

Ryvu Therapeutics S.A.

Lepiej osobno niż razem

Aktualizujemy naszą wycenę spółki Ryvu Therapeutics (poprzednio Selvita) po wynikach za 3 kwartał 2019 oraz wydzieleniu części usługowej. Nasz model wyceny wskazuje na wartość godziwą akcji spółki na poziomie 59,6 zł. Po podziale, Ryvu Therapeutics obejmuje atrakcyjny pipeline projektów innowacyjnych, które przy zapewnionym finansowaniu powinny szybciej niż do tej pory osiągać kolejne kamienie milowe i przynosić wzrost wartości fundamentalnej spółki poprzez zmniejszanie współczynnika ryzyka oraz sprzedaż części projektów.

- Wydzielenie części usługowej.** Na początku 4 kwartału 2019 z dawnej spółki Selvita (obecnie pod nazwą Ryvu Therapeutics) wydzielona została część usługowa, która 16 października zadebiutowała na GPW zachowując nazwę Selvita. Naszym zdaniem podział jest korzystny przede wszystkim dla części usługowej, która będzie mogła pozyskać finansowanie na wzrost przez akwizycje, natomiast dla Ryvu widzimy potencjalnie większe szansę na materializację scenariusza M&A.
- SEL120 podany pierwszemu pacjentowi.** SEL120 wszedł w pierwszą fazę badania klinicznego w leczeniu ostrej białaczki szpikowej oraz mielodysplazji szpiku. Pierwsza część badania obejmuje tak zwaną eskalację dawki, w którym kolejni pacjenci otrzymują rosnące dawki leku SEL120 w celu ustalenia zalecanej dawki dla dalszego rozwoju klinicznego. Badanie kliniczne I fazy powinno potrwać około półtora roku, co implikuje jego koniec na przełomie 2020/21 r.
- Oczekiwane kamienie milowe.** Jeszcze przed końcem 2019 roku Ryvu powinien dokonać wyboru kandydata klinicznego w projekcie dualnego inhibitora kinaz A2A/A2B, po czym projekt powinien wejść do fazy przedklinicznej. Naszym zdaniem, na etapie przedklinicznym spółka może pozyskać partnera do tego projektu, co oznaczałoby dodatkowe źródło przychodów dla Ryvu i uwiarygodnienie wartości tego projektu. W projekcie SEL24 oczekujemy zakończenia pierwszej fazy badań oraz płatności z tego tytułu dla Ryvu w wysokości 5,3mln USD w 1 połowie 2020.

	2017	2018PF	2019P	2020P	2021P
Przychody (PLN mn)	87.8	6.5	4.3	22.9	4.3
EBITDA (PLN mn)	17.9	-21.1	-36.2	-25.4	-43.3
EBIT (PLN mn)	12.6	-24.3	-44.1	-35.9	-54.1
Zysk netto (PLN mn)	6.4	-10.2	-43.7	-34.8	-53.4
Zysk na akcję (PLN)	0.5	-0.7	-2.7	-2.2	-3.3
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C/Z (x)	124.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA (x)	43.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Stopa dywidendy (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.

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

Cena zamknięcia (18 listopada 2019)	43.40 zł
12m cena docelowa (poprz. 82,90 zł)*	59.60 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	51.6/31.3 zł

PROFIL SPÓŁKI

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

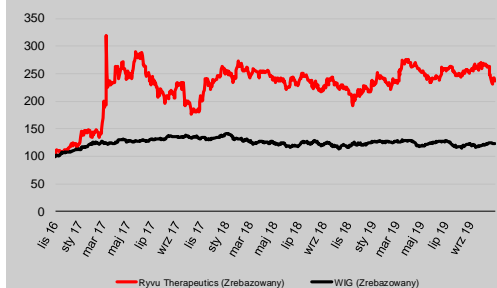
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko niepowodzenie projektów innowacyjnych
Opóźnienia w harmonogramach
Projekty konkurencyjne

Reuters/Bloomberg	RVU.WA/RVU.PW
Średni obrót dzienny (*000 akcji)	2,5
Akcje w wolnym obrocie (%)	56.5
Wycena rynkowa (PLN mln)	693.5
Liczba akcji (mln)	15.97
Główni akcjonariusze	Paweł Przewiężlikowski 31.2% Bogusław Sieczkowski 5.8% Augebit FIZ 6.5% NN OFE 10.0%

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Wybór kandydata klinicznego A2A/B	4 kwartał 2019
Koniec I fazy badania SEL24	1 połowa 2020
Wyniki roczne	Marzec 2020



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	-10.5	-4.0	-6.2
Relatywna do MSCI EME	-15.5	-13.7	-16.1
Relatywna do WIG	-14.0	-9.6	-11.6

Łukasz Kosiarski, Equity Analyst
(Pekao Investment Banking S.A.)

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

*Poprzednia cena docelowa z raportu z 23 lipca 2019.



Wycena

Podsumowanie wyceny i założeń

Nasze obliczenia wskazują na cenę docelową akcji spółki Ryvu Therapeutics na poziomie 59,6 zł. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

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

W wycenie rDCF SEL24 oraz SEL120 wykorzystujemy szczegółowe prognozy do roku 2033 (do końca okresu obowiązywania ochrony patentowej).

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 2,00%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 1,5x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 9,5%.

Przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu na bazie średnich prawdopodobieństw sukcesu dla leków onkologicznych (źródło: B. Bogdan, R Villiger – Valuation in Life Sciences). Dla fazy I przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu (przejścia do kolejnej fazy) na poziomie 64,4%, dla fazy II – na poziomie 41,8%, dla fazy III – 65,4% oraz dla fazy rejestracji 89,7%.

W projekcie SEL24 zakładamy docelowy poziom sprzedaży (peak sales) na poziomie 300 mln USD, bazując na oczekiwanym poziomie sprzedaży produktów konkurencyjnych oraz uwzględniając specyfikę rynku leków na ostrą białaczkę szpikową (zapadalność zwykle w podeszłym wieku, krótka przeżywalność). Zakładamy płatności za najbliższe kamienie milowe (zakończenie fazy I, II, III) na poziomie płatności otrzymanej przez Ryvu przy podpisaniu umowy (5,3 mln USD za każdy z tych kamieni milowych), i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (82,4 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 10% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 9,5%.

W projekcie SEL120 na potrzeby modelu przyjmujemy że Ryvu Therapeutics sama wprowadza produkt na rynek, transakcja sprzedaży praw do leku modelowo nie powinna zmieniać wyceny. Zakładamy docelowy poziom sprzedaży na poziomie 1 mld USD, wyższy niż przy projekcie SEL24 ze względu na potencjalnie szersze zastosowanie SEL120 (oprócz AML także guzy lite). Zakładamy, że pierwsza faza badań klinicznych potrwa ok 1,5 roku, przyjmujemy 2 lata na fazę II, 3 lata na fazę trzecią i roczny okres rejestracji. Zakładamy roczne koszty badań klinicznych na poziomie 2 mln USD w I fazie, 5 mln USD w II fazie i 17 mln USD w III fazie. Przy tym projekcie przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie 12,4%.

Przy wycenie projektów wczesnej fazy używamy wzoru na wycenę technologii



generującej nowe projekty (źródło: B. Bogdan, R Villiger – Valuation in Life Sciences). Naszym zdaniem wycena projektów znajdujących się na bardzo wczesnym etapie (jeszcze przed badaniami przedklinicznymi) obarczona jest dużym ryzykiem błędu i niepewności szacunków, dodatkowo część projektów jest nieujawniona. Zakładamy, że biznes innowacyjny Ryvu będzie corocznie generował projekty wartości 74 mln zł (przyjmujemy wartość projektu SEL24) przy kosztach prowadzenia działalności na poziomie 59 mln zł. Przyjmujemy dyskonto na poziomie 9,5% oraz stopę wzrostu na poziomie 4%.

SEL24

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA SEL24

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)							5	19	36	51	65	75	84	91	97
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Sprzedaż leku (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	57.0	108.0	153.0	195.0	225.0	252.0	273.0	291.0
Płatności za kamienie milowe (USD mln)	0.0	5.3	0.0	5.3	0.0	5.3	0.0	82.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tantiemy (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	5.7	10.8	15.3	19.5	22.5	25.2	27.3	29.1
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	64	100	42	100	65	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	64	64	27	27	18	16	16	16	16	16	16	16	16	16
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	0.0	3.4	0.0	1.4	0.0	0.9	0.2	14.0	1.7	2.4	3.1	3.6	4.0	4.3	4.6
Dyskonto (%)	91	83	76	70	64	58	53	48	44	40	37	34	31	28	26
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	0.0	2.8	0.0	1.0	0.0	0.5	0.1	6.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
NPV ważone ryzykiem (USD mln)	18.9														
NPV ważone ryzykiem (PLN mln)	73.9														

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.



SEL120

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA SEL120

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 1	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)									5	19	36	51	65	75	84
Sprzedaż szczytowa (USD mln)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Sprzedaż leku (USD mln)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50.0	190.0	360.0	510.0	650.0	750.0	840.0
Przychody/płatności LLS (USD mn)	1.0	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.5	-9.5	-10.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty (USD mn)	-2.0	-5.0	-5.0	-5.0	-17.0	-17.0	-17.0	-4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	100	64.4	100	41.8	100	100	65.4	89.7	89.7	89.7	89.7	89.7	89.7	89.7	89.7
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	100	64	64	27	27	27	18	16	14	13	11	10	9	8
FCF ważony ryzykiem (USD mln)	-1.0	-3.7	-3.2	-3.2	-4.6	-4.6	-4.6	-0.7	7.5	25.6	44.4	58.1	66.5	68.8	69.1
Dyskonto (%)	89	79	71	63	56	50	44	39	35	31	28	25	22	20	17
Zdyskontowane przepływy pieniężne (USD mln)	-0.9	-2.9	-2.3	-2.0	-2.6	-2.3	-2.0	-0.3	2.6	8.0	12.3	14.4	14.6	13.5	12.0
NPV ważone ryzykiem (USD mln)	62.2														
NPV ważone ryzykiem (PLN mln)	242.7														

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.

Projekty wczesnej fazy

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA PROJEKTÓW WCZESNEJ FAZY

Wartość projektu (mln zł)	73.9
Koszty (mln zł)	58.8
Stopa dyskontowa (%)	9.5
Stopa wzrostu (%)	4.0
Wartość projektów wczesnej fazy (mln zł)	215

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.

Wycena – suma części składowych

RYVU THERAPEUTICS: SUMA CZĘŚCI SKŁADOWYCH

	mln zł	na akcję (zł)
SEL24	73.9	4.6
SEL120	242.7	15.2
Projekty wczesnej fazy	214.8	13.4
Nodthera	22.8	1.4
Dług netto (bez części usługowej)	-72.5	-4.5
Dotacje	173.3	10.9
Wartość godziwa (1 stycznia 2019)	800.1	50.1
Cena docelowa 12-miesięczna	59.6	

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.



RYVU THERAPEUTICS: ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

		g (%)				
		-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0
	10.5	48.8	52.5	56.5	60.7	65.2
WACC	10.0	49.9	53.8	57.9	62.3	67.0
(%)	9.5	51.1	55.3	59.6	64.3	69.2
	9.0	52.6	57.0	61.7	66.6	71.9
	8.5	54.5	59.2	64.2	69.5	75.1

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

Wycena modelem dywidendowym

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

RYVU THERAPEUTICS: OBLICZANIE WACC

Stopa wolna od ryzyka (%)	2.0
Odlewarowana beta (x)	1.5
Premia rynku akcji (%)	5.0
Koszt kapitału (%)	9.5
Stopa wolna od ryzyka (%)	2.0
Premia rynku długu (%)	1.0
Stopa podatkowa (%)	19.0
Koszt długu po podatku (%)	2.4
% długu	0.0
% kapitału	100.0
WACC (%)	9.5

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

RYVU THERAPEUTICS: WYCENA MODELEM DYWIDENDOWYM

Mln zł	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Dywidenda (zł/akcję)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.00
Pay-out ratio (%)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	456
Mnożnik dyskontowy	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.48	0.44	0.40
NPV 2019-28P (zł/akcję)	1.6									
Wartość rezydualna	42.1									
Zdyskontowana wartość rezydualna	19.2									
Zdyskontowana gotówka	0.6									
Wartość godziwa (na akcję)	19.2									
Cena docelowa 12-miesięczna (na akcję)	21.0									

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.



Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 3 kwartał 2019

Spółka Ryvu Therapeutics zaraportowała 6 listopada wyniki za 3 kwartał 2019 roku. Wyniki ostatniego kwartału są porównywalne z wynikami segmentu innowacyjnego na przestrzeni dwóch wcześniejszych kwartałami bieżącego roku. W obliczu braku nowych umów partneringowych czy milestone'ów z dotychczasowych projektów spółka poniosła koszty operacyjne w wysokości blisko 20 mln zł, częściowo pokryte przez niewielkie przychody zewnętrzne (2 mln zł) oraz dotacje (7 mln zł). Wyniki za 3 kwartał zawierają jeszcze segment usługowy, który został wydzielony z Ryvu Therapeutics począwszy od 4 kwartału 2019; wyniki oraz pozycje bilansowe związane z działalnością usługową prezentowane są jako działalność zaniechana. Spółka nie podała wyników pro-forma za 3 kwartał 2019, jedynie za okres 9 miesięcy br, dane w tabeli poniżej są naszymi szacunkami i mogą w nich występować niewielkie przesunięcia między kwartałami.

RYVU THERAPEUTICS: PODSUMOWANIE WYNIKÓW KWARTALNYCH*

mln zł	1Q18PF	2Q18PF	3Q18	4Q18PF	1Q19PF	2Q19PF	3Q19	rdr (%)	kdk (%)
Przychody	1.8	2.3	3.9	-1.5	0.5	0.4	2.3	-41.5	535.8
Dotacje	4.2	6.1	5.7	10.1	7.5	7.9	6.9	20.3	-13.0
EBITDA	-2.6	-2.8	-4.9	-10.7	-8.5	-9.1	-8.0	n.a.	n.a.
Marża (%)	-1.5	-1.2	-1.3	7.3	-16.5	-25.5	-3.5	-223.4	2202.9
Amortyzacja	-0.6	-0.8	-0.7	-1.1	-1.7	-1.9	-2.1	n.a.	n.a.
EBIT	-3.3	-3.5	-5.6	-11.8	-10.2	-11.0	-10.1	n.a.	n.a.
Marża (%)	-180.9	-153.5	-145.1	802.4	-1979.4	-3079.6	-443.7	-298.6	2635.9
Przychody/koszty finansowe	0.1	0.5	0.4	0.3	0.3	0.0	-0.1	n.a.	n.a.
Udział jednostek powiązanych	20.8	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.1	-0.1	n.a.	n.a.
Zysk brutto	17.6	-3.1	-5.3	-11.5	-9.7	-11.1	-10.3	n.a.	n.a.
Podatek	0.0	-3.8	-0.4	-3.7	0.0	0.0	-0.2	n.a.	n.a.
Stopa podatkowa (%)	0.0	122.5	8.1	31.7	-0.1	0.1	2.0	-6.1	1.9
Działalność zaniechana	2.2	2.5	3.6	3.2	2.2	2.7	3.1	-12.4	17.5
Zysk netto	19.8	-4.4	-2.6	-11.5	-7.5	-8.5	-7.7	n.a.	n.a.
Marża (%)	1099.0	-189.2	-66.2	778.3	-1452.9	-2374.3	-340.6	-274.3	2033.7

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

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.

Podział dawnej Selvity i wydzielenie części usługowej

Na początku 4 kwartału 2019 z dawnej spółki Selvita (obecnie pod nazwą Ryvu Therapeutics) wydzieliła się część usługowa, która 16 października 2019 zadebiutowała na GPW zachowując nazwę Selvita. Naszym zdaniem podział jest korzystny przede wszystkim dla części usługowej, która będzie mogła pozyskać finansowanie na wzrost przez akwizycje. Korzyścią dla obydwu spółek wydaje się być otwarcie na inwestorów zainteresowanych wyłącznie biznesem CRO lub projektami innowacyjnymi, podczas gdy nie byli zainteresowani spółką łączącą te dwa biznesy. Mówimy tutaj również w kontekście potencjalnego wezwania na spółkę – taki scenariusz wejścia inwestora branżowego jest naszym zdaniem bardziej prawdopodobny przy rozłączeniu dwóch biznesów.

Zachowanie kursów obydwu spółek po podziale zdaje się potwierdzać, kurs Ryvu po odcięciu Selvity pierwszego dnia zyskał 9%, natomiast kurs Selvity w dniu debiutu zyskał 21% względem ceny referencyjnej, natomiast obecnie jest ponad 45% wyżej.



Podanie pierwszemu pacjentowi SEL120

4 września 2019 nastąpiło pierwsze podanie pacjentowi leku SEL120 w ramach pierwszej fazy badania klinicznego w leczeniu ostrej białaczki szpikowej oraz mielodysplazję szpiku.

Obecnie Ryvu uruchomiła dwa ośrodki w Stanach Zjednoczonych prowadzące badania kliniczne SEL120: Tennessee Oncology w Nashville oraz MD Anderson Cancer Center w Houston. Docelowo spółka planuje rozszerzyć badanie pierwszej fazy do około 5 ośrodków.

Pierwsza część badania obejmuje tak zwaną eskalację dawki, w którym kolejni pacjenci otrzymują rosnące dawki leku SEL120 w celu ustalenia zalecanej dawki dla dalszego rozwoju klinicznego. Badanie ma pokazać czy dawka lecznicza jest bezpieczna dla pacjenta.

Badanie kliniczne I fazy (eskalacja dawki) powinny potrwać około półtora roku, co implikuje jej koniec na przełomie 2020/21 r. Po niej nastąpi kluczowa faza II która oceni skuteczność leku w monoterapii, po czym Ryvu Therapeutics zgodnie ze strategią będzie się starała pozyskać partnera do dalszego rozwoju leku. SEL120 w pozostałych wskazaniach jest na dużo wcześniejszym etapie, w fazie odkrycia.

Nadchodzące wydarzenia

Na przestrzeni kolejnych kilkunastu miesięcy spodziewamy się informacji mogących mieć wpływ na wartość akcji spółki Ryvu Therapeutics w ramach trzech najbardziej zaawansowanych projektów.

W badaniu klinicznym SEL24 zbliża się do końca pierwsza faza badania prowadzonego przez Menarini. Jej koniec, i przejście w fazę II powinien skutkować płatnością za osiągnięcie kamienia milowego dla Ryvu (zakładamy 5,3 mln USD). Przejście do kolejnej fazy powinno uwolnić część wartości projektu poprzez zwiększenie prawdopodobieństwa sukcesu (przyjmujemy 64% prawdopodobieństwa przejścia z fazy I do fazy II).

W drugim najbardziej zaawansowanym projekcie czyli SEL120 nie spodziewamy się znaczących informacji przed końcem 2020 roku, jednak trzeba pamiętać, że tak jak w wypadku SEL24 podczas badania na ludziach mogą wystąpić różne nieprzewidziane okoliczności mogące czasowo wstrzymać bądź nawet przerwać badanie.

Spośród projektów wczesnej fazy najbardziej zaawansowany jest dualny inhibitor kinaz A2A/A2B – projekt ten jest na etapie wyboru kandydata klinicznego. Ryvu oczekuje wyboru kandydata klinicznego do końca 2019 roku, wtedy projekt może wejść w etap badań przedklinicznych. Ryvu ma w strategii zapisaną coroczną sprzedaż jednej cząsteczki na etapie badań klinicznych/przedklinicznych, w naszej opinii najbliższe takiej transakcji są projekty A2A/A2B oraz STING i do takiej transakcji może dojść w 2020 roku. Nasze prognozy nie zakładają takiej transakcji więc dodatkowe przychody z komercjalizacji jednego z tych projektów mogłyby w części lub w całości zrównoważyć bieżące koszty R&D spółki.

Równocześnie Ryvu w połowie 2020 roku powinno się przenieść do nowej siedziby budowanej w Krakowie nieopodal obecnej lokalizacji, co powinno rozwiązać problem z ograniczonym miejscem na rozwój w dotychczasowej lokalizacji oraz dzięki dodatkowemu wyposażeniu jeszcze więcej prac wykonywać we własnym zakresie bez konieczności podzlecania na zewnątrz.



Wybrane czynniki ryzyka

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

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

Ryzyko nieprzewidzianych wydarzeń i zmian harmonogramów. Ryvu ma małe doświadczenie w prowadzeniu badań przedklinicznych i klinicznych; do tej pory tylko dwa produkty osiągnęły badania kliniczne. SEL24 dostał dwukrotnie nakaz wstrzymania badań od FDA (Clinical Hold), co za każdym razem powodowało opóźnienia projektu. Co więcej w badaniu na początku brały udział tylko trzy ośrodki naukowe co powodowało wolną rekrutację pacjentów. Skutek tego jest taki, że badanie fazy I będzie trwało około trzy lata, czyli dwukrotnie dłużej niż standard rynkowy. Jest to ważne również z tego powodu, iż ochrona patentowa leku jest ograniczona czasowo, więc im dłuższa rejestracja tym krótszy czas w sprzedaży.

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



Podsumowanie prognoz finansowych

RYVU THERAPEUTICS: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

PLN mn	2016	2017	2018PF	2019P	2020P	2021P
Przychody	48.1	87.8	6.5	4.3	22.9	4.3
Koszty	64.3	90.2	56.1	75.7	88.7	91.5
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	14.9	15.1	25.2	27.3	29.9	33.0
EBITDA	2.4	17.9	-21.1	-36.2	-25.4	-43.3
EBIT	-1.2	12.6	-24.3	-44.1	-35.9	-54.1
Koszty/przychody finansowe netto	0.9	-2.0	1.2	0.7	1.1	0.7
Zysk przed podatkiem	-0.3	10.7	-23.1	-43.3	-34.8	-53.4
Podatek dochodowy	-4.0	2.9	7.9	0.0	0.0	0.0
Zyski ze wspólnych przedsięwzięć	-1.0	-1.1	20.8	0.0	0.0	0.0
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0.0	0.3	0.0	0.4	0.0	0.0
Zysk netto	2.7	6.4	-10.2	-43.7	-34.8	-53.4
Marża EBITDA (%)	5.0	20.4	-322.7	-831.9	-110.9	-996.6
Marża netto (%)	5.7	7.3	-156.0	-1005.8	-151.9	-1227.1
Wzrost przychodów(%)	17.3	82.5	-92.6	-33.4	426.7	-81.0
Wzrost EBITDA (%)	-56.4	643.9	-217.8	71.8	-29.8	70.6
Wzrost zysków netto (%)	-56.6	135.6	-258.9	329.5	-20.4	53.3

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.

RYVU THERAPEUTICS: RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH

PLN mn	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przeplwy pieniężne z działalności operacyjnej	-6.3	11.0	-36.4	-0.9	-23.9	-42.7
Zysk netto	2.7	6.4	-10.2	-43.7	-34.8	-53.4
Amortyzacja	3.6	5.2	3.2	7.9	10.5	10.7
Zmiany kapitału pracującego	4.3	0.1	-15.4	20.6	0.3	-0.1
Inne	-16.9	-0.8	-14.1	14.4	0.0	0.0
Przeplwy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-18.4	-21.5	-37.2	-5.4	-14.8	-14.9
Przeplwy pieniężne z działalności finansowej	25.0	17.6	147.9	0.0	0.0	10.0
Przeplwy pieniężne netto razem	0.3	7.0	74.2	-6.3	-38.7	-47.7

Źródło: Ryvu Therapeutics, Pekao Investment Banking S.A.



RYVU THERAPEUTICS: BILANS

PLN mn	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa obrotowe	47.7	59.9	173.2	118.2	80.7	33.5
Środki pieniężne	29.1	36.1	110.4	104.1	65.3	17.6
Należności krótkoterminowe	15.7	18.6	42.5	12.2	14.3	14.8
Zapasy	1.4	1.6	2.0	0.8	0.0	0.0
Inne	1.5	3.6	18.4	1.0	1.0	1.0
Aktywa trwałe	41.5	43.7	82.5	91.6	95.9	100.1
Rzeczowe aktywa trwałe	21.8	31.4	52.4	59.9	64.2	68.4
Wartości niematerialne i prawne	6.4	2.4	2.4	2.7	2.7	2.7
Należności długoterminowe	9.9	7.6	27.4	24.0	24.0	24.0
Inne	3.4	2.3	0.3	5.0	5.0	5.0
Zobowiązania krótkoterminowe	18.9	26.8	35.6	21.0	22.6	23.0
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	1.8	1.8	3.4	3.4	3.4	3.4
Należności	8.1	11.3	20.2	9.3	10.9	11.2
Inne	9.1	13.7	12.0	8.3	8.3	8.3
Zobowiązania długoterminowe	14.5	12.8	25.3	37.7	37.7	47.6
Kredyty i pożyczki długoterminowe	7.8	6.2	10.0	10.0	10.0	20.0
Inne	6.7	6.7	15.2	27.6	27.6	27.6
Kapitał własny	55.7	64.0	194.9	151.1	116.3	63.0
Pasywa	89.1	103.6	255.7	209.8	176.6	133.6
Dług netto (PLN mn)	-19.5	-28.2	-112.0	-90.6	-51.9	5.8
Dług netto/EBITDA (x)	-8.1	-1.6	5.3	2.5	2.0	-0.1

Źródło: Ryvu Therapeutics, 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 uwzględniania 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.pekaolib.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.pekaolib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałowych instrumentów 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 dla 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 wpływającą 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 niefizyczne (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 niefizycznie 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 19.11.2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 20.11.2019, godz. 16:10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 20.11.2019, 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