Uwzględniając nowe prognozy oraz aktualną stopę wolną od ryzyka obniżamy wycenę wartości godziwej spółki do PLN 39.9/akcję z PLN 45.0/akcję. Nowa wycena implikuje 31% potencjału wzrostu względem aktualnej ceny rynkowej, przez to utrzymujemy rekomendację Kupuj.

Tabela 1. Synektik: Prognozy finansowe\* (PLNm)

PLN m	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Przychody	125.4	128.6	180.3	302.2	265.3	287.0
EBITDA	18.6	19.2	29.2	33.6	30.6	42.2
Skor. EBITDA	21.6	23.0	29.1	39.5	35.7	42.2
EBIT	12.0	11.2	17.9	20.0	16.7	27.9
Zysk netto	8.8	8.4	13.0	15.0	12.8	21.9
EPS (PLN)	1.03	0.98	1.53	1.76	1.50	2.57
DPS (PLN)	0.36	0.40	0.45	0.50	0.70	0.60
EV/Skor. EBITDA	9.1	10.9	8.5	6.0	6.5	5.3
P/E (x)	21.6	30.1	18.2	17.4	20.3	11.9

\*12M kończące się we wrześniu; Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Securities

Ochrona zdrowia

### Synektik

#### KUPUJ

FV PLN 39.9 wcześniej: PLN

45.0

Potencjał wzrostu 31%

Cena bieżąca z 16 listopada 2022 PLN

30.55

Rekomendacja podtrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	8.5
Kapitalizacja (EUR m)	55.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	6.5
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.0
52W max/min (PLN)	34.60/22.50
Udział w WIG (%)	0.04%
Reuters	SNTP.WA
Bloomberg	SNT PW

#### Stopa zwrotu

1M	1.0%
3M	10.9%
12M	4.5%

#### Akcjonariat

Pan Mariusz Książek	26.1%
Pan Cezary Kozanecki, Prezes	25.0%
Pozostali	48.4%

#### Analityk

Łukasz Kosiarski  
lukasz.kosiarski@ipopema.pl  
+ 48 882 108 382

## SYNEKTIK

## KUPUJ

FV PLN 39.9

Kapitalizacja PLN 261m

Potencjał wzrostu 31%

Mnożniki	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
P/E (x)	30.1	18.2	17.4	20.3	11.9
EV/EBITDA (x)	13.0	8.5	7.0	7.5	5.3
EV/Sprzedaż (x)	1.9	1.4	0.8	0.9	0.8
P/BV (x)	3.13	2.65	2.59	2.43	2.10
FCF yield (%)	8%	-6%	20%	12%	12%
DY (%)	1%	2%	2%	2%	2%

Na akcję	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Liczba akcji (m szt.)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
EPS znorm. (PLN)	0.98	1.53	1.76	1.50	2.57
BVPS (PLN)	9.45	10.52	11.78	12.58	14.55
FCFPS (PLN)	2.28	-1.66	6.01	3.61	3.59
DPS (PLN)	0.40	0.45	0.50	0.70	0.60

Zmiana r/r (%)	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Przychody	2.6%	40.1%	67.7%	-12.2%	8.2%
EBITDA	3.2%	52.4%	14.9%	-8.8%	37.8%
Skorygowana EBITDA	6.1%	26.9%	35.6%	-9.6%	18.2%
EBIT	-7.0%	59.6%	11.9%	-16.5%	67.3%
Zysk netto	-4.8%	55.5%	14.9%	-14.5%	71.0%

Wskaźniki	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Marża brutto (%)	23.5%	25.9%	25.5%	27.5%	28.5%
Znorm. marża EBITDA (%)	17.8%	16.2%	13.1%	13.5%	14.7%
Marża operacyjna (%)	8.7%	9.9%	6.6%	6.3%	9.7%
Marża netto (%)	6.5%	7.2%	5.0%	4.8%	7.6%
Dług netto/EBITDA (x)	-0.14	0.33	-0.76	-0.96	-0.90
Dług netto/Kap. wł. (x)	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Dług netto/Aktywa (x)	-0.02	0.04	-0.11	-0.13	-0.16
ROE (%)	10.7%	15.3%	15.7%	12.3%	18.9%
ROA (%)	5.6%	6.7%	6.5%	5.7%	9.6%

Przychody	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Sprzęt diagnostyczny, IT	100.9	151.5	270.7	231.3	250.3
Radiofarmaceutyki	28.7	31.9	32.6	35.0	37.8
Centrum B+R	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przychody razem</b>	<b>128.6</b>	<b>180.3</b>	<b>302.2</b>	<b>265.3</b>	<b>287.0</b>

EBITDA	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Sprzęt diagnostyczny, IT	18.6	27.4	36.5	34.2	38.2
Radiofarmaceutyki	7.6	7.8	6.0	7.3	8.8
Koszty i pozostałe	-3.2	-0.5	-4.0	-5.8	-4.8
Centrum B+R	-3.8	-5.5	-5.0	-5.1	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>19.2</b>	<b>29.2</b>	<b>33.6</b>	<b>30.6</b>	<b>42.2</b>

Znorm. EBITDA	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
Sprzęt diagnostyczny i IT	18.6	27.4	36.5	34.2	38.2
Radiofarmaceutyki	7.6	7.8	6.0	7.3	8.8
Koszty i pozostałe	-3.2	-6.0	-3.0	-5.8	-4.8
Centrum B+R	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>23.0</b>	<b>29.1</b>	<b>39.5</b>	<b>35.7</b>	<b>42.2</b>

P&L* (PLN m)	19/20	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
<b>Przychody</b>	<b>125.4</b>	<b>128.6</b>	<b>180.3</b>	<b>302.2</b>	<b>265.3</b>	<b>287.0</b>
Koszty	-94.7	-98.4	-133.6	-225.2	-192.3	-205.1
<b>Zysk brutto</b>	<b>30.7</b>	<b>30.3</b>	<b>46.7</b>	<b>77.0</b>	<b>73.0</b>	<b>81.9</b>
Koszty sprzedaży	-7.4	-7.6	-18.7	-39.0	-37.3	-40.2
Koszty ogólnego zarządu	-6.7	-6.8	-9.8	-11.8	-12.8	-13.8
Koszty badań i rozwoju	-5.2	-6.1	-7.7	-7.2	-7.3	0.0
Pozostałe przychody operacyjne	0.7	1.5	7.3	1.0	1.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>18.6</b>	<b>19.2</b>	<b>29.2</b>	<b>33.6</b>	<b>30.6</b>	<b>42.2</b>
<b>Skorygowana EBITDA</b>	<b>21.6</b>	<b>23.0</b>	<b>29.1</b>	<b>39.5</b>	<b>35.7</b>	<b>42.2</b>
Amortyzacja	-6.5	-8.0	-11.4	-13.6	-13.9	-14.3
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>12.0</b>	<b>11.2</b>	<b>17.9</b>	<b>20.0</b>	<b>16.7</b>	<b>27.9</b>
Przychody finansowe netto	-0.6	-0.9	-1.6	-1.5	-0.9	-0.9
Podatek	-2.3	-1.8	-2.3	-3.5	-3.0	-5.1
Jednostki stowarzyszone	-0.3	-0.1	-0.9	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>8.8</b>	<b>8.4</b>	<b>13.0</b>	<b>15.0</b>	<b>12.8</b>	<b>21.9</b>

BILANS* (PLN m)	19/20	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>92.9</b>	<b>95.7</b>	<b>124.1</b>	<b>121.3</b>	<b>118.1</b>	<b>114.5</b>
Wartości niematerialne i prawne	27.6	28.6	56.1	54.4	52.3	49.8
Rzeczowe aktywa trwałe	43.7	45.6	37.6	35.3	33.6	32.4
Aktywa z tytułu praw do użyt.	6.0	8.0	16.9	18.0	18.6	18.6
Inne aktywa trwałe	15.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>48.7</b>	<b>63.9</b>	<b>104.2</b>	<b>108.0</b>	<b>105.5</b>	<b>118.5</b>
Zapasy	6.0	2.8	31.4	8.7	7.6	8.3
Należności	28.4	39.3	54.4	50.2	44.9	48.6
Środki pieniężne	10.9	18.3	14.5	44.5	48.5	57.1
Inne aktywa obrotowe	3.4	3.5	3.9	4.7	4.4	4.6
<b>Aktywa razem</b>	<b>141.6</b>	<b>159.7</b>	<b>228.3</b>	<b>229.3</b>	<b>223.6</b>	<b>233.0</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>76.0</b>	<b>80.6</b>	<b>89.8</b>	<b>100.5</b>	<b>107.3</b>	<b>124.1</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoter.</b>	<b>29.1</b>	<b>24.1</b>	<b>48.5</b>	<b>47.6</b>	<b>37.8</b>	<b>27.4</b>
Kredyty i pożyczki	14.7	11.7	16.7	16.7	16.7	16.7
Pozostałe zob. długoterminowe	14.4	12.4	31.8	30.9	21.1	10.7
<b>Zobowiązania krótkotermin</b>	<b>36.5</b>	<b>55.0</b>	<b>90.1</b>	<b>81.2</b>	<b>78.4</b>	<b>81.5</b>
Zobowiązania handlowe	27.6	44.4	75.6	71.0	68.5	71.4
Kredyty i pożyczki	5.9	6.5	10.0	5.0	5.0	5.0
Pozostałe zob. krótkoterminowe	3.0	4.1	4.4	5.2	5.0	5.1
<b>Pasywa razem</b>	<b>141.6</b>	<b>159.7</b>	<b>228.3</b>	<b>229.3</b>	<b>223.6</b>	<b>233.0</b>
Dług brutto (PLN m)	20.6	18.2	26.7	21.7	21.7	21.7
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>7.0</b>	<b>-2.8</b>	<b>9.6</b>	<b>-25.4</b>	<b>-29.5</b>	<b>-38.1</b>

CASH FLOW* (PLN m)	19/20	20/21	21/22E	22/23E	23/24E	24/25E
<b>Przepływy pien. z dz. oper.</b>	<b>13.9</b>	<b>21.7</b>	<b>0.5</b>	<b>46.1</b>	<b>24.3</b>	<b>29.1</b>
Zysk netto	8.8	8.4	13.0	15.0	12.8	21.9
Amortyzacja	6.5	8.0	11.4	13.6	13.9	14.3
Zmiany w kapitale obrotowym	-5.2	9.1	-12.5	22.4	3.8	-1.3
Pozostałe	3.7	-3.8	-11.4	-4.9	-6.2	-5.7
<b>Przepływy pien. z dz. inw.</b>	<b>-4.7</b>	<b>-3.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>-6.8</b>	<b>-14.3</b>	<b>-15.4</b>
Nakłady inwestycyjne	-5.3	-10.8	-27.9	-4.8	-4.8	-4.8
Pozostałe	0.6	7.6	18.9	-1.9	-9.5	-10.6
<b>Przepływy pien. z dz. fin.</b>	<b>-6.9</b>	<b>-11.1</b>	<b>4.7</b>	<b>-9.3</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.1</b>
Emisja akcji	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia netto	8.4	-2.4	8.5	-5.0	0.0	0.0
Dywidendy	-3.1	-3.4	-3.8	-4.3	-6.0	-5.1
Pozostałe	-12.3	-4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>2.3</b>	<b>7.4</b>	<b>-3.8</b>	<b>30.0</b>	<b>4.0</b>	<b>8.6</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>10.9</b>	<b>18.3</b>	<b>14.5</b>	<b>44.5</b>	<b>48.5</b>	<b>57.1</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; \*12M kończące się 30 września; \*\* znormalizowane o one-offy i wynik segmentu Centrum Badawczo-Rozwojowe (nakłady na kardioznacznik)

# Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena .....	4
Ostatnie wydarzenia .....	5
Szereg przetargów i umów na dostawy da Vinci .....	5
Wzrost wyceny procedur diagnostyki obrazowej .....	5
Ryzyka .....	7
Prognoza wyników kwartalnych 4Q21/22 .....	8
Prognozy finansowe.....	9

# Wycena

**Tabela 2. Synektik: Model DCF (PLNm)**

PLN m	22/23E	23/24E	24/25E	25/26E	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E
NOPAT	21.0	17.6	22.6	25.1	27.0	29.0	30.8	32.7	34.6	36.4
+ Amortyzacja	13.6	13.9	14.3	14.6	15.0	13.9	13.9	13.9	11.6	10.7
+ Zmiana kapitału obrotowego	21.5	4.0	-1.5	0.2	0.7	1.1	0.9	0.9	1.6	1.3
+ Wydatki inwestycyjne	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8
Wolne przepływy pieniężne	51.3	30.8	30.6	35.1	37.9	39.2	40.7	42.7	43.0	43.6
WACC	12.5%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Zdyskontowane przepływy 22/23E-31/32E	217.5									
Wzrost po okresie prognozy	3.0%									
Zdyskontowana wartość rezydualna	125.8									
Wartość przedsiębiorstwa	343.3									
- Dług netto (1 października 2022)	9.6									
Wartość kapitału własnego (1 października 2022)	333.7									
Liczba akcji	8.5									
Fair value (PLN)	39.9									

Źródło: IPOPEMA

**Tabela 3. Synektik: Obliczenia średnioważonego kosztu kapitału (%)**

PLN m	22/23E	23/24E	24/25E	25/26E	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Premia rynku akcji	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Współczynnik beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	12.5%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Premia długu	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po podatku	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
% długu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% kapitału	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
WACC	12.5%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%

Źródło: IPOPEMA

**Tabela 4. Synektik: Wrażliwość wyceny (PLN/akcję)**

		Stopa wzrostu rezydualnego (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	13.5%	37.1	37.7	38.5	39.3	40.3
	13.0%	37.7	38.4	39.2	40.1	41.1
	12.5%	38.4	39.1	39.9	40.9	41.9
	12.0%	39.1	39.8	40.7	41.7	42.7
	11.5%	39.8	40.6	41.5	42.5	43.6

Źródło: IPOPEMA

## Ostatnie wydarzenia

Kilka ostatnich tygodni przyniosły głównie szereg informacji o złożeniu/wyborze oferty Synektik w postępowaniu przetargowym dotyczącym dostawy robota chirurgicznego da Vinci. Kumulacja dostaw robotów da Vinci w 2 półroczu 2022 będzie miała pozytywny wpływ na wyniki segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT w kwartałach roku finansowego 4Q21/22 oraz 1Q22/23, ale co ważne skokowo zwiększy wartość powtarzalnych przychodów z materiałów zużywalnych oraz usług serwisowych.

## Szereg przetargów i umów na dostawy da Vinci

Druga połowa 2022 roku przyniosła bardzo mocny wzrost zamówień na roboty chirurgiczne da Vinci. Według naszych obliczeń, w drugiej połowie 2022 roku spółka dostarczy 12 urządzeń da Vinci, z tego siedem w Polsce oraz pięć w Czechach i na Słowacji. Ze względu na przesunięty rok obrotowy część kontraktów powinna być ujęta w wynikach 4Q21/22 (cztery dostawy) a pozostała część (osiem urządzeń) 1 kwartale roku obrotowego 2022/23.

Taka kumulacja dostaw powinna się przełożyć na rekordowe wyniki segmentu sprzętu diagnostycznego i IT w minionym oraz bieżącym kwartale, ale także skokowy przyrost powtarzalnych przychodów Synektik ze sprzedaży materiałów zużywalnych oraz przychodów serwisowych w kolejnych kwartałach. W zależności od zamówienia i specyfiki przetargu, część zawartych umów obejmuje urządzenie oraz pakiet szkoleniowo-serwisowy wraz z pewną ilością materiałów zużywalnych do zabiegów.

Tabela 5. Synektik: Liczba urządzeń da Vinci (sztuk)

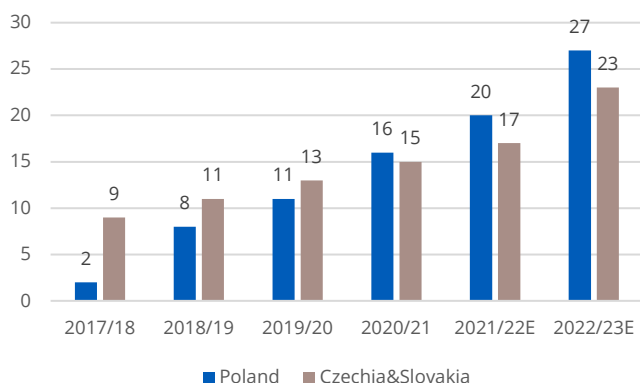
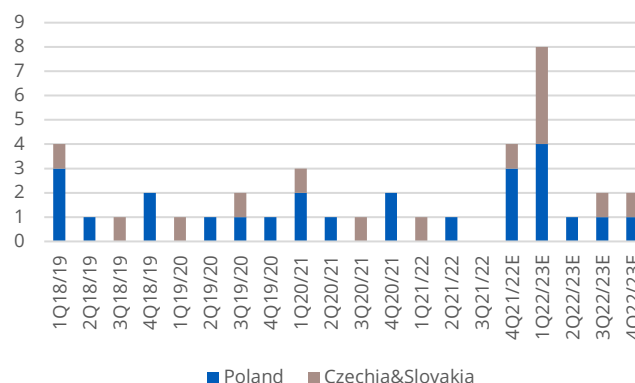


Tabela 6. Synektik: Liczba nowych urządzeń da Vinci (sztuk)



Źródło: Spółka, szacunki IPOPEMA

Dalsze tempo dostaw urządzeń da Vinci zależy od kilku czynników. Pierwszym czynnikiem jest zapotrzebowanie rynkowe na operacje wykonywane przy użyciu robotów chirurgicznych. W Polsce, na chwilę obecną, jedynie zabiegi urologiczne są refundowane przez NFZ. Wzorem np. rynku czeskiego w kolejnych latach spektrum zabiegów refundowanych powinno się powiększyć o zabiegi ginekologiczne oraz chirurgię ogólną, to z kolei powinno kreować w dłuższym terminie popyt na roboty chirurgiczne.

Na rynku polskim istnieje jeszcze spory potencjał do zwiększenia użycia urządzeń da Vinci. Według naszych szacunków jeden robot wykonuje rocznie w Polsce około 180 operacji, podczas gdy w Czechach przez ostatnie 3 lata za każdym razem było to ponad 300 a ostatni rok to ponad 340. Przyjmując 250 dni roboczych i dwie operacje dziennie, widać że na rynku czesko-słowackim urządzenia są dość blisko maksymalnej użycia, podczas gdy w Polsce jest jeszcze spory potencjał do wzrostu jeśli chodzi o ilość urządzeń jak i ilość operacji przypadających na jednego robota.

## Wzrost wyceny procedur diagnostyki obrazowej

Od września 2022, NFZ wprowadził znaczącą, ok. 30% podwyżkę wycen procedur diagnostyki obrazowej, w tym badań PET/CT wykorzystujących radiofarmaceutyki produkowane w cyklotronach przez Synektik. Do tej pory koszt radiofarmaceutyku stanowił ok 1/3 ceny

badania, przy czym NFZ różnicował wycenę badania z użyciem podstawowych znaczników (FDG) oraz znaczników specjalnych. Ze względu na wysoką cenę, rynek badań PET/CT wyróżnia się wyraźnie mniejszym udziałem zabiegów finansowanych prywatnie niż np. tańsze procedury tomografii komputerowej czy rezonansu magnetycznego.

Synektik jest jednym z wiodących dostawców zarówno FDG jak i radioznaczników specjalnych na polskim rynku. Większość klientów spółki to publiczne szpitale i prywatne ośrodki posiadające kontrakt z NFZ, z którymi Synektik współpracuje na bazie długoterminowych umów.

W obecnej sytuacji makroekonomicznej, Synektik zmaga się z istotną presją kosztową (koszty płac, energii) wpływającą negatywnie na rentowność segmentu radiofarmaceutyków. Podobne zjawisko występuje u dostawców usług PET/CT, jednak naszym zdaniem zwiększenie wyceny pojedynczego badania przez NFZ powinno zmitygować negatywny wpływ kosztowy oraz co ważniejsze dla Synektika otworzyć szansę na adekwatne podniesienie cen radioznaczników. Efekt ten powinien być widoczny dopiero za mniej więcej 3-4 kwartały, dlatego przewidujemy że w najbliższe kwartały w segmencie radiofarmaceutyków mogą być z niższą rentownością w porównaniu do poprzednich lat.

# Ryzyka

W tej sekcji przedstawiamy główne ryzyka dla Synektik.

**Ryzyko makroekonomiczne.** Synektik prowadzi działalność na lokalnym rynku zdrowotnym, gdzie największym finansującym służbę zdrowia jest publiczny płatnik NFZ. NFZ ustala zasady refundacji, limity i wyceny poszczególnych procedur medycznych. Ma to wpływ m.in. na popyt na urządzenia medyczne dystrybuowane przez Synektik, jak i pośrednio na popyt oraz cenę radiofarmaceutyków wytwarzanych przez spółkę. Kondycja gospodarki oraz budżet NFZ ma przez to duży wpływ na spółkę, ewentualny kryzys gospodarczy byłby ryzykiem dla Synektika.

**Ryzyko niepowodzeń i opóźnień w projektach badawczo-rozwojowych.** Ryzyko dotyczy prac rozwojowych nad innowacyjnym kardioznacznikiem. W naszym modelu nie wyceniamy projektu kardioznacznika, aczkolwiek decyzje dotyczące dalszego rozwoju projektu (ewentualny partnering, rozpoczęcie kolejnej fazy badań klinicznych) miałyby istotny wpływ na wycenę fundamentalną spółki.

**Ryzyko podaży akcji.** Uważamy, że istnieje pewne ryzyko podaży akcji ze strony Pana Mariusza Książka, który posiada 26% udziałów w spółce. Obecna cena akcji Synektik jest wyższa niż cena, po której dokonywał zakupu akcji 5 lat temu.

**Ryzyko walutowe.** Synektik, mimo iż operuje w zdecydowanej większości na rynku CEE posiada pewną ekspozycję na wahania kursu USD względem PLN i CZK. W krótkim terminie, spółka może odczuć wyższe koszty zakupu urządzeń (wyrażone w USD) względem ofert cenowych wyrażonych w walutach lokalnych (wpływ na marżę brutto). Z drugiej strony, aprecjacja USD powinna pozytywnie wpłynąć na przychody z materiałów zużywalnych. Dodatkowo kurs USDPLN będzie miał wpływ na koszty badań klinicznych kardioznacznika prowadzone w Stanach Zjednoczonych.

**Konkurencja.** Synektik jest dystrybutorem pierwszego na rynku i obecnie najpopularniejszego robota chirurgicznego urządzenia da Vinci. Przez to jest jedynym oferującym w przetargach na dostawy systemu robotycznego. Na światowym rynku zaczęły się pojawiać nowe urządzenia stanowiące konkurencję dla rozwiązania Intuitive Surgical, w związku z tym widzimy ryzyko, że w średnim terminie również na rynkach Synektik (Polska, Czechy, Słowacja) może pojawić się konkurent dla Synektika.

## Prognoza wyników kwartalnych 4Q21/22

Synektik ma opublikować wyniki za 4 kwartał roku obrotowego 2021/2022 roku 22 listopada 2022 roku.

Spodziewamy się, że Synektik zaraportuje 71,8 mln PLN przychodów w 4Q21/22, co oznacza wzrost o 38% r/r.

W segmencie Sprzęt medyczny i IT zakładamy, że przychody wyniosły 64,1 mln PLN, co oznacza wzrost o 44% r/r, w tym 49,1 mln PLN z instalacji, serwisu i materiałów do systemów da Vinci. Zakładamy, że w trakcie minionego kwartału Synektik sprzedał cztery systemy da Vinci, w tym trzy w Polsce i jeden na Słowacji. Zakładamy 0,8 tys. procedur da Vinci w Polsce (0,1 tys. wzrost k/k) i 1,3 tys. w Czechach i Słowacji (0,3 tys. spadek k/k), co powinno przełożyć się na odpowiednio 5,0 mln PLN i 8,9 mln przychodów z materiałów zużywalnych do systemów da Vinci. Łącznie w segmencie Sprzęt medyczny i IT zakładamy 23% marży brutto i 11,2 mln PLN EBITDA (+74% r/r).

W Radiofarmaceutykach zakładamy 8,0 mln PLN przychodów, wzrost o 4% r/r i EBITDA 1,7 mln PLN, spadek o 23% r/r głównie ze względu na presję na koszty energii i wynagrodzeń.

Zakładamy koszty B+R związane z kardioznacznikiem na poziomie 1,8 mln PLN (wobec 1,3 mln PLN w 4 kwartale 2020/21).

Na poziomie skonsolidowanym spodziewamy się kosztów ogólnego zarządu na poziomie 2,8 mln PLN (+63% r/r – brak segmentu czeskiego w ubiegłorocznej bazie), koszty sprzedaży na poziomie 6,2 mln PLN (8,7% sprzedaży vs. 4,2% w 4Q20/21).

Raportowana EBITDA powinna wynieść 9,0 mln PLN (+36% r/r), a skorygowana EBITDA 10,2 mln PLN (+39% r/r). Szacujemy, że raportowany zysk netto wyniesie 5,0 mln PLN, co oznacza wzrost o 57% r/r.

Tabela 7. Synektik prognozy wyników 4Q21/22

PLN m	1Q19/20	2Q19/20	3Q19/20	4Q19/20	1Q20/21	2Q20/21	3Q20/21	4Q20/21	1Q21/22	2Q21/22	3Q21/22	4Q21/22 p	R/R	K/K
<b>Przychody</b>	<b>37.6</b>	<b>37.0</b>	<b>22.3</b>	<b>28.5</b>	<b>34.1</b>	<b>27.0</b>	<b>15.7</b>	<b>51.9</b>	<b>35.4</b>	<b>37.3</b>	<b>35.8</b>	<b>71.8</b>	<b>38.4%</b>	<b>100.7%</b>
Sprzęt diagnostyczny i IT	29.4	29.0	16.6	21.9	28.2	19.8	8.5	44.4	28.2	29.4	29.8	64.1	44.2%	115.2%
Radiofarmaceutyki	8.5	8.3	5.9	6.8	6.2	7.4	7.5	7.7	7.4	8.9	7.5	8.0	3.6%	5.6%
Zysk brutto ze sprzedaży	8.4	8.3	5.8	8.2	8.5	7.6	4.3	9.9	8.0	9.9	12.1	16.8	69.9%	38.7%
Marża brutto	22.3%	22.4%	25.9%	28.8%	25.0%	28.1%	27.4%	19.0%	22.5%	26.4%	33.8%	23.4%	4.3%	-10.4%
<b>Skorygowana EBITDA</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>3.9</b>	<b>6.2</b>	<b>6.8</b>	<b>5.6</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>	<b>7.1</b>	<b>10.2</b>	<b>38.6%</b>	<b>44.4%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.9</b>	<b>5.0</b>	<b>3.1</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>4.8</b>	<b>1.6</b>	<b>6.6</b>	<b>4.2</b>	<b>10.4</b>	<b>5.6</b>	<b>9.0</b>	<b>36.0%</b>	<b>62.2%</b>
Marża EBITDA	12.9%	13.4%	14.0%	19.6%	18.0%	17.8%	10.1%	12.8%	11.8%	27.9%	15.6%	12.6%	-0.2%	-3.0%
Sprzęt diagnostyczny i IT	4.3	4.6	3.1	5.8	6.3	4.7	1.2	6.4	4.4	4.9	6.9	11.2	74.4%	61.3%
Radiofarmaceutyki	2.7	2.1	1.7	1.9	1.3	2.0	2.2	2.2	2.1	2.3	1.7	1.7	-23.7%	-0.7%
R&D	-0.9	-0.8	-0.8	-0.6	-0.6	-0.8	-1.6	-0.7	-1.4	-1.4	-1.5	-1.2	61.5%	-20.5%
Pozostałe	-1.3	-0.9	-0.9	-1.4	-0.8	-1.1	-0.2	-1.2	-0.9	4.6	-1.5	-2.1	73.5%	37.2%
Amortyzacja	-1.6	-1.6	-1.6	-1.7	-1.8	-2.0	-2.1	-2.0	-2.1	-3.0	-3.4	-2.9	42.0%	-14.9%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>1.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>4.6</b>	<b>2.1</b>	<b>7.4</b>	<b>2.2</b>	<b>6.2</b>	<b>33.3%</b>	<b>181.5%</b>
Marża operacyjna	8.7%	9.2%	6.7%	13.5%	12.7%	10.3%	-3.3%	8.9%	5.9%	19.9%	6.1%	8.6%	-0.3%	2.5%
Przychody/koszty finansowe	0.0	-0.3	0.0	-0.3	0.2	-0.2	0.0	-0.8	0.1	-0.4	-1.3	0.0	-100.0%	-100.0%
Zysk przed podatkiem	3.3	3.1	1.5	3.5	4.5	2.6	-0.5	3.8	2.2	7.0	0.9	6.2	63.4%	599.3%
Podatek	-0.7	-0.7	-0.3	-0.6	-0.9	-0.6	0.2	-0.5	-0.4	-0.2	-0.5	-1.2	115.1%	159.1%
Stopa opodatkowania	21.5%	21.6%	21.5%	16.6%	20.0%	21.9%	33.2%	14.4%	19.8%	2.7%	51.3%	19.0%	4.6%	-32.3%
<b>Zysk netto</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</b>	<b>2.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>3.2</b>	<b>1.8</b>	<b>5.9</b>	<b>0.3</b>	<b>5.0</b>	<b>57.3%</b>	<b>1336.2%</b>
Marża netto	6.6%	6.3%	5.2%	10.0%	10.5%	7.4%	-2.3%	6.1%	5.0%	15.9%	1.0%	6.9%	0.8%	6.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA



# Prognozy finansowe

Tabela 8. Synektik: Prognozy finansowe (PLNm)

RZiS (PLNm)	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E
<b>Przychody</b>	<b>134.8</b>	<b>125.4</b>	<b>128.6</b>	<b>180.3</b>	<b>302.2</b>	<b>265.3</b>	<b>287.0</b>	<b>301.2</b>
Koszty	-102.2	-94.7	-98.4	-133.6	-225.2	-192.3	-205.1	-213.1
<b>Zysk brutto ze sp.</b>	<b>32.6</b>	<b>30.7</b>	<b>30.3</b>	<b>46.7</b>	<b>77.0</b>	<b>73.0</b>	<b>81.9</b>	<b>88.2</b>
Koszty sprzedaży	-7.4	-7.4	-7.6	-18.7	-39.0	-37.3	-40.2	-42.3
Koszty ogólnego zarządu	-9.3	-6.7	-6.8	-9.8	-11.8	-12.8	-13.8	-14.9
Koszty badań i rozwoju	-7.1	-5.2	-6.1	-7.7	-7.2	-7.3	0.0	0.0
Pozostałe przychody/koszty	3.9	0.7	1.5	7.3	1.0	1.0	0.0	0.0
<b>Skorygowana EBITDA</b>	<b>20.2</b>	<b>21.6</b>	<b>23.0</b>	<b>29.1</b>	<b>39.5</b>	<b>35.7</b>	<b>42.2</b>	<b>45.6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>18.0</b>	<b>18.6</b>	<b>19.2</b>	<b>29.2</b>	<b>33.6</b>	<b>30.6</b>	<b>42.2</b>	<b>45.6</b>
Zysk operacyjny	12.7	12.0	11.2	17.9	20.0	16.7	27.9	31.0
Koszty finansowe	-0.9	-0.6	-0.9	-1.6	-1.5	-0.9	-0.9	-0.9
Zysk brutto	11.9	11.4	10.3	16.2	18.5	15.8	27.0	30.1
Podatek	-2.6	-2.3	-1.8	-2.3	-3.5	-3.0	-5.1	-5.7
<b>Zysk netto</b>	<b>9.1</b>	<b>8.8</b>	<b>8.4</b>	<b>13.0</b>	<b>15.0</b>	<b>12.8</b>	<b>21.9</b>	<b>24.4</b>
Zysk na akcję (PLN)	1.07	1.03	0.98	1.53	1.76	1.50	2.57	2.86
Marża EBITDA	13.3%	14.8%	14.9%	16.2%	11.1%	11.5%	14.7%	15.1%
Marża EBIT	9.4%	9.6%	8.7%	9.9%	6.6%	6.3%	9.7%	10.3%
Marża netto	6.8%	7.0%	6.5%	7.2%	5.0%	4.8%	7.6%	8.1%
ROE	13.8%	12.0%	10.7%	15.3%	15.7%	12.3%	18.9%	18.5%
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2018/19</b>	<b>2019/20</b>	<b>2020/21</b>	<b>2021/22E</b>	<b>2022/23E</b>	<b>2023/24E</b>	<b>2024/25E</b>	<b>2025/26E</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>39.8</b>	<b>48.7</b>	<b>63.9</b>	<b>104.2</b>	<b>108.0</b>	<b>105.5</b>	<b>118.5</b>	<b>142.3</b>
Gotówka	8.6	10.9	18.3	14.5	44.5	48.5	57.1	78.0
Należności	26.5	28.4	39.3	54.4	50.2	44.9	48.6	51.0
Zapasy	2.7	6.0	2.8	31.4	8.7	7.6	8.3	8.7
Pozostałe	2.0	3.4	3.5	3.9	4.7	4.4	4.6	4.7
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>85.3</b>	<b>92.9</b>	<b>95.7</b>	<b>124.1</b>	<b>121.3</b>	<b>118.1</b>	<b>114.5</b>	<b>110.6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	47.1	43.7	45.6	37.6	35.3	33.6	32.4	31.9
WNiP	25.5	27.6	28.6	56.1	54.4	52.3	49.8	47.1
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	12.8	21.6	21.6	30.5	31.7	32.2	32.2	31.7
<b>Aktywa razem</b>	<b>125.1</b>	<b>141.6</b>	<b>159.7</b>	<b>228.3</b>	<b>229.3</b>	<b>223.6</b>	<b>233.0</b>	<b>252.9</b>
<b>Kapitał</b>	<b>70.3</b>	<b>76.0</b>	<b>80.6</b>	<b>89.8</b>	<b>100.5</b>	<b>107.3</b>	<b>124.1</b>	<b>139.7</b>
Udział mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>20.8</b>	<b>29.1</b>	<b>24.1</b>	<b>48.5</b>	<b>47.6</b>	<b>37.8</b>	<b>27.4</b>	<b>28.5</b>
Dług finansowy	9.3	14.7	11.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
Pozostałe zobowiązania	11.5	14.4	12.4	31.8	30.9	21.1	10.7	11.8
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>34.1</b>	<b>36.5</b>	<b>55.0</b>	<b>90.1</b>	<b>81.2</b>	<b>78.4</b>	<b>81.5</b>	<b>84.8</b>
Dług finansowy	2.9	5.9	6.5	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Zobowiązania handlowe	27.5	27.6	44.4	75.6	71.0	68.5	71.4	74.6
Pozostałe zobowiązania	3.7	3.0	4.1	4.4	5.2	5.0	5.1	5.2
<b>Pasywa razem</b>	<b>125.1</b>	<b>141.6</b>	<b>159.7</b>	<b>228.3</b>	<b>229.3</b>	<b>223.6</b>	<b>233.0</b>	<b>252.9</b>
Dług netto	2.0	7.0	-2.8	9.6	-25.4	-29.5	-38.1	-59.0
Dług netto/EBITDA	0.1	0.4	-0.1	0.3	-0.8	-1.0	-0.9	-1.3
<b>RPP (PLNm)</b>	<b>2018/19</b>	<b>2019/20</b>	<b>2020/21</b>	<b>2021/22E</b>	<b>2022/23E</b>	<b>2023/24E</b>	<b>2024/25E</b>	<b>2025/26E</b>
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>13.5</b>	<b>13.9</b>	<b>21.7</b>	<b>0.5</b>	<b>46.1</b>	<b>24.3</b>	<b>29.1</b>	<b>33.6</b>
Zysk netto	9.1	8.8	8.4	13.0	15.0	12.8	21.9	24.4
Amortyzacja	5.2	6.5	8.0	11.4	13.6	13.9	14.3	14.6
Zmiana kapitału obrotowego	-3.2	-5.2	9.1	-12.5	22.4	3.8	-1.3	0.3
Pozostałe	2.3	3.7	-3.8	-11.4	-4.9	-6.2	-5.7	-5.8
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-5.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>-3.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>-6.8</b>	<b>-14.3</b>	<b>-15.4</b>	<b>-3.9</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.9</b>	<b>-11.1</b>	<b>4.7</b>	<b>-9.3</b>	<b>-6.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>-8.8</b>
Gotówka na początek okresu	5.3	8.6	10.9	18.3	14.5	44.5	48.5	57.1
<b>Gotówka na koniec okresu</b>	<b>8.6</b>	<b>10.9</b>	<b>18.3</b>	<b>14.5</b>	<b>44.5</b>	<b>48.5</b>	<b>57.1</b>	<b>78.0</b>
DPS (PLN)	0.00	0.36	0.40	0.45	0.50	0.70	0.60	1.03

Źródło: IPOPEMA

Tabela 9. Synektik: Zmiana prognoz (PLNm)

	2021/22E			2022/23E			2023/24E		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Przychody	180.3	203.6	-11.5%	302.2	242.2	24.8%	265.3	254.0	4.4%
EBITDA	29.2	30.8	-5.2%	33.6	37.7	-10.9%	30.6	40.5	-24.4%
EBIT	17.9	22.2	-19.6%	20.0	28.7	-30.4%	16.7	31.1	-46.4%
Zysk netto	13.0	17.7	-26.3%	15.0	23.2	-35.4%	12.8	25.5	-49.8%

Źródło: IPOPEMA

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

□

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przereczowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

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

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

Nil - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.  
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.  
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.  
 ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.  
 ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.  
 EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.  
 EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.  
 EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).  
 Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.  
 Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.  
 CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.  
 BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.  
 P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.  
 DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.  
 DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.  
 DBM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.  
 FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

#### IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 lipca 2022 – 30 września 2022)

	Number	%
Kupuj	29	44%
Trzymaj	20	30%
Sprzedaj	17	26%
Suma	66	100%

#### Historia rekomendacji – Synektik

Data	Rekomendacja	Wycena	Kurs	Autor
2021-09-07	KUPUJ	40.0	32.60	Beata Szparaga-Waśniewska
2021-12-13	KUPUJ	40.0	29.20	Beata Szparaga-Waśniewska
2021-01-10	KUPUJ	45.0	29.05	Beata Szparaga-Waśniewska
2022-11-17	KUPUJ	39.9	30.55	Łukasz Kosiarski