

Medicalgorithmics S.A.

Brak syndromów poprawy wyników

Po wynikach za 3 kwartał, zapowiedzi emisji akcji oraz ostatnich danych miesięcznych aktualizujemy nasze prognozy i cenę docelową dla spółki Medicalgorithmics. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 18 zł/akcję co oznacza 16-procentowy potencjał spadku względem bieżącej ceny rynkowej. Medicalgorithmics zakończył przegląd opcji strategicznych i zdecydował o emisji nowych akcji na samodzielny rozwój biznesu w USA. Emisja jest konieczna z uwagi na rekordowo niski wolumen wniosków o płatność do ubezpieczycieli i coraz głębsze kwartalne straty na poziomie operacyjnym.

- Ratunkowa emisja akcji.** Medicalgorithmics planuje pozyskać kilkanaście mln zł z emisji nowych akcji. Informacja o emisji akcji jest naszym zdaniem negatywna, interpretujemy ją jako ratunkową, w obliczu pogarszających się wyników finansowych, braku widocznego odbicia wolumenów płatności od ubezpieczycieli i potencjalnej presji na koszty w Medi-Lynx związane z koniecznością zatrudnienia dodatkowych sprzedawców. Dodatkowo wybranie ścieżki samodzielnego rozwoju sugeruje brak zainteresowania spółką i jej produktem ze strony inwestorów branżowych.
- Dane miesięczne bez przełomu.** Ponad 20-procentowy spadek wolumenu płatności od ubezpieczycieli rdr w październiku i rekordowo niski wolumen w listopadzie nie napawają optymizmem. Spadek średniej ceny związany z wypowiedzeniem umowy przez Multiplan i mocny spadek wolumenu będą miały odzwierciedlenie w wynikach kolejnych kwartałów.
- Dołek wyników ciągle przed nami.** Spadek wolumenu badań przy relatywnie niewielkich oszczędnościach kosztowych w 3 kwartale 2019 przełożył się na pierwszą od dawna i wyraźną stratę na poziomie operacyjnym. Naszym zdaniem wyniki 4 kwartału mogą przynieść sezonowe pogorszenie wolumenów a dodatkowo spółka sygnalizuje pogorszenie średniej stawki refundacyjnej. Naszym zdaniem w 2020 roku strata może się jeszcze pogłębić, głównie przez efekt bazy z pierwszych miesięcy 2019, jednak wolumeny powinny już wtedy delikatnie rosnać. Lekko podnosimy nasze prognozy na 2019-2020, jednak obniżamy prognozy EBITDA w dłuższym terminie.

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody (mln zł)	199.4	177.9	177.0	182.5	188.1
EBITDA (mln zł)	36.3	22.1	17.9	18.6	20.2
EBIT (mln zł)	24.7	3.2	-3.4	-2.8	-1.2
Zysk netto (mln zł)	14.4	4.1	1.8	1.3	0.7
Zysk na akcję (zł)	4.0	1.1	0.5	0.4	0.2
Dywidenda na akcję (zł)	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
C/Z (x)	6.6	18.9	43.6	58.8	118.7
EV/EBITDA (x)	2.6	4.8	4.6	3.9	3.0
Stopa dywidendy (%)	5.4	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

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

Cena zamknięcia (12 grudnia 2019)	21,45 zł
12-miesięczna cena docelowa (poprzednio 23,50 zł*)	18,00 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	42,35/19,90 zł

PROFIL SPÓŁKI

Medicalgorithmics świadczy usługi diagnostyki kardiologicznej przy użyciu własnych urządzeń Pocket ECG. Spółka jest w trakcie przeglądu opcji strategicznych.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Spadki wolumenów i średniej ceny usług medycznych w USA

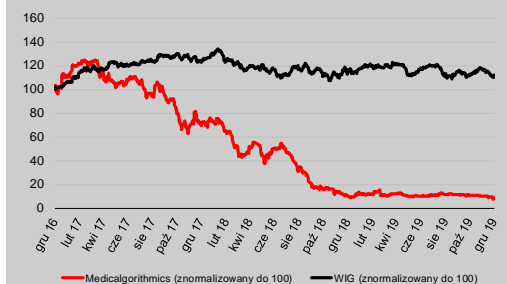
Pogorszenie wyników finansowych w najbliższych kwartałach

Ratunkowa emisja akcji

Reuters/Bloomberg	MDG.WA/MDG.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	3,3
Akcje w wolnym obrocie (%)	88,9
Wycena rynkowa (mln zł)	77,3
Liczba akcji (mln)	4,3
Główni akcjonariusze	Marek Dziubiński 11,1%, NN OFE 12,5%, PZU OFE 10,8%, Aegon OFE 5,4%.

WYDARZENIA KORPORACYJNE

WZA dot. emisji nowych akcji	7 stycznia 2020
Raport po 4 kwartałach	Marzec 2020



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	-23.3	-30.8	-22.3
Relatywna do MSCI	-23.7	-34.2	-28.6
Relatywna do WIG	-23.7	-32.8	-27.4

Łukasz Kosiarski, Analityk akcji
(Pekao Investment Banking S.A.)

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

*Poprzednia cena docelowa z raportu z 23 lipca 2019.



Aktualizacja wyceny

Podsumowanie wyceny

Nasze obliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki Medicalgorithmics na poziomie 18 zł vs. poprzednio 23,5 zł. Główne przyczyny zmiany to 1) wpływające pozytywnie: niższa stopa wolna od ryzyka, wyższy założony wzrost liczby wniosków o płatność, oraz 2) wpływające negatywnie: niższa prognoza przychodu z pojedynczego badania, wyższe wzrost kosztów płac w MediLynx, rozwodnienie liczby akcji po bieżącej cenie rynkowej).

Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena spółki Medicalgorithmics opiera się w 100% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności generacji gotówki.

W modelu DCF wykorzystujemy szczegółowe prognozy dla lat 2019-2028 oraz uwzględniamy wartość rezydualną. Przyjmujemy rozwodnioną liczbę akcji uwzględniającą planowaną emisję przy obecnej cenie rynkowej.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 2.0%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5.0% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 1.0x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 7.05%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1.0%.

Szczegółowy opis założeń i prognoz finansowych przedstawiamy w dalszej części raportu.

MEDICALGORITHMICS: AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

mln zł	2019P			2020P			2021P		
	Nowa	Poprz.	Zm. (%)	Nowa	Poprz.	Zm. (%)	Nowa	Poprz.	Zm. (%)
Przychody	177.9	170.6	4.3	177.0	163.9	8.0	182.5	169.0	8.0
EBITDA	22.1	17.5	26.5	17.9	11.6	54.3	18.6	13.9	33.9
EBIT	3.2	0.5	536.8	-3.4	-5.6	-38.7	-2.8	-3.4	-18.9
Zysk netto	4.1	-0.3	n.m.	1.8	-3.3	n.m.	1.3	-1.9	n.m.

Źródło: Pekao Investment Banking S.A..



MEDICALGORITHMICS: GŁÓWNE ZAŁOŻENIA MODELOWE

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2026P	2027P	2028P
Kurs USDPLN	3.78	3.61	3.83	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
Liczba wniosków o płatność	94,982	100,821	86,310	86,797	89,400	92,082	94,845	97,690	100,621	103,640	106,749	109,951	113,250
rdr (%)	69.9	6.1	-14.4	0.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Średni przychód z wniosku (USD)	554.2	542.2	525.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9	517.9
rdr (%)	2.6	-2.2	-3.0	-1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przychody z usług medycznych (mln USD)	53.6	54.7	45.4	44.9	46.3	47.7	49.1	50.6	52.1	53.7	55.3	56.9	58.7
rdr (%)	68.9	2.0	-16.9	-1.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Przychody z usług medycznych (mln zł)	202.6	197.6	174.0	173.0	178.3	183.6	189.1	194.8	200.6	206.6	212.8	219.2	225.8
rdr (%)	62.2	-2.5	-11.9	-0.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Przychody ze sprzedaży urządzeń (mln zł)	0.7	1.8	3.8	4.0	4.2	4.5	4.7	4.9	5.2	5.4	5.7	6.0	6.3
rdr (%)	-75.2	142.6	112.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Przychody razem (mln zł)	203.4	199.4	177.9	177.0	182.5	188.1	193.8	199.7	205.8	212.1	218.5	225.2	232.1
Koszty amortyzacji (mln zł)	12.5	11.5	18.9	21.3	21.4	21.4	21.4	21.5	21.5	21.5	21.6	21.6	21.7
Koszty zużycia materiałów (mln zł)	6.3	9.1	9.5	11.1	11.6	12.1	12.7	13.2	13.8	14.4	15.0	15.7	16.4
Koszty usług obcych (mln zł)	30.4	33.8	36.6	39.0	40.1	41.4	42.6	43.9	45.3	46.7	48.1	49.5	51.1
Koszty wynagrodzeń (mln zł)	106.6	110.6	103.0	102.1	105.0	107.0	109.0	111.0	113.2	115.3	117.5	119.7	122.0
rdr (%)	92.8	3.8	-6.9	-0.8	2.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Koszty wynagrodzeń – jednostka dominująca (mln zł)	17.2	15.3	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	12.0	12.1	12.2	12.3	12.4	12.6
rdr (%)	38.4	-11.4	-25.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszty wynagrodzeń - Medi-Lynx (mln USD)	23.7	26.4	23.9	23.5	24.3	24.7	25.2	25.7	26.3	26.8	27.3	27.9	28.4
rdr (%)	0.0	11.2	-9.4	-1.4	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Pozostałe koszty	5.3	6.2	7.0	6.9	7.1	7.4	7.6	7.8	8.1	8.3	8.6	8.8	9.1
Pozostałe przychody/koszty operacyjne (netto)	-0.5	-3.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA (mln zł)	54.3	36.3	22.1	17.9	18.6	20.2	21.9	23.7	25.5	27.4	29.4	31.4	33.6
rdr (%)	6.2	-33.2	-39.0	-19.1	4.0	8.7	8.4	8.0	7.7	7.4	7.2	7.0	6.8
marża (%)	26.7	18.2	12.4	10.1	10.2	10.8	11.3	11.9	12.4	12.9	13.4	14.0	14.5
EBIT (mln zł)	41.8	24.7	3.2	-3.4	-2.8	-1.2	0.5	2.2	4.0	5.9	7.8	9.8	11.9
rdr (%)	-10.1	-40.9	-87.1	n.m.	-19.7	-57.7	n.m.	352.2	81.0	46.5	33.0	25.8	21.3
marża (%)	20.6	12.4	1.8	-1.9	-1.5	-0.6	0.3	1.1	1.9	2.8	3.6	4.4	5.1

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

MEDICALGORITHMICS: OBLICZANIE WACC

Stopa wolna od ryzyka (%)	2.0
Odlewarowana beta (x)	1.0
Premia rynku akcji (%)	5.0
Koszt kapitału (%)	7.3
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.0
Premia rynku długu (%)	2.5
Stopa podatkowa (%)	19.0
Koszt długu po podatku (%)	3.6
% długu	7
% kapitału	93
WACC (%)	7.1

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.



MEDICALGORITHMICS: WYCENA DCF

mln zł	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
NOPAT	0.3	-2.8	-2.2	-0.9	0.4	1.8	3.2	4.7	6.3	7.9
Amortyzacja	18.9	21.3	21.4	21.4	21.4	21.5	21.5	21.5	21.6	21.6
Zmiana kapitału obrotowego	0.4	-0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Wydatki inwestycyjne	47.7	7.7	8.1	8.5	8.9	9.2	9.5	9.9	10.2	10.5
Wolne przepływy pieniężne	-28.8	10.9	10.6	11.6	12.6	13.7	14.8	16.0	17.2	18.6
WACC (%)	7.1									
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019-2028	55.2									
Wzrost po okresie prognozy (%)	1.0									
Zdyskontowana wartość rezydualna	62.6									
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	117.8									
- Dług netto (1 stycznia 2019)	23.9									
+ Wpływy z emisji*	15.5									
- Udziały mniejszości	40.9									
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019)	68.5									
Liczba akcji (mln, rozwodniona)	4.3									
Wartość godziwa (zł/akcję)	16.8									
Cena docelowa 12-miesięczna (zł/akcję)	18.0									

*zakładamy emisję 721 303 nowych akcji po bieżącej cenie rynkowej

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy we wcześniejszych akapitach uważamy ją za nieoptymalną w celu wyznaczenia ceny docelowej Medicalgorithmics. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

Wynik wyceny opartej o mnożnik dla spółek międzynarodowych wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji Medicalgorithmics na poziomie 47,30 zł. Wycena porównawcza oparta jest na C/Z oraz EV/EBITDA.

MEDICALGORITHMICS: WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółka	Kod Bloomberg	Cena	Waluta	Kapitalizacja (mln EUR)	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
					2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021
BioTelemetry	BEAT US	46.34	USD	1,418	111.1	58.3	53.9	n.a.	n.a.	n.a.
Medtronic	MDT US	112.38	USD	135,582	25.7	24.5	23.7	15.6	14.6	13.1
GHP Specialty Care	GHP SS	19.70	SEK	129	98.5	36.1	246.3	9.2	8.2	n.a.
Nihon Kohden	6849 JT	2925.00	JPY	2,138	24.0	25.1	24.4	10.8	9.6	8.5
LiDCO Group	LID LN	4.60	GBp	13	15.3	n.a.	n.a.	n.a.	16.1	n.a.
Boston Scientific	BSX US	44.67	USD	56,041	48.8	40.5	35.3	21.9	18.7	16.1
Abbott Laboratories	ABT US	85.97	USD	136,844	40.0	39.0	34.4	19.8	17.5	15.7
Sonova Holding	SOON SW	216.70	CHF	12,731	39.0	36.4	32.1	18.6	17.0	15.5
Mediana					39.5	36.4	34.4	17.1	16.1	15.5
Medicalgorithmics	MDG PW	21.45	PLN	18	18.9	51.9	70.2	5.9	6.7	5.9
MDG premia/dyskonto do mediana (%)					-52.3	42.5	103.8	-65.4	-58.0	-61.6
Implikowana 12-miesięczna cena (zł/akcję)										47.3

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Ostatnie wydarzenia

Planowana emisja akcji

Medicalgorithmics zakończył proces przeglądu opcji strategicznych i postanowił kontynuować dotychczasową strategię rozwoju spółki w Stanach Zjednoczonych, czyli samodzielny rozwój bez partnera i kontynuację migracji umów na bezpośrednio z lokalnymi funduszami ubezpieczeniowymi.

W celu sfinansowania rozbudowy zespołu sprzedażowego, a także w dalszej kolejności rozwoju sprzedaży międzynarodowej i technologii Medicalgorithmics planuje emisję do 721 303 akcji serii G z pozbawieniem prawa poboru. Emisja ma odbyć się w ramach subskrypcji prywatnej z pozbawieniem prawa poboru, ale z pierwszeństwem dla akcjonariuszy posiadających co najmniej 0,5% ogólnej liczby głosów na dzień rejestracji na NWZ.

Cena emisyjna akcji serii G zostanie ustalona przez zarząd z uwzględnieniem efektów budowy księgi popytu, przy czym nie może być niższa od pomniejszonej o 10 proc. średniej ceny rynkowej, ważonej wolumenem obrotów, z miesiąca poprzedzającego dzień rozpoczęcia procesu budowy księgi popytu. Przy obecnej cenie w najlepszym wariacie spółka może pozyskać realnie kilkanaście mln zł. Spółka poinformowała, że jest w stanie dalej funkcjonować bez emisji, jednak musiałaby mocno zrewidować plany inwestycyjne i ściąć koszty w USA. Prezes spółki Marek Dziubiński zadeklarował wzięcie udziału w emisji jednak nie podał ile akcji planuje objąć.

Naszym zdaniem informacja emisji jest negatywna, pokazuje kilka rzeczy. Po pierwsze w najbliższym horyzoncie czasowym prawdopodobieństwo scenariusza M&A oceniamy jako bardzo niskie, a wybór samodzielnego rozwoju sugeruje brak zainteresowania spółką i jej produktem ze strony inwestorów branżowych. Po drugie, sytuacja w samej spółce może być jeszcze gorsza niż rynek się spodziewał i po trzecie oddala się moment odbicia wyników. Cele emisyjne sugerują zatrudnienie nowych sprzedawców, co może powodować presję kosztową na koszty wynagrodzeń w spółce Medi-Lynx w 2020-21 roku, więc zakładana przez nas stabilizacja i następnie lekka poprawa wolumenu badań jeszcze nie przełoży się pozytywnie na zysk operacyjny.

Wyniki za 3 kwartał 2019

Spółka Medicalgorithmics zaraportowała 26 listopada wyniki za 3 kwartał 2019 roku. Wyniki są bardzo słabe. Przychody ze sprzedaży wyniosły 42.2 mln zł i były najniższe od 1 kwartału 2017, czyli kwartału w którym spółka nie przejęła jeszcze klientów AMI Monitoring. Niskie przychody były pochodną 14-procentowego spadku ilości procedur medycznych rdr oraz 5-procentowego spadku rdr średniej ceny badania wyrażonej w dolarach. Czynnikiem sprzyjającym był wyższy kurs dolara – 3.88 zł w 3 kw. 2019 w porównaniu do 3.70 zł w 3 kw. 2018.

Koszty operacyjne były najwyższe w bieżącym roku, tylko 2% niższe rdr. Koszty wynagrodzeń, największa pozycja kosztowa w spółce, wyniosły 27.2 mln zł i spadły o 7% rdr. Koszty wynagrodzeń w Medi-Lynx wyniosły 6.5 mln USD po spadku o 3% rdr. Oszczędności kosztowe są dużo mniej widoczne niż w dwóch poprzednich kwartałach bieżącego roku, w 1 i 2 kwartałach koszty były niższe o odpowiednio 11% i



14% rdr.

Spółka wykazała stratę operacyjną w wysokości 2.3 mln zł w porównaniu do 6.4 mln zł zysku w 3 kwartale 2018. Spółka matka wykazała zysk operacyjny w wysokości 6.0 mln zł, co oznacza, że strata operacyjna została wygenerowana w spółkach zależnych na czele z Medi-Lynx. Przy niewielkich kosztach finansowych (126 tys. zł), dodatnim wpływie podatku (861 tys. zł) oraz dzięki temu, że część straty przypada na udziałowców mniejszościowych, spółka wykazała symboliczny zysk w wysokości 80 tys. zł.

Przepływy operacyjne w 3 kwartale wyniosły 2.5 mln zł, co oznacza spadek z 11.3 mln zł w 3 kwartale 2018 roku.

MEDICALGORITHMICS: PODSUMOWANIE WYNIKÓW KWARTALNYCH

mln zł	1 kw. 2018	2 kw. 2018	3 kw. 2018	4 kw. 2018	1 kw. 2019	2 kw. 2019	3 kw. 2019	rdr (%)	kdk (%)
Przychody	44.5	49.2	48.8	56.9	48.7	45.4	42.2	-13.6	-7.1
Koszty	-37.2	-43.7	-45.1	-45.3	-43.0	-43.9	-44.3	-1.7	0.9
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	-0.2	-1.8	-0.2	-1.2	0.6	-0.1	-0.2	n.m.	n.m.
EBITDA	9.7	6.6	6.4	13.5	10.4	5.8	2.8	-56.0	-51.3
EBIT	7.1	3.8	3.5	10.4	6.3	1.4	-2.3	n.m.	n.m.
Koszty/przychody finansowe netto	-0.8	-0.3	-1.0	-1.0	-0.9	-0.9	-0.1	n.m.	n.m.
Zysk przed podatkiem	6.2	3.5	2.5	9.4	5.4	0.4	-2.5	n.m.	n.m.
Podatek dochodowy	-0.9	-0.3	0.0	-1.3	-0.5	-0.2	0.9	n.m.	n.m.
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	-1.2	-0.7	-0.6	-2.0	-0.4	0.8	1.7	n.m.	n.m.
Zysk netto	4.1	2.4	1.8	6.0	4.5	1.0	0.1	-95.7	-91.9
Marża operacyjna (%)	15.9	7.7	7.1	18.3	12.9	3.0	-5.5	-12.7	-8.5
Marża netto (%)	9.2	4.9	3.8	10.6	9.2	2.2	0.2	-3.6	-2.0

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

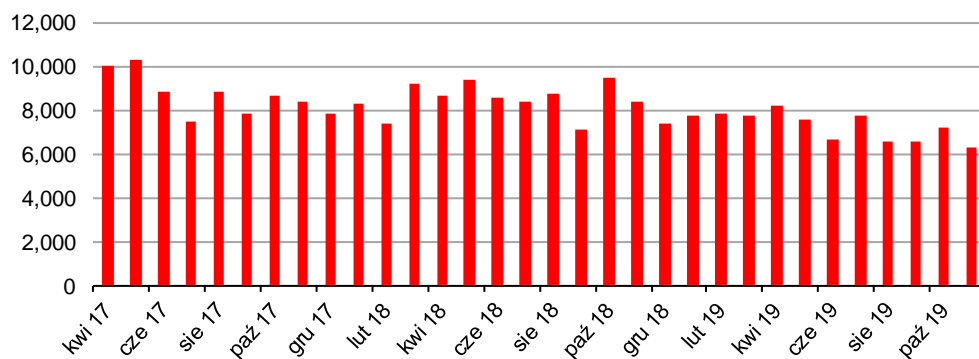
Miesięczne dane

Medicalgorithmics raportuje miesięczny wolumen wniosków o płatność od ubezpieczycieli. Spółka średnio raportuje około 7-8 tys. wniosków od ubezpieczycieli miesięcznie. Spółka notuje systematyczny spadek wolumenów badań rdr, ostatni wzrost był zanotowany w lutym. Od tamtej pory spadki wynoszą od wysokich jednocyfrowych do nawet ponad 20% spadków w maju, czerwcu, sierpniu czy październiku.

Liczba procedur medycznych w październiku wyniosła 7,232 po spadku o 23% rdr. Październik, ze względu na układ kalendarza jest zwykle najlepszym miesiącem czwartego kwartału; listopad i szczególnie grudzień mają ze względu na Święto Dziękczynienia i Boże Narodzenie mniej dni pracujących. W listopadzie szacujemy poziom ok. 6.5 tys. badań, w grudniu nawet bliżej 6 tys. co oznacza nowe minimum. Spadki wolumenów są pochodną odejścia od modelu wykonywania badań przez pośredników do modelu bezpośredniego rozliczania z ubezpieczycielami. Spółka oczekiwała, że wolumen z biegiem czasu powinien przestać spadać i zacząć rosnąć, jednak po 9 miesiącach od wypowiedzenia umowy nie widać symptomów poprawy. Ze względu na wysoką bazę, zakładamy, że także pierwszy kwartał powinien przynieść widoczne, dwucyfrowe spadki wolumenów a stabilizacja może nastąpić od połowy przyszłego roku.



MEDICALGORITHMICS: MIESIĘCZNA LICZBA WNIOSKÓW O PŁATNOŚĆ OD UBEZPIECZYCIELI



Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Wybrane czynniki ryzyka

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

Spadek średniej ceny badań w USA. Zakładamy, że przejście na model in-network będzie wpływało na spadek rdnr średniej ceny badania do połowy 2020. W dalszym okresie zakładamy inflacyjny wzrost ceny. W przeszłości kilkakrotnie widzieliśmy spadki poziomu refundacji u poszczególnych ubezpieczycieli, sytuacja może się powtórzyć w przyszłości.

Spadek wolumenu badań. Zakładamy w najbliższych miesiącach utrzymanie ilości złożonych wniosków o płatność na poziomie ok. 6-7 tys. miesięcznie, później zakładamy stopniowy wzrost w związku z przejściem na model in-network. Widzimy dla tego scenariusza zarówno ryzyko kontynuacji spadku jak i mocniejszego odbicia.

Oszczędności kosztowe. Medi-Lynx dokonał znaczących oszczędności kosztowych na przełomie roku, co miało odzwierciedlenie w wynikach za 1 kwartał 2019. Widzimy, że mimo dużych kosztów stałych spółka ma zdolność do pewnej elastyczności kosztowej i potencjał do dalszej poprawy efektywności.

Ryzyko konkurencyjne. Zarówno Medicalgorithmics jak i główny konkurent Biotelemetry używają od pewnego czasu ten sam typ urządzeń. Jak na każdym rynku bazującym na nowych technologiach widzimy ryzyko pojawienia się nowego gracza z przewagą technologiczną. Przykładem jest negatywna reakcja rynku na ogłoszenie przez Apple wyposażenie iWatch w moduł badający EKG.

Sytuacja polityczna i gospodarcza w USA. USA są największym rynkiem ochrony zdrowia na świecie, mocno wspierającym innowacyjne rozwiązania. Dzięki temu takie usługi jak event monitoring czy telemetria są tam refundowane. USA są jedynym rynkiem na świecie z refundacją na obie usługi. Polityczna decyzja w kierunku ograniczenia rekordowych wydatków budżetowych może przełożyć się negatywnie na przychody z tego rynku.

Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne. Medicalgorithmics czerpie przychody w dużej części od ubezpieczycieli zdrowotnych. Przychody bazują na wycenie poszczególnych usług medycznych w ramach refundacji. Ubezpieczyciele mogą zdecydować o zmianie stawek refundacyjnych, co widzimy jako ryzyko dla MDG. Z drugiej strony refundacja na event monitoring czy telemetrię winnym kraju niż Stany Zjednoczone byłaby szansą na dodatkowe źródło przychodów.

Emisja akcji. Nasze prognozy uwzględniają emisję 721 303 nowych akcji po bieżącej cenie rynkowej. Nie dojście do skutku emisji akcji może skutkować ograniczeniem planów biznesowych spółki względem przyjętego przez nas scenariusza.



Podsumowanie prognoz finansowych

MEDICALGORITHMICS: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	127.9	203.4	199.4	177.9	177.0	182.5	188.1
Koszty	108.7	161.0	171.3	175.0	180.5	185.2	189.2
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	27.3	-0.5	-3.4	0.3	0.0	0.0	0.0
EBITDA	51.1	54.3	36.3	22.1	17.9	18.6	20.2
EBIT	46.5	41.8	24.7	3.2	-3.4	-2.8	-1.2
Koszty/przychody finansowe netto	-1.5	-5.2	-3.2	-2.2	-1.4	-0.8	-0.6
Zysk przed podatkiem	45.1	36.6	21.6	1.0	-4.8	-3.6	-1.8
Podatek dochodowy	3.1	2.9	2.6	0.9	-0.9	-0.7	-0.3
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	1.9	8.1	4.5	-4.0	-5.7	-4.2	-2.1
Zysk netto	40.1	25.5	14.4	4.1	1.8	1.3	0.7
Marża EBITDA (%)	40.0	26.7	18.2	12.4	10.1	10.2	10.8
Marża netto (%)	31.4	12.6	7.2	2.3	1.0	0.7	0.3
Wzrost przychodów(%)	159.3	59.0	-1.9	-10.8	-0.5	3.1	3.0
Wzrost EBITDA (%)	124.8	6.2	-33.2	-39.0	-19.1	4.0	8.7
Wzrost zysków netto (%)	188.0	-36.3	-43.6	-71.5	-56.7	-26.0	-50.4

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.

MEDICALGORITHMICS: RACHUNEK PRZEPIŃWÓW PIENIĘŻNYCH

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	35.5	28.6	44.2	23.7	17.4	18.3	19.8
Zysk netto	42.0	33.7	18.9	0.1	-3.9	-2.9	-1.4
Amortyzacja	4.6	12.5	11.5	18.9	21.3	21.4	21.4
Zmiany kapitału pracującego	22.3	-20.0	4.4	-0.4	0.1	-0.4	-0.4
Inne	-33.5	2.5	9.4	5.0	0.0	0.2	0.2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-80.7	-22.0	2.4	-47.7	-7.7	-8.1	-8.5
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	72.8	-21.6	-19.0	-23.2	0.5	0.0	0.0
Przepływy pieniężne netto razem	27.6	-15.0	27.7	-47.2	10.3	10.2	11.3

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



MEDICALGORITHMICS: BILANS

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa obrotowe	89.6	60.7	88.9	34.3	44.5	55.3	67.3
Środki pieniężne	47.5	32.5	60.2	13.0	23.3	33.4	44.7
Należności krótkoterminowe	18.2	24.0	22.8	21.3	21.2	21.9	22.6
Zapasy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	23.8	4.2	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa trwałe	280.3	228.6	227.2	255.9	242.3	229.1	216.2
Rzeczowe aktywa trwałe	22.1	17.2	14.7	36.1	35.7	35.4	35.0
Wartości niematerialne i prawne	237.4	196.9	210.5	218.0	204.8	191.8	179.2
Należności długoterminowe	2.1	3.5	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
Inne	18.7	10.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Zobowiązania krótkoterminowe	73.3	17.9	72.1	34.4	24.4	24.7	25.1
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	10.6	8.8	58.5	23.0	13.0	13.0	13.0
Zobowiązania handlowe	21.8	7.5	10.7	8.9	8.9	9.1	9.4
Inne	40.9	1.6	2.8	2.5	2.5	2.6	2.7
Zobowiązania długoterminowe	81.7	67.6	13.3	25.0	19.9	20.1	20.2
Kredyty i pożyczki długoterminowe	77.0	63.8	7.7	20.0	15.0	15.0	15.0
Inne	4.7	3.9	5.6	5.0	4.9	5.1	5.2
Kapitał własny	177.0	168.9	189.9	190.0	201.6	198.7	197.3
Pasywa	369.9	289.3	316.1	290.3	286.8	284.4	283.5
Dług netto (PLN mn)	13.4	25.0	0.0	29.9	4.6	-5.5	-16.9
Dług netto/EBITDA (x)	0.5	0.7	0.0	1.4	0.3	-0.3	-0.8

Źródło: Medicalgorithmics, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („Pekao IB”) 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 Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia.

Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahanom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględnienia potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedności inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategię inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaoib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

- 1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.
- 2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.
- 4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.
- 5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczy.
- 6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.
- 7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaoib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu



modeli dyskontowych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgowa (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dane inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach w dłuższej perspektywie czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływając na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACZĄCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znaczących pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem 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 może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIE I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz нефизические (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i нефизически od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



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

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

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 12.12.2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 16.12.2019, godz. 16:10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 16.12.2019, godz. 17:05.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analizy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Chemia

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Konsument

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Paliwa

Krzysztof Kozieł, CFA
+48 22 586-2854
krzysztof.koziel@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosiński@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl