

Synektik

Odbicie w medycynie nuklearnej i sprzęcie do terapii

Kurs akcji spółki wzrósł o 45% w ciągu ostatnich 12M z uwagi na dobre wyniki i wzrost backlogu pomimo negatywnego wpływu pandemii na sprzedaż radiofarmaceutyków i przetargi na dostawę sprzętu medycznego. W roku 2020/21E (kończącym się we wrześniu) prognozujemy płaskie wyniki r/r. W roku 2021/22E spodziewamy się odbicia popytu na radiofarmaceutyki i ożywienia w przetargach na dostawę sprzętu medycznego, jak również wzrostu liczby operacji z wykorzystaniem systemów robotycznych da Vinci. W konsekwencji, w 2021/22E prognozujemy 16% wzrost przychodów r/r oraz poprawę znorm. EBITDA o 22% r/r do PLN 27m. Wydajemy rekomendację KUPUJ z wyceną na poziomie PLN 40/akcję.

Segment sprzęt i IT – urządzenia do terapii poprawiają marżę EBITDA. W minionych kwartałach pandemia COVID spowodowała spowolnienie w przetargach na dostawę sprzętu medycznego. W 9M20/21 przychody segmentu spadły o 25% r/r, lecz EBITDA była na porównywalnym poziomie dzięki większemu udziałowi sprzętu do terapii. Kontrakt spółki z Intuitive na wyłączną dystrybucję robotów chirurgicznych da Vinci w Polsce został przedłużony do 2026 r., spółka jest też dystrybutorem systemu ZAP-X (radiochirurgia guzów mózgu), APOTECA chemo (system robotyczny do przygotowywania chemioterapii) i systemu do brachyterapii SagiNova HDR. Spodziewamy się odbicia w tym segmencie od 3Q21. Zakładamy płaskie r/r przychody w roku 2020/21E, lecz w 2021/22E spodziewamy się wzrostu przychodów o 17% r/r do PLN 116m oraz poprawy EBITDA o 25% do PLN 25m.

Radiofarmaceutyki – odbicie po pandemii COVID. Sprzedaż radiofarmaceutyków spadła o 29% r/r w 1Q20/21 oraz o 11% r/r w 2Q20/21 z powodu pandemii, podczas gdy w 3Q20/21 sprzedaż wzrosła o 27% r/r. Spodziewamy się kontynuacji odbicia w nadchodzących kwartałach, biorąc również pod uwagę plany rozpoczęcia sprzedaży nowych produktów: znacznika Auxumin (18F do diagnostyki raka prostaty), FLT i FES. W rezultacie, prognozujemy spadek przychodów w tym segmencie o 2% r/r w 2020/21E, lecz poprawę o 10% r/r w 2021/22E. Szacujemy EBITDA segmentu na poziomie PLN7.4m (spadek o 12% r/r) w 2020/21E, PLN 8.3m (wzrost o 13% r/r) w 2021/22E.

Innowacyjny kardioznacznik – planowane rozpoczęcie badania 3 fazy. W 2013 r. Synektik nabył licencję do kardioznacznika do badania perfuzji mięśnia sercowego od Hadasit. Projekt ukończył 2 fazę badań klinicznych w 2019, niedługo ma się rozpocząć 3 faza z udziałem ok. 200 pacjentów z chorobą niedokrwienną serca. Spółka prowadzi rozmowy o partneringu, jednak według zarzdu umowa mogłaby być podpisana po wstępnych wynikach fazy 3. Z powodu ograniczonych danych dotyczących czułości i swoistości znacznika, nie uwzględniamy projektu w naszych prognozach.

Wycena. Wyceniamy Synektik wykorzystując 5-letni model DCF. Szacujemy wartość godziwą na PLN 40/akcję, co oznacza 20% potencjału wzrostu.

Tabela 1. Synektik: Prognozy finansowe* (PLNm)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Przychody	76.4	134.8	125.4	126.9	146.8	155.6
Znorm. EBITDA	7.8	20.3	21.6	22.3	27.2	29.7
Znorm. Zysk netto	2.6	12.0	12.4	12.3	15.9	17.9
PER (x)	107.5	23.6	22.9	23.0	17.8	15.8
EV/EBITDA (x)	37.7	14.0	13.5	13.1	10.3	9.1
Stopa dywidendy	0%	0%	1%	1%	1%	2%

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

Ochrona zdrowia

Synektik

KUPUJ

FV PLN 40.00

Potencjał wzrostu 20%

Cena bieżąca z 6 września 2021 PLN 33.20



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	8.5
Kapitalizacja (PLN m)	62.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	11.7
12M śr. dzienny obrót (PLN m)	0.1
52W max/min (PLN)	39.20/17.30
Udział w WIG (%)	0.03%
Reuters	SNTP.WA
Bloomberg	SNT PW

Stopa zwrotu

1M	0.9%
3M	-8.0%
12M	45.0%

Akcjonariat

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

Analyst

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
 beata.szparaga@ipopema.pl
 +48 22 236 94 14

SYNEKTIK

KUPUJ

FV PLN 40

Kapitalizacja PLN 283m

Potencjał wzrostu 20%

Mnożniki	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
P/E (x)	23.6	22.9	23.0	17.8	15.8
EV/EBITDA (x)	14.0	13.5	13.1	10.3	9.1
EV/Sprzedaz (x)	2.1	2.3	2.3	1.9	1.7
P/BV (x)	4.03	3.73	3.52	3.17	2.89
FCF yield (%)	3%	3%	1%	5%	6%
DY (%)	0%	1%	1%	1%	2%

Na akcję	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Liczba akcji (m szt.)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
EPS znorm. (PLN)	1.40	1.45	1.44	1.87	2.10
BVPS (PLN)	8.24	8.91	9.43	10.48	11.49
FCFPS (PLN)	0.95	1.06	0.41	1.75	1.95
DPS (PLN)	0.00	0.36	0.45	0.45	0.55

Zmiana r/r (%)	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Przychody	76.4%	-7.0%	1.2%	15.7%	6.0%
Znorm. EBITDA	160.6%	6.3%	3.3%	21.8%	9.1%
Znorm. zysk netto	354.6%	3.1%	-0.4%	29.4%	12.3%

Wskaźniki	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Znorm. marża EBITDA (%)	15.1%	17.3%	17.6%	18.5%	19.1%
Znorm. marża EBIT (%)	11.2%	12.0%	11.3%	12.8%	13.5%
Znorm. marża netto (%)	8.9%	9.9%	9.7%	10.8%	11.5%
Dług netto/EBITDA (x)	0.1	0.4	0.5	-0.1	-0.5
Dług netto/Kap. wł. (x)	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1
Wsk. płyn. bieżącej (x)	1.3	1.5	1.5	2.0	2.3
Cykl konw. gotówki (dni)	-35.1	-32.5	-12.9	-0.1	-0.2
ROA (%)	7.8%	6.6%	5.7%	8.3%	8.3%
ROE (%)	13.8%	12.0%	10.6%	14.8%	14.2%

Przychody	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Sprzęt diagnostyczny i IT	112.1	96.9	99.2	116.3	124.0
Prod. radiofarmaceutyków	22.7	28.5	27.7	30.4	31.6
Centrum B+R	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przychody razem	134.8	125.4	126.9	146.8	155.6

EBITDA	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Sprzęt diagnostyczny i IT	19.7	17.8	20.2	25.2	28.2
Prod. radiofarmaceutyków	7.8	8.4	7.4	8.3	8.7
Koszty i pozostałe	-7.2	-4.5	-5.2	-6.3	-7.2
Centrum B+R	-2.4	-3.1	-3.6	-2.8	-4.3
EBITDA	18.0	18.6	18.8	24.5	25.4

Znorm. EBITDA	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Sprzęt diagnostyczny i IT	19.7	17.8	20.2	25.2	28.2
Prod. radiofarmaceutyków	7.8	8.4	7.4	8.3	8.7
Koszty i pozostałe	-7.2	-4.5	-5.2	-6.3	-7.2
Centrum B+R	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Znorm. EBITDA	20.3	21.6	22.3	27.2	29.7

P&L* (PLN m)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Przychody	76.4	134.8	125.4	126.9	146.8	155.6
Zysk brutto	33.5	51.1	51.0	55.4	64.6	69.6
EBITDA	15.8	18.0	18.6	18.8	24.5	25.4
Znorm. EBITDA**	7.8	20.3	21.6	22.3	27.2	29.7
Amortyzacja	-5.5	-5.2	-6.5	-8.1	-8.5	-8.7
EBIT	10.2	12.7	12.0	10.7	16.0	16.7
Znorm. EBIT	2.3	15.1	15.1	14.3	18.7	21.0
Przychody finansowe netto	-0.5	-0.9	-0.6	-0.3	-0.5	-0.3
Podatek	-0.2	-2.6	-2.3	-1.9	-2.9	-3.1
Zysk netto	9.3	9.1	8.8	8.3	12.5	13.3
Znorm. zysk netto	2.6	12.0	12.4	12.3	15.9	17.9

BILANS* (PLN m)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Aktywa trwałe	80.0	85.3	92.9	91.9	87.1	82.7
Rzeczowe aktywa trwałe	48.6	47.1	49.8	50.8	47.9	45.3
Wartości niematerialne i prawne	23.6	25.5	27.6	26.5	25.5	24.4
Inne aktywa trwałe	7.8	12.8	15.6	14.6	13.8	13.0
Aktywa obrotowe	28.6	39.8	48.7	56.1	67.5	82.3
Środki pieniężne	5.3	8.6	10.9	11.0	15.7	27.7
Należności	18.6	26.5	29.4	35.2	40.7	43.2
Zapasy	4.2	2.7	6.0	7.4	8.6	9.0
Inne aktywa obrotowe	0.5	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Aktywa razem	108.6	125.1	141.6	148.0	154.6	165.0
Kapitały własne	62.0	70.3	76.0	80.5	89.4	98.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania i rezerwy	46.6	54.8	65.6	67.5	65.3	67.0
Dług krótkoterminowy	5.4	2.9	5.9	9.2	2.9	3.1
Zobowiązania handlowe	23.5	27.5	27.6	27.3	31.3	32.8
Rezerwy	0.8	2.7	2.9	2.9	3.0	3.1
Pozostałe zob. krótkoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dług długoterminowy	10.8	9.3	14.7	12.5	12.5	12.5
Pozostałe zob. długoterminowe	0.2	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Rozliczenie dotacji otrzymanych	6.0	12.5	14.1	15.1	15.1	15.1
Pasywa razem	108.6	125.1	141.6	148.0	154.6	165.0
Dług brutto (PLN m)	16.2	10.5	18.9	20.0	13.7	13.9
Dług netto (PLN m)	10.9	2.0	8.0	9.0	-2.0	-13.8

CASH FLOW* (PLN m)	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Zysk netto	9.3	9.1	8.8	8.3	12.5	13.3
Zmiany w kapitale obrotowym	9.2	-5.4	-3.3	-6.7	-1.9	-0.5
Amortyzacja	5.5	5.2	6.5	8.1	8.5	8.7
Pozostałe	-11.0	4.5	1.9	0.9	0.6	0.4
Przepływy pien. z dz. oper.	13.0	13.5	13.9	10.6	19.7	21.8
Nakłady inwestycyjne	-12.0	-5.5	-5.1	-8.0	-4.5	-5.1
Inne (w tym dotacje)	0.0	0.2	0.4	0.5	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. inw.	-12.0	-5.3	-4.7	-7.5	-4.5	-5.1
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany zadłużenia netto	5.4	-4.3	-3.3	1.2	-6.3	0.2
Dywidendy	0.0	0.0	-3.1	-3.8	-3.6	-4.7
Inne	-0.9	-0.7	-0.6	-0.3	-0.5	-0.3
Przepływy pien. z dz. fin.	4.5	-5.0	-6.9	-3.0	-10.4	-4.8
Zmiana środków pieniężnych	5.5	3.3	2.3	0.1	4.7	12.0
Śr. pieniężne na koniec okr.	5.3	8.6	10.9	11.0	15.7	27.7

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

Wycena	4
Model DCF	4
Ryzyka do naszych prognoz i rekomendacji.....	5
Model biznesowy	6
Sprzęt diagnostyczny i IT	6
1. Sprzedaż sprzętu medycznego	7
2. Rozwiązania informatyczne.....	8
Radiofarmaceutyki	9
1. Zakłady produkcji radioznaczników	9
2. Produkty	10
3. Odbiorcy	10
Innowacyjny kardioznacznik	10
Prognozy finansowe	13
Rynek radioznaczników	14
Badania perfuzji mięśnia sercowego	14
Rejestracja nowego radiofarmaceutyku	16
Zastrzeżenia prawne	17

Wycena

Model DCF

Wyceniamy wartość kapitału własnego spółki Synektik modelem DCF. Otrzymujemy wycenę wartości godziwej na poziomie PLN40/akcję i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia Kupuj.

Tabela 2. Synektik: Model DCF (PLNm)

	4Q20/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E	2025/26E	>2025/26E
Przychody	50.1	146.8	155.6	163.6	172.3	180.5	180.5
Sprzęt i IT	42.7	116.3	124.0	131.2	139.4	147.3	147.3
Produkcja radiofarmaceutyków	7.4	30.4	31.6	32.3	32.9	33.3	33.3
EBIT	4.1	16.0	16.7	22.0	23.0	23.8	23.8
Sprzęt i IT	7.6	23.5	26.0	27.7	29.6	31.4	31.4
Produkcja radiofarmaceutyków	1.4	6.0	6.2	6.2	6.0	5.6	5.6
Kardioznacznik	-0.9	-4.2	-5.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty zarządu i pozostałe	-4.0	-9.4	-9.9	-11.9	-12.5	-13.1	-13.1
Efektywna stawka podatku (%)	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%
Podatek	-0.8	-3.0	-3.2	-4.2	-4.4	-4.5	-4.5
NOPAT	3.3	13.0	13.5	17.8	18.6	19.3	19.3
Amortyzacja	2.1	8.5	8.7	9.0	9.3	9.6	9.6
Zmiana kapitału obrotowego	-10.4	-1.9	-0.5	0.2	-0.3	-1.0	-1.0
Capex (netto po dotacjach)	-4.5	-4.5	-5.1	-5.6	-5.9	-6.2	-9.6
FCF	-9.4	15.0	16.7	21.4	21.8	21.7	18.3
Stopa dyskontowa	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Czynnik dyskontowy	0.98	0.93	0.87	0.82	0.77	0.72	0.72
Wartość bieżąca FCF	-9.3	13.8	14.5	17.5	16.8	15.7	
Suma wartości bieżącej FCF	69.1						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.5%						
Wartość rezydualna	384.6						
Zdyskontowana wartość rezydualna	278.7						
Wartość przedsiębiorstwa (PLNm)	347.8						
Dług netto (2Q21)	4.3						
Wartość kapitału własnego (PLNm)	343.0						
I. akcji (m)	8.5						
Wartość kapitału własnego (PLN/akcję)	40.0						

Źródło: IPOPEMA

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

Stopa wolna od ryzyka	1.5
Premia za ryzyko rynkowe	4.5
Beta (x)	1.3
Koszt kapitału własnego	7.3
Koszt długu po podatku	2.5
Dług/(dług+kapitał własny)	21.3
WACC	6.3

Źródło: IPOPEMA

Tabela 4. Synektik: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLN/akcję)

		ERP		
		3.5%	4.5%	5.5%
Wzrost w okresie rezydualnym	0.0%	39	32	27
	1.0%	46	37	31
	1.5%	52	40	33
	2.0%	58	44	35
	2.5%	68	49	39

Źródło: IPOPEMA

Ryzyka do naszych prognoz i rekomendacji

Głównymi czynnikami ryzyka do naszych prognoz i rekomendacji są: ryzyko makroekonomiczne (budżet NFZ, trendy w ochronie zdrowia), ryzyko niepowodzenia innowacyjnego kardioznacznika, ryzyko konkurencji (w przetargach na dostawę sprzętu, w radiofarmaceutykach, jak również w kardioznaczniku), ryzyko związane z patentami dot. kardioznacznika, ryzyko podaży akcji od Pana Książka, jak również ryzyko ładu korporacyjnego (osobie powiązanej została udzielona pożyczka w kwocie PLN 1.6m, oprocentowanie nie zostało ujawnione).

Model biznesowy

Synektik to producent radioznaczników, dystrybutor sprzętu medycznego i producent szpitalnego oprogramowania. Spółka jest największym w Polsce producentem radioznaczników do badań PET, ma 3 zakłady produkcyjne – w Kielcach, Mszczonowie i Warszawie. Synektik posiada również własne Centrum Badawczo-Rozwojowe (przy zakładzie w Warszawie), w którym opracowuje kolejne radioznaczniki do rejestracji w Polsce i pracuje nad innowacyjnym kardioznacznikiem, który znajduje się obecnie w 3 fazie badań klinicznych na pacjentach z chorobą wieńcową. W obszarze urządzeń medycznych, Synektik jest dostawcą sprzętu od kilkunastu producentów aparatury diagnostycznej i terapeutycznej, a także zintegrowanym wykonawcą hybrydowych sal operacyjnych. Spółka rozwija i sprzedaje własne systemy ArPACS/RIS i pracuje nad platformą teleradiologiczną Evolution. Synektik posiada również 50% udziałów w spółce Cyklosfera sp. z o.o., która świadczy usługi w zakresie badań PET/CT w Białymstoku. Synektik został założony w 2001 r. przez pana Cezarego Kozaneckiego – Prezesa, w 2011 r. zadebiutował na New Connect, a w 2015 r. na GPW. W spółce pracuje 128 pracowników.

Tabela 5. Synektik: Przychody (PLNm)

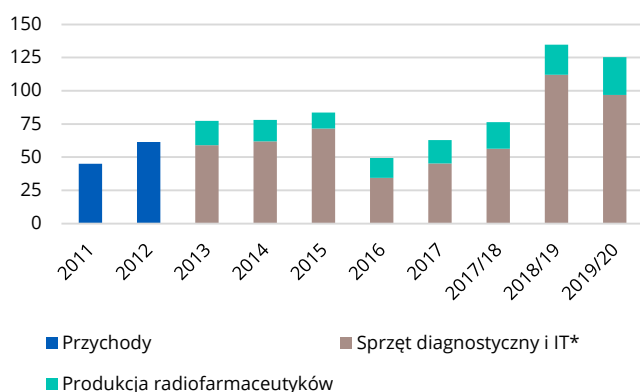
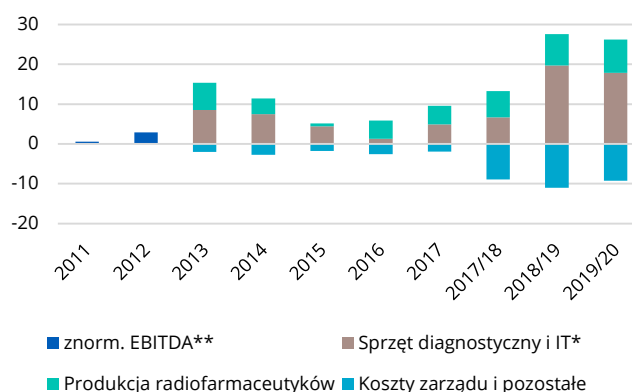


Tabela 6. Synektik: Znorm. EBITDA (PLNm)



*Sprzęt diagnostyczny i IT – od 2017 r. Usługi serwisowo-pomiarowe stanowią część segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT, natomiast wcześniej był to oddzielny segment. Dla lepszej porównywalności danych, w latach 2013-16 dodajemy wyniki segmentu Usługi serwisowo-pomiarowe do segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT.

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Przychody spółki wyniosły PLN 125.4m w 2019/20 (spadek o 7% r/r), a EBITDA PLN 18.6m (wzrost o 3% r/r). Segment sprzęt medyczny i IT miał największy udział w przychodach, sprzedaż segmentu wyniosła PLN 97m w 2019/20 i była o 4% niższe r/r. Ten segment również miał największy udział w EBITDA grupy – PLN 17.8m (spadek o 10% r/r). Segment radiofarmaceutyki dodał PLN 28.5m przychodów w 2019/20 (wzrost o 26% r/r) i PLN 8.4m EBITDA (wzrost o 7% r/r).

Sprzęt diagnostyczny i IT

W ramach segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT, Synektik prowadzi sprzedaż urządzeń medycznych stosowanych w radiologii, terapii i medycynie nuklearnej, oferuje własne rozwiązania informatyczne oraz wykonuje testy odbiorcze i specjalistyczne urządzeń radiologicznych. Spółka świadczy również usługi serwisowe sprzętu medycznego. W przychodach segmentu najwięcej waży sprzedaż sprzętu medycznego, z kolei najwyższa marża jest realizowana na własnych rozwiązaniach informatycznych. Przychody tego segmentu zależą od inwestycji publicznych i prywatnych w nowy sprzęt medyczny. Na rynku sprzętu medycznego występuje silna sezonowość – w 4Q sprzedaż jest najwyższa, gdyż publiczne podmioty na ogół wydatkują środki pod koniec roku.

Tabela 7. Przychody segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT* (PLNm)

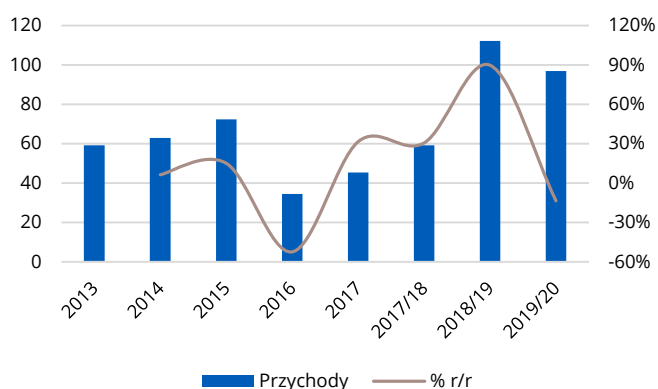
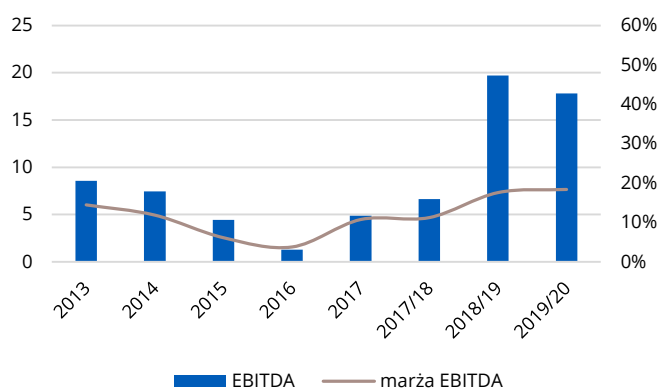


Tabela 8. Synektik: EBITDA segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT* (PLNm)



*Dla lepszej porównywalności danych, w latach 2013-16 dodajemy wyniki segmentu Usługi serwisowo-pomiarowe do segmentu Sprzęt diagnostyczny i IT.

Źródło: Spółka, IPOPEMA

1. Sprzedaż sprzętu medycznego

W ramach tej działalności spółka dokonuje kompleksowej dostawy sprzętu, połączonej z przygotowaniem niezbędnych pomieszczeń, instalacją urządzeń oraz szkoleniem personelu. Synektik zdobywa kontrakty na dostawę sprzętu medycznego głównie poprzez przetargi publiczne ogłaszane przez placówki medyczne.

Tabela 9. Synektik: partnerzy spółki w segmencie sprzętu medycznego



Źródło: Spółka

Synektik jest dystrybutorem sprzętu medycznego w następujących obszarach:

- **Chirurgia:** roboty chirurgiczne Intuitive Surgical – kontrakt podpisany w lipcu 2018;
- **Radioterapia:** ZAP-X system do radiochirurgii guzów mózgu; Carl Zeiss – system do śródoperacyjnej radioterapii (IORT) INTRABEAM, Eckert&Ziegler – brachyterapia HDR;
- **Onkologia:** Theraclion, Capnomed, Loccioni;
- **Radiologia obrazowa:** sprzęt produkowany m.in. przez Philips, Fuji, Agfa, wstrzykiwacze kontrastu wraz z materiałami zużywalnymi (Medtron);
- **Sprzęt i wyposażenie stosowane w medycynie nuklearnej:** głównie produkcji firmy Comecer – komory gorące z nawiewem laminarnym wykorzystywane do produkcji i frakcjonowania radiofarmaceutyków.

Niektóre z umów dystrybucyjnych są na wyłączność – głównie te z zakresu urządzeń do terapii, natomiast producenci urządzeń do diagnostyki na ogół współpracują z kilkoma dystrybutorami w Polsce, czasami również sami biorą udział w przetargach. Konkurencją dla spółki w tym obszarze stanowią: (1) w diagnostyce obrazowej: Siemens, GE, TMS, Grupa VOXEL poprzez Alteris; (2) w terapii onkologicznej: Varian, Elekta; (3) we wstrzykiwaczach: Bayer, Bracco.

Tabela 10. System robotyczny da Vinci



Źródło: Spółka

Tabela 11. ZAP-X



Źródło: Spółka

2. Rozwiązania informatyczne

Synektik posiada własne rozwiązania informatyczne w zakresie archiwizacji i dystrybucji obrazów radiologicznych i danych administracyjnych (PACS - picture archiving and communication system i RIS - Radiology Information System), funkcjonujące pod nazwą handlową ArPACS, do których licencje oferuje publicznym i prywatnym placówkom medycznym oraz spółkom informatycznym, wdrażającym systemy zarządzania placówkami medycznymi HIS (Hospital Information System). Synektik oferuje również własne stacje diagnostyczne Arview, moduły teleradiologii i konsultacji on-line oraz specjalistyczne oprogramowanie innych firm, np. Intrasure, Imagylis. Niedawno spółka uruchomiła również platformę teleradiologiczną *Zbadani.pl*, która oferuje pacjentom i lekarzom dostęp online do

wyników badań, możliwość zdalnego opisywania badań obrazowych oraz możliwość telekonsultacji on line.

Radiofarmaceutyki

Synektik – lider polskiego rynku produkcji radiofarmaceutyków

Synektik jest największym producentem radiofarmaceutyków w Polsce. Przychody segmentu Produkcja radiofarmaceutyków w 2019/20 r. wyniosły PLN28.5m, wzrost o 7% r/r, a EBITDA osiągnęła poziom PLN8.4m, wzrost o 7% r/r. Przychody segmentu uzależnione są od wolumenu badań PET/CT (które z kolei zależą od budżetu NFZ na ten cel), stawek NFZ za te badania oraz powodzenia spółki w przetargach publicznych organizowanych przez placówki medyczne.

Tabela 12. Synektik: Przychody w segmencie Produkcja radiofarmaceutyków (PLNm)

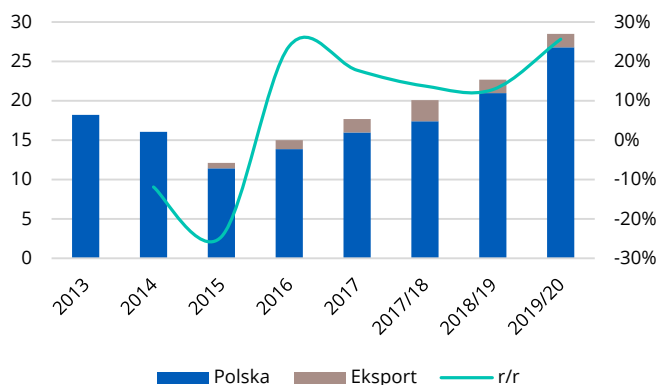
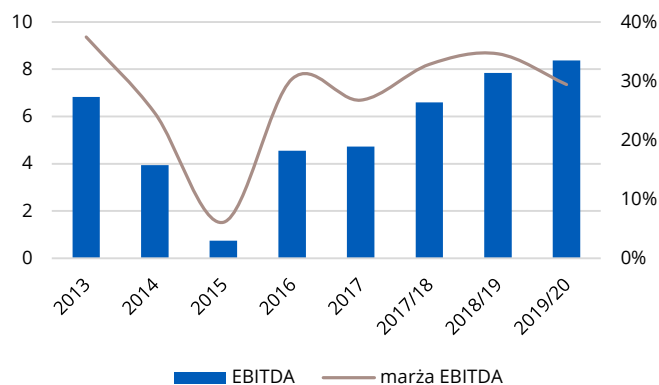


Tabela 13. Synektik: EBITDA w segmencie Produkcja radiofarmaceutyków (PLNm)



Źródło: Spółka, IPOPEMA

1. Zakłady produkcji radioizotopów

Synektik wytwarza radiofarmaceutyki w zakładach zlokalizowanych w Kielcach (od 2012 r.) i Warszawie (od 2014 r.) oraz w zakładzie w Mszczonowie przejętym od Monrol w 2018 r.

Zakład w Kielcach jest zlokalizowany przy Świętokrzyskim Centrum Onkologii, a zakład w Warszawie mieści się przy ośrodku PET/CT największego klienta spółki w tym segmencie – Affidea, na terenie Wojskowego Instytutu Medycznego.

29 marca 2018 r. Synektik sfinalizował zakup 100% udziałów w Monrol Poland LTD sp. z o.o. od tureckiego producenta radiofarmaceutyków, Eczacıbaşı Monrol za PLN14.7m. Monrol Poland był producentem radioizotopu FDG, który posiadał zakład w Mszczonowie i kilka kontraktów na dostawę radioizotopów.

Tabela 14. Synektik: Lokalizacja zakładów – Kielce, Warszawa i Mszczonów (zakład przejętej spółki Monrol Poland)



Tabela 15. Lokalizacje urządzeń do badań PET/CT w Polsce – Klienci Synektik oraz konkurencja

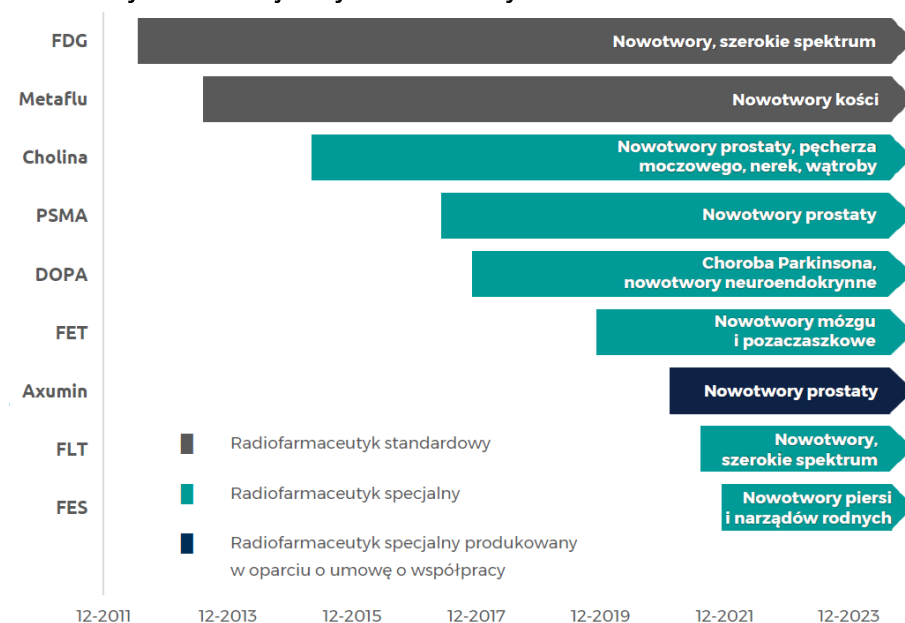


Źródło: Spółka

2. Produkty

FDG odpowiada za większość przychodów spółki ze sprzedaży radioznaczników (38% w 2019/20 r.), natomiast radioznaczniki specjalne (głównie 11F- cholina) w 2019/20 odpowiadały za ok. 31% przychodów ze sprzedaży radioznaczników. Synektik posiada również prawa własności do 6 produktów farmaceutycznych: Glunektik, Metaflu, DOPA, MonFCH, FET, Fluorocholine oraz prowadzi badania i prace rozwojowe nad nowymi radiofarmaceutykami – generykami i produktami innowacyjnymi, w ramach Centrum Badawczo-Rozwojowego. W 2018 r. spółka podpisała umowę współpracy z Blue Earth Diagnostics (Bracco) dotyczącą produkcji i dystrybucji w Polsce radioznacznika Auxmin (fluciclovine 18F), który jest stosowany do obrazowania PET u pacjentów z podejrzeniem wznowy nowotworu prostaty. Auxmin jest dopuszczony do obrotu w UE, Synektik będzie jedynym producentem i dostawcą tego radioznacznika w Polsce. Spółka planuje rozpocząć sprzedaż radioznacznika Auxmin w najbliższych miesiącach, dwa kolejne radioznaczniki mają również zostać niedługo wprowadzone do sprzedaży: FLT (do końca 2021 r.), FES (w 2022 r.).

Tabela 16. Synektik: Rozwój oferty radiofarmaceutyków



Źródło: Spółka

3. Odbiorcy

Największym odbiorcą spółki jest Affidea – Synektik od 2012 r. dostarcza radiofarmaceutyki do 3 placówek PET/CT tego klienta – w Warszawie, Poznaniu i Wrocławiu. Affidea w 2019/20 odpowiadała za PLN 7.5m przychodów co stanowiło 25% przychodów spółki w segmencie Produkcja radiofarmaceutyków. Pozostałymi klientami spółki są głównie publiczne placówki medyczne, które rozpisują przetargi na dostawę radiofarmaceutyków. Spółka jest jednym z dwóch w Polsce producentów 18F-choliny, natomiast w przetargach na FDG konkuruje z innymi producentami – Voxelem, Life Radiopharma, Centrum Onkologii w Gliwicach (podmiot produkuje głównie na własne potrzeby, ale czasami bierze też udział w przetargach na dostawy do wybranych szpitali). Synektik również eksportuje radioznaczniki – w 2019/20 eksport wyniósł PLN1.7m, płasko r/r.

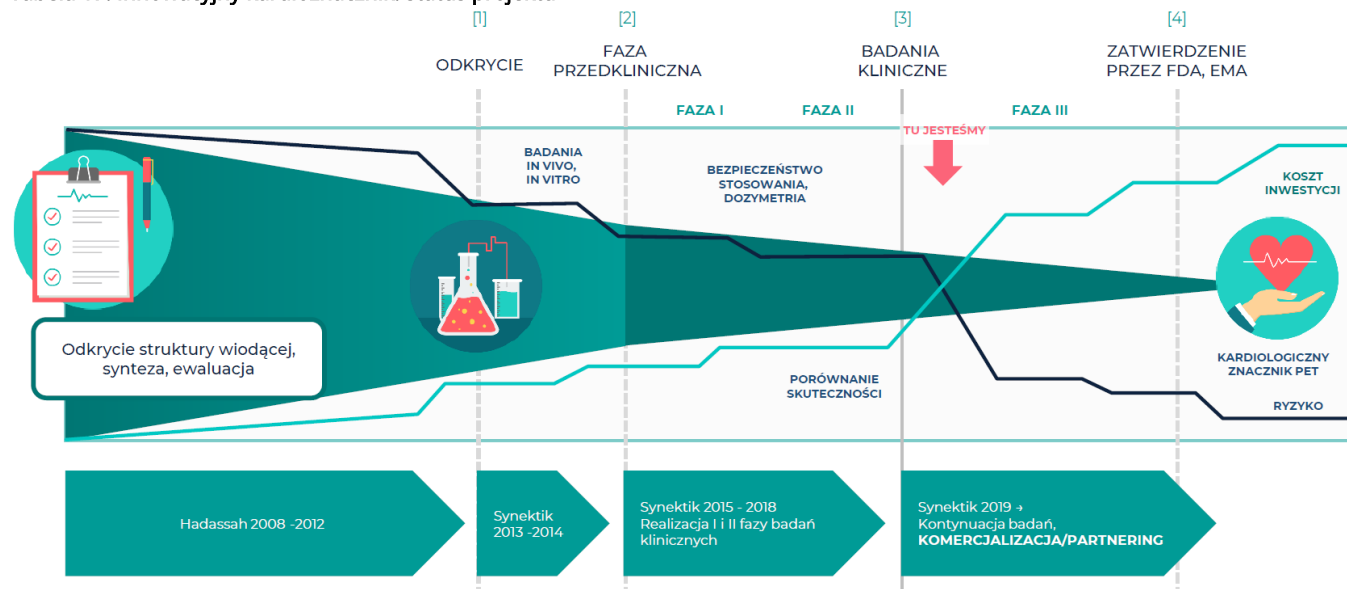
Innowacyjny kardioznacznik

Znacznik do badania PET/CT perfuzji mięśnia sercowego PET znajduje się w 3 fazie badań klinicznych

W listopadzie 2013 r. spółka podpisała umowę licencyjną z Hadasit Medical Research Services & Development Ltd (spółka odpowiedzialna za transfer technologii szpitala Hadassah Medical Center w Jerozolimie) dotyczącą innowacyjnego radioznacznika kardiologicznego. Podpisana umowa dotyczy nabycia licencji na 20 lat i prowadzenia wspólnych badań nad znacznikiem do badań perfuzji mięśnia sercowego. Technologia opiera się na innowacyjnym znaczniku do badań PET MPI (myocardial perfusion imaging),

który umożliwia pomiar ilościowego przepływu krwi przez mięsień sercowy. Badanie służy do diagnostyki pacjentów z chorobą wieńcową (niedokrwienie serca następujące na ogół na skutek miażdżycy dużych tętnic wieńcowych). Łączna wysokość opłat, które może ponieść Synektik na rzecz Hadasit wynosi USD 4m (milestone oraz koszty badań przedklinicznych i przeprowadzonego badania I fazy), w umowie są też przewidziane tantiemy dla partnera (nieujawniona wysokość) w przypadku wprowadzenia znacznika na rynek lub podpisania umowy partneringowej. Kardioznacznik jest objęty ochroną patentową w USA od 2011 r. (patent nr 2011/0293519), spółka ubiega się również o ochronę patentową w UE.

Tabela 17. Innowacyjny kardioznacznik: status projektu

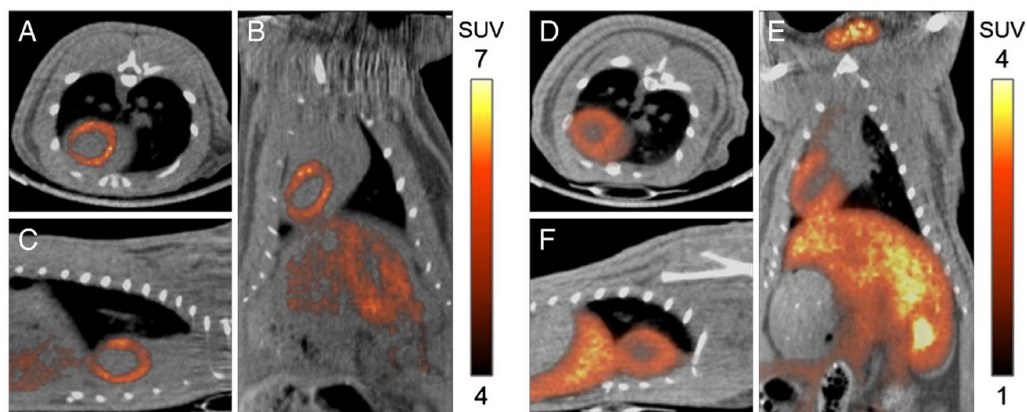


Źródło: Spółka, IPOPEMA

W ramach umowy spółka rozwija kardioznacznik – sole amonowe znakowane 11C i 18F. W latach 2013-16 spółka wspólnie z Hadasit przeprowadziła badania przedkliniczne i badania I fazy – na zdrowych ochotnikach, w Izraelu na radioznaczniku – sole amonowe znakowane 11C. W latach 2017-19 przeprowadzono badanie II fazy, które objęło 60 pacjentów z rozpoznaniem lub podejrzeniem choroby wieńcowej, było ono prowadzone w Polsce. Celem 2 fazy badania klinicznego był dobór odpowiedniej dawki radioznacznika w różnych grupach pacjentów. W ramach prac opracowany został algorytm do ilościowej oceny przepływu krwi przez mięsień sercowy oraz rezerwy wieńcowej.

Rekrutacja pacjentów do 3 fazy ma się niedługo rozpocząć, w badaniu ma uczestniczyć ok. 200 pacjentów, CAPEX jest planowany na EUR 4m (europejska część badania, nie uwzględniając USA), a badanie ma potrwać ponad 10M. Spółka będzie się ubiegać o dodatkowe finansowanie grantowe. Synektik prowadzi rozmowy z potencjalnymi partnerami, ale umowa partneringowa prawdopodobnie zostanie podpisana po częściowych wynikach 3 fazy.

Tabela 18. Obraz microPET/CT perfuzji mięśnia sercowego na szczurach – przekrój poprzeczny (A, D), czołowy (B, E) i strzałkowy (C, F) ukazujący dystrybucję radioaktywności po wstrzyknięciu [11C]DMDPA (znacznik rozwijany przez Synektik i Hadasit; obrazy A-C) oraz [13N]NH₃ (obrazy D-F). Zdjęcia zostały wykonane po upływie 2-10 min. od wstrzyknięcia radiozinczników.



Źródło: Jacobson O., Abourbeh G., Tsvirkun D., Mishani E., *Rat Imaging and In Vivo Stability Studies using [11C]-Dimethyl-Diphenyl Ammonium, a Candidate Agent for PET-Myocardial Perfusion Imaging; Nuclear Medicine and Biology* 40 (2013), s. 967-973

Prognozy finansowe

Tabela 19. Synektik: Prognozy finansowe (PLNm)

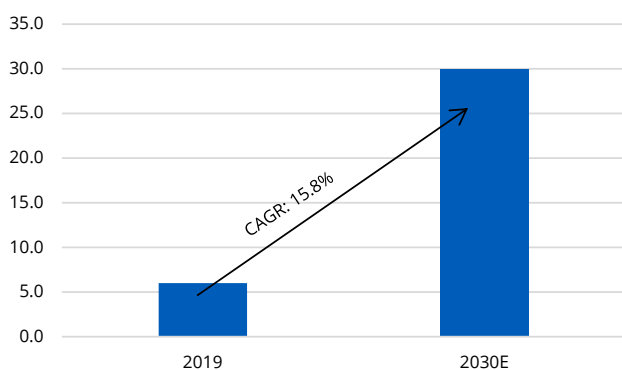
	2019/20	y/y	2020/21E	y/y	2021/22E	y/y	2022/23E	y/y
Przychody	125.4	-7%	126.9	1%	146.8	16%	155.6	6%
Sprzęt i IT	96.9	-14%	99.2	2%	116.3	17%	124.0	7%
Produkcja radiofarmaceutyków	28.5	26%	27.7	-3%	30.4	10%	31.6	4%
EBITDA	18.6	3%	18.8	1%	24.5	30%	25.4	4%
Sprzęt i IT	17.8	-10%	20.2	13%	25.2	25%	28.2	12%
Produkcja radiofarmaceutyków	8.4	7%	7.4	-12%	8.3	13%	8.7	4%
Koszty zarządu i pozostałe	-4.5	-37%	-5.2	15%	-6.3	22%	-7.2	14%
Kardioznacznik	-3.1	28%	-3.6	17%	-2.8	-23%	-4.3	55%
EBITDA adj.	21.6	6%	22.3	3%	27.2	22%	29.7	9%
Sprzęt i IT	17.8	-10%	20.2	13%	25.2	25%	28.2	12%
Produkcja radiofarmaceutyków	8.4	7%	7.4	-12%	8.3	13%	8.7	4%
Koszty zarządu i pozostałe	-4.5	-37%	-5.2	15%	-6.3	22%	-7.2	14%
Kardioznacznik	0.0	nm	0.0	nm	0.0	nm	0.0	nm
Zysk netto	8.8	-4%	8.3	-6%	12.5	51%	13.3	6%
Capex	5.1	-7%	8.0	56%	4.5	-43%	5.1	12%
Dług netto	8.0	305%	9.0	13%	-2.0	nm	-13.8	nm

Źródło: Spółka, IPOPEMA

Rynek radioznaczników

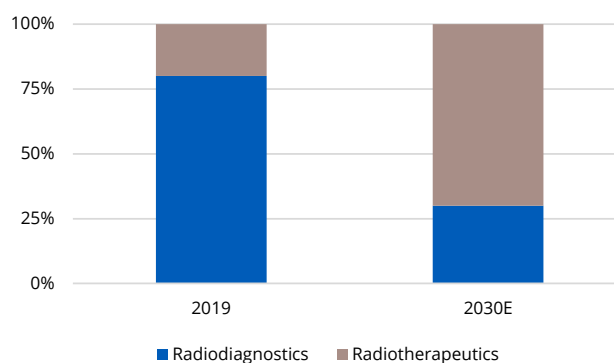
Radiofarmaceutyki są to związki chemiczne zawierające w sobie atomy promieniotwórcze, wykorzystywane w diagnostyce i leczeniu. Ich zastosowanie polega na wprowadzeniu do organizmu pierwiastków promieniotwórczych, a następnie zarejestrowaniu promieniowania. Są one wykorzystywane przede wszystkim w pozytonowej tomografii emisyjnej (PET) oraz tomografii emisyjnej pojedynczych fotonów (SPECT). Według MEDraysintell rynek radiofarmaceutyków w 2019 r. był wart USD 6mld i powinien osiągnąć wartość USD 30mld w 2030 r. (CAGR 16%). Radiofarmaceutyki są przede wszystkim stosowane w diagnostyce, jednak rośnie udział radiofarmaceutyków terapeutycznych – MEDraysintell zakłada wzrost ich udziału z 20% do 70% w latach 2019-30. Według MEDraysintell obecnie na rynku dostępnych jest prawie 100 radiofarmaceutyków, z czego jednak część jest dostępna jedynie lokalnie. Wg MEDraysintell, 15 najlepiej sprzedających się radiofarmaceutyków na świecie odpowiada za 20% globalnego rynku. Wyróżnia się duży udział substancji opartych o izotop ^{99m}Tc (wg MEDraysintell jest to mniej niż 50% rynku). Wśród największych producentów radiofarmaceutyków są: Cardinal Health, GE Healthcare, PETNET Solutions, Curium, oraz Bayer AG.

Tabela 20. Rynek medycyny nuklearnej (US\$bn)



Źródło: MEDraysintell: Nuclear Medicine World Market Report & Directory, Edition 2020

Tabela 21. Rynek medycyny nuklearnej



Źródło: MEDraysintell: Nuclear Medicine World Market Report & Directory, Edition 2020

Badania perfuzji mięśnia sercowego

Badanie perfuzji mięśnia sercowego jest przeprowadzane przy rozpoznaniu lub podejrzeniu choroby wieńcowej i ma na celu określenie czynności hemodynamicznej mięśnia sercowego – obszarów patologicznego ukrwienia i potencjalnie kwalifikację chorego do inwazyjnych badań diagnostycznych, głównie koronarografii.

Do nieinwazyjnych metod badania perfuzji mięśnia sercowego należy najczęściej stosowana scyntygrafia perfuzyjna serca (SPECT – z wykorzystaniem gammakamery lub kamery CZT), badanie PET/CT. Badanie perfuzji mięśnia sercowego z wykorzystaniem radiofarmaceutyków (MPI – myocardial perfusion imaging) polega na obrazowaniu rozkładu radiofarmaceutyku, który gromadzi się mięśniu sercowym po podaniu dożylnym. Badanie jest wykonywane dwuetapowo – w spoczynku i po wysiłku.

W 2019 r. FDA zarejestrowała Gadavist, znacznik stosowany w badaniach rezonansem magnetycznym również do badań perfuzji mięśnia sercowego z wykorzystaniem rezonansu magnetycznego (badanie po obciążeniu i w spoczynku).

Porównanie czułości i swoistości badań perfuzji mięśnia sercowego przedstawiamy poniżej.

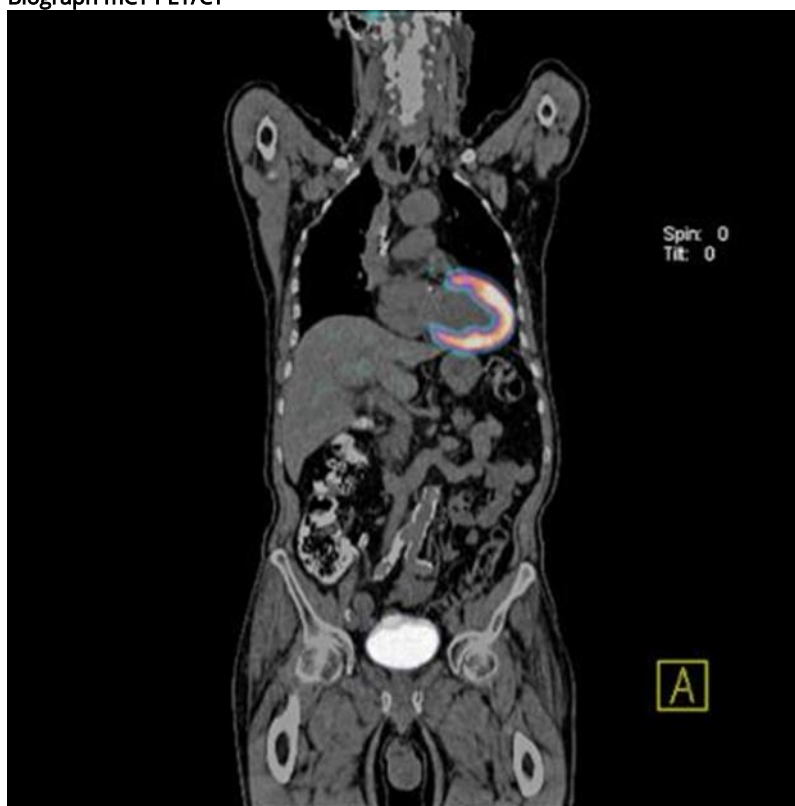
Tabela 22. Diagnostyka obrazowa w chorobie niedokrwiennej serca (CAD)

Test	Czułość (%; 95% CI)	Swoistość (%; 95% CI)
Anatomically significant CAD		
Exercise ECG	58 (46–69)	62 (54–69)
Stress echo	85 (80–89)	82 (72–89)
Coronary CTAb	96 (93–98)	82 (75–87)
SPECT	87 (83–90)	70 (63–76)
PET	90 (78–96)	85 (78–90)
Stress CMR	90 (83–94)	80 (69–88)
Functionally significant CAD		
Coronary CTA	93 (89–96)	53 (37–68)
SPECT	73 (62–82)	83 (71–90)
PET	89 (82–93)	85 (81–88)
Stress CMR	89 (85–92)	87 (83–91)

CTA angiografia, ECG - elektrokardiografia, FFR badanie cząstkowej rezerwy przepływu, Stress CMR rezonans magnetyczny serca

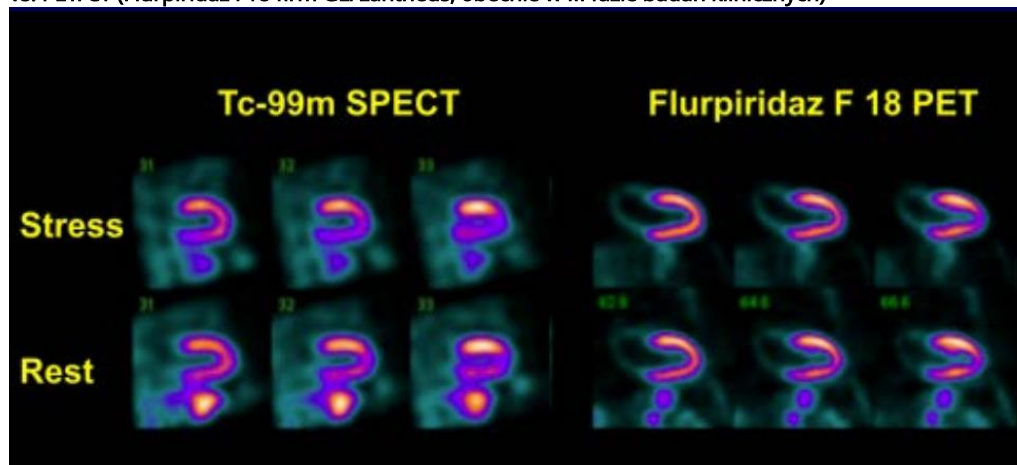
Source: <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7391397/>

Tabela 23. Obraz przedstawiający perfuzję mięśnia sercowego – PET/CT wykorzystujący system Siemens Biograph mCT PET/CT



Źródło: <https://www.dicardiology.com/article/advances-cardiac-nuclear-imaging>

Tabela 24. Różnice w obrazie przedstawiającym perfuzję mięśnia sercowego – badanie SPECT (Tc-99m) vs. PET/CT (Flurpiridaz F18 firm GE/Lantheus, obecnie w III fazie badań klinicznych)



Źródło: Lantheus

Tabela 25. Kardioznaczniki do MPI w badaniach klinicznych

Kardioznacznik	Firma	Faza badań, szczegóły
Flurpiridaz F-18	Lantheus, GE Healthcare	Faza 3
CardioPET (18F FCPHA)	FluoroPharma Medical	Faza 2 (status nieznan)
AMMONIA N-13	Ionetix Corporation	Planowana rekrutacja 2500 pacjentów, planowane ukończenie w sierpniu 2023
[11C]-DMDPA	Synektik	Faza 3

Źródło: Clinicaltrials.gov, spółki

Rejestracja nowego radiofarmaceutyku

Proces rejestracji radiofarmaceutyku przez FDA nie odbiega od procesu rejestracji nowego leku (Investigational New Drug - IND). Po zakończeniu badań przedklinicznych radiofarmaceutyk przechodzi przez 3 fazy badań klinicznych, po których może zostać zarejestrowany.

Zastrzeżenia prawne

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. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piłkarska 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 należyłą 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 za 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/gpwa>.

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 zdyskontowania 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 przeszacowana 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:

NII - 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.

DDM - 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 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Number	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia rekomendacji – Synektik

Data	Rekomendacja	Wycena	Kurs	Autor
2021-09-07	KUPOJ	40.00	32.60	Beata Szparaga-Waśniewska