

24 May 2022

## Medicalgorithmics

### Brak opinii audytora powoduje większą niepewność

Podkreślamy, że niezależny audytor odmówił wydania opinii o skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. Naszym zdaniem niezależny audytor ma wątpliwości co do kontynuacji działalności spółki i nie ma pewności co do liczb przedstawionych w rocznym sprawozdaniu finansowym. Co więcej, pomimo tego, że spółka podpisała umowę kredytową i opcję kupna z potencjalnym „nabywcą”, nadal widzimy wysokie ryzyko dużych kłopotów bilansowych w 2022e. Biorąc pod uwagę oba czynniki, **nie jesteśmy w stanie przygotować rzetelnych prognoz i wyceny akcji spółki. Dlatego ze skutkiem natychmiastowym nasza rekomendacja, cena docelowa i prognozy przedstawione w naszym raporcie z dnia 31 marca 2022 r. nie powinny być uwzględniane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych dot. akcji spółki Medicalgorithmics.**

Ponadto, zgłoszona liczba wniosków nie wykazuje oznak poprawy oczekiwanej w naszym poprzednim raporcie. Spółka YTD zgłosiła całkowitą liczbę wniosków na poziomie 25,0 tys. (-12% r/r) i zrealizowała 28% naszej prognozy na 2022e przedstawionej w naszym poprzednim raporcie z marca 2022 roku. W tym samym okresie liczba wniosków o wysokiej marży (MCT, Event monitoring, rozszerzony holter) wyniosła 19,0 tys. (płasko r/r) i zrealizowała 29% naszej prognozy na 2022e. Nisko-marżowe roszczenia (holter, hook-ups i inne) osiągnęły poziom 6,0 tys. (-37% r/r), tj. 28% naszej prognozy na 2022e przedstawionej w poprzednim raporcie.

Z drugiej strony wydane ostatnio raporty bieżące dotyczące kredytu i opcji kupna wydają się wspierać sytuację spółki. 18 maja Medicalgorithmics podpisało umowę pożyczki z podmiotem, który udzieli Medi-Lynx pożyczki w wysokości 2,5 mln USD. W tym samym dniu spółka podpisała umowę opcji kupna, która daje „Kupującemu” prawo do zakupu wybranych aktywów Medi-Lynx za 3,5 mln USD. Obie umowy oceniamy pozytywnie, ponieważ umowa pożyczki powinna zapewnić płynność na najbliższe miesiące, a umowa opcji kupna, jeśli zostanie wykonana, pozwoli spółce powrócić do modelu biznesowego, który działał dobrze przed przejściem Medi-Lynx. Ponieważ jednak nie możemy być pewni, że opcja kupna zostanie zrealizowana, nadal widzimy duże ryzyko problemów bilansowych w 2022 roku.

**Cena docelowa**
**n.a.**
**Potencjał zmiany**
**n.a.**

Cena na 23 maja 2022

PLN 8.6

**Względna cena akcji vs. WIG**


### NADCHODZĄCE WYDARZENIA

Wyniki 1Q22	30 Maja
Wyniki 2Q22	29 Września

### DANE SPÓŁKI

Bloomberg	MDG PW
Free float (%)	48.04
Kapitalizacja (PLNm) mn	43
Liczba akcji (mn)	5.0

Udziałowcy	OFE PZU 14.5%
	MIRI Capital Management 10.4%
	OFE NN 12.2%
	Marek Dziubiński 9.8%

**Marcin Gornik**

+48 691 701 088

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



## Spis treści

Ryzyka.....	3
Ostatnie wydarzenia .....	5
Zastrzeżenia prawne.....	8



## Ryzyka

**Ryzyko związane ze sprawozdaniem finansowym firmy.** Podkreślamy, że niezależny audytor odmówił wydania opinii do skonsolidowanego sprawozdania finansowego spółki. Poniżej przedstawiamy oświadczenie niezależnego audytora:

„Nie wyrażamy opinii o załączonym rocznym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. Pomimo uzyskania wystarczających i odpowiednich dowodów badania odnośnie każdej z niepewności opisanych w sekcji Podstawa odmowy wyrażenia opinii, nie jest możliwe, aby sformułować opinię na temat załączonego rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego ze względu na potencjalne wzajemne oddziaływanie tych niepewności i ich możliwy skumulowany wpływ na to roczne sprawozdanie finansowe.”

Jako podstawę odmowy wyrażenia opinii niezależny biegły rewident wskazuje między innymi następujące kwestie związane z kontynuacją działalności spółki:

- Konieczność pozyskania minimum 4-6 mln USD w ciągu dwóch miesięcy
- W przypadku pozyskania finansowania dla Medi-Lynx konieczność osiągnięcia założonego tempa wzrostu przychodów generowanych w Medi-Lynx przy zachowaniu założonego poziomu kosztów działania Grupy Kapitałowej
- Zdolność Jednostki Dominującej do kontynuacji działalności uzależniona jest również od przyszłej działalności Banku Millennium jako pożyczkodawcy w zakresie dalszego finansowania. Bank może wypowiedzieć umowę w przypadku pogorszenia się lub utraty przez kredytobiorcę zdolności kredytowej
- Oceniając możliwość kontynuowania działalności przez Spółkę Dominującą oraz przeprowadzając test na utratę wartości bilansowej wartości niematerialnych w Spółce Dominującej, Zarząd przyjął, że Spółka Dominująca będzie w stanie kontynuować działalność w oparciu o przepływy pieniężne generowane przez sprzedaż poza Grupę. Założenia testu na utratę wartości zakładają 102% wzrost przychodów ze sprzedaży poza Grupę do 2026 roku.

Zdaniem Polskiej Izby Biegłych Rewidentów odstępianie od wyrażenia opinii jest związane z oceną biegłego rewidenta, że rozległość wpływu lub możliwy wpływ na sprawozdanie finansowe

jest istotny i rozległy lub nie jest możliwe uzyskanie wystarczających i odpowiednich dowodów badania. ([link](#))

### Opinia Polskiego Instytutu Biegłych Rewidentów

Rodzaj sprawy powodującej modyfikację	Osąd biegłego rewidenta na temat rozległości wpływu lub możliwego wpływu na sprawozdanie finansowe	
	Istotny, ale nie rozległy	Istotny i rozległy
Sprawozdanie finansowe jest istotnie zniekształcone	Opinia z zastrzeżeniem	Opinia negatywna
Brak możliwości uzyskania wystarczających i odpowiednich dowodów badania	Opinia z zastrzeżeniem	Odmowa wydania opinii

Źródło: Polski Instytut Biegłych Rewidentów, Pekao Equity Research

Naszym zdaniem niezależny audytor ma wątpliwości co do kontynuacji działalności spółki i w związku z tym nie ma pewności co do wielkości przedstawionych w sprawozdaniu finansowym. **W efekcie na podstawie liczb przedstawionych w sprawozdaniach finansowych spółki nie jesteśmy w stanie sporządzić rzetelnej prognozy i wyceny akcji spółki.**

**Ryzyko niewypłacalności.** Jeśli firma nie podpisze umowy z „kupującym”, widzimy duże ryzyko niewypłacalności w najbliższych miesiącach.

Spółka zasygnalizowała zwiększenie potrzeb finansowych na kontynuację strategii w 2022 roku z 3-5 mln USD do 4-6 mln USD. Podpisując umowę z potencjalnym „kupującym” spółka zabezpieczyła kredyt w wysokości 2,5 mln USD, który ma być spłacony do końca listopada 2022 roku, jeśli „nabywca” nie skorzysta z opcji kupna wybranych aktywów Medi-Lynx (patrz rozdział Ostatnie wydarzenia). Ponieważ nie możemy być pewni, że „kupujący” skorzysta z tej opcji, nadal widzimy wysokie ryzyko niewypłacalności spółki w 2022e. **Z tego powodu nie jesteśmy w stanie przygotować rzetelnych prognoz i wyceny akcji spółki.**

**Ryzyko spadku średniej ceny w USA.** Od czasu decyzji o przejściu na model sieciowy spółka odnotowała spadek r/r średniej ceny wniosków, dodatkowo spotęgowany efektem pandemii Covid-19 w postaci pogorszenia miksu produktowego.



**Ryzyko nowej konkurencji.** Jak na każdym rynku opartym na nowych technologiach, widzimy ryzyko pojawienia się nowego gracza z przewagą technologiczną. Przykładem jest negatywna reakcja rynku na zapowiedź Apple wyposażenia iWatch w moduł do testowania EKG.

**Ryzyko wystąpienia sytuacji politycznej i gospodarczej w USA.** Stany Zjednoczone to największy rynek opieki zdrowotnej na świecie, silnie wspierający innowacyjne rozwiązania. Dzięki temu usługi takie jak monitoring zdarzeń czy telemetria są tam refundowane. Stany Zjednoczone są jedynym rynkiem na świecie, na którym refundowane są obie usługi. Ewentualna decyzja o zmianie stawek refundacji, tempo pandemii Covid-19 może znacząco wpłynąć na przychody z tego rynku.

**Ryzyko prawne i regulacyjne.** Medicalgorithmics czerpie swoje przychody w dużej mierze od ubezpieczycieli zdrowotnych. Przychód opiera się na wycenie indywidualnych refundowanych usług medycznych. Ubezpieczyciele mogą zdecydować się na zmianę stawek zwrotu, co postrzegamy jako ryzyko dla MDG. Z drugiej strony zwrot kosztów monitorowania zdarzeń lub telemetrii w kraju innym niż Stany Zjednoczone byłby okazją do dodatkowego źródła dochodu.

## Ostatnie wydarzenia

### Pożyczka i opcja kupna aktywów Medi-Lynx

18 maja Spółka poinformowała, że „Kupujący” i Medi-Lynx podpisały umowę pożyczki, na podstawie której „Kupujący” udzieli Medi-Lynx pożyczki do kwoty 2,5 mln USD na następujących warunkach:

- 300 tys. USD zostanie przelane do Medi-Lynx w dniu zawarcia umowy pożyczki
- 800 tys. USD zostanie przekazane spółce przez „Kupującego” jako płatności za usługi i sprzęt dostarczony przez Spółkę do Medi-Lynx w poprzednim miesiącu
- Kolejne dwie transze, 800 tys. USD i 600 tys. USD, zostaną przekazane przez Kupującego jako płatności za usługi i sprzęt dostarczony przez Spółkę do Medi-Lynx w ciągu najbliższych 30 i 60 dni.
- Oprocentowanie pożyczki wynosi 10% w skali roku.
- Pożyczka musi zostać spłacona do 30 listopada 2022 roku.



W dniu 18 maja Spółka poinformowała, że zawarła z „Kupującym” umowę opcji kupna wybranych aktywów Medi-Lynx na następujących warunkach:

- Kupujący będzie miał możliwość zakupu wybranych aktywów Medi-Lynx za kwotę 3,5 mln USD
- Kupujący będzie mógł skorzystać z opcji w ciągu 60 dni po zaksięgowaniu pierwszej transzy pożyczki na koncie firmy.
- Jeżeli kupujący skorzysta z opcji kupna, Spółka podpisze z „Kupującym” Umowę Wsparcia dotyczącą usług wsparcia i sprzedaży urządzeń. Usługi wsparcia będą świadczone w cenie 666 tys. USD miesięcznie przez pierwsze 6 miesięcy, a następnie 500 tys. USD miesięcznie. Urządzenie Pocket ECG będzie sprzedawane w cenie 400 USD za urządzenie w ilości ok. 500 miesięcznie.

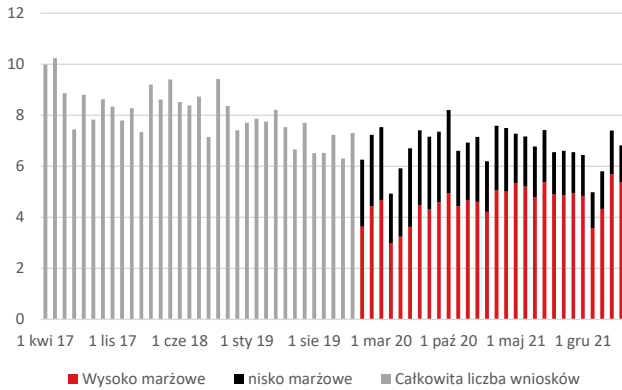
Wygląda na to, że firma w końcu znalazła podmiot, który chce udzielić pożyczki. Jednak kwota 2,5 mln USD naszym zdaniem nie wystarczy na zaspokojenie wszystkich potrzeb płynnościowych w 2022e, które szacowane są przez spółkę na 4-6 mln USD. Co więcej, jeśli opcja kupna nie zostanie wykonana, spółka będzie musiała zwrócić pożyczkę do końca listopada 2022 r., a Medicalgorithmics będzie musiała znaleźć nowe finansowanie dłużne.

Jednak w przypadku skorzystania z opcji kupna Medicalgorithmics będzie mógł robić interesy w USA tak jak przed zakupem Medi-Lynx, tj. firma będzie sprzedawać klientom tylko swoje urządzenia i usługi wsparcia.

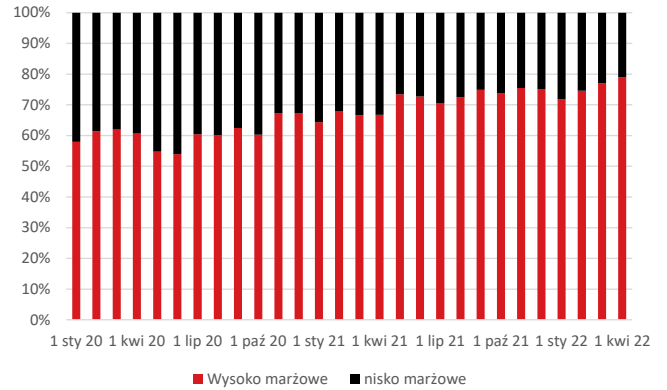
### **Miesięczna liczba wniosków**

Zgłoszona liczba wniosków nie wykazuje oznak poprawy oczekiwanej w naszym poprzednim raporcie. Spółka YTD zgłosiła całkowitą liczbę wniosków w wysokości 25,0 tys. (-12% r/r) i zrealizowała 28% naszej prognozy na 2022e przedstawionej w naszym poprzednim raporcie z marca 2022 roku. W tym samym okresie liczba wniosków o wysokiej marży (MCT, Event monitoring, Extended holter) wyniosła 19,0 tys. (płasko r/r) - 29% naszej prognozy na 2022e. Nisko-marżowe wnioski (holter, hook-ups i inne) osiągnęły poziom 6,0 tys. (-37% r/r), tj. 28% naszej prognozy na 2022e przedstawionej w poprzednim raporcie. Pozytywną stroną zgłaszanych wniosków jest ich struktura, która wyraźnie się poprawia. Wnioski z wysokimi marżami YTD stanowiły 76% łącznej liczby wniosków (wobec 66% rok temu), w porównaniu do 75% prognozowanych w naszym poprzednim raporcie z marca.

**Liczba wniosków Medi-Lynx (tysiące) – 2017-4M22**



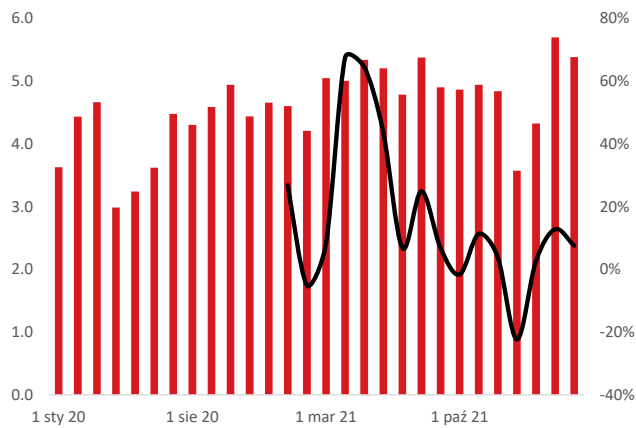
**Struktura wniosków (%) Medi-Lynx – 2019 - 4M22**



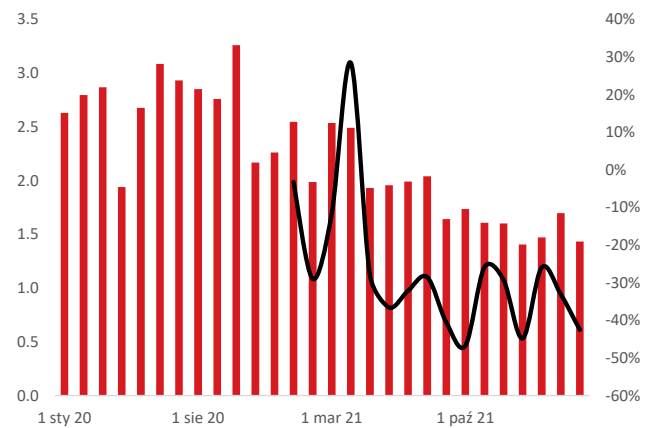
Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

**Liczba wniosków wysoko-marżowych (tysiące) i wzrost (% , rhs) 2017-4M22**



**Liczba wniosków nisko-marżowych (tysiące) i wzrost (% , rhs) 2017-4M22**



Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

Źródło: Spółka, Pekao Equity Research

## ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA PUBLIKACJĘ:

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

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

Niniejsza analiza inwestycyjna („Raport”) została przygotowana przez BM w ramach **Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.** („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, ani częścią usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi.

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

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

BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z niej nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynniki ryzyka. Omawiane instrumenty finansowe mogą podlegać wahaniom pod względem ceny lub wartości. Inwestorzy mogą odzyskać mniej, niż zainwestowali. Zmiany kursów walutowych mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Ponadto wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ryzyko związane z inwestycją w omawiany instrument finansowy nie zostało w całości wyjaśnione w niniejszym dokumencie. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej [www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie](http://www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie)

## INFORMACJE DOTYCZĄCE REKOMENDACJI:

Niniejsza analiza inwestycyjna ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

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

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



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

#### **UJAWNIEŃ W OBREBIE POTENCJALNYCH KONFLIKTÓW INTERESÓW:**

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

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

Słownik:

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

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

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

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

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

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

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

Analitycy mogą odnosić się do jednej lub kilku firm w swoich analizach. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie dostarczali informacji do tej analizy. Analiza inwestycyjna nie została ujawniona żadnemu emitentowi papierów wartościowych przez datę jej pierwszej publikacji.

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

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

<b>Imię i nazwisko</b>	<b>Stanowisko</b>	<b>Instrument</b>	<b>Liczba akcji</b>	<b>Pozycja (długa/krótka)</b>	<b>Średnia cena transakcji</b>	<b>Daty transakcji</b>
Marcin Górnik	Ekspert, Analityk	Medicalgorit hmics	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 zawarze 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 trypoziomowego systemu rekomendacji dla akcji objętych naszym pokryciem analitycznym: Kup, Trzymaj lub Sprzedaj (definicje poniżej):

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

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

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

Stosujemy również trzy dodatkowe kategorie:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji aktywów spółki.

NWZA – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy