

Ryvu Therapeutics S.A.

Dywersyfikacja i postęp w najważniejszych projektach

Aktualizujemy naszą wycenę spółki Ryvu Therapeutics po publikacji nowej strategii i udanej emisji akcji. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na poziomie 85,2 zł co oznacza 28% potencjał wzrostu względem bieżącej ceny rynkowej. Ryvu ma obecnie dwa projekty w badaniach klinicznych a przez ostatnie lata spółka mocno rozwinęła portfolio projektów wczesnej fazy. Przy atrakcyjnym i zdywersyfikowanym portfelu kandydatów klinicznych, zabezpieczonym finansowaniu, dotychczasowych osiągnięciach naszym zdaniem obecny kurs nie odzwierciedla w pełni wartości fundamentalnej spółki.

■ **Nowa strategia 2020-2022** skupia się przede wszystkim na 1) rozwoju klinicznym projektu SEL120 przed jego potencjalną sprzedażą w późniejszych latach oraz 2) rozwoju portfela projektów wczesnej fazy, które dywersyfikują ryzyko, a w najbliższych latach powinny generować największą wartość dla spółki w ramach postępów w ich rozwoju. Udana emisja akcji dała spółce komfort prac R&D w najbliższych kwartałach bez konieczności poszukiwania finansowania.

■ **Postępy w każdym z ważniejszych projektów.** SEL24 z sukcesem zakończył I fazę badań klinicznych w leczeniu ostrej białaczki szpikowej. Przed projektem kluczowa II faza, która pokaże skuteczność terapii SEL24, a odpowiedź terapeutyczna u 2 pacjentów I fazy daje pewne podstawy do optymizmu. W projekcie SEL120 Ryvu kontynuuje badanie kliniczne i planuje rozszerzenie badania o nowe wskazania w guzach litych.

■ **Potencjalna kolejna umowa na projekt wczesnej fazy.** Ryvu deklaruje pozyskanie partnera do przynajmniej jednego projektu wczesnej fazy do końca 2020 roku. W przypadku sprzedaży bardziej zaawansowanych projektów (A2A/A2B lub STING) na etapie przedklinicznym parametry umowy partneringowej powinny być przynajmniej tak wysokie jak w wypadku umowy na SEL24. Podpisanie takiej umowy byłoby naszym zdaniem potencjalnie największym katalizatorem dla wzrostu kursu akcji Ryvu.

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody (PLN mn)	10.1	3.8	24.0	1.2	10.8
EBITDA (PLN mn)	-44.9	-37.4	-20.4	-42.7	-32.7
EBIT (PLN mn)	-48.2	-45.4	-31.4	-55.3	-45.6
Zysk netto (PLN mn)	-12.3	285.6	-26.4	-54.4	-44.4
Zysk na akcję (PLN)	-0.8	17.9	-1.5	-3.0	-2.4
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C/Z (x)	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Stopa dywidendy (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

Cena zamknięcia (23 lipca 2020)	66,60 zł
12m cena docelowa (poprz. 59,60 zł)*	85,20 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	78,0/28,3 zł

PROFIL SPÓŁKI

Ryvu Therapeutics jest spółką biotechnologiczną, prowadzi działalność polegającą na odkrywaniu nowych leków. Dwa projekty znajdują się w badaniach klinicznych.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

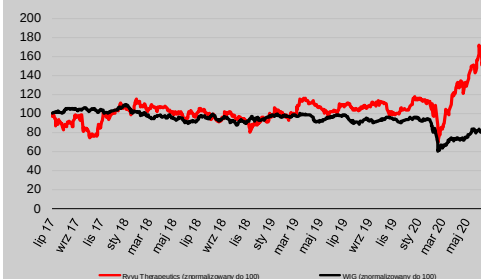
Ryzyko niepowodzenie projektów innowacyjnych
Opóźnienia w harmonogramach
Projekty konkurencyjne

Reuters/Bloomberg	RVU.WA/RVU.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	7,5
Akcje w wolnym obrocie (%)**	56,5
Wycena rynkowa (PLN mln)	1 222,5
Liczba akcji (mln)	18,36
Główni akcjonariusze**	Paweł Przewiężlikowski 31.2% Bogusław Sieczkowski 5.8% Augebit FIZ 6.5% NN OFE 10.0%

**bez uwzględnienia akcji nowej emisji

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Raport po 2 kwartale	15 września 2020
Raport po 3 kwartale	19 listopada 2020



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	-11.2	25.7	33.2
Relatywna do MSCI EME	-5.8	22.8	78.1
Relatywna do WIG	-13.3	15.3	40.6

Łukasz Kosiarski, Equity Analyst
(BM Pekao)

+48 22 586-23 59
lukasz.kosiarski@pekao.com.pl

*Poprzednia cena docelowa z raportu z 20 listopada 2019.

Wycena

Podsumowanie wyceny i założeń

Nasze obliczenia wskazują na cenę docelową akcji spółki Ryvu Therapeutics na poziomie 85,2 zł. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena spółki Ryvu Therapeutics opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych ważonych ryzykiem (rDCF) w wypadku projektów innowacyjnych. Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie dywidendowej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne ważone ryzykiem jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny m.in. z uwagi na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla biznesów biotechnologicznych prawdopodobieństw sukcesu poszczególnych projektów oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka i zbliżonych perspektywa wzrostu i generacji gotówki.

W wycenie rDCF SEL24 oraz SEL120 wykorzystujemy szczegółowe prognozy do roku 2033 (do końca okresu obowiązywania ochrony patentowej), w przypadku umowy z Galapagos zakładamy ochronę patentową do 2040 roku.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 1,50%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 1,5x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 9,0%.

Dla SEL24 oraz SEL120 przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu na bazie średnich prawdopodobieństw sukcesu dla leków onkologicznych (źródło: B. Bogdan, R. Villiger – Valuation in Life Sciences). Dla fazy I przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu (przejścia do kolejnej fazy) na poziomie 64,4%, dla fazy II – na poziomie 41,8%, dla fazy III – 65,4% oraz dla fazy rejestracji 89,7%. Dla umowy z Galapagos przyjmujemy prawdopodobieństwa dla leków na choroby zapalne (odpowiednio 69,8%, 45,7% oraz 63,7%).

W projekcie SEL24 zakładamy docelowy poziom sprzedaży (peak sales) na poziomie 300 mln USD, bazując na oczekiwanym poziomie sprzedaży produktów konkurencyjnych oraz uwzględniając specyfikę rynku leków na ostrą białaczkę szpikową (zapadalność zwykle w podeszłym wieku, krótka przeżywalność). Zakładamy płatności za najbliższe kamienie milowe na poziomie 3,9 mln USD (zakończenie fazy II) oraz 15,4 mln USD (zakończenie fazy III) i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (76,9 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 10% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 9,0%.

W projekcie SEL120 na potrzeby modelu przyjmujemy że Ryvu Therapeutics sama wprowadza produkt na rynek, transakcja sprzedaży praw do leku modelowo nie powinna zmieniać wyceny. Zakładamy docelowy poziom sprzedaży na poziomie 1 mld USD, wyższy niż przy projekcie SEL24 ze względu na potencjalnie szersze zastosowanie SEL120 (oprócz AML także guzy lite). Zakładamy, że pierwsza faza badań klinicznych potrwa jeszcze ok. 1,5 roku, przyjmujemy 2 lata na fazę II, 3 lata na fazę trzecią i roczny okres rejestracji. Zakładamy roczne koszty badań klinicznych na poziomie 2 mln USD w I fazie, 5 mln USD w II fazie i 17 mln USD w

III fazie. Przy tym projekcie przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC 9,0%.

W projekcie prowadzonym z Galapagos zakładamy docelowy poziom sprzedaży (peak sales) na poziomie 500 mln USD. Zakładamy płatności za najbliższe kamienie milowe na poziomie 0,6 mln USD (zakończenie fazy przedklinicznej), 1,1 mln USD (zakończenie fazy I), 2,2 mln USD (zakończenie fazy II) oraz 8,8 mln USD (zakończenie fazy III) i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (46,2 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 5% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 9,0%.

Przy wycenie projektów wczesnej fazy używamy wzoru na wycenę technologii generującej nowe projekty (źródło: B. Bogdan, R. Villiger – Valuation in Life Sciences). Naszym zdaniem wycena projektów znajdujących się na bardzo wczesnym etapie (jeszcze przed badaniami przedklinicznymi) obarczona jest dużym ryzykiem błędu i niepewności szacunków, dodatkowo część projektów jest nieujawniona. Zakładamy, że biznes innowacyjny Ryvu będzie corocznie generował projekty wartości 72,8 mln zł (przyjmujemy średnią wartość z projektów SEL24 oraz Galapagos) przy kosztach prowadzenia działalności na poziomie 50,2 mln zł (zannualizowane wydatki na obszar drug discovery w strategii). Przyjmujemy dyskonto na poziomie 9,0% oraz stopę wzrostu na poziomie 4%.

SEL24

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA SEL24

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)						5	19	36	51	65	75	84	91	97
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Sprzedaż leku (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	57.0	108.0	153.0	195.0	225.0	252.0	273.0	291.0
Płatności za kamienie milowe (USD mln)	1.9	0.0	3.9	0.0	15.4	0.0	76.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tantiemy (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	5.7	10.8	15.3	19.5	22.5	25.2	27.3	29.1
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	100	42	100	65	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	100	42	42	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	1.9	0.0	1.6	0.0	4.2	0.4	20.3	2.7	3.8	4.8	5.5	6.2	6.7	7.2
Dyskonto (%)	92	84	77	71	65	60	55	50	46	42	39	36	33	30
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	1.8	0.0	1.2	0.0	2.7	0.2	11.1	1.3	1.7	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1
NPV ważone ryzykiem (USD mln)	30.9													
NPV ważone ryzykiem (PLN mln)	123.6													

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

SEL120

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA SEL120

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 1	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)									5	19	36	51	65	75
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sprzedaż leku (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	190.0	360.0	510.0	650.0	750.0
Przychody/płatności LLS (USD mn)	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.5	-20.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty (USD mn)	-2.0	-2.0	-5.0	-5.0	-17.0	-17.0	-17.0	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	100	64.4	100	41.8	100	100	65.4	89.7	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	100	64	64	27	27	27	18	16	16	16	16	16	16
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	-0.7	-2.0	-3.2	-3.2	-4.6	-4.6	-4.6	-0.7	7.5	26.8	56.9	80.5	102.6	118.4
Dyskonto (%)	92	84	77	71	65	60	55	50	46	42	39	36	33	30
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	-0.6	-1.7	-2.5	-2.3	-3.0	-2.7	-2.5	-0.4	3.5	11.3	22.0	28.6	33.5	35.4
NPV ważne ryzykiem (USD mln)	118.8													
NPV ważne ryzykiem (PLN mln)	475.5													

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

Partnerstwo z Galapagos

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA UMOWY Z GALAPAGOS

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P
Faza	Faza odkrycia	Faza odkrycia	Faza przedkliniczna	Faza przedkliniczna	Faza 1	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	5	19	36	51	65	75	84	91	97
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Sprzedaż leku (USD mln)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	95	180	255	325	375	420	455	485
Płatności za kamienie milowe (USD mln)	1.5	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.1	0.0	2.2	0.0	0.0	8.8	0.0	45.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tantiemy (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	4.8	9.0	12.8	16.3	18.8	21.0	22.8	24.3
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	100	65	100	65	100	70	100	46	100	100	64	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	100	65	65	42	42	29	29	13	13	13	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.8	0.1	3.9	0.7	1.0	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
Dyskonto (%)	100	84	77	71	65	60	55	50	46	42	39	36	33	30	27	25	23	21	19	18	16
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	1.5	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	1.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
NPV ważne ryzykiem (USD mln)	5.5																				
NPV ważne ryzykiem (PLN mln)	22.1																				

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

Projekty wczesnej fazy

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA PROJEKTÓW WCZESNEJ FAZY

Wartość projektu (mln zł)	72.8
Koszty (mln zł)	50.2
Stopa dyskontowa (%)	9.0
Stopa wzrostu (%)	4.0
Wartość projektów wczesnej fazy (mln zł)	403

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

Wycena – suma części składowych

RYVU THERAPEUTICS: SUMA CZĘŚCI SKŁADOWYCH

	mln zł	na akcję (zł)
SEL24	123.6	6.7
SEL120	475.5	25.9
Galapagos	22.1	1.2
Projekty wczesnej fazy	402.7	21.9
Nodthera	28.0	1.5
Gotówka netto (1 stycznia 2020)	58.6	3.2
Emisja nowych akcji	143.1	7.8
Dotacje	100.1	5.5
Wartość godziwa (1 stycznia 2020)	1,353.6	73.7
Cena docelowa 12-miesięczna	1,564.0	85.2

Źródło: BM Pekao

RYVU THERAPEUTICS: ANALIZA WRAŻLIWOŚCI 12-MIESIĘCZNEJ CENY DOCELOWEJ

		g (%)				
		-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0
	10.0	71.0	75.6	80.5	85.7	91.2
WACC	9.5	72.8	77.5	82.6	88.0	93.9
(%)	9.0	74.9	79.9	85.2	90.9	97.0
	8.5	77.5	82.7	88.4	94.4	100.8
	8.0	80.7	86.3	92.3	98.7	105.6

Źródło: BM Pekao

Wycena modelem dywidendowym

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny modelem dywidendowym. Zakładamy, że Ryvu może zacząć wypłacać dywidendę wejściu SEL24 na rynek i otrzymywaniu tantiem ze sprzedaży. Wycenę wartości godziwej opieramy w 100% na wycenie DCF. Wycenę modelem dywidendowym publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

RYVU THERAPEUTICS: OBLICZANIE WACC

Stopa wolna od ryzyka (%)	1.5
Odlewarowana beta (x)	1.5
Premia rynku akcji (%)	5.0
Koszt kapitału (%)	9.0
Stopa wolna od ryzyka (%)	1.5
Premia rynku długu (%)	1.0
Stopa podatkowa (%)	19.0
Koszt długu po podatku (%)	2.0
% długu	0.0
% kapitału	100.0
WACC (%)	9.0

Źródło: BM Pekao

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA MODELEM DYWIDENDOWYM

Mln zł	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Dywidenda (zł/akcję)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00	3.00
Pay-out ratio (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-91%	176%
Mnożnik dyskontowy	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50	0.46	0.42
NPV 2020-29P (zł/akcję)	2.6									
Wartość rezydualna	33.3									
Zdyskontowana wartość rezydualna	14.1									
Zdyskontowana gotówka	1.2									
Wartość godziwa (na akcję)	17.9									
Cena docelowa 12-miesięczna (na akcję)	19.5									

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

Ostatnie wydarzenia

Strategia 2020-2022, udana emisja akcji

W zeszłym miesiącu Ryvu Therapeutics zaprezentowała strategię na lata 2020-2022. Poniżej prezentujemy główne punkty strategii z podziałem na poszczególne projekty:

- **SEL120:** Ukończenie I fazy badania klinicznego, które trwa od września 2019 (implikowany planowany czas trwania 2 lata) w ostrej białaczce szpikowej (AML) oraz zespole mielodysplastycznym (MDS) w 2021 r. Rozpoczęcie II fazy badań klinicznych w 2022 r. Modelowo po pierwszych wynikach II fazy badań klinicznych otwiera się okno partneringowe, naszym zdaniem taka transakcja może mieć miejsce po okresie obowiązywania obecnej strategii.
- **SEL120:** Rozpoczęcie w 2021 roku nowej I fazy badania klinicznego w wybranych wskazaniach guzów litych. SEL120 ma potencjalnie większe spektrum zastosowań niż SEL24, również w guzach litych. Większe badania kliniczne zwiększą koszty po stronie spółki, jednak więcej wskazań powinno się pozytywnie przełożyć na parametry ewentualnej transakcji.
- **SEL24:** Wsparcie Menarini w rozwój kliniczny II fazy w AML. Naszym zdaniem Menarini powinno przyspieszyć badania kliniczne SEL24 (I faza trwała 3 lata). Świadczy o tym deklaracja Menarini o zwiększeniu ilości ośrodków prowadzących badanie z 5 do 40 w USA i w Europie. Ryzykiem dla tego scenariusza jest pandemia Covid-19 negatywnie wpływająca na tempo rekrutacji pacjentów. W naszym modelu zakładamy koniec badań na przełom 2021/2022 roku i kolejny potencjalny milestone dla spółki w 2022 roku.
- **A2A/A2B oraz STING:** Dwa najbardziej zaawansowane projekty wczesnej fazy są obecnie na etapie badań przedklinicznych (A2A/A2B) i bezpośrednio przez tym etapem (STING). Strategia Ryvu uwzględnia zakończenie rozwoju przedklinicznego w obydwu programach do końca 2021 roku oraz wejście co najmniej jednego projektu do I fazy badań klinicznych w 2022 roku.
- **Projekty wczesnej fazy:** Ryvu Therapeutics planuje umocnić pozycję w zakresie odkrywania i rozwoju nowych terapii onkologicznych celujących w mechanizmy syntetycznej letalności i regulacji odpowiedzi immunologicznej dostarczając kolejnych innowacyjnych kandydatów na leki.
- **Umowy partneringowe:** Spółka zamierza podpisywać umowy partneringowe dla wybranych programów wczesnej fazy ze spółkami biotechnologicznymi lub farmaceutycznymi, zapewniającymi synergistyczne kompetencje i zasoby dla działalności firmy w obszarze odkrywania i rozwoju leków, w tym co najmniej jedną umowę partneringową w 2020 r.

Ryvu zakłada łączne wydatki związane z osiągnięciem celów strategicznych na 227,4 mln zł do końca 2021 roku, czego 54 mln zł ma pochodzić z grantów pozostałe 173 mln zł ze środków własnych. Podział środków na poszczególne cele wygląda następująco:

- 33,5 mln zł na rozwój SEL120 w AML/MDS, w tym zakończenie badania fazy I,
- 34,3 mln zł na rozwój kliniczny SEL120 poprzez rozpoczęcie nowej I fazy

badania klinicznego w wybranych wskazaniach guzów litych,

- 32,3 mln zł na rozwój projektów przedklinicznych, obejmujących rozpoczęcie badania klinicznego dla dwóch programów obszaru immuno-onkologii: antagonisty A2A/B oraz agonisty STING,
- 75,3 mln zł na rozwój programów fazy odkrycia w obszarach syntetycznej letalności oraz immuno-onkologii,
- 16,6 mln zł na infrastrukturę Centrum Odkrywania Leków Ryvu oraz nakłady odtworzeniowe z nim związane,
- 35,5 mln zł na pokrycie kosztów ogólnych i administracyjnych.

Ważnym elementem finansowania strategii jest emisja nowych akcji, która miała miejsce na początku lipca 2020. Emisja zakończyła się sukcesem, Ryvu wyemitowała 2,38 mln nowych akcji po cenie 60 zł/akcję i w ramach emisji pozyskała ponad 143 mln zł.

SEL24 w II fazie badań klinicznych

5 marca 2020, po 3 latach od rozpoczęcia badania klinicznego, projekt SEL24 z sukcesem zakończył pierwszą fazę badania klinicznego u pacjentów z ostrą białaczką szpikową. Z tytułu osiągnięcia kamienia milowego Ryvu Therapeutics otrzymało od partnera Menarini płatność w wysokości 1,75 mln EUR, która została ujęta w przychodach w 1 kwartale 2020.

Pierwsza część badania klinicznego obejmowała tak zwaną eskalację dawki, w którym kolejni pacjenci otrzymywali rosnące dawki leku SEL24 w celu ustalenia zalecanej dawki dla dalszego rozwoju klinicznego. Eskalacja dawki SEL24 wykazała dopuszczalny profil bezpieczeństwa, aż do dawki rekomendowanej ustalonej na poziomie 125 mg/dzień (14 dni leczenia – 7 dni przerwy w 21-dniowych cyklach). Wstępne dowody skuteczności w formie monoterapii zaobserwowano w postaci całkowitej remisji lub całkowitej remisji z niepełnym odzyskiem hematologicznym, u dwóch pacjentów w podeszłym wieku, którzy wyczerpali możliwości leczenia standardowymi terapiami.

Pozytywne wyniki terapii u 2 pacjentów naszym zdaniem pozwalają z lekkim optymizmem patrzeć na szanse powodzenia II fazy badań klinicznych w monoterapii. Gdyby jednak skuteczność leku nie była na odpowiednim poziomie, wtedy Menarini będzie poszukiwał możliwości przeprowadzenia II fazy w kombinacji z innym lekiem już obecnym na rynku. Druga faza badania klinicznego przeprowadzana będzie na większej grupie pacjentów niż I faza i w większej ilości ośrodków w USA i w Europie – Menarini mówiło docelowo o 40 ośrodkach.

Nowa umowa partneringowa z Galapagos

16 kwietnia Ryvu poinformowało o podpisaniu nowej umowy partneringowej z firmą Galapagos, jedną z największych firm biotechnologicznych w Europie. Przedmiotem umowy jest współpraca badawczo-rozwojowa przy rozwijaniu innowacyjnych związków małowcząsteczkowych o potencjale terapeutycznym w chorobach zapalnych. W ramach współpracy Ryvu będzie odpowiedzialne za wczesne fazy

odkrywania związków, Galapagos za dalszy rozwój. W zamian za globalne prawa do rozwoju i komercjalizacji, Ryvu otrzymało płatność (upfront payment) w wysokości 1,5 mln EUR oraz będzie uprawnione do otrzymania przyszłych płatności za kamienie milowe w wysokości 53,5 mln EUR oraz jednocyfrowych tantiemów ze sprzedaży produktów opracowanych w ramach współpracy.

W naszym modelu wyceniamy umowę z Galapagos metodą rNPV na 22 mln zł, zauważalnie mniej niż SEL24. Wynika to z faktu iż współpraca została ogłoszona na bardzo wczesnym etapie rozwoju, przez co prawdopodobieństwo końcowego sukcesu jest niskie, potencjalne przepływy pieniężne są mocno oddalone w czasie, a suma płatności za kamienie milowe i tantiemy są niższe niż w wypadku SEL24. Niemniej jednak, umowa naszym zdaniem generuje pozytywną wartość dla akcjonariuszy, udowadnia wysoki potencjał naukowy Ryvu oraz zdolność spółki do generacji i monetyzacji swoich pomysłów.

Prognozy wyników za 2 kwartał 2020

Wyniki Ryvu Therapeutics za 2 kwartał 2020 powinny być zbliżone do wyników poprzedniego kwartału. Przychody powinny być wsparte ujęciem płatności od Galapagos w wysokości EUR 1,5 mln. Zakładamy 6,3 mln zł dotacji, 20% mniej rdr ale 10% więcej w porównaniu do 1 kwartału. Zakładamy koszty operacyjne na poziomie 20,5 mln zł, tj. 1 mln zł więcej rdr. Wpływ pandemii Covid-19 przyniósł pewne oszczędności kosztowe związane np. z brakiem podróży służbowych, z drugiej strony część kosztów jest w walutach obcych co w ostatnim kwartale było czynnikiem inflacyjnym dla bazy kosztowej. W związku z emisją akcji Nodthera po wyższej cenie niż przy poprzedniej emisji, spodziewamy się 3,7 mln zł zysku z przeszacowania udziałów w Nodthera. Strata netto w 2 kwartale powinna wynieść 3,7 mln zł. Ryvu Therapeutics raportuje wyniki za 2 kwartał 15 września 2020.

RYVU THERAPEUTICS: PROGNOZA WYNIKÓW KWARTALNYCH

mln zł	1Q19	2Q19*	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	rdr (%)	kdk (%)
Przychody	1.1	0.9	1.2	0.6	7.8	7.0	706.7	-9.8
Dotacje	7.5	7.9	6.9	7.5	5.7	6.3	-20.2	10.1
EBITDA	-8.0	-8.5	-9.1	-11.8	-2.5	-4.6	n.a.	n.a.
Marża (%)	-754.2	-983.7	-744.4	-1812.3	-32.6	-65.3	91833.9	-3268.8
Amortyzacja	-1.7	-1.9	-2.1	-2.3	-2.4	-2.6	n.a.	n.a.
EBIT	-9.7	-10.4	-11.2	-14.1	-5.0	-7.1	n.a.	n.a.
Marża (%)	-911.8	-1200.6	-920.0	-2165.1	-63.9	-101.7	1098.9	-37.8
Przychody/koszty finansowe	0.2	0.4	-0.4	0.1	0.2	-0.3	n.a.	n.a.
Udział jednostek powiązanych	0.0	-0.1	0.1	0.9	0.5	3.7	n.a.	616.7
Zysk brutto	-9.5	-10.1	-11.5	-13.0	-4.2	-3.7	n.a.	n.a.
Podatek	0.0	4.6	-4.8	0.1	-0.1	0.0	n.a.	n.a.
Stopa podatkowa (%)	0.0	-45.1	41.4	-0.4	2.1	0.0	45.1	-2.1
Działalność zaniechana	-0.2	2.7	5.5	321.9	0.0	0.0	n.a.	n.a.
Zysk netto	-9.8	-3.0	-11.0	309.4	-4.3	-3.7	n.a.	n.a.
Marża (%)	-921.5	-344.3	-900.6	47622.9	-55.4	-53.5	290.8	1.9

*wyniki pro-forma skorygowane o wydzielony segment usługowy i bioinformatyczny

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

Nadchodzące wydarzenia

Po kilku pozytywnych informacjach na temat postępów w najważniejszych projektach w 1 półroczu, w nadchodzących miesiącach możemy oczekiwać następujących komunikatów ze spółki:

W najbardziej zaawansowanym projekcie, czyli SEL24, postępu badania klinicznego najprawdopodobniej będą oszczędnie komunikowane przez Menarini, jedynie możemy oczekiwać informacji na temat nowych ośrodków w badaniu. Samo badanie II fazy powinno potrwać w zależności od tempa rekrutacji pacjentów przynajmniej kilkanaście miesięcy.

Podobnie w projekcie SEL120 – nie spodziewamy się informacji na temat zakończenia I fazy badań klinicznych szybciej niż w końcu 2021 roku. W tym projekcie już na tym etapie jest 6 ośrodków w USA prowadzących badanie, lista ta może zostać rozszerzona o ośrodki w Europie ze względu na wolniejszą rekrutację pacjentów przez pandemię Covid-19.

Naszym zdaniem potencjalne pozytywne informacje mogą napłynąć z projektów wczesnej fazy. W strategii spółka deklaruje pozyskanie partnera do przynajmniej jednego projektu do końca 2020 roku a modelowo chce sprzedawać każdego roku. Naszym zdaniem potencjalna transakcja będzie dotyczyć któregoś z bardziej zaawansowanych projektów (A2A/A2B lub STING) ewentualnie mniej zaawansowanego (np. HPK1, SMARCA2). W przypadku sprzedaży bardziej zaawansowanych projektów na etapie przedklinicznym parametry umowy partneringowej powinny być przynajmniej tak wysokie jak w wypadku umowy na SEL24, ze względu na większe doświadczenie spółki i dotychczasowe osiągnięcia a także większy rynek docelowy niż w wypadku SEL24 – kilka mln USD płatności z góry i co najmniej kilkadziesiąt mln USD w opłatach za kamienie milowe. Podpisanie takiej umowy byłoby naszym zdaniem potencjalnie największym katalizatorem dla wzrostu kursu akcji Ryvu.

Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji Ryvu.

Ryzyko niepowodzenia projektu innowacyjnego. To ryzyko jest naturalną częścią biznesu biotechnologicznego. Rozwój nowej cząsteczki jest długotrwałym i kosztownym procesem, podczas którego lek musi wykazać skuteczność oraz bezpieczeństwo stosowania. Na etapie odkrycia, prawdopodobieństwo, że dany lek wejdzie na rynek to pojedyncze procenty, szansa sukcesu rośnie wraz z przejściem do kolejnych faz. W Ryvu największą wartość stanowią dwa najbardziej zaawansowane projekty będące na etapie badań klinicznych (SEL24 i SEL120). Obydwa są jeszcze przed najważniejszą II fazą badań mającą potwierdzić skuteczność, dla leków onkologicznych prawdopodobieństwo sukcesu w tej fazie wynosi niewiele ponad 40%.

Ryzyko nieprzewidzianych wydarzeń i zmian harmonogramów. Ryvu ma małe doświadczenie w prowadzeniu badań przedklinicznych i klinicznych; do tej pory tylko dwa produkty osiągnęły badania kliniczne. SEL24 dostał dwukrotnie nakaz wstrzymania badań od FDA (Clinical Hold), co za każdym razem powodowało opóźnienia projektu. Co więcej w badaniu na początku brały udział tylko trzy ośrodki naukowe co powodowało wolną rekrutację pacjentów. Skutek tego jest taki, że

badanie fazy I trwało łączenie trzy lata, czyli dwukrotnie dłużej niż standard rynkowy. Jest to ważne również z tego powodu, iż ochrona patentowa leku jest ograniczona czasowo, więc im dłuższa rejestracja tym krótszy czas w sprzedaży.

Konkurencja. Obecnie w trakcie opracowywania jest ponad 13,5 tys. nowych leków, z tego ponad 2 tys. to leki onkologiczne. Szybki postęp medyczny niesie ze sobą ryzyko opracowania skutecznych, przełomowych terapii na schorzenia nad lekami na które pracuje Ryvu. Mogłoby to ograniczyć wartość poszczególnych projektów w procesie szukania partnera zewnętrznego.

Wpływ pandemii Covid-19. Największą przeszkodą dla spółki wynikającą z pandemii Covid-19 jest wyraźne spowolnienie rekrutacji nowych pacjentów do obecnie prowadzonych badań klinicznych, szczególnie ma to miejsce w USA gdzie prowadzone są obydwie badania spółki. Ryvu, aby utrzymać harmonogram badania będzie musiało uruchomić nowe ośrodki badania klinicznego poza USA. Inne przeszkody to wynikające z lockdownu ograniczenie kontaktów w kontrahentami (brak spotkań, konferencje naukowe odwołane lub przeniesione do online). Osłabienie PLN vs. USD i EUR zwiększyło bazę kosztową (część kosztów w walutach obcych) jednak pozytywnie wpłynęło na wyceny projektów (milestone'y z umów SEL24 i Galapagos w EUR). Niepewność na rynkach finansowych miała też wpływ na wycenę akcji spółki Nodthera podczas jej emisji akcji.

Podsumowanie prognoz finansowych

RYVU THERAPEUTICS: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

PLN mn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	87.8	10.1	3.8	24.0	1.2	10.8
Koszty	90.2	80.6	76.7	78.7	82.2	84.7
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	15.1	22.3	27.5	23.3	25.6	28.3
EBITDA	17.9	-44.9	-37.4	-20.4	-42.7	-32.7
EBIT	12.6	-48.2	-45.4	-31.4	-55.3	-45.6
Koszty/przychody finansowe netto	-2.0	1.4	0.3	0.9	1.2	1.4
Zysk przed podatkiem	10.7	-46.7	-45.0	-30.5	-54.2	-44.3
Podatek dochodowy	2.9	-3.6	0.2	0.1	0.2	0.2
Zyski ze wspólnych przedsięwzięć / działalność zaniechana	-1.1	31.8	330.8	4.2	0.0	0.0
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	6.4	-12.3	285.6	-26.4	-54.4	-44.4
Marża EBITDA (%)	20.4	-442.6	-984.6	-84.8	-3596.5	-303.3
Marża netto (%)	7.3	-121.7	7520.1	-109.8	-4576.2	-411.4
Wzrost przychodów(%)	82.5	-88.4	-62.6	532.9	-95.1	808.8
Wzrost EBITDA (%)	643.9	-351.2	-16.7	-45.5	109.5	-23.4
Wzrost zysków netto (%)	135.6	-292.7	-2413.7	-109.2	105.9	-18.3

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

RYVU THERAPEUTICS: RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

PLN mn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	11.0	-36.4	-17.4	-15.2	-41.4	-31.3
Zysk netto	6.4	-12.3	285.6	-26.4	-54.4	-44.4
Amortyzacja	5.2	3.2	8.0	11.0	12.6	12.9
Zmiany kapitału pracującego	0.1	-6.0	21.3	0.2	0.4	0.3
Inne	-0.8	-21.3	-332.4	0.0	0.0	0.0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-21.5	-37.2	-2.6	-11.7	-15.0	-15.1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	17.6	147.9	-2.7	143.1	10.6	6.0
Przepływy pieniężne netto razem	7.0	74.2	-22.8	116.2	-45.8	-40.4

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

RYVÜ THERAPEUTICS: BILANS

PLN mn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa obrotowe	59.9	148.7	90.0	206.5	161.4	121.5
Środki pieniężne	36.1	94.9	72.1	188.3	142.5	102.1
Należności krótkoterminowe	18.6	34.4	14.7	15.1	15.7	16.2
Zapasy	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Inne	3.6	17.8	1.6	1.6	1.6	1.6
Aktywa trwałe	43.7	87.0	97.9	98.6	101.0	103.2
Rzeczowe aktywa trwałe	31.4	37.3	62.2	66.1	68.5	70.7
Wartości niematerialne i prawne	2.4	2.4	2.9	2.9	2.9	2.9
Należności długoterminowe	7.6	22.9	24.5	24.5	24.5	24.5
Inne	2.3	24.4	8.2	5.0	5.0	5.0
Zobowiązania krótkoterminowe	26.8	34.1	31.4	32.0	33.0	39.7
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	1.8	5.7	4.0	4.0	4.0	10.0
Należności	11.3	21.1	22.6	23.2	24.3	25.0
Inne	13.7	7.3	4.7	4.7	4.7	4.7
Zobowiązania długoterminowe	12.8	31.4	36.0	36.0	46.5	46.5
Kredyty i pożyczki długoterminowe	6.2	16.5	9.4	9.4	20.0	20.0
Inne	6.7	14.9	26.5	26.5	26.5	26.5
Kapitał własny	64.0	170.3	120.6	237.2	182.9	138.5
Pasywa	103.6	235.8	187.9	305.2	262.4	224.7
Dług netto (PLN mn)	-28.2	-87.8	-58.6	-174.8	-118.4	-72.1
Dług netto/EBITDA (x)	-1.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Źródło: Ryvü Therapeutics, BM Pekao

ANALITYCY**Główny Analityk**

Maria Mickiewicz

+48 22 586, maria.mickiewicz@pekao.com.pl**Dyrektor, Biuro Analiz Inwestycyjnych**

Maciej Borkowski, CFA

+48 22 856 17 79, maciej.borkowski@pekao.com.pl**Banki, Finanse**

Jerzy Kosiński, CFA

+48 22 586 29 67

jerzy.kosinski2@pekao.com.pl**Chemia, Paliwa**

Krzysztof Kozieł, CFA

+48 22 586 28 54

krzysztof.koziel@pekao.com.pl**Handel, Nieruchomości**

Maria Mickiewicz

+48 22 586 29 72

maria.mickiewicz@pekao.com.pl**TMT, Gaming**

Łukasz Kosiński

+48 22 586 23 59

lukasz.kosiarski@pekao.com.pl**Energetyka**

Maksymilian Piotrowski

+48 22 586 23 53

maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl**Rynek Obligacji, Analiza****Techniczna**

Piotr Kaźmierkiewicz

+48 22 856 17 40

piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl**Analiza Techniczna**

Bartosz Kulesza

+48 22 856 17 50

bartosz.kulesza@pekao.com.pl**KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI****Biuro Maklerskie Pekao**

ul. Wołoska 18

02-675 Warsaw

Poland

Zespół Sprzedaży

+48 22 586 23 99

Zespół Tradingu

+48 22 586 28 83

Portalwww.research.pekao.com.pl**Internet**www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Biuro Maklerskie Pekao („BM”) w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

BM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi, ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565, została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Niniejsza analiza inwestycyjna została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, w tym poprawności metodologicznej i obiektywizmie, wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na chwilę sporządzenia. BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z nich nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

Definicje oznaczeń (sygnałów) zawartych w rekomendacji:

Kupuj – raport z zaleceniem „Kupuj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego kupno. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

Sprzedaj – raport z zaleceniem „Sprzedaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego sprzedaż lub sprzedaż na krótko. Warunki krótkiej sprzedaży są szczegółowo opisane w Pakiecie Informacyjnym. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

Trzymaj – raport z zaleceniem „Trzymaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy jest wyższa od aktualnej, lecz potencjalna stopa zwrotu z inwestycji w taki instrument jest niższa niż koszt kapitału.

Wyjaśnienie metodologii stosowanej do formułowania sygnałów inwestycyjnych

Niniejsza rekomendacja oparta jest na metodologii analizy fundamentalnej. Wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów. **Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne. **Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej. **Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earning” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto za okres ostatnich 12 miesięcy emitenta instrumentu finansowego.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji spółki.

NWZ – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

Informacje dotyczące rekomendacji

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne w okresie ostatnich 12 miesięcy, oraz jaką część emitentów można przypisać do każdej z powyższych kategorii, oraz wykaz zmian elementów rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub emitentów instrumentu finansowego będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, rozpowszechnionych w okresie ostatnich 12 miesięcy wydanych przez BM, znajduje się pod adresem:

www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 23 lipca 2020.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 24.07.2020, godz. 16:30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 24.07.2020, godz. 17:00.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.

Ujawnienia w obrębie potencjalnych konfliktów interesów

Niniejsza informacja o ujawnieniach potencjalnych konfliktów interesów jest aktualizowana każdorazowo, gdy osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji powzięły informację, które wpływają na jej treść, jednak nie rzadziej niż raz na miesiąc.

Każdorazowo, gdy w niniejszych zastrzeżeniach prawnych mowa o emitencie, rozumie się przez to emitentów lub wystawców wszystkich instrumentów finansowych wskazanych w dokumencie rekomendacji, wszystkich emitentów instrumentów finansowych będących komponentami indeksów giełdowych lub wystawców wszystkich instrumentów pochodnych wskazanych w treści rekomendacji.

BM wdrożył polityki i procedury mające na celu ochronę przepływu informacji oraz neutralizację lub zmniejszenie ryzyka zaistnienia konfliktu interesów. Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji są oddzielone barierami fizycznymi i niefizycznymi od osób mogących uczestniczyć w świadczeniu usług maklerskich innych niż sporządzanie analiz inwestycyjnych lub doradztwo inwestycyjne. Wszelkie faktyczne i potencjalne konflikty interesów, znane osobom sporządzającym rekomendację, są ujawniane w treści rekomendacji.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji BM nie posiada pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% kapitału podstawowego ogółem emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych, których dotyczy rekomendacja.

Emitent instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji nie posiada udziału w kapitale podstawowym ogółem BM przekraczającego próg 5%.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji podmioty z grupy Banku Pekao S.A. pełnią rolę animatora rynku lub dostawcy płynności dla akcji Medicalgorithmics.

Według wiedzy osób biorących udział rekomendacji Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie pełniły w okresie ostatnich 12 miesięcy funkcji gwaranta lub współgwaranta jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych Medicalgorithmics

Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie podpisały z Medicalgorithmics, umowy, której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji inwestycyjnych.

Emitent lub wystawca instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji, może być lub był w okresie ostatnich 12 miesięcy stroną umowy z podmiotami z Grupy Banku Pekao S.A., na podstawie których świadczone są usługi firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE skutkujące powstaniem w tym samym okresie obowiązku zapłaty lub otrzymania odszkodowania. Ze względu na istnienie wewnętrznych barier informacyjnych wdrożonych w DM osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji nie mają wiedzy na temat takich umów.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji nie jest powiązane z transakcjami dotyczącymi usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które one prowadzą lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymuje ona lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A.

Informacja o posiadaniu przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji pozycji długiej lub krótkiej na instrumencie będącym przedmiotem Rekomendacji inwestycyjnej lub na instrumencie pochodnym, którego instrumentem bazowym jest rekomendowany, lub informację, że osoba sporządzająca rekomendację inwestycyjną nie jest w posiadaniu takiej pozycji

Imię i nazwisko	Instrument	Liczba	Pozycja	Cena transakcji	Data transakcji
Ł. Kosiarski	RVU	0	Nie dotyczy	-	-

Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji lub osoby im bliskie nie pełnią funkcji w organach emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych wysokiego szczebla w tym podmiocie. Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji mogą pośrednio posiadać instrumenty finansowe będące przedmiotem rekomendacji poprzez inwestycje w instrumenty emitowane lub wystawiane przez instytucje zbiorowego inwestowania.

Osobom sporządzającym rekomendację nie są znane żadne inne okoliczności, które w uzasadniony sposób mogłyby wpływać na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiejkolwiek osoby fizycznej lub prawnej, z którą współpracują przy sporządzaniu rekomendacji.