



## Ryvu Therapeutics S.A.

### Dobre wstępne wyniki z badania RVU120

Aktualizujemy naszą wycenę spółki Ryvu Therapeutics. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na poziomie 79,1 zł co oznacza 35% potencjał wzrostu względem bieżącej ceny rynkowej. Projekt RVU120 wznowił rekrutację pacjentów po Clinical Hold, pierwsze wyniki na małej próbie pacjentów są bardzo obiecujące i każą z optymizmem czekać na ostateczne wyniki spodziewane w 1 połowie 2022. Dodatkowo ruszyło nowe badanie RVU120 w guzach litych. Postęp w klinice i poszerzenie spektrum zastosowania zwiększa atrakcyjność projektu i pozytywnie wpływa na wartość przed pozyskaniem partnera.

■ **Dobre wstępne wyniki I fazy badania RVU120.** W badaniu RVU120 zaobserwowano korzystny profil bezpieczeństwa oraz dwie klinicznie istotne odpowiedzi, w tym jedną odpowiedź całkowitą (ang. complete response, CR) i jedną odpowiedź erytroidalną (ang. erythroid response). Dane bazują na bardzo małej populacji pięciu pacjentów, jednak dwie odpowiedzi kliniczne i to na wyższych dawkach pozwalają z optymizmem patrzeć na dalszą część badania.

■ **Wyniki z 2 kluczowych badań w 2022 roku.** Oczekujemy, że w 2022 roku poznamy wyniki II fazy badania klinicznego SEL24 w AML jak i I fazy badania klinicznego RVU120 w AML/MDS. Wyniki badania SEL24 będą stanowić podstawę do decyzji Menarini odnośnie ewentualnego przejścia do III fazy badania klinicznego, a zakończenie z sukcesem II fazy oznaczałoby kolejną płatność za kamień milowy dla Ryvu. Wyniki pierwszej fazy badania RVU120 w AML/MDS powinny być ujawnione w połowie roku i naszym zdaniem będą najistotniejszą informacją dla kursu akcji Ryvu w 2022.

■ **Kolejna emisja akcji na horyzoncie?** Ryvu w prezentacji deklaruje, że ma finansowanie do końca 1 kwartału 2023 roku, jednak wydaje się, że po wakacjach 2022 może zacząć szukać finansowania na kolejne lata rozwoju. Zbiegłoby się to z wynikami z dwóch kluczowych programów klinicznych SEL24 i RVU120, co niewątpliwie ułatwiłoby pozyskanie nowego finansowania np. na dalszy rozwój kliniczny RVU120.

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody (PLN mn)	3.8	15.7	1.8	7.7	1.1
EBITDA (PLN mn)	-37.4	-23.3	-71.0	-67.5	-60.8
EBIT (PLN mn)	-45.4	-35.7	-83.1	-79.9	-73.4
Zysk netto (PLN mn)	285.6	-31.7	-82.8	-80.0	-74.0
Zysk na akcję (PLN)	17.9	-1.8	-4.5	-4.4	-4.0
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C/Z (x)	2.5	n.a.	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

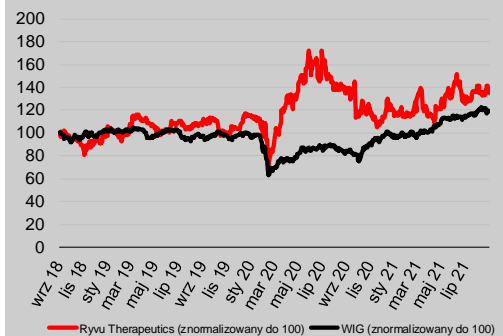
NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

**Cena docelowa 79,10 zł**

**Potencjał wzrostu 34,5%**

Cena zamknięcia (27 w rzeźnia 2021) 58,80 zł

Zmiana kursu v.s. WIG



### Wydarzenia korporacyjne

Raport po 3 kw artale 2021 10 listopada 2021

### Dane

Reuters/Bloomberg RVU.WA/RVU.PW  
 Akcje w wolnym obrocie (%) 66,6  
 Wycena rynkowa (PLN mln) 1 079  
 Liczba akcji (mln) 18,36

Główni akcjonariusze  
 Paweł Przewiężlikowski 22.2%  
 Bogusław Sieczkowski 5.0%  
 Augebit FIZ 6.2%  
 NN OFE 9.7%  
 Aviva OFE 5.8%  
 PZU OFE 5.5%

**Łukasz Kosiarski, Equity Analyst**

**+48 22 586-23 59**

lukasz.kosiarski@pekao.com.pl

## Wycena

### Podsumowanie wyceny i założeń

Nasze obliczenia wskazują na cenę docelową akcji spółki Rywu Therapeutics na poziomie 79,1 zł. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena spółki Rywu 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 1,75%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5% oraz niezależarowany współczynnik beta na poziomie 1,5x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 9,25%.

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 4,0 mln USD (zakończenie fazy II) oraz 16,0 mln USD (zakończenie fazy III) i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (79,6 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 10% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 9,25%.

W projekcie SEL120 na potrzeby modelu przyjmujemy że Rywu 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 zakończy się w 2022 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 9,25%.

W projekcie prowadzonym z Galapagos zakładamy docelowy poziom sprzedaży (peak sales) na poziomie 500 mln USD. Zakładamy płatności za najbliższe kamienie milowe na poziomie 1,0 mln USD (zakończenie fazy przedklinicznej), 1,1 mln USD (zakończenie fazy I), 2,3 mln USD (zakończenie fazy II) oraz 9,1 mln USD (zakończenie fazy III) i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (47,4 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 5% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 9,25%.

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 71,0 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 9,25% oraz stopę wzrostu na poziomie 3,5%.

## SEL24

### RYVU THERAPEUTICS: WYCENA SEL24

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	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
Sprzedaż leku (USD mln)	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)	0.0	4.0	0.0	16.0	0.0	79.6	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	1.5	5.7	10.8	15.3	19.5	22.5	25.2	27.3	29.1
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	42	100	65	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	42	42	27	25	25	25	25	25	25	25	25	25
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	0.0	1.7	0.0	4.4	0.4	21.0	2.7	3.8	4.8	5.5	6.2	6.7	7.2
Dyskonto (%)	92	84	77	70	64	59	54	49	45	41	38	35	32
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	0.0	1.4	0.0	3.1	0.2	12.3	1.4	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
NPV ważone ryzykiem (USD mln)	31.7												
<b>NPV ważone ryzykiem (PLN mln)</b>	<b>124.9</b>												

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

## RVU120 (SEL120)

### RYVU THERAPEUTICS: WYCENA RVU120

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	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
Sprzedaż leku (USD mln)	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)	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	-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 (%)	64.4	100	41.8	100	100	65.4	89.7	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	64	64	27	27	27	18	16	16	16	16	16	16
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	-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	70	64	59	54	49	45	41	38	35	32
Zdy skontowane przepływy pieniężne (USD mln)	-1.8	-2.7	-2.5	-3.2	-2.9	-2.7	-0.4	3.7	12.1	23.5	30.4	35.5	37.5
NPV ważne ryzykiem (USD mln)	126.5												
<b>NPV ważne ryzykiem (PLN mln)</b>	<b>498.3</b>												

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

## Partnerstwo z Galapagos

### RYVU THERAPEUTICS: WYCENA UMOWY Z GALAPAGOS

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	2036P	2037P	2038P	2039P	2040P
Faza	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 (%)												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
Sprzedaż leku (USD mln)	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)	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	1.1	0.0	2.3	0.0	0.0	9.1	0.0	47.4	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	1.3	4.8	9.0	12.8	16.3	18.8	21.0	22.8	24.3	
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	65	100	65	100	70	100	46	100	100	64	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	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)	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.8	0.1	4.0	0.7	1.0	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
Dyskonto (%)	92	84	77	70	64	59	54	49	45	41	38	35	32	29	27	24	22	20	19	17
Zdy skontowane przepływy pieniężne (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.3	0.0	1.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
NPV ważne ryzykiem (USD mln)	4.3																			
<b>NPV ważne ryzykiem (PLN mln)</b>	<b>17.0</b>																			

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

## Projekty wczesnej fazy

### RYVU THERAPEUTICS: WYCENA PROJEKTÓW WCZESNEJ FAZY

Wartość projektu (mln zł)	71.0
Koszty (mln zł)	50.2
Stopa dyskontowa (%)	9.3
Stopa wzrostu (%)	3.5
<b>Wartość projektów wczesnej fazy (mln zł)</b>	<b>311</b>

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

## Wycena – suma części składowych

### RYVU THERAPEUTICS: SUMA CZĘŚCI SKŁADOWYCH

	mln zł	na akcję (zł)
SEL24	124.9	6.8
RVU120	498.3	27.1
Galapagos	17.0	0.9
Projekty wczesnej fazy	311.0	16.9
Nodthera	29.8	1.6
Gotówka netto (31 grudnia 2020)	153.8	8.4
Dotacje	98.5	5.4
Wartość godziwa (31 grudnia 2020)	1,233.4	67.2
<b>Cena docelowa 12-miesięczna</b>	<b>1,451.3</b>	<b>79.1</b>

Źródło: BM Pekao

### RYVU THERAPEUTICS: ANALIZA WRAŻLIWOŚCI 12-MIESIĘCZNEJ CENY DOCELOWEJ

		g (%)				
		-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0
	10.25	65.9	70.6	75.6	81.0	86.7
<b>WACC</b>	9.75	67.2	72.0	77.2	82.7	88.7
<b>(%)</b>	9.25	68.6	73.7	<b>79.1</b>	84.8	91.0
	8.75	70.4	75.6	81.3	87.3	93.7
	8.25	72.5	78.0	83.9	90.3	97.0

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 (%)	1.75
Odlewarowana beta (x)	1.5
Premia rynku akcji (%)	5.0
Koszt kapitału (%)	9.3
Stopa wolna od ryzyka (%)	1.75
Premia rynku długu (%)	1.0
Stopa podatkowa (%)	19.0
Koszt długu po podatku (%)	2.2
% długu	0.0
% kapitału	100.0
WACC (%)	9.25

Źródło: BM Pekao

### RYVU THERAPEUTICS: WYCENA MODELEM DYWIDENDOWYM

Min zł	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Dywidenda (zł/akcję)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00	3.00	3.00
Pay-out ratio (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-41%	-268%	54%
Mnożnik dyskontowy	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	0.59	0.54	0.49	0.45	0.41
NPV 2021-30P (zł/akcję)	4.1									
Wartość rezydualna	32.4									
Zdyskontowana wartość rezydualna	13.4									
Zdyskontowana gotówka	1.1									
Wartość godziwa (na akcję)	18.6									
Cena docelowa 12-miesięczna (na akcję)	<b>20.3</b>									

Źródło: BM Pekao

## Ostatnie i nadchodzące wydarzenia

### Obiecujące wstępne dane z I fazy badania klinicznego RVU120 w AML i MDS

Ryvu opublikowało na wirtualnym Kongresie Europejskiego Stowarzyszenia Hematologicznego (EHA) wstępne wyniki I fazy badania klinicznego RVU120 eskalacji dawki. Wyniki obejmują pięciu pierwszych pacjentów w badaniu, w tym dwóch pacjentów z 1 kohorty (10 mg), i po jednym pacjencie z kohorty 2 (25 mg), 3 (50 mg) i 4 (75 mg). W badaniu RVU120 zaobserwowano korzystny profil bezpieczeństwa oraz dwie klinicznie istotne odpowiedzi u pacjentów z wyższych dawek, w tym jedną odpowiedź całkowitą (ang. complete response, CR) i jedną odpowiedź erytroidalną (ang. erythroid response).

Dane bazują na bardzo małej populacji pacjentów, jest to sam początek badania I fazy, która w AML i MDS ma objąć 19-25 pacjentów na etapie eskalacji dawki oraz dodatkowych 6 pacjentów w części obejmującej dodatkowe sprawdzenie bezpieczeństwa. Jednak dwie odpowiedzi kliniczne i to na wyższych dawkach pozwalają z optymizmem patrzeć na dalszą część badania. Brak odpowiedzi w pierwszych kohortach nie jest specjalnie zaskakujący, gdyż początkowe dawki są mocno poniżej spodziewanej dawki optymalnej.

Naszym zdaniem wyniki I fazy badania klinicznego RVU120 w AML i MDS są najważniejszym aktualnie katalizatorem zmiany kursu Ryvu w najbliższych miesiącach. RVU120 jest aktualnie najbardziej zaawansowaną częścią do której spółka ma pełnię praw. W naszym modelu szacujemy prawdopodobieństwo sukcesu na 64.4%, a aktualna wartość projektu RVU to 477 mln zł co stanowi 36% wyceny spółki.

### Podsumowanie wyników za 2 kwartał 2021

Wyniki Ryvu Therapeutics za 2 kwartał 2021 interpretujemy jako neutralne. Sprzedaż była typowa dla kwartału, w którym nie rozpoznano przychodów z osiągnięcia kamieni milowych. Niewielkie przychody pochodziły z wynajmu pracowników do zewnętrznych projektów oraz najmu. Dotacje były 35% wyższe rdr, jednak nieco niższe niż w dwóch poprzednich kwartałach. Baza kosztowa zawyżona przez 6,9 mln zł niegotówkowych kosztów programu motywacyjnego. Wynika to z przekazania przez Prezesa Pawła Przewięźlikowskiego części akcji pracownikom Ryvu. Pozycja ta będzie występować również w kolejnych kwartałach. Bez tych niegotówkowych kosztów, baza kosztowa była wyższa o 3,5 mln zł w porównaniu do 2 kwartału 2020, ale o 1,1 mln zł niższa kwartał do kwartału. Strata EBIT bez kosztów programu motywacyjnego wyniosła 15,6 mln zł, płasko kdk.

Koszty operacyjne powinny rosnąć w kolejnych kwartałach ze względu na rozwój programu klinicznego RVU120. Zwracamy uwagę na słabe przepływy operacyjne (-28.4 mln zł w 2 kwartale 2021) ze względu na niekorzystną zmianę stanu przychodów przyszłych okresów i rozliczeń międzyokresowych. Niemniej jednak pozycja gotówkowa spółki jest stabilna, Ryvu wykazuje 107,9 mln zł gotówki netto na koniec półrocza.



**RYVU THERAPEUTICS: PODSUMOWANIE WYNIKÓW KWARTALNYCH**

mln zł	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	rdr (%)	kdk (%)
<b>Przychody</b>	<b>15.3</b>	<b>13.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>-97.7</b>	<b>-28.3</b>
Dotacje	5.7	3.9	4.9	6.8	6.1	5.2	34.6	-15.1
<b>EBITDA</b>	<b>-2.5</b>	<b>-4.4</b>	<b>-9.2</b>	<b>-7.1</b>	<b>-12.8</b>	<b>-19.4</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Amortyzacja	-2.4	-2.4	-3.1	-4.4	-2.9	-3.0	n.a.	n.a.
<b>EBIT</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.9</b>	<b>-12.4</b>	<b>-11.5</b>	<b>-15.7</b>	<b>-22.5</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Przychody/koszty finansowe	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.5	-0.8	n.a.	n.a.
Udział jednostek powiązanych	0.5	3.4	0.4	1.0	1.9	-1.2	n.a.	n.a.
Zysk brutto	-4.2	-3.6	-12.1	-10.7	-13.2	-24.4	n.a.	n.a.
Podatek	-0.1	-0.7	0.0	-0.3	-0.3	0.2	n.a.	n.a.
Stopa podatkowa (%)	2.1	19.0	0.4	2.4	2.6	-0.6	-19.7	-3.2
Działalność zaniechana	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.	n.a.
<b>Zysk netto</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.3</b>	<b>-12.1</b>	<b>-10.9</b>	<b>-13.6</b>	<b>-24.2</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

Źródło: Ryvu Therapeutics, BM Pekao

## Spodziewane wydarzenia w 2022 roku

Rok 2022 powinien przynieść istotne informacje w obydwu najbardziej zaawansowanych programach.

**SEL24** jest obecnie za połową badania II fazy w AML. Ostatnie dane od Menarini z 19 kwietnia pokazują, że łączenie w badaniu brało udział 48 pacjentów (25 w eskalacji dawki oraz 23 w eskalacji kohorty 125 mg) z planowanych 68 (dana za clinicaltrials.gov). Według tego samego źródła II faza badania powinna się zakończyć we wrześniu 2022 roku. Wyniki badania będą stanowić podstawę do decyzji Menarini odnośnie ewentualnego przejścia do III fazy badania klinicznego, a zakończenie z sukcesem II fazy oznaczałoby kolejną płytność za kamień milowy dla Ryvu.

Wstępne wyniki badania II fazy SEL24 pokazały szczególnie wysoką skuteczność wśród pacjentów chorych na AML z mutacją IDH, 3 z 5 pacjentów z dawką między 75-125 mg miało odpowiedź kliniczną na SEL24. Dlatego dalsza część skupi się na pacjentach z mutacją IDH aby zweryfikować dobre wyniki osiągnięte na małej grupie pacjentów. Ewentualna decyzja Menarini o kontynuacji rozwoju klinicznego SEL24 ale w węższym zakresie prawdopodobnie będzie oznaczała dla Ryvu niższą płytność za kamień milowy ale jednocześnie znacznie przybliży do rejestracji i późniejszego udziału w sprzedaży leku.

**RVU120** obecnie jest podawany pacjentom w dwóch badaniach klinicznych I fazy: AML/MDS oraz guzach litych. Po przejściowych problemach związanych ze śmiercią jednego z pacjentów (Clinical Hold), badanie w AML/MDS zostało wznowione i do końca roku Ryvu powinno pokazać dane po dołączeniu kolejnej grupy pacjentów a całe badanie powinno się zakończyć w 1 połowie 2022. Wyniki pierwszej fazy badania w AML/MDS powinny być w 2022 najistotniejszą informacją dla kursu akcji Ryvu.

## Kolejna emisja akcji w perspektywie kilku kwartałów?

Ryvu w prezentacji deklaruje, że ma finansowanie do końca 1 kwartału 2023 roku, jednak wydaje się, że po wakacjach 2022 może zacząć szukać finansowania na kolejne lata rozwoju. Zbiegłoby się to z wynikami z dwóch kluczowych programów klinicznych SEL24 i RVU120, co niewątpliwie ułatwiłoby pozyskanie nowego



finansowania np. na dalszy rozwój RVU120.

Ryvu ma kilka możliwości pozyskania dodatkowego finansowania, naszym zdaniem są to finansowanie dłużne (może być trudne dla tej specyfiki biznesu), sprzedaż udziałów w Nodthera (ok. 30 mln zł przy obecnej cenie), potencjalna płatność za kamień milowy od Menarini (obarczona ryzykiem niepewności), przychody z komercjalizacji programu wczesnej fazy. Wszystkie te czynniki mogą przesunąć w czasie moment na pozyskanie finansowania, jednak przy obecnym stanie wiedzy wydaje się mało prawdopodobne, iż Ryvu osiągnie moment komercjalizacji RVU120 (koniec II fazy badań klinicznych) bez finansowania kapitałowego.

## 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 RVU120). 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 łącznie 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 było wyraźne spowolnienie rekrutacji nowych pacjentów do obecnie prowadzonych badań klinicznych, szczególnie w USA gdzie prowadzone są obydwie badania spółki. Obecnie pacjenci są już w dużej części zaszczepieni, także system ochrony zdrowia powraca na normalne tryby funkcjonowania, co wraz z aktywacją nowych ośrodków poza USA powinno przyspieszyć rekrutację pacjentów.

## Podsumowanie prognoz finansowych

### RYV U THERAPEUTICS: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

PLN mn	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	10.1	3.8	15.7	1.8	7.7	1.1
Koszty	84.9	79.4	73.0	108.5	113.0	102.5
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	26.6	30.3	21.6	23.6	25.4	28.0
EBITDA	-44.9	-37.4	-23.3	-71.0	-67.5	-60.8
EBIT	-48.2	-45.4	-35.7	-83.1	-79.9	-73.4
Koszty/przychody finansowe netto	1.4	0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.6
Zysk przed podatkiem	-46.7	-45.0	-36.0	-83.4	-80.0	-74.0
Podatek dochodowy	-3.6	0.2	1.1	0.2	0.0	0.0
Zyski ze wspólnych przedsięwzięć / działalność zaniechana	31.8	330.8	5.4	0.7	0.0	0.0
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-12.3	285.6	-31.7	-82.8	-80.0	-74.0
Marża EBITDA (%)	-442.6	-984.6	-149.1	-4039.5	-877.9	-5414.3
Marża netto (%)	-121.7	7520.1	-202.5	-4709.0	-1040.3	-6588.4
Wzrost przychodów(%)	-88.4	-62.6	312.0	-88.8	337.5	-85.4
Wzrost EBITDA (%)	-351.2	-16.7	-37.6	204.4	-4.9	-10.0
Wzrost zysków netto (%)	-292.7	-2413.7	-111.1	161.3	-3.4	-7.5

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

### RYV U THERAPEUTICS: RACHUNEK PRZEPIWÓW PIENIĘŻNYCH

PLN mn	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-36.4	-17.4	-10.6	-46.0	-45.4	-55.7
Zysk netto	-12.3	285.6	-31.7	-82.8	-80.0	-74.0
Amortyzacja	3.2	8.0	12.4	12.1	12.3	12.6
Zmiany kapitału pracującego	-6.0	21.3	-4.5	1.7	0.2	-0.5
Inne	-21.3	-332.4	13.2	23.0	22.1	6.2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-37.2	-2.6	-55.9	-7.6	-8.5	-8.3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	147.9	-2.7	130.7	0.7	-0.1	45.0
Przepływy pieniężne netto razem	74.2	-22.8	64.1	-52.9	-54.0	-19.1

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

**RYV U THERAPEUTICS: BILANS**

PLN mn	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Akty wa obrotowe	148.7	90.0	172.4	123.3	69.8	49.6
Środki pieniężne	94.9	72.1	136.2	83.3	29.3	10.3
Należności krótkoterminowe	34.4	14.7	7.9	11.8	12.3	11.2
Zapasy	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
Inne	17.8	1.6	26.5	26.5	26.5	26.5
Akty wa trwałe	91.0	93.7	123.3	118.8	114.9	110.7
Rzeczowe akty wa trwałe	37.3	60.3	86.7	82.2	78.3	74.1
Wartości niematerialne I prawne	2.4	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3
Należności długoterminowe	22.9	24.5	29.8	29.8	29.8	29.8
Inne	28.4	5.9	4.5	4.5	4.5	4.5
Zobowiązania krótkoterminowe	34.9	30.6	33.8	39.4	40.0	38.4
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	6.5	3.3	3.1	3.1	3.0	3.0
Należności	21.1	22.6	11.5	17.1	17.8	16.2
Inne	7.3	4.7	19.2	19.2	19.2	19.2
Zobowiązania długoterminowe	34.6	32.4	38.1	38.8	38.8	83.8
Kredyty i pożyczki długoterminowe	19.6	5.9	4.3	5.0	5.0	50.0
Inne	14.9	26.5	33.8	33.8	33.8	33.8
Kapitał własny	170.3	120.6	223.7	163.9	105.9	38.1
Pasy wa	239.7	183.6	295.6	242.1	184.8	160.3
Dług netto (PLN mn)	-83.8	-62.9	-153.8	-100.2	-46.3	17.8
Dług netto/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Źródło: Ryv u Therapeutics, BM Pekao

## ANALITYCY SEKTOROWI

### Główny Analityk, Górnictwo, Budownictwo

Tomasz Duda  
[tomasz.duda2@pekao.com.pl](mailto:tomasz.duda2@pekao.com.pl)

### Banki, Finanse

Jerzy Kosiński, CFA  
[jerzy.kosinski@pekao.com.pl](mailto:jerzy.kosinski@pekao.com.pl)

### Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA  
[krzysztof.koziel@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.koziel@pekao.com.pl)

### E-commerce

Maksymilian Piotrowski  
[maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl](mailto:maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl)

### Energetyka

Marcin Górnik  
[marcin.gornik@pekao.com.pl](mailto:marcin.gornik@pekao.com.pl)

### Handel detaliczny

Piotr Bogusz  
[piotr.bogusz@pekao.com.pl](mailto:piotr.bogusz@pekao.com.pl)

### IT, Gry wideo

Emil Popławski – makler papierów wartościowych  
[emil.poplawski@pekao.com.pl](mailto:emil.poplawski@pekao.com.pl)

### Telekomunikacja, Biotechnologia

Łukasz Kosiński  
[lukasz.kosiarski@pekao.com.pl](mailto:lukasz.kosiarski@pekao.com.pl)

## BIURO ANALIZ INWESTYCYJNYCH

### Dyrektor

Maciej Borkowski, CFA – doradca inwestycyjny  
[maciej.borkowski@pekao.com.pl](mailto:maciej.borkowski@pekao.com.pl)

### Projekcje rynkowe

Piotr Kaźmierkiewicz  
[piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl)

### Analiza techniczna

Bartosz Kulesza – makler papierów wartościowych  
[bartosz.kulesza@pekao.com.pl](mailto:bartosz.kulesza@pekao.com.pl)

### Młodszy Analityk

Bartłomiej Kempczyński  
[bartlomiej.kempczynski@pekao.com.pl](mailto:bartlomiej.kempczynski@pekao.com.pl)

## KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

### Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa  
[bm@pekao.com.pl](mailto:bm@pekao.com.pl)

### Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

### Internet

[www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest w yodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa, Polska. Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Grzybowska 53/57, 00-844 Warszawa, jest wpisany do rejestru przedsiębiorców w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000014843, NIP: 526-00-06-841, REGON: 000010205, kapitał zakładowy (opłacony w całości) w wysokości: 262 470 034 zł.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska. BM podlega regulacjom Komisji Nadzoru Finansowego, a także niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej.

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez 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/gpwpa>. 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 w skazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. 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.

Analiza inwestycji opiera się na informacjach uzyskanych z publicznych źródeł informacji, które uważamy za wiarygodne, ale za ich kompletność i dokładność nie ponosimy żadnej odpowiedzialności. Wszystkie szacunki, projekcje, prognozy i opinie zawarte w niniejszej analizie inwestycyjnej stanowią niezależny osąd analityków na dzień publikacji. Zastrzegamy sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Niniejsza analiza inwestycyjna służy wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowi części oferty kupna, sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego na jakimkolwiek rynku finansowym. Nie stanowi też reklamy.

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 niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahanom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

Wykaz w wszystkich rekomendacjach inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku w wszystkich rekomendacjach inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne z okresu ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie rekomendacji, które można przypisać każdej z powyższych kategorii, znajduje się pod adresem: [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings](http://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 w wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

## UJAWNIEŃ W OBRĘBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

Obecne potencjalne konflikty interesów dotyczą następujących emitentów (patrz definicja kluczy poniżej):

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta SA 3; Asseco Poland 3; CCC 3; CD Projekt 3; Cyfrowy Polsat 3; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; Mercator 3; Orange Polska 3; PGE 3; PGNiG 3; PKN Orlen 3; PKO BP 3; Odróż 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3

Słownik:

Klucz 1: Emitent posiada co najmniej 5% kapitału zakładowego Banku Pekao S.A.

Klucz 2: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była głównym managerem lub co-lead managerem (gwarantem lub w spółką gwarantem) w ciągu ostatnich 12 miesięcy publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 3: BM i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

Klucz 4: Analizowana firma oraz BM i/lub powiązana z nimi osoba prawna zawarły umowę świadczenia usługi sporządzenia analiz inwestycyjnych.

Klucz 5: Analityk lub osoba z nim powiązana zasiada w radzie nadzorczej / zarządzie emitenta.

Klucz 6: BM posiada pozycję długą netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wycenionego kapitału zakładowego emitenta.  
 Klucz 7: BM posiada pozycję krótką netto na akcjach przekraczającą 0,5% całkowitego wycenionego kapitału zakładowego emitenta.

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analitycy nie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została uwzględniona żadnym emitentem i papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

Wynagrodzenie BM lub osób pracujących dla BM, które brały udział w sporządzaniu rekomendacji, nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami w zakresie usług BM określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcjami, które wykonuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, lub nie jest związane z opłatami i prowizjami, które otrzymuje BM lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

Informacja o posiadaniu instrumentów finansowych lub ich instrumentów pochodnych przez osoby uczestniczące w procesie sporządzenia rekomendacji inwestycyjnych lub informacja, że osoba rekomendująca nie posiada takich instrumentów:

Imię i nazwisko	Stanowisko	Instrument	Liczba akcji	Pozycja (długa/krótka)	Średnia cena transakcji	Daty transakcji
Imiona i nazwiska analityków	Ekspert, Analityk	Nazwa spółki				

BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy kapitałowej może regularnie handlować akcjami analizowanej spółki. BM i/lub inne powiązane z nim osoby prawne mogą posiadać otwarte pozycje o znacznej wartości na akcjach analizowanej spółki lub na instrumentach pochodnych takich akcji. Bank i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielić analizowanej spółce znacznych kredytów. BM i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć znaczący interes finansowy i być związane z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązanych z nim osób prawnych są uprawnieni, z zastrzeżeniem obowiązującego prawa, do dokonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego, do celów niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna faktycznie wykona takie działania, które mogą doprowadzić do zaistnienia znaczącego interesu finansowego w odniesieniu do analizowanej spółki.

Analizowana spółka i BM i/lub jakakolwiek osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy mogły zawrzeć umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w ciągu ostatnich 12 miesięcy, w zamian za co BM i/lub taka osoba prawna będąca częścią tej samej grupy otrzymała w wynagrodzenie, przyrzeczenie zapłaty lub zamierza to uczynić. W związku z tym, że BM i/lub każda osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, zgodnie z obowiązującym prawem, umowy o świadczenie usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i mogą otrzymać w wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawarła takie umowy i faktycznie otrzymała takie w wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty.

Aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić, BM i/lub inna osoba prawna wchodząca w skład tej samej grupy ustaliła bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawa i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstałe konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/ działem BM i/lub innymi powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki bankowości inwestycyjnej, w tym finansów przedsiębiorstw, działalność na rynku kapitałowym, doradztwo finansowe i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznymi i niefizycznymi barierami od jednostek sprzedażowych, a także od działu analiz inwestycyjnych. Ujawnienia znanych i potencjalnych konfliktów interesów są zamieszczone w analizach inwestycyjnych. Analitycy są na bieżąco nadzorowani i zarządzani przez osoby, które nie są odpowiedzialne za działalność w zakresie bankowości inwestycyjnej, w tym za działalność w zakresie finansów przedsiębiorstw lub inną działalność związaną z oferowaniem papierów wartościowych.

#### METODY STOSOWANE DO FORMUŁOWANIA ZALECEŃ INWESTYCYJNYCH:

Nasze 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 determinantów 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 w wynikach finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.



Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowymi mogą stanowić jedynie wskazówkę. W rzeczywistości ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej niż oczekiwano lub wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w całym niniejszym raporcie lata oznaczamy literą „E” w celu wskazania, że przedstawione liczby są prognozami i szacunkami.

#### **Definicje oznaczeń (zaleceń) zawartych w rekomendacjach fundamentalnych:**

Obecnie używamy trzypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Zatrzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż koszt kapitału własnego.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest niższy niż koszt kapitału własnego, ale wyższy od zera.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z akcji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest ujemny.

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

**Zastrzeżone:** rating i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa nie są ujawniane ze względu na względy regulacyjne, takie jak okres zamknięty lub konflikt interesów.

**W okresie przejściowym:** Ze względu na zmiany w zespole analitycznym wydawanie zaleceń dot. akcji i/lub ceny docelowej jest czasowo zawieszane. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

**Brak ocen:** nie wydajemy zaleceń dotyczących danej spółki i nie planujemy ich wydawać w dającej się przewidzieć przyszłości.

#### **WYJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ STOSOWANEJ W OPRACOWANIU:**

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earnings” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto emitenta instrumentu finansowego.

C/WK lub P/B – wskaźnik „Cena/Wartość Księgową” lub „Price/Book Value” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do bilansowej wartości księgowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa.

EPS – „Earnings per Share”, czyli zysk netto na jedną akcję.

BVPS – „Book Value per Share”, czyli wartość księgową na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wliczany na podstawie oczekiwanych wyników.

DPS – „Dividend per Share”, tj. dywidenda na akcję.

DY – „Dividend Yield”, tj. Stopa dywidendy, wskaźnik liczony jako dywidenda na akcję podzielona przez aktualną cenę akcji.

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 aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy