

- Wyniki w 4 kwartale 2015 r. lekko przekroczyły nasze oczekiwania.
- Selvita pozyskała dotację z NCBiR (PLN29.9m) i podpisała kolejną umowę z Merck.
- Podnosimy naszą cenę docelową z PLN26 do PLN27.

## Osiągając kolejne kamienie milowe

Aktualizujemy naszą wycenę po wynikach za 2015 r., uwzględniając ostatnio pozyskaną dotację z NCBiR (PLN29.9m) oraz zawartą umowę z Merck, która dodaje PLN0.5/akcję do naszej wyceny. Wyniki za 4 kw. 2015 r. lekko przekroczyły nasze oczekiwania - znorm. EBITDA wyniosła PLN2.8m, wzrosła o 29% r/r i była o 4% wyższa od naszej prognozy. Na konferencji po wynikach zarząd podtrzymał cele na 2016 r. – osiągnięcie co najmniej 30% wzrostu w Usługach i podpisanie dużego kontraktu partneringowego. Podnosimy naszą 12M cenę docelową z PLN26/akcję do PLN27/akcję.

Wyniki za 4 kw. 2015 r. były lekko powyżej naszych szacunków. Przychody w 4Q15 wyniosły PLN17.2m, wzrosły o 40% r/r i były o 1% wyższe od szacunkowych przychodów opublikowanych w styczniu. Po znormalizowaniu o niegotówkowe koszty programu motywacyjnego (PLN4.4m), znorm. EBITDA wyniosła PLN2.8m, wzrost o 29% r/r i była o 4% wyższa od naszej prognozy.

Backlog przychodów komercyjnych na 2016 r. wzrósł o 22% od stycznia i wynosi PLN27.2m. Według stanu na 21 marca, backlog na 2016 r. wyniósł PLN35.3m, wzrost o 11% w porównaniu z backlogiem na 2015 r. z marca 2015 r. Backlog przychodów komercyjnych wzrósł w stosunku do backlogu opublikowanego w styczniu o 22% i jednocześnie stanowi już 47% naszej rocznej prognozy. Backlog Usług wynosi PLN17.2m (wzrost o 119% r/r), backlog Innowacji wynosi PLN10m (wzrost o 1% r/r), a backlog dotacji PLN8.1m (spadek o 43% r/r).

Usługi – W 2016F prognozujemy EBITDA PLN8.5m, wzrost o 48% r/r. Zarząd Selvity podtrzymuje cel wzrostu segmentu Usługi o co najmniej 30% w 2016 r. Spółka zamierza wynająć w Poznaniu 500m<sup>2</sup> powierzchni w tym roku, liczy na drugie tyle w 2017 r. Spośród ostatnio otwartych oddziałów zagranicznych, biuro w Bostonie ma dodatni wynik, Cambridge jest blisko progu rentowności, a San Francisco zaczyna podpisywać pierwsze zlecenia. Pozostawiamy nasze prognozy segmentu Usług bez istotnych zmian – w 2016F prognozujemy przychody na poziomie PLN35m (wzrost o 29% r/r) oraz EBITDA w wysokości PLN8.5m (wzrost o 48% r/r).

Innowacje – nowa dotacja z NCBiR (PLN29.9m), kolejna umowa z Merck. W Innowacjach, uwzględniamy w prognozach pozyskaną dotację z NCBiR oraz kontrakt z Merck, który dodaje do naszej wyceny PLN0.5/akcję. Podnosimy prognozę przychodów na 2016F o 11% do PLN40m (wzrost o 39% r/r). Obniżamy prognozę EBITDA Innowacji o 9% do PLN5m (wzrost o 21% r/r) ze względu na ujęcie w prognozie kosztów nakładów na projekt spersonalizowanej terapii nowotworów litych (dotacja pokrywa 75% kosztów).

Wycena. Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts na PLN27/akcję (vs. PLN26/akcję poprzednio). Wyceniamy segment Usługi metodą DCF na PLN13.5/akcję (vs. PLN13 poprzednio) oraz segment Innowacje metodą rNPV na PLN9.4/akcję (vs. PLN9.2 poprzednio).

### Selvita: Prognozy finansowe (PLNm)

	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Przychody	21.7	41.3	55.7	75.0	72.6	89.8
EBIT	-2.2	5.3	2.1	3.9	4.1	19.7
EBITDA	-0.1	7.6	5.5	8.0	9.1	25.0
Znorm. EBITDA	-0.1	7.6	10.2	13.9	9.7	25.0
Znorm. zysk netto	-2.4	5.4	7.0	8.4	4.9	18.2
PER (x)	n/m	56.0	43.0	36.5	63.6	17.3
EV/EBITDA (x)	n/m	39.0	27.1	20.4	29.3	11.0

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	27.0
Cena bieżąca (PLN)	22.9
Potencjał wzrostu/spadku	18%
Min (52T)	14.6
Max (52T)	25.7
Liczba akcji (m)	13.1
Kapitalizacja (PLNm)	300.0
Gotówka netto (2016F, PLNm)	23.8
EV (2016, PLNm)	283.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.2

Akcjonariat		%
Paweł Przewięźlikowski	41.4/52.0%	
Bogusław Sieczkowski	6.9/8.5%	
Tadeusz Wesołowski	9.3/7.1%	
(bezpośrednio i pośrednio)		
Inni członkowie zarządu i RN	9.4/7.2%	
Pozostali	32.9/25.2%	

### Opis spółki

Selvita jest badawczo-rozwojową spółką biotechnologiczną działającą w obszarze leków innowacyjnych. Model biznesowy spółki składa się z dwóch segmentów: (1) Innowacje – własne projekty badawcze w zakresie innowacyjnych leków, oraz (2) Usługi – działalność usługowa na rzecz klientów zewnętrznych, w szczególności z branży farmaceutycznej i biotechnologicznej. Selvita zatrudnia ponad 315 specjalistów z obszaru medycyny, chemii, farmacji, biologii molekularnej, biotechnologii i informatyki oraz wynajmuje 2,700m<sup>2</sup> powierzchni badawczej.

### Selvita vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Beata Szparaga, CFA**  
(+48) 22 378 9169  
Beata.Szparaga@vestor.pl

**Selvita: Prognozy finansowe**

Rachunek zysków i strat (PLNm)							Selvita: Przychody (2013-18F, PLNm)						
	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F							
<b>Przychody</b>	<b>21.7</b>	<b>41.3</b>	<b>55.7</b>	<b>75.0</b>	<b>72.6</b>	<b>89.8</b>							
Innowacje	10.7	23.9	28.7	40.0	28.9	34.9							
Dotacje	7.4	11.2	13.3	16.8	15.0	15.4							
Partnering	3.2	12.7	15.4	23.2	13.8	19.5							
Usługi	11.1	17.4	27.0	35.0	43.7	54.9							
Dotacje	1.2	1.3	1.4	0.9	1.0	1.1							
Przychody z usług	9.8	16.1	25.6	34.1	42.7	53.8							
<b>EBITDA</b>	<b>-0.1</b>	<b>7.6</b>	<b>5.5</b>	<b>8.0</b>	<b>9.1</b>	<b>25.0</b>							
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>-0.1</b>	<b>7.6</b>	<b>10.2</b>	<b>13.9</b>	<b>9.7</b>	<b>25.0</b>							
Usługi	2.1	3.2	5.8	8.5	10.8	12.7							
Innowacje	-2.4	4.3	4.1	5.0	-1.4	11.9							
Pozostałe	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3							
Amortyzacja	2.1	2.4	3.4	4.1	5.0	5.3							
<b>EBIT</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.3</b>	<b>2.1</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>19.7</b>							
Przychody finansowe netto	-0.2	0.2	0.7	0.3	0.3	0.5							
Podatek	0.0	0.4	3.4	-0.6	0.0	-1.9							
<b>Zysk netto</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.9</b>	<b>6.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>18.2</b>							
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.4</b>	<b>7.0</b>	<b>8.4</b>	<b>4.9</b>	<b>18.2</b>							
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>							
Rzeczowe aktywa trwałe	4.9	6.8	8.6	9.3	8.9	9.0							
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2							
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5.3	4.8	28.8	35.6	42.6	51.4							
Zaliczki z dotacji	3.9	2.0	5.2	5.2	5.2	5.2							
Pozostała gotówka	1.4	2.8	23.7	30.4	37.4	46.3							
Należności krótkoterminowe	5.2	10.3	18.0	25.1	24.7	32.1							
Zapasy	0.4	0.7	1.2	1.5	1.6	1.6							
Inne aktywa obrotowe	0.3	1.5	0.6	0.8	0.8	1.0							
<b>Aktywa</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>65.2</b>	<b>80.4</b>	<b>86.7</b>	<b>103.3</b>							
Dług krótkoterminowy	0.3	0.5	0.3	6.3	7.4	4.8							
Zobowiązania handlowe	3.1	6.7	5.3	8.1	7.6	6.4							
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0							
Dług długoterminowy	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>							
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1							
Rezerwy	2.2	2.9	3.5	4.7	4.6	5.6							
<b>Kapitał własny</b>	<b>3.4</b>	<b>9.3</b>	<b>46.9</b>	<b>51.2</b>	<b>56.3</b>	<b>74.5</b>							
<b>Pasywa</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>65.2</b>	<b>80.4</b>	<b>86.7</b>	<b>103.3</b>							
Dług netto*	-1.0	-2.2	-23.1	-23.8	-29.7	-41.1							
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>							
<b>Zysk netto</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.9</b>	<b>6.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>18.2</b>							
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.7	-1.6	-8.8	-4.6	-0.3	-8.6							
Amortyzacja	2.1	2.4	3.4	4.1	5.0	5.3							
Dotacje	-2.1	-4.1	-13.5	-17.7	-16.1	-16.4							
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-7.2</b>	<b>-4.9</b>	<b>-16.4</b>	<b>-13.1</b>	<b>-6.6</b>	<b>-0.1</b>							
Nakłady inwestycyjne	-2.2	-3.6	-5.2	-4.8	-4.6	-5.4							
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.7</b>							
Zmiany zadłużenia netto	0.0	-0.6	-0.5	6.0	1.1	-2.6							
Dotacje	9.6	8.5	19.3	17.7	16.1	16.4							
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>9.5</b>	<b>8.0</b>	<b>45.1</b>	<b>23.9</b>	<b>17.3</b>	<b>13.7</b>							
Zmiana stanu gotówki	<b>0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>24.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.6</b>	<b>8.8</b>							
<b>Wskaźniki</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>							
<b>Dynamiki wzrostu</b>													
Wzrost przychodów (%)	35.7%	89.9%	35.0%	34.6%	-3.2%	23.6%							
Wzrost EBITDA (%)	n.d.	n.d.	-27.8%	45.9%	13.8%	173.1%							
Wzrost zysku netto (%)	n.d.	n.d.	7.2%	-41.5%	22.0%	306.8%							
<b>Marże</b>													
Marża EBITDA (%)	-0.7%	18.5%	9.9%	10.7%	12.6%	27.8%							
Marża EBIT (%)	-10.2%	12.8%	3.7%	5.2%	5.7%	21.9%							
Znorm. marża netto (%)	-11.2%	13.0%	12.5%	11.2%	6.8%	20.3%							
<b>Na akcję</b>													
Liczba akcji (m)	10.5	10.5	13.1	13.4	13.8	13.8							
Zysk na akcję (PLN)	-0.2	0.6	0.5	0.3	0.3	1.3							
Wartość księgowa na akcję (PLN)	0.3	0.9	3.6	3.8	4.1	5.4							
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)	-0.2	0.3	-0.3	0.8	0.4	1.6							
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>													
Dług netto/EBITDA (x)	n.d.	-0.3	-4.2	-3.0	-3.3	-1.6							
Dług netto/Kapitał własny (x)	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6							
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	2.9	2.2	8.7	4.4	4.7	7.7							
ROA (%)	n.d.	26.0%	13.6%	5.0%	5.4%	19.2%							
ROIC (%)	n.d.	82.8%	52.4%	16.1%	7.8%	24.7%							
ROE (%)	n.d.	92.4%	22.3%	7.5%	8.3%	27.8%							
<b>Wycena</b>													
PER (x)	n.d.	56.0	43.0	36.5	63.6	17.3							
EV/ EBITDA (x)	n.d.	39.0	27.1	20.4	29.3	11.0							
EV/Sprzedż (x)	11.0	7.2	5.0	3.8	3.9	3.1							
P/BV (x)	70.2	32.4	6.4	6.0	5.6	4.2							
Stopa FCF (%)	-1.0%	1.2%	-1.2%	3.6%	1.8%	0.0%							

\*Gotówka netto wyłączając otrzymane zaliczki z dotacji

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Nadchodzące wydarzenia**

 12 maja 2016 r. Wyniki za 1 kw. 2016 r.  
 30 sierpnia 2016 r. Wyniki za 2 kw. 2016 r.  
 9 listopada 2016 r. Wyniki za 3 kw. 2016 r.

**Główne ryzyka dla naszej rekomendacji**

Za główne ryzyka dla naszej rekomendacji uważamy:

- (1) Ryzyko makroekonomiczne, trendów w partneringu i biotechnologii;
- (2) Niepowodzenie projektów innowacyjnych;
- (3) Ryzyko związane z patentami;
- (4) Dostępność dotacji;
- (5) Ryzyko walutowe;
- (6) Konkurencję - zarówno w segmencie usług, jak i konkurencję ze strony innych leków innowacyjnych;
- (7) Podaż akcji - w czerwcu 2015 wygaśł lock-up na akcjach Pana Tadeusza Wesółowskiego, a w grudniu 2015 - na akcjach Panów Pawła Przewięlikowskiego - prezesa i Bogusława Sieczkowskiego - wiceprezesa.

## Omówienie wyników za 4 kw. 2015 r.

- Przychody wyniosły PLN17.2m, wzrost o 40% r/r i były o 1% wyższe od szacunkowych przychodów opublikowanych w styczniu.
- EBITDA raportowana była ujemna i wyniosła PLN1.6m (vs. dodatnia EBITDA PLN2.1m w 4Q14). W kosztach ujęto PLN4.4m niegotówkowych kosztów zw. z programem motywacyjnym (wycena opcji). Po znormalizowaniu o te koszty, szacujemy znorm. EBITDA PLN2.8m, wzrost o 29% r/r i 4% powyżej naszej prognozy.
- EBIT Usług wyniósł PLN1.6m (wzrost o 387% r/r), 27% powyżej naszej prognozy. EBIT Innowacji wyniósł PLN0.2m (spadek o 76% r/r), zgodnie z naszą prognozą – zakładaliśmy wzrost nakładów na projekty we wczesnej fazie.
- Zysk netto wyniósł PLN1.4m, a po skorygowaniu o niegotówkowe koszty programu motywacyjnego i rozpoznane aktywo podatkowe (PLN4m), szacujemy znorm. zysk netto PLN1.7m, wzrost o 22% r/r, 14% powyżej naszych szacunków.
- Wg stanu na 21 marca, backlog na 2016 r. wyniósł PLN35.3m, wzrost o 11% w porównaniu z backlogiem na 2015 r. z marca 2015 r. Backlog przychodów komercyjnych wzrósł w stosunku do backlogu opublikowanego w styczniu o 22% i jednocześnie stanowi 47% naszej rocznej prognozy, co uważamy za wysoki poziom.

**Tabela 1. Selvita: Wyniki za 4Q15 (PLNm)**

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	% YoY	4Q15F	wynik vs. Vestor DM
<b>Przychody</b>	<b>12.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>	<b>14.0</b>	<b>17.2</b>	<b>40%</b>	<b>16.9</b>	<b>1%</b>
EBITDA	2.1	1.9	2.8	2.5	-1.6	-175%	2.7	n/m
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>29%</b>	<b>2.7</b>	<b>4%</b>
EBIT	1.4	1.1	1.9	1.4	-2.4	-273%	1.5	n/m
Znorm. EBIT	1.4	1.1	1.9	1.8	2.0	45%	1.5	28%
Innowacje	1.0	0.8	1.0	0.9	0.2	-76%	0.2	0%
Usługi	0.3	0.2	0.8	0.8	1.6	387%	1.3	27%
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	49%	0.1	7%
<b>Zysk netto</b>	<b>1.9</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>-27%</b>	<b>1.5</b>	<b>-8%</b>
<b>Znorm. Zysk netto</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>22%</b>	<b>1.5</b>	<b>14%</b>

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody wyniosły PLN17.2m, wzrost o 40% r/r i były 1% powyżej szacunkowych przychodów opublikowanych w styczniu. Przychody z usług wyniosły PLN9.1m, wzrost o 71% r/r i były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przychody z partneringu były na poziomie PLN4.4m, wzrost o 27% r/r, 6% powyżej naszej prognozy. Przychody z dotacji wyniosły PLN3.7m, wzrost o 6% r/r, zgodnie z szacunkowymi przychodami z początku stycznia.

EBITDA raportowana była ujemna i wyniosła PLN1.6m (vs. dodatnia EBITDA PLN2.1m w 4Q14). W kosztach ujęto PLN4.4m niegotówkowych kosztów zw. z programem motywacyjnym (wycena opcji), których się spodziewaliśmy, jednak nie szacowaliśmy ich w swojej prognozie. Po znormalizowaniu o te koszty, szacujemy znorm. EBITDA PLN2.8m, wzrost o 29% r/r i 4% powyżej naszej prognozy przez niższe niż prognozowaliśmy koszty usług obcych i świadczeń pracowniczych. Amortyzacja wyniosła PLN0.8m, była niższa niż zakładaliśmy (PLN1.1) i jednocześnie niższa niż w 3Q15 (PLN1m). W konsekwencji, znorm. EBIT wyniósł PLN2m, wzrost o 45% r/r, 28% powyżej naszej prognozy. EBIT Innowacji wyniósł PLN0.2m (spadek o 76% r/r), zgodnie z naszą prognozą. EBIT Usług wyniósł PLN1.6m (wzrost o 387% r/r), 27% powyżej naszej prognozy.

Przychody finansowe netto wyniosły PLN0.3m. Podatek był dodatni i wyniósł PLN3.4m – uwzględniając rozpoznane aktywo podatkowe z tytułu obecności w SSE na poziomie PLN4m (nie zakładaliśmy tej pozycji w naszej prognozie). W konsekwencji, raportowany zysk netto wyniósł PLN1.4m, a po skorygowaniu o niegotówkowe koszty programu motywacyjnego i rozpoznane aktywo podatkowe, szacujemy znorm. zysk netto PLN1.7m, wzrost o 22% r/r, 14% powyżej naszych szacunków.

Cash flow operacyjny w 4Q15 był ujemny i wyniósł PLN6.5m (vs. neutralny cash flow operacyjny w 4Q14). Zwracamy uwagę na fakt, że przy kalkulacji przepływów operacyjnych dotacje występują ze znakiem minus (są odejmowane od zysku netto), natomiast ze znakiem plus (PLN2.4m w 4Q15 vs. brak otrzymanych dotacji w 4Q14) są ujmowane w przepływach finansowych. Poza tym aspektem księgowym, pogorszenie przepływów operacyjnych w 4Q15 było spowodowane wzrostem należności (należność za kamień milowy osiągnięty w grudniu i rozliczenie research funding w jednej z umów partneringowych) oraz skróceniem cyklu rotacji zobowiązań z powodu zakończenia poprzedniej perspektywy unijnej (konieczności uregulowania do końca roku zobowiązań za materiały i usługi obce współfinansowane z dotacji).

Gotówka netto wyniosła PLN28.2m (vs. PLN4.1m w 4Q14 i vs. PLN35m w 3Q15). Gotówka na bilansie uwzględnia PLN5.1m zaliczek na dotacje (vs. PLN2.3m w 4Q14).

Wg stanu na 21 marca 2016 r., backlog na 2016 r. wyniósł PLN35.3m, wzrost o 11% w porównaniu z backlogiem na 2015 r. z marca 2015 r. Backlog przychodów komercyjnych wzrósł w stosunku do backlogu opublikowanego w styczniu o 22% i jednocześnie stanowi już 47% naszej rocznej prognozy, co uważamy za wysoki poziom. Backlog Usług wynosi PLN17.2m (wzrost o 119% r/r), backlog Innowacji wynosi PLN10m (wzrost o 1% r/r), a backlog dotacji PLN8.1m (spadek o 43% r/r).

W 4Q15 skapitalizowano na bilansie PLN0.7m nakładów (netto po dotacjach) na SEL24 i SEL120.

#### **Podsumowanie**

Po znormalizowaniu o niegotówkowe koszty programu motywacyjnego, EBITDA w 4 kwartale była o 4% wyższa od naszej prognozy ze względu na niższe niż prognozowaliśmy koszty usług obcych i świadczeń pracowniczych. Znorm. zysk netto pobił naszą prognozę o 14% dodatkowo przez niższą niż zakładaliśmy (i jednocześnie niższą niż w 3Q15) amortyzację. Podsumowując, wyniki oceniamy neutralnie, jednak pozytywnie zaskoczył nas wzrost backlogu przychodów komercyjnych.

# Ostatnie wydarzenia

## Kluczowe informacje z konferencji

W dniu 22 marca odbyła się konferencja dla inwestorów indywidualnych, a w dniu 31 marca miały miejsce spotkania z inwestorami instytucjonalnymi. Podsumowanie najważniejszych informacji prezentujemy poniżej.

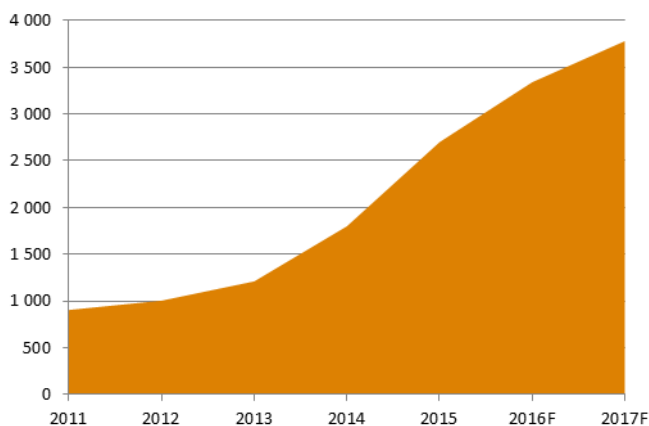
**SEL24.** Spółka otrzymała wstępne wyniki toksykologii na dwóch gatunkach zwierząt, które potwierdziły satysfakcjonujące okno terapeutyczne. Wszystko wskazuje na to, że w kwietniu zostanie złożony wniosek do FDA o zgodę na rozpoczęcie I fazy badań klinicznych. Na przełomie lipca i sierpnia mogłaby się rozpocząć I faza badań w 3 szpitalach w USA. Miały już miejsce wstępne rozmowy z FDA i szpitalami i feedback był pozytywny.

**SEL120.** Badania toksykologiczne na małpach zostały zakończone pozytywnie, okno terapeutyczne (dawka skuteczna, która jest jeszcze bezpieczna) wydaje się być wystarczające. W połowie 2016 r. projekt może wejść do fazy przygotowania do badań klinicznych (IND-enabling studies), a do I fazy klinicznej pod koniec 2017 r. W marcu Merck & Co podpisał kontrakt partneringowy z Harvardem na ich inhibitor CDK8 w fazie przedklinicznej (upfront payment US\$20m, inne parametry nie zostały ujawnione), co zdaniem zarządu oznacza, że są dobre argumenty sprzedażowe dla SEL120.

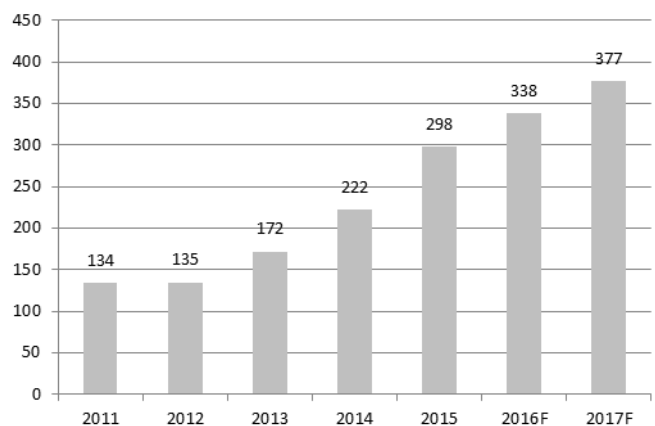
**Partnering.** Spółka cały czas prowadzi rozmowy o partneringu SEL24, SEL120 i mniej zaawansowanych projektów, chciałaby w tym roku podpisać co najmniej jeden kontrakt partneringowy. Jeżeli chodzi o SEL24, to biorąc pod uwagę fakt, że za 3 miesiące może się rozpocząć I faza badań klinicznych, to najciekawszy moment na podpisywanie kontraktu partneringowego – nastąpi po rozpoczęciu badania klinicznego i podaniu leku pierwszym pacjentom.

**Dotacje.** W tym roku podpisano 2 umowy na dotacje o łącznej kwocie PLN55.8m. Dwie kolejne umowy na dotacje o łącznej kwocie PLN12m są w podpisie w NCBiR.

**Wykres 1. Selvita: Prognoza powierzchni laboratorium (m<sup>2</sup>)**



**Wykres 2. Selvita: Prognoza zatrudnienia**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

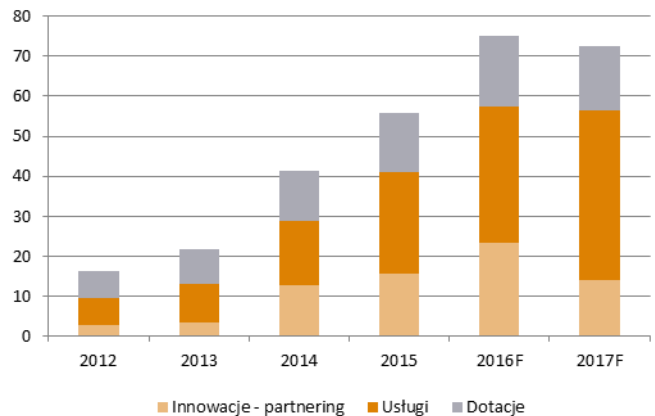
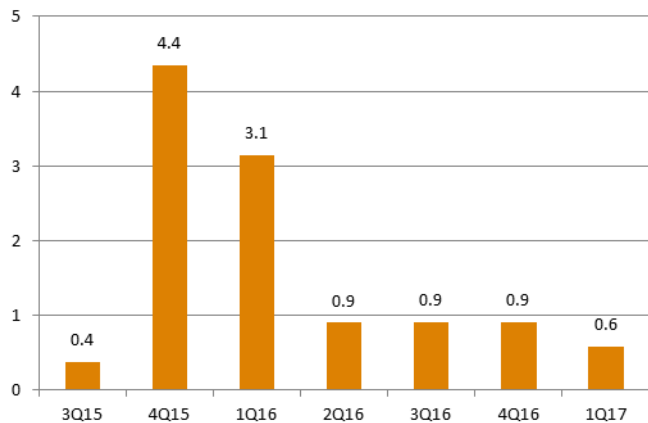
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Usługi.** Zarząd podtrzymuje cel wzrostu przychodów z Usług co najmniej 30% w tym roku. Spółka rozpoczęła już rekrutację pracowników do nowego laboratorium w Poznaniu – w 2016 r. Selvita wynajmie 500m<sup>2</sup> powierzchni w Poznaniu, spodziewa się podwojenia powierzchni w tym mieście w 2017 r. Capex na laboratorium w Poznaniu ma wynieść PLN1-1.5m w 2016 r. Poza otwarciem laboratorium w Poznaniu, spółka może jeszcze w tym roku wynająć powierzchnię pod laboratorium w kolejnym polskim mieście, wynajmie też więcej powierzchni w Krakowie. Selvita liczy na granty dla Usług – z funduszy krajowych lub regionalnych.

Jeżeli chodzi o nowo otwarte biura zagraniczne, to oddział w Bostonie ma dodatni wynik, Cambridge jest blisko progu rentowności, a biuro w San Francisco zaczęło pozyskiwać pierwsze zlecenia w 1Q16. Roczny koszt utrzymania każdego z biur to ok. PLN1m, spółka planuje otworzyć co najmniej jedno biuro w tym roku, prawdopodobnie w jednym z miast w Europie Zachodniej.

**Program motywacyjny.** Niegotówkowe koszty programu motywacyjnego wyniosą PLN3.1m w 1Q16, PLN0.9m w 2Q16, PLN0.9m w 3Q16, PLN0.9m w 4Q16, PLN0.6m w 1Q17. Po zakończeniu obecnego programu motywacyjnego, Selvita prawdopodobnie uruchomi kolejny, jednak nie spodziewa się, żeby miał on tak znaczący wpływ na wyniki (duża różnica między ceną wykonania, a kursem akcji).

**Wykres 3. Selvita: Księgowe koszty programu motywacyjnego (PLNm)**      **Wykres 4. Selvita: Prognoza przychodów (PLNm)**



Źródło: Dane spółki

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Dotacja z NCBiR w wysokości PLN29.9m na projekt spersonalizowanej terapii nowotworów litych

W dniu 22 marca spółka podpisała umowę z NCBiR na dotację w kwocie PLN29.9m na projekt rozwoju innowacyjnej spersonalizowanej terapii nowotworów litych. Projekt ma być realizowany w latach 2016-20, a jego całkowity budżet wynosi PLN43.8m. Dotacja zakłada finansowanie badań przedklinicznych oraz I fazy badań klinicznych. Celem badań w projekcie będzie rozwój odkrytych przez spółkę nowych związków pozwalających na rozwinięcie celowanej farmakoterapii chorób nowotworowych związanych z nadekspresją wybranej kinazy - ze szczególnym naciskiem na nowotwory lite.

### Kolejna umowa z Merck

W dniu 31 marca Selvita podpisała umowę z Merck. Zgodnie z umową drugi cel białkowy opracowany przez Selvitę i Mercka w latach 2013-15 w ramach platformy metabolizmu nowotworów będzie dalej rozwijany. Warunki umowy:

- Merck będzie prowadził rozwój związków, a Selvita będzie otrzymywała płatności w przypadku osiągnięcia kolejnych kamieni milowych.
- W 1Q16 Selvita otrzyma milestone EURO.2m (PLN0.8m).
- Suma możliwych do uzyskania milestoneów (*biodollar value*) wynosi EUR16.5m, zakładając pomyślny rozwój i komercjalizację leku. Suma możliwych do uzyskania milestoneów w ciągu najbliższych 5 lat wynosi EUR1.85m.

Nie mieliśmy dotychczas tej umowy w naszych prognozach. Jej warunki są analogiczne do umowy podpisanej 22 grudnia. Szacujemy rNPV nowej umowy na PLN6.4m lub PLN0.5/akcję i tyle dodaje ona do naszej wyceny.

## Prognozy finansowe

**Tabela 2. Selvita: Zmiana prognoz (PLNm)**

	2015				2016F				2017F			
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r
<b>Przychody</b>	<b>55.7</b>	<b>55.5</b>	<b>0%</b>	<b>35%</b>	<b>75.0</b>	<b>71.1</b>	<b>6%</b>	<b>35%</b>	<b>72.6</b>	<b>65.6</b>	<b>11%</b>	<b>-3%</b>
Usługi	27.0	27.4	-1%	55%	35.0	35.1	0%	29%	43.7	43.7	0%	25%
Innowacje	28.7	28.1	2%	20%	40.0	36.0	11%	39%	28.9	21.9	32%	-28%
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>10.2</b>	<b>9.7</b>	<b>6%</b>	<b>34%</b>	<b>13.9</b>	<b>14.2</b>	<b>-2%</b>	<b>36%</b>	<b>9.7</b>	<b>10.0</b>	<b>-3%</b>	<b>-30%</b>
Usługi	5.8	5.8	0%	83%	8.5	8.4	2%	48%	10.8	10.5	3%	26%
Innowacje	4.1	4.1	1%	-3%	5.0	5.5	-9%	21%	-1.4	-0.8	n/m	n/m
Pozostałe	0.3	0.3	8%	55%	0.3	0.3	16%	8%	0.3	0.3	16%	0%
<b>Znorm. Zysk netto</b>	<b>7.0</b>	<b>6.7</b>	<b>4%</b>	<b>19%</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>-11%</b>	<b>21%</b>	<b>4.9</b>	<b>5.7</b>	<b>-13%</b>	<b>-41%</b>
Przepływy inwestycyjne	4.7	4.6	1%	30%	4.4	4.0	10%	-6%	4.0	3.5	16%	-8%
Gotówka netto	23.1	26.2	-12%	972%	23.8	32.8	-27%	3%	29.7	39.4	-25%	25%

Źródło: Vestor DM

Aktualizujemy nasze prognozy finansowe po publikacji przez spółkę wyników za 2015 r., biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia – podpisanie umowy z Merck i pozyskanie dotacji z NCBiR w kwocie PLN29.9m.

Pozostawiamy nasze prognozy dla segmentu Usługi bez istotnych zmian. Szacujemy przychody segmentu na poziomie PLN35m (wzrost o 29% r/r) w 2016F, oraz PLN43.7m w 2017F (wzrost o 25% r/r). Prognozujemy EBITDA segmentu Usługi PLN8.5m (wzrost o 48% r/r) w 2016F, oraz PLN10.8m (wzrost o 26% r/r) w 2017F.

W Innowacjach, uwzględniamy w naszych prognozach ostatnio podpisaną umowę z Merck oraz dotację z NCBiR na projekt spersonalizowanej terapii nowotworów litych (PLN29.9m). W konsekwencji, podwyższamy prognozę przychodów segmentu Innowacje o 11% do PLN40m w 2016F (wzrost o 39% r/r). Podnosimy nasze szacunki przychodów 2017F o 32% do PLN28.9m, spadek o 28% r/r. Zwracamy uwagę, że w naszych prognozach są uwzględnione jedynie podpisane już umowy na dotacje. Biorąc pod uwagę prawdopodobieństwo pozyskania umów na kolejne granty, przychody z dotacji powinny jednak być wyższe niż zakładamy w naszej prognozie. Obniżamy naszą prognozę EBITDA segmentu Innowacje o 9% w 2016F ze względu na ujęcie w prognozie nakładów na projekt spersonalizowanej terapii nowotworów (dotacja obejmuje 75% nakładów na ten projekt w fazie przedklinicznej). Wynik Innowacji nie jest jednak do końca porównywalny r/r ze względu na ujmowanie przez Selvite nakładów na projekty w kosztach.

Jeżeli chodzi o capex, to zakładamy, że od 2016 r. powrócą dotacje infrastrukturalne na rozbudowę laboratorium i w konsekwencji szacujemy przepływy inwestycyjne PLN4.4m w 2016F (spadek z PLN4.7m w 2015 r.) oraz PLN4m w 2017F.

# Wycena

Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts, oddzielnie traktując segment Usługi i segment Innowacje. Segment Usługi wyceniamy 5-letnim modelem DCF oraz dodatkowo prezentujemy analizę porównawczą względem zagranicznych spółek oferujących usługi *drug discovery*. Segment Innowacje wyceniamy metodą rNPV – oddzielnie wyceniając wybrane projekty innowacyjne oraz waząc prawdopodobieństwami ich kolejne fazy. Wyceniamy segment Usługi na PLN13.5/akcję (vs. PLN13 poprzednio), a segment Innowacje na PLN9.4/akcję (vs. PLN9.2 poprzednio). Podnosimy cenę docelową z PLN26/akcję do PLN27/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 18%.

## Wycena sum-of-the-parts

**Tabela 3. Selvita: Wycena sum-of-the-parts**

		PLN/akcję
<b>Usługi - wycena DCF (PLNm)</b>	185.5	13.5
<b>Innowacje - wycena rNPV (PLNm)</b>	130.1	9.4
<b>Selvita - Enterprise value (PLNm)</b>	315.6	22.9
<b>Gotówka netto (2015, PLNm)</b>	23.1	1.7
Selvita - Equity value (PLNm)	338.7	
Liczba akcji (m)	13.8	
Equity value (PLN/akcję)	24.6	
Koszt kapitału własnego (%)	8%	
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>27.0</b>	
Cena akcji (PLN)	22.9	
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>18%</b>	

Źródło: Vestor DM

## Innowacje – wycena projektów ważona prawdopodobieństwem

Wyceniamy segment Innowacje metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Bierzymy pod uwagę 7 projektów innowacyjnych Selvity, kierując się kryterium zaawansowania projektu lub prawdopodobieństwem podpisania umowy partneringowej: (1) SEL24; (2) SEL120; (3) Platforma metabolizmu nowotworów I w ramach kontraktu partneringowego z Merck - kontynuacja współpracy podpisana 22 grudnia 2015 r.; (4) Platforma inhibitorów kinaz w ramach kontraktu partneringowego z H3 Biomedicine; (5) Platforma metabolizmu nowotworów II w ramach kontraktu partneringowego z Merck – umowa podpisana 2 listopada 2015 r.; (6) Platforma metabolizmu nowotworów III w ramach kontraktu partneringowego z Merck – kontynuacja współpracy podpisana 31 marca 2016 r.; (7) Portfel projektów we wczesnej fazie.

## Segment Innowacje – wycena rNPV

- Zgodnie z umową podpisaną przez Selvitę w dniu 31 marca dodajemy do naszej wyceny kolejny projekt z Merck - drugi cel białkowy opracowany przez Selvitę i Mercka w latach 2013-15 w ramach platformy metabolizmu nowotworów. W 1Q16 Selvita otrzyma milestone EURO.2m (PLN0.8m). Spółka podała, że suma możliwych do uzyskania milestone'ów (biodollar value) wynosi EUR16.5m, zakładając pomyślny rozwój i komercjalizację leku. Suma możliwych do uzyskania milestone'ów w ciągu najbliższych 5 lat wynosi EUR1.85m. Projekt dodaje do naszej wyceny PLN0.5/akcję.
- Podtrzymujemy założone prawdopodobieństwo pozyskania partneringu dla projektów SEL24 i SEL120 w 2016 r. na poziomie 50%.
- **SEL24** – w dalszym ciągu zakładamy, że Selvita z własnych środków i z grantu (projekt KIND-P1) sfinansuje I fazę badań klinicznych i podpisany partnering będzie zakładał finansowanie projektu przez partnera od II fazy badań klinicznych. Podtrzymujemy założenia *biodollar value* transakcji partneringowej w wysokości US\$91m oraz tantiem na poziomie 10%. Wyceniamy projekt SEL24 na PLN4.2/akcję (vs. PLN4.3/akcję poprzednio).
- **SEL120** – biorąc pod uwagę informacje, że udało się przeprowadzić toksykologię non-GLP na małpach i jej wyniki są dobre, zwiększamy prawdopodobieństwo sukcesu w fazie



przedklinicznej z 90% do 95%. Szacujemy rNPV projektu PLN1.8/akcję (vs. PLN1.7/akcję poprzednio).

- Przy prognozowaniu potencjalnej sprzedaży leków Selvity po komercjalizacji, korzystamy ze statystyk sprzedaży obecnych już na rynku celowanych terapii przeciwnowotworowych – ustalając docelową sprzedaż każdego z leków Selvity na poziomie US\$386m/rocznie.
- Zakładamy stopę dyskontową 10%, a premię za ryzyko uwzględniamy w prawdopodobieństwach dojścia do poszczególnych faz.

**Tabela 4. Selvita: rNPV projektów innowacyjnych**

	PLNm	PLN/akcję
SEL24	58.3	4.2
SEL120	25.2	1.8
Merck 1	5.9	0.4
Merck 2	5.8	0.4
Merck 3	6.4	0.5
H3 Biomedicine	9.2	0.7
Portfel projektów we wczesnej fazie	19.2	1.4
<b>Suma</b>	<b>130.1</b>	<b>9.4</b>

Źródło: Vestor DM

**Tabela 5. SEL24: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza I kliniczna	2016	5.0	45%*
Faza II kliniczna	2018	6.0	20%
Faza III kliniczna	2020	6.0	12%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2022	14.0	10%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2023	30.0	10%
Pierwsze tantiemy	2024		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>10%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>91.5</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>14.8</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>58.3</b>		

\*prawdopodobieństwo partneringu w 2016 r. – 50%

Źródło: Vestor DM

**Tabela 6. SEL120: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2016	1.5	48%*
Faza I kliniczna	2017	2.0	35%
Faza II kliniczna	2019	3.0	15%
Faza III kliniczna	2021	3.0	9%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2023	7.0	8%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2024	15.0	8%
Pierwsze tantiemy	2025		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>6%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>47.3</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>6.4</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>25.2</b>		

\*prawdopodobieństwo partneringu w 2016 r. – 50%

Źródło: Vestor DM

**Tabela 7. Portfel projektów we wczesnej fazie: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza odkrycia	2017	0.00	60%
Faza przedkliniczna	2018	0.00	42%
Faza I kliniczna	2019	5.00	32%
Faza II kliniczna	2021	6.00	14%
Faza III kliniczna	2023	6.00	9%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2025	14.00	7%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2026	30.00	7%
Pierwsze tantiemy	2027		
	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>10%</b>		
<b>Biodollar value (US\$m)</b>	<b>91.5</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>4.9</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>19.2</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 8. Platforma inhibitorów kinaz z H3 Biomedicine: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2016	0.30	70%
Faza I kliniczna	2017	1.00	54%
Faza II kliniczna	2019	1.00	24%
Faza III kliniczna	2021	1.50	15%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2023	2.00	12%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2024	2.00	12%
Pierwsze tantiemy	2025		
	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>1%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>11.7</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>2.3</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>9.2</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 9. Platforma metabolizmu nowotworów I z Merck (projekt trwa od 2013 r., kontynuacja współpracy podpisana 22 grudnia 2015 r.): Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (EURm)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2017	0.35	70%
Faza I kliniczna	2018	0.75	54%
Faza II kliniczna	2020	0.75	24%
Faza III kliniczna	2022	2.00	15%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2024	3.00	12%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2025	3.95	12%
Pierwsze tantiemy	n/d		
	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>0%</b>		
<b>Biodollarvalue (EURm)</b>	<b>16.5</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>1.5</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>5.9</b>		

Źródło: Vestor DM, Dane spółki

**Tabela 10. Platforma metabolizmu nowotworów II z Merck (umowa z dnia 2 listopada 2015 r.):  
 Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (EURm)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza odkrycia	2017	0.20	60%
Faza przedkliniczna	2018	0.35	42%
Faza I kliniczna	2019	1.00	32%
Faza II kliniczna	2021	2.00	14%
Faza III kliniczna	2023	3.00	9%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2025	6.00	7%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2026	8.00	7%
Pierwsze tantiemy	2027		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>1%</b>		
<b>Biodollarvalue (EURm)</b>	<b>30.8</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>1.5</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>5.8</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 9. Platforma metabolizmu nowotworów III z Merck (projekt trwa od 2013 r., kontynuacja współpracy podpisana 31 marca 2016 r.): Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (EURm)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2017	0.35	70%
Faza I kliniczna	2018	0.75	54%
Faza II kliniczna	2020	0.75	24%
Faza III kliniczna	2022	2.00	15%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2024	3.00	12%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2025	3.95	12%
Pierwsze tantiemy	n/d		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>0%</b>		
<b>Biodollarvalue (EURm)</b>	<b>16.5</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>1.6</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>6.4</b>		

Źródło: Vestor DM, Dane spółki

**Tabela 11. Niezdykontowany cashflow przed uwzględnieniem prawdopodobieństw i opodatkowaniem (US\$m)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028-34F
SEL24	3.7	-1.7	8.5	0.0	9.0	0.0	17.0	49.3	26.3	53.6	38.6	38.6	38.6
SEL120	1.0	2.0	0.8	4.0	0.0	4.5	0.0	8.5	15.0	15.1	30.7	23.2	23.2
Merck 1 (EURm)	0.0	0.5	0.8	0.2	1.1	0.0	2.4	0.0	4.0	4.0	1.5	2.0	0.0
Merck 2 (EURm)	0.2	0.4	0.5	1.1	0.2	2.5	0.0	4.0	0.0	7.5	8.0	4.8	2.0
Merck 3 (EURm)	0.2	0.4	0.9	0.2	1.1	0.0	2.4	0.0	4.0	4.0	1.5	2.0	0.0
H3 Biomedicine	0.4	1.0	0.2	1.5	0.0	2.0	0.0	2.8	3.9	2.9	4.9	3.9	3.9
Portfel projektów we wczesnej fazie	-1.0	-1.3	-1.3	3.9	-2.5	8.5	0.0	9.0	0.0	17.0	30.0	26.3	38.6
<b>Razem</b>	<b>4.5</b>	<b>1.2</b>	<b>10.2</b>	<b>10.9</b>	<b>8.9</b>	<b>17.5</b>	<b>21.8</b>	<b>73.6</b>	<b>53.2</b>	<b>104.0</b>	<b>115.1</b>	<b>100.6</b>	<b>106.2</b>

Źródło: Vestor DM

**Tabela 12. Wazony prawdopodobieństwem, zdyskontowany cashflow po podatku (PLNm)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028-34F
SEL24	5.9	-2.4	5.4	0.0	2.6	0.0	2.9	7.4	3.6	6.7	4.4	4.0	19.3
SEL120	1.7	1.9	0.8	1.8	0.0	0.9	0.0	1.1	1.7	1.5	2.8	1.9	9.4
Merck 1	0.0	1.0	1.1	0.3	0.8	0.0	0.7	0.0	0.8	0.7	0.2	0.3	0.0
Merck 2	0.7	0.7	0.6	0.8	0.0	0.6	0.0	0.4	0.0	0.6	0.7	0.2	0.7
Merck 3	0.8	0.7	1.4	0.3	0.8	0.0	0.7	0.0	0.8	0.7	0.2	0.3	0.0
H3 Biomedicine	1.2	1.4	0.2	1.1	0.0	0.6	0.0	0.5	0.6	0.4	0.7	0.5	2.3
Portfel projektów we wczesnej fazie	-3.5	-2.5	-1.6	2.7	-1.9	2.9	0.0	1.4	0.0	1.6	2.4	1.9	14.9
<b>Razem</b>	<b>6.9</b>	<b>0.8</b>	<b>7.8</b>	<b>6.9</b>	<b>2.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>10.8</b>	<b>7.5</b>	<b>12.2</b>	<b>11.5</b>	<b>9.0</b>	<b>46.7</b>

Źródło: Vestor DM

## Usługi – wycena metodą DCF

Wyceniamy segment Usługi Selvity używając 5-letniego modelu DCF. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2015-20F na poziomie 19% i analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 25%. Spodziewamy się, że wzrost przychodów będzie pochodził ze zwiększania współpracy z obecnymi klientami, jak i z pozyskiwania nowych kontraktów. Prognozowana przez nas poprawa marży EBITDA (z 21% w 2015F do 25% w 2020F) pochodzi ze wzrostu produktywności pracowników oraz poprawie marżowości kontraktów. Zakładamy capex (netto po dotacjach) na poziomie PLN2.6m w 2016F oraz PLN2.6m w 2020F, zakładamy że 30% capexu w latach 2016-20F jest finansowane z grantów. Ze względu na cykl konwersji gotówki w okolicy 0 dni, pomijamy zmianę stanu kapitału obrotowego. Do obliczeń WACC, przyjmujemy premię za ryzyko rynkowe 4.5% i betę 1.1. Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2%.

*Segment Usługi – 5-letni  
model DCF*

**Tabela 13. Segment Usługi: Model DCF (PLNm)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Przychody (od klientów zewnętrznych)</b>	<b>34.1</b>	<b>42.7</b>	<b>53.8</b>	<b>62.9</b>	<b>68.9</b>
Dotacje	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
<b>Znorm. EBIT</b>	<b>5.7</b>	<b>7.3</b>	<b>9.1</b>	<b>11.5</b>	<b>13.8</b>
Podatek	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.1
NOPLAT	5.7	7.3	9.1	11.5	12.7
Amortyzacja (netto po dotacjach)	2.0	2.4	2.5	2.5	2.6
<b>Capex (netto po dotacjach)</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.5</b>
Zmiana kapitału obrotowego	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>FCF</b>	<b>5.1</b>	<b>7.4</b>	<b>8.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.9</b>
Stopa dyskontowa	8%	8%	8%	8%	8%
Czynnik dyskontowy	0.94	0.87	0.81	0.75	0.69
Wartość bieżąca FCF	4.8	6.4	7.1	8.8	8.9
<b>Wartość bieżąca FCF na dziś</b>	<b>36.0</b>				
<b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b>	<b>2.0%</b>				
Wartość rezydualna	216.8				
Zdyskontowana wartość rezydualna	149.5				
<b>EV segmentu Usługi (PLNm)</b>	<b>185.5</b>				
Liczba akcji (m)	13.8				
<b>EV segmentu usługi (PLN/akcję)</b>	<b>13.5</b>				

Źródło: Vestor DM

**Tabela 14. Selvita: Usługi: Założenia WACC**

Stopa wolna od ryzyka	3.3%
Premia za ryzyko rynkowe	4.5%
Beta (x)	1.1
Koszt kapitału własnego	8.2%
Koszt długu	3.7%
Koszt długu po podatku	3.3%
Dług/ (dług+kapitał własny)	1%
<b>WACC</b>	<b>8.1%</b>

Źródło: Vestor DM, Damodaran online, Bloomberg

**Tabela 15. Selvita: Segment Usługi: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLN/akcję)**

		Premia za ryzyko rynkowe		
		4.0%	4.5%	5.0%
<b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b>	1.0%	12.9	11.9	11.0
	1.5%	13.8	12.6	11.6
	2.0%	14.8	<b>13.5</b>	12.3
	2.5%	16.1	14.5	13.2
	3.0%	17.6	15.7	14.2

Źródło: Vestor DM

## Usługi – analiza porównawcza

Prezentujemy analizę porównawczą segmentu Usługi Selvity w zestawieniu z zagranicznymi spółkami CRO – Contract Research Organization/CMO – Contract Manufacturing Organization. Mediana wskaźników EV/EBITDA i PER spółek porównywalnych na 2016 r. wynosi odpowiednio 18x i 11x, co przekłada się na wycenę segmentu Usługi Selvity na poziomie PLN6.1-8.1/akcję. Zwracamy jednak uwagę, że CAGR EPS w latach 2014-17 dla zagranicznych CRO/CMO wynosi 22% w porównaniu z naszą prognozą dla Selvity na poziomie 64%. Ze względu na wyższą oczekiwaną stopę wzrostu uważamy, że Selvita zasługuje na premię do spółek porównywalnych.

**Analiza porównawcza  
względem zagranicznych  
CRO/CMO**

**Tabela 16. Usługi: spółki porównywalne**

Spółka	Kraj	Cena akcji	Kapitalizacja (USDm)	Zwrot (%)			P/E		EV/EBITDA		P/Sales		Kapitalizacja na pracownika (USDk)
				1M	YTD	12M	2016P	2017P	2016P	2017P	2016P	2017P	
<b>Spółki usługowe (CRO/CMO)</b>													
Quintiles	USA	67.5	8 069	3.2%	-1.7%	1.1%	17.9	16.0	10.1	8.6	1.7	1.6	223.5
Eurofins	Luksemburg	322.5	5 656	1.0%	0.2%	68.2%	28.1	23.0	14.1	12.7	2.0	1.8	422.6
Parexel	USA	64.1	3 439	4.3%	-6.0%	-4.0%	18.3	16.1	9.5	8.2	1.6	1.5	188.9
ICON	Irlandia	75.4	4 146	4.9%	-2.9%	5.6%	16.0	14.5	10.5	9.1	2.4	2.3	348.4
Charles River	USA	77.6	3 653	4.2%	-3.5%	-0.3%	17.9	15.8	11.4	9.7	2.2	2.0	424.8
<b>MEDIANA</b>			<b>4 146</b>	<b>4%</b>	<b>-3%</b>	<b>1%</b>	<b>17.9</b>	<b>16.0</b>	<b>10.5</b>	<b>9.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>348.4</b>
<b>Spółki innowacyjno-usługowe</b>													
AMRI	USA	15.3	548	0.7%	-23.0%	-2.4%	14.6	12.8	8.8	8.0	1.2	1.0	328.4
Evotec	Niemcy	3.2	477	-3.0%	-24.2%	-0.6%	46.5	32.6	15.9	11.7	2.8	2.5	477.3
Galapagos	Belgia	36.6	1 913	-9.5%	-35.4%	14.2%	19.5	n.d.	10.9	n.d.	7.7	18.6	4,666.5
Oncodesign	Francja	17.6	137	2.7%	-1.7%	11.4%	55.1	6.7	n.d.	n.d.	7.2	2.5	1,800.8
<b>MEDIANA</b>			<b>512.6</b>	<b>-1%</b>	<b>-24%</b>	<b>5%</b>	<b>33.0</b>	<b>12.8</b>	<b>10.9</b>	<b>9.9</b>	<b>5.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1,139.1</b>
Selvita - implikowana wycena segmentu Usługi wzgl. Spółek CRO/CMO (PLN/akcję)							<b>8.2</b>	<b>9.4</b>	<b>6.2</b>	<b>6.8</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>	<b>16.4</b>
<b>Średnia (PLN/akcję)</b>							<b>9.3</b>						

Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**ZASTRZEŻENIE ODPOWIEDZIALNOŚCI**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor"), z siedzibą w Warszawie, ul. Mokotowska 1, 00-640 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 94 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537 z późn. zm.).

Vestor podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor.

NINIEJSZY RAPORT ZOSTAŁ SPORZĄDZONY PRZEZ VESTOR NA ZLECENIE EMITENTA NA PODSTAWIE ZAWARTEJ UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER. VESTOR ZA PRZYGOTOWANIE NINIEJSZEGO RAPORTU OTRZYMAŁ WYNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYNAGRODZENIE W PRZYSZŁOŚCI.

INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE W ZAKRESIE FAKTÓW STANOWIĄCYCH CZĘŚĆ OPISOWĄ DZIAŁALNOŚCI EMITENTA ZOSTAŁY PRZEZ SPÓŁKĘ AUTORYZOWANE PRZED PUBLIKACJĄ. W POZOSTAŁYM ZAKRESIE INFORMACJE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE STANOWIĄ OPINIĘ VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYECEN I PROGNOZ DANYCH FINANSOWYCH SPÓŁKI.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Zadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor, Vestor oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakiegokolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie są regulowane przez KNF, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPLYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagłe i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM W ZAKRESIE, JAKI ZOSTAŁ WSKAZANY POWYŻEJ.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYECEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIĘ ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

w okresie ostatnich 12 miesięcy Vestor nie świadczył na rzecz Emitenta/Emitentów usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy od dnia publikacji niniejszego raportu będzie składał na rzecz emitenta ofertę świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez emitenta/emitentów.

Vestor nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor nie pełni roli animatora rynku na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie pełni roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

Vestor nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Vestor nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Vestor otrzymywał w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy i będzie otrzymywał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta m.in. w zakresie wskazanym powyżej z tytułu świadczenia usługi Equity Research Partner oraz w zakresie opisanym powyżej.

Podmioty powiązane z Vestor lub Vestor mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta/Emitentów, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta/Emitentów („instrumenty finansowe”).

Vestor może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawo lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zając długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje.

Analitycy Vestor działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Vestor, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Z wyjątkiem zastrzeżeń wyrażonych powyżej niniejszy raport pozostaje w mocy przez okres 12 miesięcy, lecz nie dłużej niż do dnia wydania następnego raportu.

Vestor podkreśla, że dokument ten ma być aktualizowany co najmniej raz w roku.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor wydał: 4 rekomendacje kupuj, 3 rekomendacje Akumuluj, 8 rekomendacji Neutralnie, 3 rekomendacje Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 8 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego, na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor, w okresie ostatnich 12 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 57 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W ciągu ostatnich 12 miesięcy, w ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 4 listopada 2015 r. aktualizację raportu analitycznego z ceną docelową 24PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 22.5PLN oraz w dniu 10 marca 2016 r. aktualizację z ceną docelową 26PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 21.2PLN. Vestor nie wyklucza, że w okresie kolejnych 12 miesięcy zostaną opublikowane kolejne aktualizacje raportu analitycznego, za które otrzyma on wynagrodzenie.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu.

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

**NINIEJSZY DOKUMENT JEST SKIEROWANY DO UPOWAŻNIONYCH ODBIORCÓW I NIE POWINIEN BYĆ KOPIOWANY LUB PRZEKAZYWANY INNYM PODMIOTOM.**

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor.

Copyright © 2016 Vestor Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Vestor korzystał co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) porównawczej,
- 3) mnożnik docelowy
- 4) analiza scenariuszowa
- 5) zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części
- 8) zdyskontowanych zysków rezydualnych
- 9) ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywna pozaooperacyjna, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.



Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny (20% prawdopodobieństwa), scenariusz bazowy (60% prawdopodobieństwa), scenariusz pozytywny (20% prawdopodobieństwa). Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże ilości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do uzyskania. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może niedoszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value), jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ zysk operacyjny + amortyzacja

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

COE – koszt kapitału własnego

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Definicje rekomendacji:

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE