

Ryvu Therapeutics

Nowe wskazania dają nowe możliwości wyceny

Firma spieniżyła projekt immuno-onkologiczny i sprzedała swojego agonistę STING firmie Exelixis. W wyniku tej transakcji w wycenie projektu agonisty STING zwiększamy wartość bio-dolar do 400 mln USD (wobec zakładanych wcześniej 150 mln USD), szczytową sprzedaż do 2100 mln USD (wobec 1206 USD założonych wcześniej) oraz poziom tantiem do 10% (vs. 9% zakładane wcześniej) i wyceniamy ten projekt na 328 mln PLN (vs. 149 mln PLN szacowane wcześniej).

22 września Ryvu przedstawił kluczowe cele rozwojowe na 1H22-2024, które zakładają m.in. rozwój RVU120 w nowych wskazaniach terapeutycznych (mCRPC i mięsaki), czego nie zakładaliśmy w naszym ostatnim raporcie. W rezultacie zakładamy, że RVU120 zostanie sprzedany w 2025e (w porównaniu z 2024e założonym wcześniej) z płatnością z góry 60 mln USD (wobec 30 mln USD założonych wcześniej), wartość bio-dolar 1209 mln USD (wobec 525 mln USD założonych wcześniej). Wprowadzając te założenia do naszego modelu, wyceniamy związek RVU120 na 746 mln zł (wobec 484 zł założonych w naszym ostatnim raporcie).

Z drugiej strony rozwój RVU120 w nowych wskazaniach będzie wymagał dodatkowych środków, które spółka będzie musiała pozyskać, dlatego Rada Nadzorcza zezwoliła zarządowi na emisję do 8,5 mln akcji. W rezultacie zakładamy, że spółka wyemituje w drugiej 1H22-24e 8,5 mln akcji po 36,2 zł/akcję (cena z wczorajszego zamknięcia) i pozyska 306 mln zł.

Zakładając emisję 8,5 mln nowych akcji i wartość agonisty STING na 328 mln zł (vs. 149 mln zł zakładano wcześniej), RVU120 na 746 mln zł (vs. 484 mln zł wcześniej) oraz wartość pozostałych projektów na 360 mln zł (vs. 365 mln zł zakładane wcześniej), szacujemy cenę docelową na 68,7 PLN/akcję (wcześniej szacowaliśmy 58 PLN/akcję) i podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Podstawowe informacje finansowe

PLN mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	37	37	43	99	114	111
EBITDA	-23	-65	-92	-139	-110	30
EBIT	-36	-78	-105	-151	-120	20
Zysk netto	-32	-78	-103	-149	-118	17
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C/Z	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	59.4
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	30.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

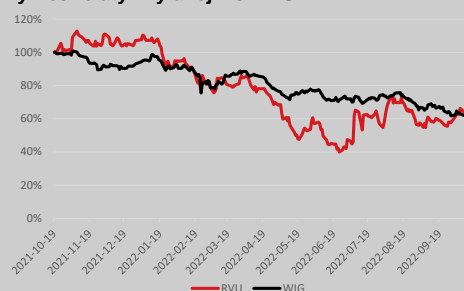
Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa
PLN 68.7
Potencjał wzrostu
+90%

Cena z 18 Października 2022

PLN 36.2

Wykres relatywny akcji vs. WIG



NAJBLIŻSZE WYDARZENIA

AACR-NCI-EORTC symposium 26-28 October
 3Q22 23 November

INFORMACJE DOT. AKCJI

Bloomberg RVU PW
 Free float (%) 44.3
 Kapitalizacja (PLNm) 650
 Rozwodniona liczba akcji (mn) 27.5

Akcjonariusze Paweł Przwieźlikowski 21.4%
 OFE NN 9.65%
 OFE Aviva 7.79%

Marcin Gornik

+48 691 701 088

marcin.gornik@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Wycena	8
Ryzyka	11
Prognozy	12
Zastrzeżenia	13



Ostatnie wydarzenia

Umowa partneringowa z Exelixis

7 lipca firma poinformowała, że podpisała umowę licencyjną z Exelixis na opracowanie nowatorskich, celowanych terapii przeciwnowotworowych wykorzystujących agonistę Ryvu STING. Zgodnie z umową Exelixis będzie miał wyłączne prawa do rozszerzenia swojego portfolio bioterapeutyków poprzez połączenie drobnocząsteczkowego agonisty Ryvu STING z doświadczeniem Exelixis w zakresie inżynierii przeciwciał i koniugatów przeciwciało-lek (ADC). Zgodnie z umową Ryvu zachowa wszelkie prawa do rozwijania swojego portfolio agonistów STING jako samodzielnej terapii.

Transakcja zakłada następujące parametry:

- Płatność z góry w wysokości 3 mln USD
- Jednocyfrowe do niskich dwucyfrowych opłat licencyjnych
- Wartość bio-dolar przekracza 400 mln zł za każdy produkt skomercjalizowany w ramach umowy sprzedaży agonistów STING (w najbliższym czasie spółka otrzyma 3 mln USD)

Podczas konferencji związanej z umową firma przekazuje również następujące informacje:

- **Szczegóły umowy z Exelixis.** Zarząd potwierdził, że firma będzie uprawniona do otrzymania wartości bio-dolar 400 mln USD za każdy koniugat przeciwciało-lek (ADC) STING opracowany na podstawie umowy z Exelixis, czyli w przypadku komercjalizacji dwóch ADC firma otrzyma wartość bio-dolar 800 mln USD. Jednakże spółka stwierdziła, że byłaby bardzo zadowolona, gdyby przynajmniej jeden ADC osiągnął fazę kliniczną. Ponadto firma stwierdziła, że zachowała prawa do wszystkich innych agonistów STING opracowanych przez Ryvu.
- **Timeline.** Firma nie podała szczegółowych informacji na temat harmonogramu i stwierdziła, że STING ADC nie osiągnie fazy klinicznej w nadchodzącym roku, ponieważ kandydat kliniczny nie został jeszcze wybrany, a faza przedkliniczna potrwa co najmniej rok.
- **Potencjalna sprzedaż szczytowa.** W prezentacji firma przedstawiła prognozowaną potencjalną sprzedaż leków opartych na koniugatach ADC. Według naszych szacunków mediana szczytowej sprzedaży tych leków wynosi 2100 mln USD.



Leki oparte na koniugatach ADC

nazwa	rejestracja	sprzedaż szczytowa
Mylotarg	2000	20
Adcetris	2011	2700
Kadcyla	2013	2100
Besponsa	2017	2000
Lumoxiti	2018	500
Polivy	2019	2100
Padcev	2019	4500
Enhertu	2019	2500
Trodylev	2020	5000
Blenrep	2020	3200
Akalux	2020	74
Zynlonta	2021	1025
Tivak	2021	600
Median		2100
Average		2025

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

W naszym ostatnim raporcie wyceniliśmy agonistę STING na 149 mln zł, a w wycenie przyjęliśmy:

- Z 80% prawdopodobieństwem założyliśmy, że w 2022 roku firma podpisze partnering z płatnością z góry 15 mln USD i wartością bio-dolara 135 mln USD
- Przy łącznym prawdopodobieństwie 13% założyliśmy, że lek zostanie dopuszczony do sprzedaży komercyjnej w 2029 roku
- Założyliśmy szczytową sprzedaż 1206 mld USD i tantiemy na poziomie 9%
- Zastosowaliśmy stopę dyskontową 12,3% i USDPLN 4,25x

Teraz, gdy znamy szczegóły umowy partneringowej z Exelixis, agonistę STING wyceniamy na 328 mln zł i zakładamy, że:

- Ze 100% prawdopodobieństwem zakładamy, że w 2022 roku firma otrzyma 3 mln zł płatności z góry i 3 mln zł płatności w 2023e.
- Zakładamy wartość bio-dolar na poziomie 400 mld USD
- Przy łącznym prawdopodobieństwie 16% założyliśmy, że lek zostanie dopuszczony do komercyjnej sprzedaży w 2030 roku
- Założyliśmy szczytową sprzedaż na poziomie 2100 mld USD i tantiemy na poziomie 10%
- Zastosowaliśmy stopę dyskontową 13,8% i USDPLN 4,8x

Wycena STING agonist

USDm	0	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	3.0	21.9	0.0	43.8	0.0	0.0	65.7	265.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	3.0	14.1	0.0	11.8	0.0	0.0	11.6	42.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	105.0	399.0	756.0	9 681.0
Stawka tantiem	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.5	39.9	75.6	968.1
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	6.3	11.9	152.9
FCF	0.0	3.0	14.1	0.0	11.8	0.0	0.0	11.6	42.0	1.7	6.3	11.9	152.9
Współczynnik dyskontowy (%)	0%	88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	0.0	2.6	10.9	0.0	7.0	0.0	0.0	4.7	14.9	0.5	1.7	2.9	23.0
Wartość kamieni milowych													
Średnia sprzedaż													
Szczytowa sprzedaż													
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu													
rNPV													
rNPV (mln zł)													

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Zawarcie umowy finansowania z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym do maksymalnej kwoty 22 mln euro

17 września spółka zawarła umowę finansowania z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym na maksymalną kwotę 22 mln euro

W ramach umowy EBI udzielił kredytu do 22 mln euro na rozwój RVU120 i innych projektów firmy na wczesnych etapach rozwoju.

Pożyczka zostanie wypłacona w trzech transzach: A i B w wysokości 8 mln EUR oraz transza C w wysokości 6 mln EUR. Transze zostaną wypłacone w ciągu 36 miesięcy po zawarciu umowy.

Oprocentowanie transzy A wyniesie 3% rocznie, transza B 2,7% rocznie, transza C 2,4% rocznie.

Wypłata każdej transzy uzależniona jest od spełnienia przez Spółkę warunków określonych w Umowie:

- Dla transzy A 8 mln euro:
 - Zgoda na rozpoczęcie badania klinicznego fazy II dla RVU120
 - Wyemitowanie przez Spółkę na rzecz EBI warrantów subskrypcyjnych w wysokości 2,5% kapitału zakładowego spółki
- Dla transzy B 8 mln euro:
 - Pomyślne wejście do badania klinicznego fazy II RVU120 w AML/MDS
 - Opracowanie co najmniej jednego projektu badawczego Spółki do etapu badań bezpośrednio poprzedzających wprowadzenie związku do etapu klinicznego
 - Pozyskanie przez Spółkę dodatkowego finansowania w wysokości co najmniej równej kwocie wykorzystanej w ramach Transzy B, pochodzącego z innych źródeł finansowania, m.in. z podwyższenia kapitału zakładowego lub dotacji spoza Unii Europejskiej w okresie od czerwca 2022 r.
- Dla transzy C 6 mln EUR:
 - Progresa badania fazy II RVU 120 w AML/MDS poprzez rekrutację co najmniej dziesięciu pacjentów
 - uzyskanie przez Spółkę dodatkowego finansowania w wysokości co najmniej 10 mln EUR z obecnych lub przyszłych umów partneringowych



Dodatkowym wynagrodzeniem za Transzę A, Transzę B i Transzę C będzie emisja przez Spółkę na rzecz EBI warrantów subskrypcyjnych odpowiadających łącznie 2,5% w pełni wyemitowanego kapitału zakładowego Spółki („Warranty”), które zostaną objęte przez EBI. Warunki emisji Warrantów zostaną uregulowane w umowie warrantowej, o której podpisaniu Spółka poinformuje odrębnym raportem bieżącym.

Kluczowe cele rozwoju na lata 2022-24 i emisja do 8,5 mln akcji

22 września Ryvu Therapeutics przedstawiło plany rozwoju na lata 2022-24e oraz poinformowało o planowanym wdrożeniu kapitału docelowego i wykorzystaniu wpływów.

Kluczowy cele rozwoju 2022-24e:

Projekty kliniczne:

- Zakończenie trwających badań klinicznych I fazy RVU120 w AML/MDS i guzach litych
- Postęp w rozwoju klinicznym RVU120 w monoterapii poprzez wykonanie badań II fazy w:
 - o Hematologia z potencjalną strategią fast-to-market w AML/HR-MDS
 - o Wybrane wskazania do guzów litych – ze szczególnym uwzględnieniem raka piersi TNBC
- Rozszerzenie potencjału terapeutycznego Ryvu poprzez rozpoczęcie badań klinicznych fazy I/II w:
 - o schematy skojarzone w AML/HR-MDS z synergistycznymi partnerami lekowymi
 - o dodatkowe wskazania hematologiczne (LR-MDS) i guzy lite (mCRPC i mięsaki)

Projekty we wczesnej fazie rozwoju:

- Zakończenie prac przedklinicznych i uruchomienie fazy I dla co najmniej jednego projektu z fazy początkowej.
- Rozwój platformy syntetycznej letalności

Budżet w 2H22-24e:

W okresie 2H22-24e spółka zakłada koszty na poziomie 535 mln zł, z czego:

- 297 mln zł zostanie przeznaczony na opracowanie RVU120 w dwóch wskazaniach w hematologii i guzach litych oraz na rozpoczęcie I fazy przynajmniej jednego projektu we wczesnym stadium
- 174 mln zł zostanie przeznaczony na 1) przedkliniczny rozwój co najmniej jednego projektu z wczesnego etapu oraz 2) rozwój platformy syntetycznej letalności
- 64 mln zł trafi na koszty G&A
- 50 mln zł na zabezpieczenie pozycji gotówkowej na koniec 2024 r.

Finansowanie budżetu w 2Q22-24e:

- Istniejąca gotówka 44,6 mln zł
- Dotacje zaangażowane i kamień milowy 49,3 mln zł
- Nowe dotacje 30 mln zł
- Zadłużenie 104,3 mln zł



- 306,5 mln zł z innych źródeł: kapitał własny (kapitał docelowy), potencjalne kamienie milowe z dotychczasowej współpracy, nowe umowy partneringowe, dodatkowe dofinansowanie dotacyjne).

- **Implikacje dla projektu RVU120**

W wyniku przedstawionej strategii zakładamy, że spółka będzie rozwijać RVU120 w dwóch kolejnych kierunkach i w efekcie zwiększymy potencjał sprzedaży tego związku do poziomu szczytowej sprzedaży 6,0 mld USD (wobec zakładanych wcześniej 3,0 mld USD) oraz szacujemy wartość bio-dolar na 1209 mln USD (wobec zakładanych wcześniej 525 mln USD).

W naszym ostatnim raporcie wyceniliśmy RVU120 na 484 mln zł, a w wycenie przyjęliśmy:

- Z prawdopodobieństwem 33% założyliśmy, że w 2024 roku firma podpisze partnering z płatnością z góry 30 mln USD i wartością bio-dolara 525 mln USD
- Przy łącznym prawdopodobieństwie 20% założyliśmy, że lek zostanie dopuszczony do sprzedaży komercyjnej w 2027 roku
- Założyliśmy szczytową sprzedaż na poziomie 3032 mld USD i tantiemy na poziomie 15%
- Zastosowaliśmy stopę dyskontową 12,3% i USDPLN 4,25x

Teraz zakładając, że RVU120 będzie rozwijany w dwóch kolejnych wskazaniach, wyceniamy RVU 120 na 746 mln zł i zakładamy, że:

- Z prawdopodobieństwem 33% zakładamy, że w 2025 r. spółka podpisze partnering z płatnością z góry 60 mln USD i wartością biodolar 1209 mln USD
- Przy łącznym prawdopodobieństwie 20% zakładamy, że lek zostanie dopuszczony do sprzedaży komercyjnej w 2028 r.
- Założyliśmy szczytową sprzedaż 6043 mld USD i 15% tantiem licencyjnych. Z czego szczytowa sprzedaż we wskazaniu AML ma wynieść 777 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami), raka piersi 2255 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami). Dodatkowo zakładamy, że lek będzie rozwijany w mięsakach, w których szacujemy szczytową sprzedaż na 1511 mln USD (mediana szczytowej sprzedaży leków na mięsaki, takie jak Gleevec, Halaven, Votrinet, Xgeva, Zometa) i mCRPC, gdzie szacujemy szczytową sprzedaż na 1500 mln USD (50% szczytowej sprzedaży Nubeqą)
- Zastosowaliśmy stopę dyskontową 13,8% i USDPLN 4,8x

Wycena RVU120

USDm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	0.0	60.0	0.0	194.7	778.2	235.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	0.0	20.1	0.0	42.6	154.1	46.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	227.2	938.2	1 920.5	2 856.9	3 672.5	0.0
Stawka tantiem	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34.1	140.7	288.1	428.5	550.9	0.0
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	27.6	56.5	84.1	108.1	0.0
FCF	-29.9	-29.9	20.1	0.0	42.6	154.1	52.9	27.6	56.5	84.1	108.1	0.0
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	-26.3	-23.1	13.6	0.0	22.3	71.0	21.4	9.8	17.7	23.1	26.1	0.0
Wartość kamieni milowych		1 269										
Średnia sprzedaż		3 618										
Szczytowa sprzedaż		6 043										
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu		20%										
rNPV		311										
rNPV (mln zł)		746										

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

- **Konsekwencje dla kosztów związanych z rozwojem nowych leków**

W wyniku przedstawionego nowego celu rozwoju szacujemy koszt w okresie 2H22-24e na 539 mln zł (vs. 534 mln zł zakładanych przez spółkę), z czego:

- Projekty kliniczne 293 mln zł (vs. 297 mln zł zakładanych przez firmę)
- Projekty przedkliniczne 180 mln zł (vs. 174 mln zł zakładane przez firmę)
- Koszty ogólnego zarządu 66 mln zł (vs. 64 mln zł zakładanych przez firmę)

Dlatego zakładamy, że spółka wyemituje 8,5 mln akcji po 36,2 zł i pozyska 306 mln zł.

Podsumowanie wyceny

Założenia do wyceny projektów B+R

Przeprowadziliśmy wycenę projektów B+R metodą NPV skorygowaną o ryzyko w oparciu o następujące założenia:

- Zastosowaliśmy stopę dyskontową 13,8% (wobec 12,3% zakładanych w naszym ostatnim raporcie)
- Założyliśmy USDPLN na poziomie 4,8x (wobec 4,25x założonych w naszym ostatnim raporcie), a EURUSD na poziomie 1,0x (wobec 1,1x założonych w naszym ostatnim raporcie)
- Zakładając prawdopodobieństwo sukcesu opieramy się na prawdopodobieństwach przedstawionych w książce Valuation in Life Science
- Założenia dotyczące sprzedaży leków oparte są na zebranych przez nas statystykach sprzedaży porównywalnych leków.

Wycena RVU120

Jak pokazano powyżej, agonistę RVU120 wyceniamy na 746 mln zł (wobec 483 mln zł zakładanych w naszym ostatnim raporcie).

RVU120

USDm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	0.0	60.0	0.0	194.7	778.2	235.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	0.0	20.1	0.0	42.6	154.1	46.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	227.2	938.2	1 920.5	2 856.9	3 672.5	0.0
Stawka tantiem	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	34.1	140.7	288.1	428.5	550.9	0.0
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	27.6	56.5	84.1	108.1	0.0
FCF	-29.9	-29.9	20.1	0.0	42.6	154.1	52.9	27.6	56.5	84.1	108.1	0.0
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	-26.3	-23.1	13.6	0.0	22.3	71.0	21.4	9.8	17.7	23.1	26.1	0.0
Wartość kamieni milowych	1 269											
Średnia sprzedaż	3 618											
Szczytowa sprzedaż	6 043											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	20%											
rNPV	311											
rNPV (mln zł)	746											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena SEL24

Spodziewamy się pewnych opóźnień w badaniu Fazy I/II AML, dlatego w porównaniu do naszego ostatniego raportu zakładamy, że SEL24 zostanie zatwierdzony w 2027e (w porównaniu z 2026e w naszym ostatnim raporcie) i nie zmieniamy wszystkich pozostałych założeń i wyceniamy ten związek na poziomie 174 mln zł (wobec 208 mln zł w naszym ostatnim raporcie).

SEL24

USDm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	4.0	2.0	0.0	8.0	46.0	0.0	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	2.8	1.4	0.0	3.7	19.1	0.0	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.9	98.4	199.5	313.6	425.1	521.1	0.0
Stawka tantiem	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	8.9	18.0	28.2	38.3	46.9	0.0
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.6	7.4	11.6	15.7	19.3	0.0
FCF	2.8	1.4	0.0	3.7	19.1	1.0	12.3	7.4	11.6	15.7	19.3	0.0
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	2.5	1.1	0.0	2.2	10.0	0.4	5.0	2.6	3.6	4.3	4.6	0.0
Wartość kamieni milowych	81											
Średnia sprzedaż	466											
Szczytowa sprzedaż	778											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	41%											
rNPV	73											
rNPV (mln zł)	174											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena agonisty STING

Jak zostało to przedstawione powyżej, agonistę STING wyceniamy na 327 mln zł (wobec 149 mln zł zakładanych w naszym ostatnim raporcie).

STING

USDm	0	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.		3.0	21.9	0.0	43.8	0.0	0.0	65.7	265.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.		3.0	14.1	0.0	11.8	0.0	0.0	11.6	42.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	105.0	399.0	756.0	9 681.0
Stawka tantiem		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Wpływ z tantiem przed prawdo.		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.5	39.9	75.6	968.1
Wpływ z tantiem po prawdo.		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	6.3	11.9	152.9
FCF		3.0	14.1	0.0	11.8	0.0	0.0	11.6	42.0	1.7	6.3	11.9	152.9
Współczynnik dyskontowy (%)		88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF		2.6	10.9	0.0	7.0	0.0	0.0	4.7	14.9	0.5	1.7	2.9	23.0
Wartość kamieni milowych		400											
Średnia sprzedaż		1 257											
Szczytowa sprzedaż		2 100											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu		16%											
rNPV		68											
rNPV (mln zł)		328											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena inhibitora HPK1

W porównaniu do naszego ostatniego raportu nie zmieniamy głównych założeń w wycenie HPK1, jednak w wycenie nie uwzględniamy kosztów rozwoju 2022e, ponieważ są one już uwzględnione w długu netto 2022e, dlatego wyceniamy ten związek na 143 mln zł (wobec 111 mln zł w naszym ostatnim raporcie).

HPK1

USDm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	15.0	5.0	2.5	10.0	5.0	0.0	15.0	67.5	30.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	11.4	2.4	1.2	2.0	1.0	0.0	2.0	8.2	3.6	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.3	229.1	434.2	6 753.6
Stawka tantiem	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4	20.6	39.1	607.8
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	2.5	4.7	72.9
FCF	9.3	2.4	1.2	2.0	1.0	0.0	2.0	8.2	4.3	2.5	4.7	72.9
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	60%	52%	46%	40%	36%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	8.2	1.9	0.8	1.2	0.5	0.0	0.8	2.9	1.3	0.7	1.1	10.3
Wartość kamieni milowych	150											
Średnia sprzedaż	722											
Szczytowa sprzedaż	1 206											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	12%											
rNPV	30											
rNPV (mln zł)	143											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Podsumowanie wyceny

Suma części	EV (PLNm)	EV na akcję
RVU120	746	30.5
SEL24	174	7.1
STING	328	13.4
HPK1	143	5.8
Galapagos&Merck	42	1.7
Wartość przedsiębiorstwa	1 434	
Udział w Nodthera	22	
Koszty zarządu i CAPEX	-95	
Dług netto uwzględniając emisję 8.5mn akcji	-324	
Wartość kapitału	1 685	
Liczba akcji	27.5	
12-miesięczna cena docelowa	68.7	
Cena akcji 29 Marca	36.2	
Potencjał wzrostu/potencjał spadku	90.1%	



Source: Company, Pekao Equity Research



Ryzyka

Ryzyko kamieni milowych, płatności z góry i tantiem. Zakładane płatności mogą wyraźnie różnić się od naszych założeń, gdyż ich wysokość ustalana jest indywidualnie i zależy od wielu czynników, takich jak: stopień zaawansowania rozwoju leków, wskaźniki sukcesu, potencjał sprzedażowy.

Ryzyko projektów konkurencyjnych. Jeśli konkurencyjne projekty wykażą się wyższą skutecznością, projekty opracowane przez Ryvu mogą zostać porzucone lub ich potencjalna sprzedaż może być znacznie niższa od naszych szacunków. Jeśli wcześniej zostanie opracowany konkurencyjny projekt o podobnej lub nieco mniejszej skuteczności, może przejąć on udział w rynku dedykowanym dla leku firmy.

Ryzyko szczytowej sprzedaży i krzywej sprzedaży. W zależności od liczby pacjentów leczonych lekiem firmy, szczytowa sprzedaż oraz krzywa sprzedaży mogą znacznie odbiegać od naszych założeń. Liczba pacjentów leczonych lekiem firmy zależy od populacji, epidemiologii, dostępu pacjentów diagnozowanych do opieki zdrowotnej, wskaźnika leczenia i wreszcie dostępności innych konkurencyjnych metod leczenia.

Ryzyko opóźnień. Wszelkie opóźnienia zwiększają koszt opracowania nowego leku, a także zwiększają prawdopodobieństwo, że konkurencyjny projekt uzyska zatwierdzenie przed lekiem firmy.



Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Przychody	37.0	37.1	43.2	99.3	114.0	110.6
OPEX	-60.3	-79.4	-112.2	-231.8	-223.2	-80.7
EBITDA	-23.3	-65.3	-92.2	-139.3	-109.7	29.8
EBITDA znorm.	-23.3	-42.3	-69.0	-132.5	-109.2	29.9
EBIT	-35.7	-77.9	-105.4	-151.3	-120.3	20.3
Przychody finansowe netto	-0.3	0.2	0.3	0.9	0.8	0.1
Zysk przed opodatkowaniem	-30.6	-77.4	-104.6	-149.2	-118.5	20.7
Podatek	-1.1	-0.1	1.5	0.0	0.0	-3.9
Zysk netto	-31.7	-77.5	-103.1	-149.2	-118.5	16.7
Zysk na akcję	-1.7	-4.2	-4.5	-5.6	-4.3	0.6
Bilans (PLN mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Aktywa obrotowe ogółem	172.4	104.2	209.0	193.7	68.4	91.7
Gotówka i ekwiwalenty	136.2	83.2	194.1	178.7	53.5	76.8
Inne aktywa obrotowe	36.1	21.0	14.9	14.9	14.9	14.9
Aktywa trwałe razem	123.3	124.6	109.8	100.8	93.1	86.6
Aktywa materialne/niematerialne	89.0	90.9	83.3	74.3	66.6	60.1
Inne środki trwałe	34.3	33.6	26.5	26.5	26.5	26.5
Aktywa ogółem	295.6	228.8	318.8	294.4	161.5	178.3
Kapitał własny	223.7	169.4	261.7	253.0	135.6	152.4
Zobowiązania długoterminowe	38.1	23.2	25.6	9.9	2.0	2.0
Długoterminowe zadłużenie	4.3	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
Inne zobowiązania długoterminowe	33.8	20.9	23.9	8.2	0.4	0.4
Zobowiązania krótkoterminowe	33.8	36.2	31.6	31.6	23.9	23.9
Dług krótkoterminowy	3.1	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
Inne zobowiązania bieżące	30.7	33.4	29.2	29.2	21.5	21.5
Całkowity kapitał własny i zobowiązania	295.6	228.8	318.8	294.4	161.5	178.3
Dług netto	-153.8	-83.2	-190.0	-174.7	-49.4	-72.8
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Przepływy pieniężne (PLN m)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Zysk netto	-31.7	-77.5	-103.1	-149.2	-118.5	16.7
Amortyzacja	12.4	12.6	13.2	12.0	10.7	9.5
Pozostałe	8.7	7.1	28.9	-8.9	-15.0	0.1
Przepływy z działalności operacyjnej	-10.6	-57.9	-61.0	-146.1	-122.8	26.3
CAPEX	-34.2	-12.0	-4.7	-3.0	-3.0	-3.0
Pozostałe	-21.8	20.0	5.4	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-55.9	8.1	0.7	-3.0	-3.0	-3.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	130.7	-3.2	171.0	133.8	0.5	0.0
Przepływy z działalności finansowej	130.7	-3.2	171.0	133.8	0.5	0.0
Zmiana gotówki	64.1	-53.0	110.6	-15.3	-125.3	23.3
Gotówka na koniec okresu	136.2	83.2	194.1	178.7	53.5	76.8
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wzrost r/r						
Przychody	10%	0%	17%	130%	15%	-3%
EBITDA recurring	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk netto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Zysk na akcję	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Marże						
EBITDA	-63.2%	-114.1%	-159.8%	-133.4%	-95.8%	27.0%
EBIT	-96.6%	-210.0%	-243.9%	-152.3%	-105.6%	18.3%
Zysk netto	-85.8%	-209.1%	-238.7%	-150.2%	-103.9%	15.1%
ROE	-18.4%	-39.4%	-47.8%	-58.0%	-61.0%	11.6%
Wskaźniki bilansowe						
Wartość księgowa na akcję (PLN)	12.2	9.2	11.3	9.4	4.9	5.5
Dług netto/EBITDA	6.6	2.0	2.8	1.3	0.5	-2.4
Dług/Kapitały Własne	3.3%	3.0%	1.5%	1.6%	3.0%	2.6%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną 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 wskazanych 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 w dowolnym momencie 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 wahaniom 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

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 wszystkich rekomendacji inwestycyjnych wydanych przez BM w okresie ostatnich 12 miesięcy, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji 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

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.

UJAWNIAENIA W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:

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

AB S.A. 3; Alior 3; Allegro 3; Astarta S.A. 3; Asseco Poland 3, 4; CCC 3; CD Projekt 3, 4; Cyfrowy Polsat 3, 4; Dino Polska 3; ENEA 3; ENERGA 3; GPW 3, 4; JSW 3; KGHM 3; LPP 3; Lotos 3; LW Bogdanka 4; mBank 4; Mercator 3; Orange Polska 3, 4; PGE 3; PGNiG 3, 4; PKN Orlen 3; PKO BP 3; PKP Cargo 4; Play 3; Santander Bank Polska 3; Tauron PE 3; Stalprodukt S.A. 3, WP Holding 4;

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 współgwarantem) 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 sporządzania 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 wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

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

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi 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 sporządzania 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
Marcin Górnik	Ekspert, Analityk	Ryvu Therapeutics	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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 związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. W związku z tym, że BM i/lub każda z powiązana z nim osoba prawna 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 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 wynagrodzenie lub przyrzeczenie zapłaty, na potrzeby niniejszej informacji należy przyjąć, że BM i/lub każda osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i faktycznie otrzyma takie 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 prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez dział zgodności. Powstające 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 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.

Zalecenia inwestycyjne dotyczą generalnie horyzontu 12-miesięcznego. Jednak podlegają one również warunkom rynkowym i 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 na 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, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

Zalecenie **Kupuj** stosujemy wtedy się, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy jest wyższy niż 15%.

Zalecenie **Trzymaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji w ciągu następnych dwunastu miesięcy mieści się w zakresie od 0% do 15%.

Zalecenie **Sprzedaj** jest stosowane wtedy, gdy oczekiwany całkowity zwrot z inwestycji 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 zawieszona. Spółka pozostaje w uniwersum analitycznym, a opracowania analityczne zostaną wznowione w odpowiednim czasie.

W trakcie przeglądu: rekomendacja inwestycyjna i/lub prognozy finansowe i/lub cena docelowa są w tej chwili poddawane przeglądowi przez analityka i nie należy polegać na poprzedniej rekomendacji i/lub prognozach finansowych i/lub cenie docelowej.

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 Księgowa” 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 księgowa na jedną akcję.

FWD – „Forward” - oznacza wskaźnik (np. C/Z) wyliczony 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