

Ryvu Therapeutics

Jeszcze jedna umowa partnerska w 2023e?

Rok 2022 był bardzo owocny pod względem umów partneringowych, ponieważ firma podpisała dwie umowy i sprzedała prawa do swojego projektu agonisty STING oraz rozpoczęła partnerstwo rozwojowe z BioNTech o łącznej wartości bio-dollar ok. 1372 mln USD i otrzymał ok. 25,2 mln USD płatności z góry. To, w połączeniu z emisją 4,8 mln akcji, pozwoliło zabezpieczyć gotówkę netto na koniec 2022e w wysokości ok. 343 mln zł, w połączeniu z linią kredytową z EBI, pozwala na sfinansowanie wszystkich wydatków (RVU120, projekty przedkliniczne, G&A itp.) do końca 2024e. Jednak mimo tak mocnej pozycji bilansowej spółka nadal planuje sprzedawać co najmniej jeden projekt rocznie. W oparciu o te wytyczne zakładamy również, że spółka podpisze umowę partnerską w 2023e. Tym razem **zakładamy, że spółka sprzeda projekt syntetycznej letalności PRMT5, który wyceniamy na 84 mln zł.**

SEL24. Na podstawie komentarzy spółki, że Menarini nie ma obecnie zatwierdzonych planów dla SEL24, przesunęliśmy rok komercjalizacji z 2027e na 2028e i obniżyliśmy naszą wycenę do 121 mln zł (wobec zakładanych w naszych ostatnich raportach 174 mln zł).

Agonista STING i współpraca z BioNTech. Zakładając wartość bio-dollar 876 mln euro, tantiemy 3% i szczytową sprzedaż 5250 mln USD dla wszystkich opracowanych w ramach umowy związków, wyceniamy tę współpracę na 280 mln zł.

Inhibitor HPK1. Ponieważ firma musi poprawić profil kardiotoxycywności tego związku, obniżamy prawdopodobieństwo sukcesu z 12% do 6% i obniżamy naszą wycenę tego projektu do 48 mln zł.

RVU120, agonista STING we współpracy z firmą Exelixis. Nie zmieniliśmy kluczowych parametrów innych programów opracowanych przez firmę (RVU120, agonista STING we współpracy z Exelixis), ale ze względu na wyższą stopę wolną od ryzyka i niższy USDPLN obniżyliśmy wartość tych związków o ok. 13,6% w porównaniu z naszym ostatnim raportem.

W sumie, głównie dzięki zawarciu umowy z BioNTech, podnosimy naszą cenę docelową z 68,7 PLN/sh do 86,5 PLN/sh i **podtrzymujemy rekomendację Kupuj.**

Ryvu Therapeutics

PLN mn	2021	2021	2023e	2024e	2025e	2025e
Przychody	35	68	88	137	215	116
EBITDA	-66	-66	-127	-73	136	37
EBIT	-79	-78	-138	-83	127	28
Zysk netto	-79	-84	-138	-81	103	24
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.	13.4	56.8
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8.6	31.8

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Kupuj (podtrzymana)

Cena docelowa **PLN 86.5**

Potencjał wzrostu **+48%**
 Cena akcji 13 kwietnia 2023 **PLN 58.4**

ESG rating **C**

Punktacja ESG **0.81**

Relatywny kurs akcji vs. WIG



NADCHODZĄCE WYDARZENIA

1Q23	16 Maj
ASCO 2023	2 Czerwiec
EHA 2023	14 Czerwiec
ENA 2023	11 Październik

INFORMACJE O AKCJACH

Bloomberg	RVU PW
Free float (%)	60.8
Kapitalizacja (PLNmn) mn	1350
Liczba akcji (mn)	23.1

Akcjonariat	Paweł Przwięźlikowski 17.7%
	BioNTech 8.3%
	OFE Drugi Allianz 6.6%

Marcin Gornik
marcin.gornik@pekao.com.pl



Spis treści

Ostatnie wydarzenia	3
Podsumowanie wyceny	8
Ryzyka	13
Prognozy	14
Zastrzeżenia prawne	15



Ostatnie wydarzenia

Umowa z BioNTech

30 listopada Spółka poinformowała o podpisaniu umowy z BioNTech na opracowanie związków małowcząsteczkowych w ramach rozwoju kilku programów ukierunkowanych na cele terapeutyczne wskazane przez BioNTech. Dodatkowo Spółka podpisała umowę licencyjną z BioNTech na rozwój portfela agonistów STING odkrytych i rozwijanych przez Ryvu Therapeutics. Wstępny okres współpracy planowany jest na pięć lat.

Parametry finansowe umowy licencyjnej przedstawiają się następująco:

- Płatność z góry 20 mln EUR
- Wartość biodolarowa 876,2 mln EUR
- Niskie jednocyfrowe tantiemy ze sprzedaży produktów zawierających związek STING lub jakiegokolwiek inny związek, który zostanie opracowany w ramach umowy z BioNTech.

Dodatkowo BioNTech zdecydował się zainwestować w spółkę 20 mln EUR poprzez objęcie nowych akcji zwykłych serii J po cenie 48,86 zł za akcję.

Informacja ta została ciepło przyjęta przez nas i uczestników rynku, szczególnie ze względu na fakt, że firma sprzedała już część praw do związku agonistów STING firmie Exelixis w lipcu (płatność z góry w wysokości 3 mln USD i wartość biodolara nieco powyżej 400 mln USD) i nie spodziewaliśmy się, że spółka będzie w stanie sprzedać ten sam związek innej firmie.

Na podstawie powyższych parametrów w wycenie agonisty STING sprzedawanego do BioNTech oraz współpracy z BioNTech w celu opracowania związków małowcząsteczkowych przyjęliśmy, że:

- Wartość biodolara 876 mln EUR (972 mln USD)
- Opłaty licencyjne 3% dla agonisty STING i wszystkich związków opracowanych we współpracy z BioNTech
- Całkowita szczytowa sprzedaż agonisty STING i wszystkich związków opracowanych we współpracy z BioNTech w wysokości 5250 mln USD
- Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu 16% dla agonisty STING i 8% dla wszystkich związków opracowanych we współpracy z BioNTech

Agonista STING sprzedany BioNTech i współpraca z BioNTech w celu opracowania związków małocząsteczkowych

USDm	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%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	2.6	10.9	0.0	7.0	0.0	0.0	4.6	14.7	0.5	1.7	2.8	22.5
Wartość kamieni milowych	400											
Średnia sprzedaż	1 257											
Szczytowa sprzedaż	2 100											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	16%											
rNPV	67											
rNPV (mln zł)	283											

Source: Company, Pekao Equity Research

Płatność za kamień milowy od Exelixis

26 stycznia firma poinformowała, że agonista STING sprzedany firmie Exelixis osiągnął kamień milowy. W rezultacie firma jest uprawniona do otrzymywania płatności za kamienie milowe w wysokości 1 mln USD. Podkreśliśmy, że wcześniej firma informowała, że spodziewa się osiągnięcia tego kamienia milowego z dużym prawdopodobieństwem w 2023e, dlatego w naszym ostatnim raporcie przyjęliśmy ten kamień milowy ze 100% prawdopodobieństwem. W związku z tym informacja ta nie ma wpływu na naszą wycenę.

Emisja akcji

W grudniu spółka przeprowadziła emisję 4,8 mln akcji sprzedanych inwestorom instytucjonalnym i indywidualnym po 55 zł/szt. oraz BioNTech po 48,86 zł/szt. Podkreślamy, że w naszym ostatnim raporcie założyliśmy, że spółka wyemituje 4,8 mln akcji w 2022e, a pozostała część z akcji zatwierdzonych przez Radę Nadzorczą w wysokości 8,5 mln akcji w 2023e i przyjęliśmy cenę emisji akcji na poziomie 36,2 zł/szt (cena rynkowa na dzień naszego raportu). Teraz, biorąc pod uwagę, że spółka otrzymała od BioNTech 20 mln euro i kwoty pozyskane z emisji akcji, nie spodziewamy się, że pozostałe 3,7 mln spółka wyemituje w 2023e lub 2024e.

Wyniki 4Q22 & Podsumowanie konferencji

Firma Ryvu Therapeutics podała wyniki za 4Q22:

- **Przychody 35 mln PLN (+108% r/r, 65% poniżej naszych szacunków i 65% poniżej konsensusu rynkowego).** Znaczący gorszy wynik związany jest z faktem, że spółka mogła zaksięgować w rachunku zysków i strat jedynie 25 mln zł (tj. 5,3 mln euro) z otrzymanej z góry wpłaty od BioNTech. Łączna kwota otrzymana z tej transakcji to 20 mln EUR, pozostała część (15 mln EUR) zostanie rozpoznana w kolejnych latach. Przychody z dotacji wyniosły 10 mln PLN (vs. 6 mln PLN rok wcześniej, vs. oczekiwane przez nas 5,4 mln PLN).
- **Całkowite koszty operacyjne wyniosły -36 mln zł (+2% r/r).** Całkowite koszty z wyłączeniem niegotówkowych kosztów programu motywacyjnego wyniosły 32 mln PLN (vs. 26 mln PLN rok wcześniej, vs. 30 mln PLN w 3Q22). Koszt programu motywacyjnego wyniósł 2 mln zł (wobec 8 zł rok wcześniej).



- Raportowana EBITDA wyniosła 2 mln zł (vs. -15 mln zł rok temu, vs. 68,6 mln zł oczekiwane przez konsensus rynkowy, vs. 68,5 mln zł oczekiwane przez nas).
- EBITDA skorygowana o program motywacyjny wyniosła 6 mln zł (vs. -7 mln zł rok temu, vs. oczekiwane przez nas 71,7 mln zł)
- Strata netto wyniosła -9 mln zł (wobec -18 mln zł rok temu, vs. konsensus rynkowy 58 mln zł, vs. oczekiwane przez nas 53 mln zł).
- Gotówka netto wyniosła 102 mln PLN (vs. 41 mln PLN w 3Q22, vs. oczekiwane przez nas 89 mln PLN).

Opinia: LEKKO POZYTYWNA

Wyniki spółki wypadły wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych i naszych szacunków, jednak jest to związane przede wszystkim ze sposobem ujmowania przedpłaty od BioNTech. W wynikach 4Q22 spółka rozpoznała 25 mln PLN (5,3 mln EUR), a pozostała część zostanie rozpoznana w kolejnych latach, podczas gdy uczestnicy rynku zakładali, że całość 20 mln EUR zostanie rozpoznana w 4Q22.

Zakładając, że spółka rozpoznałaby 20 mln EUR, przychody spółki wyniosłyby 104 mln zł (konsensus rynkowy 100,5 mln zł), EBITDA 71 mln zł (konsensus rynkowy 68,6 mln zł), EBIT 68 mln zł (wobec 65 mln PLN oczekiwanych przez konsensus rynkowy). Można więc powiedzieć, że wynik ten nieznacznie przebił oczekiwania rynku i nasze szacunki, co jest związane z wyższymi dotacjami, które wyniosły 10 mln zł wobec oczekiwanych przez nas 5 mln zł.

Dodatkowo podkreślamy, że spółka ma mocną pozycję bilansową na poziomie 102 mln zł, co jest powyżej naszych oczekiwań na poziomie 89 mln zł. Pozycja ta została dodatkowo wsparta w 1Q23 wpływami z emisji akcji i 17 marca spółka posiada 320 mln zł.

W sumie wynik spółki oceniamy nieco pozytywnie. Niższe wykonanie wyniku związane jest jedynie ze sposobem ujmowania przedpłaty od BioNTech. Koszty są pod kontrolą. Pozycja bilansowa jest mocna.

Najważniejsze informacje z konferencji i czatu online z inwestorami indywidualnymi:

- **Konkurencyjne projekty dla RVU120.** Firma podkreśla, że istnieje kilka projektów klinicznych o wysokiej odpowiedzi klinicznej wynoszącej 20-30%, ale odpowiedź ta ma krótki czas trwania.
- **Rozwój RVU120.** Spółka potwierdziła, że planuje uruchomienie fazy II w guzach litych w 2Q23 oraz w AML/HR-MDS w 3Q23. Spółka zakłada, że II faza potrwa dwa lata.
- **SEL24.** Obecnie firma nie widzi ryzyka zakończenia projektu przez Menarini jako wysokiego, jednak dalsze plany rozwoju klinicznego nie zostały jeszcze zatwierdzone przez kierownictwo Menarini.
- **Współpraca Galapagos.** Projekt jest w toku, jednak firma widzi, że projekt ten nie jest zbyt ważny dla Galapagos i Zarząd nie byłby zdziwiony, gdyby Galapagos zdecydowało się anulować ten projekt.



- **Współpraca firmy Merck.** Spółka nie posiada informacji o ewentualnym zakończeniu tej współpracy, jednakże Zarząd nie przewiduje żadnych płatności z tytułu tej współpracy w krótkim terminie. Projekt nie jest kontynuowany.
- **Sytuacja finansowa i bilansowa.** Firma potwierdziła, że pozyskała 493 mln zł (w tym dług typu venture od EBI), co jest niemal równe oczekiwanym wydatkom w wysokości 498 mln zł w latach 2023-2024e.
- **Potencjalna umowa partnerska.** Firma potwierdziła, że planuje zawierać jedną umowę partnerską rocznie.
- **Płatności za kamienie milowe.** Firma spodziewa się możliwości otrzymania płatności za kamienie milowe ze współpracy z BioNTech i Exelixis.
- **Syntetyczna śmiertelność.** Umowa partneringowa w tym obszarze mogłaby mieć podobne parametry do transakcji zawartej z BioNTech dla agonisty STING.

Opinia: NEUTRALNA

Nieco negatywnie postrzegamy informacje o SEL24, która nie ma zatwierdzonych planów rozwoju klinicznego i widzimy ryzyko, że lek zostanie dopuszczony później niż oczekiwaliśmy w naszym ostatnim raporcie. Podkreślamy, że wyceniliśmy ten lek na 7,1 zł/sh

Negatywnie patrzymy również na informacje o współpracy z Merck (projekt nie jest kontynuowany) oraz współpracy z Galapagos (wysokie ryzyko anulowania). Jednak te kooperacje wyceniliśmy w naszym ostatnim raporcie tylko na 1,7 zł/akcje.

Z drugiej strony widzimy silne zobowiązanie firmy w realizację co najmniej jednej umowy partneringowej rocznie oraz informacje o mocnej pozycji bilansowej firmy, która powinna wystarczyć do 2024 r.

Pozytywnie postrzegamy również informację o potencjalnych parametrach transakcji dotyczącej syntetycznej letalności, które powinny być zbliżone do parametrów transakcji dla agonisty STING. Podkreślamy, że projekty syntetycznej letalności nie zostały uwzględnione w naszym ostatnim raporcie, a zawarcie takiej transakcji stworzyłoby duży potencjał do wzrostu TP.

Rozwiązanie umowy partnerskiej z Galapagos

6 kwietnia firma ogłosiła, że Galapagos rozwiązało umowę partnerską dotyczącą związku opracowanego w chorobie zapalnej. W związku z rozwiązaniem Umowy, po upływie okresu wypowiedzenia udzielona Licencja wygaśnie, a Ryvu uzyska pełne prawa własności intelektualnej do wszystkich związków i związanego z nimi know-how przekazanego Galapagos na mocy Umowy i wytworzonego na podstawie Umowy przed wykonaniem przez Galapagos opcji kupna. Ryvu ma również prawo do wyłącznej płatnej licencji na prawa własności intelektualnej wygenerowane przez Galapagos po skorzystaniu z Opcji dalszego rozwoju programu. Po przeanalizowaniu pakietu danych otrzymanego od Galapagos kierownictwo Ryvu rozważy możliwości wykorzystania własności intelektualnej w projektach Ryvu lub jej ponownej komercjalizacji.



Opinia: LEKKO NEGATYWNA

W naszym ostatnim raporcie wyceniliśmy ten składnik na 27 mln zł, czyli 2% ostatniej zamkniętej kapitalizacji rynkowej. Zwracamy uwagę, że podczas konferencji Zarząd poinformował, że widzi duże ryzyko rozwiązania tej umowy. Biorąc wszystko pod uwagę, postrzegamy tę informację tylko lekko negatywnie.

ESG rating*

Pharma	E	S	G
Punkty	0.54	0.86	1.00
Waga sektorowa	25%	50%	25%
Punktacja ESG	0.81		
ESG Rating	C		

	punkty od:	do	Rating	Wpływ na WACC (% of RFR)
Punktacja ESG	1.5	2	A	-15.00%
	1	1.5	B	-7.50%
	0.5	1	C	0%
	0	0.5	D	15.00%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research, *w 2022 roku spółka nie była zobowiązana do sporządzania raportu ESG i opieramy się na danych ze Sprawozdania Zarządu oraz danych publicznie dostępnych



Podsumowanie wyceny

Założenie do wyceny projektów B+R

Wyceny projektów B+R dokonaliśmy metodą NPV skorygowaną o ryzyko w oparciu o następujące założenia:

- Zastosowaliśmy stopę dyskontową na poziomie 14,0% (wobec 13,8% zakładanych w poprzednim raporcie)
- Założyliśmy kurs USDPLN na poziomie 4,2x (vs. 4,8x w naszym ostatnim raporcie) i EURUSD na poziomie 1,1x (vs. 1,0x w naszym ostatnim raporcie)
- Przyjmując 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 leków porównywalnych.

RVU120

Nie zmieniamy kluczowych parametrów w wycenie kluczowego związku spółki RVU120 i zakładamy, że:

- Z prawdopodobieństwem 33% zakładamy, że w 2025 roku firma podpisze partnerstwo z płatnością wstępną w wysokości 60 mln USD i wartością biodolarową 1209 mln USD
- Z całkowitym prawdopodobieństwem 20% zakładamy, że lek zostanie dopuszczony do sprzedaży komercyjnej w 2028e
- Przyjęliśmy szczytową sprzedaż na poziomie 6043 mld USD i 15% tantiemy. Z czego szczytowa sprzedaż we wskazaniu AML ma wynieść 777 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami), rak piersi 2255 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami), mięsaki 1511 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami) oraz mCRPC, gdzie szczytową sprzedaż szacujemy na 1500 mln USD (zgodnie z naszymi wcześniejszymi szacunkami)

W związku ze zmianą stopy wolnej od ryzyka z 6% na 6,2% oraz niższą zmianą kursu USDPLN z 4,8x na 4,2x, obniżyliśmy naszą wycenę rNPV z 746 mln zł do 645 mln zł.

RVU120

USDmn	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%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	-26.3	-23.0	13.6	0.0	22.2	70.4	21.2	9.7	17.4	22.8	25.7	0.0
Wartość kamieni milowych	1 269											
Średnia sprzedaż	3 618											
Szczytowa sprzedaż	6 043											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	20%											
rNPV	154											
rNPV (mln zł)	645											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena SEL24

W porównaniu z naszym poprzednim raportem, biorąc pod uwagę informacje przekazane podczas konferencji, że obecnie nie zostały jeszcze zatwierdzone dalsze plany rozwoju klinicznego, zdecydowaliśmy o przesunięciu harmonogramu płatności za kamienie milowe o rok i oczekujemy, że lek zostanie dopuszczony do obrotu w 2028e (w porównaniu z 2027e zakładanym w naszym ostatnim raporcie). W tej chwili, w oparciu o informacje przekazane podczas konferencji, nie widzimy wsparcia dla zmiany wszystkich innych kluczowych parametrów naszej wyceny rNPV SEL24, które przedstawiają się następująco:

- Wartość biodollar USD 84mn
- Tantiemy 9%
- Sprzedaż szczytowa USD 778
- Średnia sprzedaż USD 466mn
- Z prawdopodobieństwem sukcesu 41% zakładamy rozpoczęcie sprzedaży komercyjnej od 2028e (vs. 2027e założone w ostatnim raporcie).

W związku ze zmianą stopy wolnej od ryzyka z 6% na 6,2%, niższym kursem USDPLN z 4,8x na 4,2x oraz przesunięciem harmonogramu rozwoju o rok, obniżyliśmy naszą wycenę rNPV ze 174 mln zł do 121 mln zł.

SEL24

USDmn	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	4.3	2.2	0.0	8.6	49.6	0.0	22.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	0.0	3.0	1.5	0.0	3.9	20.6	0.0	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.9	98.4	199.5	313.6	425.1	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	0.0	2.3	8.9	18.0	28.2	38.3	0.0
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	3.6	7.4	11.6	15.7	0.0
FCF	0.0	3.0	1.5	0.0	3.9	20.6	1.0	12.9	7.4	11.6	15.7	0.0
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	0.0	2.3	1.0	0.0	2.1	9.4	0.4	4.5	2.3	3.1	3.7	0.0
Wartość kamieni milowych	87											
Średnia sprzedaż	466											
Szczytowa sprzedaż	778											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	41%											
rNPV	29											
rNPV (mln zł)	121											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena agonisty STING we współpracy z Exelixis

W porównaniu z naszym poprzednim raportem nie zmieniamy kluczowych parametrów w wycenie agonistów STING we współpracy z Exelixis i zakładamy:

- Wartość biodolara 400 mln USD
- Tantiemy 10%
- Sprzedaż szczytowa 2100 mln USD
- Średnia sprzedaż 1257 mln USD
- Przy całkowitym prawdopodobieństwie sukcesu na poziomie 16% zakładamy, że komercyjna sprzedaż leku rozpocznie się w 2030 roku

W związku ze zmianą stopy wolnej od ryzyka z 6% na 6,2% oraz zmianą kursu USDPLN z 4,8x na 4,2x, obniżyliśmy naszą wycenę rNPV z 328 mln PLN do 283 mln PLN.

Agonista STING we współpracy z Exelixis

USDm	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%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	2.6	10.9	0.0	7.0	0.0	0.0	4.6	14.7	0.5	1.7	2.8	22.5
Wartość kamieni milowych	400											
Średnia sprzedaż	1 257											
Szczytowa sprzedaż	2 100											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	16%											
rNPV	67											
rNPV (mln zł)	283											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Wycena of HPK1 inhibitor

W sprawozdaniu zarządu za 2022e firma poinformowała, że „główna seria chemiczna oraz związek wiodący wymagają dalszej poprawy parametrów bezpieczeństwa związanych z potencjalnym ryzykiem kardiotoksyczności oraz zwiększenia okna terapeutycznego”. Również na podstawie wykresów przedstawionych w sprawozdaniach finansowych za 2022 i 2021 rok wydaje się, że projekt ten nie postępuje. Dodatkowo do kliniki weszły konkurencyjne inhibitory HPK1 ([link](#)). Wszystko to skłania nas do zastosowania następujących zmian w wycenie inhibitora HPK1.

- Umowa partnerska w 2024e (w porównaniu z 2023e zakładanym w naszym ostatnim raporcie) z płatnością z góry 15 mln USD i wartością biodolara 135 mln USD oraz
- Tantiemy 9%
- Sprzedaż szczytowa 1206 mln USD
- Średnia sprzedaż 722 mln USD



- Przy całkowitym prawdopodobieństwie sukcesu na poziomie 6% (12% zakładanym w naszym ostatnim raporcie) zakładamy, że komercyjna sprzedaż leku rozpocznie się w 2031 r. (w porównaniu do 2030 r. zakładanych w naszym ostatnim raporcie)

Dodatkowo, w związku ze zmianą stopy wolnej od ryzyka z 6% na 6,2% oraz niższym kursem USDPLN z 4,8x na 4,2x, obniżyliśmy naszą wycenę rNPV ze 128 mln PLN do 48 mln PLN.

HPK1 inhibitor

USDmn	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%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	2.6	10.9	0.0	7.0	0.0	0.0	4.6	14.7	0.5	1.7	2.8	22.5
Wartość kamieni milowych	400											
Średnia sprzedaż	1 257											
Szczytowa sprzedaż	2 100											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	16%											
rNPV	67											
rNPV (mln zł)	283											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Valuation of PRMT5

Zdecydowaliśmy się dodać do naszej wyceny najbardziej zaawansowany projekt firmy w zakresie platformy syntetycznej letalności ze wskazaniem w leczeniu guzów litych. Lek jest obecnie w fazie odkrywania, a firma planuje wybrać kandydata do opracowania w 2023e i rozpocząć fazę I w 2024e. W wycenie tego projektu ostrożnie przyjęliśmy szczytową wartość sprzedaży i biodollar stosowane wcześniej w wycenie inhibitorów HPK1 odpowiednio 1206 mln USD i 135 mln USD. Ale podkreślamy, że mediana sprzedaży inhibitorów PARP, czyli pierwszych terapii celowanych w obszarze syntetycznej letalności (Lynparza, Zejula, Rubraca, Talzena) w 2022 roku sięgnęła 1200 mln USD, co jest zgodne z naszymi założeniami. Podkreślamy również, że nasze założenia są bardziej konserwatywne niż te, którymi kieruje się firma, która oczekuje, że parametry transakcji mogą być na poziomach porównywalnych do transakcji dla agonisty STING z BioNTech. W szczegółach zakładamy:

- Wartość biodolara 135 mln USD
- Tantiemy 5%
- Sprzedaż szczytowa 1206 USD
- Średnia sprzedaż 722 mln USD
- Przy całkowitym prawdopodobieństwie sukcesu 10% zakładamy, że komercyjna sprzedaż leku rozpocznie się w 2033e

PRMT5

USDm	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2033+
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	15.0	0.0	0.0	7.5	0.0	15.0	0.0	0.0	22.5	0.0	90.0	0.0
Wartość kamieni milowych przed prawdo.	12.0	0.0	0.0	3.1	0.0	2.6	0.0	0.0	2.5	0.0	9.1	0.0
Całkowita sprzedaż leku	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6 283.3
Stawka tantiem	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Wpływ z tantiem przed prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	314.2
Wpływ z tantiem po prawdo.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	31.8
FCF	12.0	0.0	0.0	3.1	0.0	2.6	0.0	0.0	2.5	0.0	9.1	31.8
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	77%	68%	59%	52%	46%	40%	35%	31%	27%	24%	0%
Zdyskontowana FCF	10.5	0.0	0.0	1.8	0.0	1.2	0.0	0.0	0.8	0.0	2.2	3.4
Wartość kamieni milowych	150											
Średnia sprzedaż	722											
Szczytowa sprzedaż	1 206											
Całkowite prawdopodobieństwo sukcesu	10%											
rNPV	20											
rNPV (mln zł)	84											

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

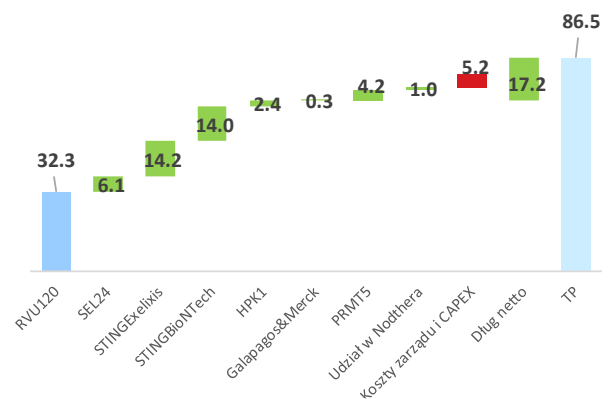
Współpraca z Merck i Galapagos

Na podstawie komentarzy przekazanych podczas konferencji, że projekt współpracy z Merck nie jest kontynuowany, zmniejszamy całkowite prawdopodobieństwo powodzenia tego projektu o 50% i wyceniamy te projekty na 6 mln zł. Ponieważ Galapagos zakończył współpracę z Ryvu w chorobach zapalnych, obniżyliśmy wartość tej współpracy do 0 mln zł.

Podsumowanie wyceny

Suma części	EV (PLNm)	EV na akcję
RVU120	645	32.3
SEL24	121	6.1
STINGExelixis	283	14.2
STINGBioNTech	280	14.0
HPK1	48	2.4
Galapagos&Merck	6	0.3
PRMT5	84	0.0
Udział w Nodthera	20	
Koszty zarządu i CAPEX	-104	
Wartość przedsiębiorstwa	1 383	
Dług netto	-343	
Wartość kapitału	1 726	
Liczba akcji	23.7	
12-miesięczna cena docelowa	86.5	
Cena akcji 13 kwietnia 2023	58.4	
Potencjał wzrostu/potencjał spadku	48.2%	

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research





Ryzyka

Ryzyko kamieni milowych, płatności z góry i opłat licencyjnych. Zakładane płatności mogą wyraźnie odbiegać od naszych założeń, gdyż ich wysokość ustalana jest indywidualnie i zależy od wielu czynników, takich jak: stopień zaawansowania prac nad lekiem, wskaźniki sukcesu, potencjał sprzedażowy.

Ryzyko projektów konkurencyjnych. Jeśli konkurencyjne projekty wykażą się wyższą skutecznością, projekty rozwijane przez Ryvu mogą zostać porzucone lub potencjalna sprzedaż może być znacznie niższa od naszych szacunków. Jeśli wcześniej powstanie konkurencyjny projekt o podobnej lub nieco niższej skuteczności, może on przejąć udział w rynku dedykowanym leкови firmy.

Ryzyko sprzedaży szczytowej i krzywa sprzedaży. W zależności od liczby pacjentów leczonych lekiem firmowym zarówno szczyt sprzedaży, jak i krzywa sprzedaży mogą znacznie odbiegać od naszych założeń. Liczba pacjentów leczonych firmowym lekiem uzależniona jest od populacji, epidemiologii, dostępu zdiagnozowanych pacjentów do opieki zdrowotnej, wskaźnika leczenia czy wreszcie dostępności innych konkurencyjnych metod leczenia.

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

Rachunek zysków i strat (PLN mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Przychody	35.4	68.4	88.4	137.4	215.0	116.2
OPEX	-78.7	-102.8	-208.4	-209.7	-78.6	-79.5
EBITDA	-66.0	-65.5	-126.6	-72.8	136.3	36.7
EBITDA znorm.	-43.3	-34.4	-120.0	-72.3	136.4	36.7
EBIT	-78.6	-78.4	-138.4	-83.3	126.9	28.3
Przychody finansowe netto	-0.4	-0.8	0.5	1.8	0.7	1.8
Zysk przed opodatkowaniem	-79.0	-79.2	-137.9	-81.5	127.6	30.1
Podatek	-0.1	-4.6	0.0	0.0	-24.2	-5.7
Zysk netto	-79.1	-83.8	-137.9	-81.5	103.4	24.4
Zysk na akcję	-4.3	-4.6	-6.0	-3.4	4.4	1.0
Bilans (PLN mn)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Aktywa obrotowe ogółem	104.2	367.9	228.7	136.5	227.3	238.2
Gotówka i ekwiwalenty	83.2	101.9	207.4	117.0	207.9	218.8
Inne aktywa obrotowe	21.0	266.0	21.2	19.4	19.4	19.4
Aktywa trwałe razem	124.6	107.0	98.3	90.7	84.3	78.9
Aktywa materialne/niematerialne	90.9	84.6	75.8	68.3	61.9	56.5
Inne środki trwałe	33.6	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
Aktywa ogółem	228.8	475.0	326.9	227.2	311.7	317.1
Kapitał własny	161.3	343.4	212.1	131.3	234.7	259.1
Zobowiązania długoterminowe	31.3	86.8	67.8	48.9	29.9	11.0
Długoterminowe zadłużenie	2.3	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Inne zobowiązania długoterminowe	29.0	85.9	67.0	48.0	29.1	10.1
Zobowiązania krótkoterminowe	36.2	44.8	47.1	47.1	47.1	47.1
Dług krótkoterminowy	2.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Inne zobowiązania bieżące	33.4	42.9	45.2	45.2	45.2	45.2
Całkowity kapitał własny i zobowiązania	228.8	475.0	326.9	227.2	311.7	317.1
Dług netto	-83.2	-342.6	-205.2	-114.8	-205.7	-216.5
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Przepływy pieniężne (PLN m)	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Zysk netto	-79.1	-83.8	-137.9	-81.5	103.4	24.4
Amortyzacja	12.6	12.9	11.8	10.5	9.4	8.5
Pozostałe	7.6	92.2	234.7	-16.7	-18.9	-19.0
Przepływy z działalności operacyjnej	-58.9	21.3	108.5	-87.6	93.9	13.9
CAPEX	-12.0	-6.3	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Pozostałe	20.0	6.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	8.1	0.7	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	-2.2	-2.5	0.0	0.2	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	-2.2	-2.5	0.0	0.2	0.0	0.0
Zmiana gotówki	-53.0	19.6	105.5	-90.4	90.9	10.9
Gotówka na koniec okresu	83.2	101.9	207.4	117.0	207.9	218.8
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wzrost r/r						
Przychody	-4%	93%	29%	55%	56%	-46%
EBITDA recurring	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-73%
EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-73%
Zysk netto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-76%
Zysk na akcję	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-76%
Marże						
EBITDA	-122.3%	-50.3%	-135.8%	-52.6%	63.5%	31.6%
EBIT	-221.9%	-114.6%	-156.6%	-60.6%	59.1%	24.3%
Zysk netto	-223.3%	-122.4%	-156.1%	-59.3%	48.1%	21.0%
ROE	-41.8%	-33.2%	-49.7%	-47.5%	56.5%	9.9%
Wskaźniki bilansowe						
Wartość księgowa na akcję (PLN)	8.8	18.7	9.2	5.5	9.9	10.9
Dług netto/EBITDA	1.9	10.0	1.7	1.6	-1.5	-5.9
Dług/Kapitały Własne	3.1%	0.8%	1.3%	2.1%	1.2%	1.1%

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ UKOŃCZONY 14 KWIETNIA 2023 R. O GODZINIE 17:00 CET.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ PIERWSZY ROZPOWSZECHNIONY 11 KWIETNIA 2023 R. O GODZ. 17:15 CET
TREŚĆ NINIEJSZEGO RAPORTU NIE BYŁA WERYFIKOWANA PRZEZ ŻADNE Z WYMIENIONYCH W NINIEJSZYM
RAPORCIE FIRM.

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/gpwp>. 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.

UJAWNIA 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 datą 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 zamieszczane 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) wyliczany 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