

- Usługi – podnosimy nasze prognozy EBITDA o 14% do PLN5.5m w 2015F i o 29% do PLN8.1m w 2016F.
- Innowacje – ostatnio podpisano przedłużenie współpracy z H3 i nowy kontrakt z Merckiem, jednak duży kontrakt partnerski jest wciąż przed spółką.
- Podnosimy naszą cenę docelową z PLN20 do PLN24.

## Na dobrym kursie

Kurs akcji Selvity wzrósł o 50% od początku roku. W segmencie Usługi, spółka pokazała bardzo dobre wyniki i portfel zamówień, w konsekwencji których podnosimy nasze prognozy EBITDA tego segmentu o 14% do PLN5.5m (wzrost o 73% r/r) w 2015F i o 29% do PLN8.1m (wzrost o 49% r/r) w 2016F. W Innowacjach, ogłoszono pozytywne informacje o przedłużeniu współpracy z H3 oraz o nowym kontrakcie z Merckiem. Oczekiwany przez rynek kontrakt partnerski na SEL24 lub SEL120 wciąż jest przed spółką, choć jego opóźnienie w przypadku SEL24 może naszym zdaniem podnieść wartość projektu. Podnosimy naszą cenę docelową z PLN20/akcję do PLN24/akcję.

**Prognoza wyników 3Q15.** Spodziewamy się, że jutro Selvita opublikuje bardzo dobre wyniki za 3Q15. Prognozujemy przychody Selvity na poziomie PLN13.2m, wzrost o 23% r/r. Prognozujemy EBITDA w wysokości PLN3m (wzrost o 35% r/r) oraz zysk netto PLN1.9m (wzrost o 15% r/r).

**Usługi – mocny portfel zamówień, podwyższenie prognoz.** W sierpniu backlog Usług Selvity na 2015 r. wyniósł PLN20.1m, wzrost o 52% r/r. W konsekwencji, podnosimy nasze prognozy przychodów spółki w tym segmencie o 28% na 2015F i o 33% w 2016F. Prognozujemy przychody na poziomie PLN25.6m (wzrost o 47% r/r) w 2015F i PLN33.1m (wzrost o 29% r/r) w 2016F. Jednocześnie podnosimy prognozę EBITDA segmentu Usługi o 14% do PLN5.5m (wzrost o 73% r/r) w 2015F i o 29% do PLN8.1m (wzrost o 49% r/r) w 2016F.

**Innowacje – pozytywne informacje (H3, Merck), wyższa wycena SEL24, niższa wycena SEL120.** W ostatnich tygodniach Selvita opublikowała dwie pozytywne informacje o partneringu - przedłużenie współpracy z H3 (dodatkowe wynagrodzenie US\$1m) i nowy kontrakt z Merckiem (finansowanie prac R&D EUR4.4m, milestony i tantiemy). Celem spółki na ten rok było podpisanie dużego kontraktu partnerskiego (SEL24/SEL120). Jeśli chodzi o SEL24 to obecnie zakładamy, że spółka samodzielnie sfinansuje I fazę badań klinicznych i w konsekwencji uzyska lepsze parametry partneringu. Dzięki temu podnosimy wycenę SEL24 z PLN2.5 do PLN3.8/akcję. Natomiast po informacjach o problemach z przeprowadzeniem toksykologii na psach obniżamy wycenę SEL120 z PLN2.3 do PLN1.5/akcję.

**Podniesienie wyceny obu segmentów.** Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts, oddzielnie traktując segment Usługi i segment Innowacje. Segment Usługi wyceniamy 6-letnim modelem DCF na PLN12.4/akcję (vs. PLN9.5/akcję poprzednio). Segment Innowacje wyceniamy metodą rNPV na PLN7.3/akcję (vs. PLN6.7/akcję poprzednio). Podnosimy cenę docelową z PLN20/akcję do PLN24/akcję.

### Selvita: Prognozy finansowe (PLNm)

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Przychody	16.0	21.7	41.3	54.3	63.6	56.2
EBIT	-6.2	-2.2	5.3	7.6	10.8	10.3
EBITDA	-4.5	-0.1	7.6	11.4	15.0	13.8
Zysk netto	-5.5	-2.4	5.9	7.8	10.1	10.0
PER (x)	n/m	n/m	40.2	38.0	29.8	30.9
EV/EBITDA (x)	n/m	n/m	30.6	23.1	17.5	18.8

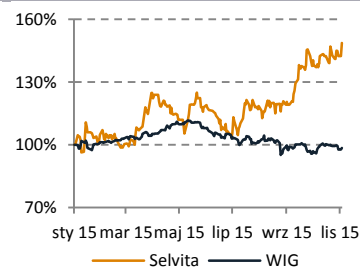
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	24
Cena bieżąca (PLN)	22.5
Potencjał wzrostu/spadku	7%
Min (52T)	9.2
Max (52T)	23.0
Liczba akcji (m)	13.1
Kapitalizacja (PLNm)	295.1
Gotówka netto (2015F, PLNm)	32.7
EV (2015F, PLNm)	262.4
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.2

Akcjonariat		%
Paweł Przewięźlikowski	41.5/52.1%	
Bogusław Sieczkowski	6.9/8.5%	
Tadeusz Wesołowski	9.3/7.1%	
Inni członkowie zarządu i RN	9.4/7.2%	
Pozostali	32.8/25.1%	

**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 279 specjalistów z obszaru medycyny, chemii, farmacji, biologii molekularnej, biotechnologii i informatyki oraz wynajmuje 2,100m<sup>2</sup> powierzchni badawczej.

### Selvita vs. WIG: relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

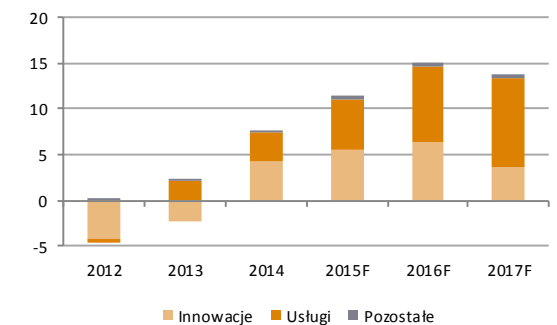
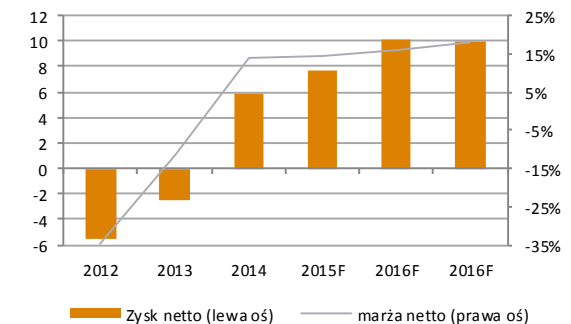
**Beata Szparaga, CFA**  
(+48) 22 378 9169  
Beata.Szparaga@vestor.pl

**Selvita: Prognozy finansowe**

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	Selvita: Przychody (2012-17F, PLNm)	
<b>Przychody</b>	<b>16.0</b>	<b>21.7</b>	<b>41.3</b>	<b>54.3</b>	<b>63.6</b>	<b>56.2</b>		
Innowacje	8.0	10.7	23.9	28.7	30.6	15.8		
Dotacje	5.3	7.4	11.2	12.6	5.4	3.9		
Partnering	2.7	3.2	12.7	16.1	25.1	11.9		
Usługi	8.0	11.1	17.4	25.6	33.1	40.4		
Dotacje	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	0.9		
Przychody z usług	6.8	9.8	16.1	24.3	31.9	39.6		
<b>EBITDA</b>	<b>-4.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>7.6</b>	<b>11.4</b>	<b>15.0</b>	<b>13.8</b>		
Innowacje	-4.1	-2.4	4.3	5.6	6.5	3.6		
Usługi	-0.6	2.1	3.2	5.5	8.1	9.8		
Pozostałe	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3		
Amortyzacja	1.7	2.1	2.4	3.8	4.2	3.5		
<b>EBIT</b>	<b>-6.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.3</b>	<b>7.6</b>	<b>10.8</b>	<b>10.3</b>		
Przychody finansowe netto	0.1	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		
Zysk brutto	<b>-6.1</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.4</b>	<b>7.8</b>	<b>10.9</b>	<b>10.5</b>		
Podatek	0.6	0.0	0.4	0.0	-0.8	-0.4		
<b>Zysk netto</b>	<b>-5.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.8</b>	<b>10.1</b>	<b>10.0</b>		
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>		
Rzeczowe aktywa trwałe	5.4	4.9	6.8	6.6	4.7	4.4		
Wartości niematerialne i prawne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5.1	5.3	4.8	36.6	44.6	59.6		
Zaliczki z dotacji	3.3	3.9	2.0	2.0	2.0	2.0		
Pozostała gotówka	1.8	1.4	2.8	34.7	42.7	57.6		
Należności krótkoterminowe	3.0	5.2	10.3	14.4	20.4	18.4		
Zapasy	0.4	0.4	0.7	0.9	0.7	0.7		
Inne aktywa obrotowe	0.3	0.3	1.5	2.1	3.0	2.7		
<b>Aktywa</b>	<b>16.5</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>65.8</b>	<b>78.5</b>	<b>90.8</b>		
Dług krótkoterminowy	0.2	0.3	0.5	1.8	1.7	7.0		
Zobowiązania handlowe	1.9	3.1	6.7	8.3	9.0	5.5		
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.7	0.4	0.7	0.9	1.1	0.9		
Dług długoterminowy	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>		
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Rezerwy	1.0	2.2	2.9	3.8	4.4	3.9		
<b>Kapitał własny</b>	<b>5.9</b>	<b>3.4</b>	<b>9.3</b>	<b>43.1</b>	<b>53.2</b>	<b>63.3</b>		
<b>Pasywa</b>	<b>16.5</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>65.8</b>	<b>78.5</b>	<b>90.8</b>		
Dług netto*	-1.4	-1.0	-2.2	-32.7	-40.8	-50.4		
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>		
<b>Zysk netto</b>	<b>-5.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.8</b>	<b>10.1</b>	<b>10.0</b>		
Zmiany w kapitale obrotowym	0.4	-1.7	-1.6	-2.6	-4.8	-1.7		
Amortyzacja	1.7	2.1	2.4	3.8	4.2	3.5		
Dotacje	-3.8	-2.1	-4.1	-13.9	-6.6	-4.8		
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-9.1</b>	<b>-7.2</b>	<b>-4.9</b>	<b>-5.8</b>	<b>3.6</b>	<b>7.8</b>		
Nakłady inwestycyjne	-2.5	-2.2	-3.6	-3.6	-2.3	-3.1		
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.6</b>	<b>-2.3</b>	<b>-3.1</b>		
Zmiany zadłużenia netto	0.0	0.0	-0.6	1.3	-0.1	5.3		
Dotacje	9.1	9.6	8.5	13.9	6.6	4.8		
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>9.1</b>	<b>9.5</b>	<b>8.0</b>	<b>41.3</b>	<b>6.7</b>	<b>10.3</b>		
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>31.9</b>	<b>8.0</b>	<b>14.9</b>		
<b>Wskaźniki</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>		
<b>Dynamiki wzrostu</b>								
Wzrost przychodów (%)	26.6%	35.7%	89.9%	31.5%	17.2%	-11.6%		
Wzrost EBITDA (%)	n.d.	n.d.	n.d.	49.2%	31.6%	-8.0%		
Wzrost zysku netto (%)	n.d.	n.d.	n.d.	32.6%	30.8%	-1.0%		
<b>Marże</b>								
Marża EBITDA (%)	-28.2%	-0.7%	18.5%	21.0%	23.5%	24.5%		
Marża EBIT (%)	-38.6%	-10.2%	12.8%	13.9%	16.9%	18.3%		
Marża zysku netto (%)	-34.6%	-11.2%	14.2%	14.3%	15.9%	17.9%		
<b>Na akcję</b>								
Liczba akcji (m)	10.5	10.5	10.5	13.1	13.4	13.8		
Zysk na akcję (PLN)	-0.5	-0.2	0.6	0.6	0.8	0.7		
Wartość księgowa na akcję (PLN)	0.6	0.3	0.9	3.3	4.0	4.6		
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)	-0.6	-0.2	0.3	0.5	1.0	0.8		
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>								
Dług netto/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	-0.3	-2.9	-2.7	-3.7		
Dług netto/Kapitał własny (x)	-0.2	-0.3	-0.2	-0.8	-0.8	-0.8		
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	3.2	2.9	2.2	4.9	5.8	6.1		
ROA (%)	n.d.	n.d.	26.0%	16.7%	14.1%	11.9%		
ROIC (%)	n.d.	n.d.	82.8%	27.5%	19.9%	15.7%		
ROE (%)	n.d.	n.d.	92.4%	29.6%	21.1%	17.2%		
<b>Wycena</b>								
PER (x)	n.d.	n.d.	40.2	38.0	29.8	30.9		
EV/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	30.6	23.1	17.5	18.8		
EV/Sprzedż (x)	14.6	10.8	5.6	4.8	4.1	4.6		
P/BV (x)	40.2	69.2	25.4	6.8	5.7	4.9		
Stopa FCF (%)	-2.8%	-1.0%	1.2%	2.2%	4.3%	3.6%		

\*Gotówka netto wyłączając otrzymane zaliczki z dotacji

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

**Selvita: EBITDA (2012-17F, PLNm)**

**Selvita: Zysk netto (2012-17F, PLNm)**

**Nadchodzące wydarzenia**

5 listopada 2015 r.

Raport za 3Q15

**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 wygaś lock-up na akcjach Pana Tadeusza Wesolowskiego, a do grudnia obowiązuje lock-up na akcjach Panów Pawła Przewięźlikowskiego - prezesa i Bogusława Sieczkowskiego - wiceprezesa.

## Prognoza wyników 3Q15

- Prognozujemy skonsolidowane przychody Selvity w 3Q15 na poziomie PLN13.2m, wzrost o 23% r/r.
- Prognozujemy EBITDA grupy w wysokości PLN3m, wzrost o 35% r/r.
- Prognozujemy EBIT segmentu Innowacje na poziomie PLN1m, płasko kw/kw oraz EBIT segmentu Usługi na poziomie PLN0.8m, płasko kw/kw ze względu na wyższą amortyzację.
- Szacujemy zysk netto PLN1.9m, wzrost o 15% r/r.
- Selvita opublikuje wyniki za 3Q15 jutro przed sesją.

**Tabela 1. Selvita: Prognoza wyników za 3Q15 (PLNm)**

	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	% YoY
<b>Przychody</b>	<b>10.7</b>	<b>12.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>	<b>13.2</b>	<b>23%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>35%</b>
EBIT	1.6	1.4	1.1	1.9	1.9	18%
Innowacje	n/d	n/d	0.8	1.0	1.0	n/d
Usługi	n/d	n/d	0.2	0.8	0.8	n/d
Pozostałe	n/d	n/d	0.1	0.1	0.1	n/d
<b>Zysk netto</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>15%</b>
<b>Znorm. Zysk netto*</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>15%</b>

\*4Q14 znormalizowany o rozpoznane aktywo podatkowe

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Prognozujemy skonsolidowane przychody Selvity w 3Q15 na poziomie PLN13.2m, wzrost o 23% r/r. Zakładamy przychody z Usług na poziomie PLN6.3m, wzrost o 54% r/r. Prognozujemy przychody z partneringu na poziomie PLN3.6m, wzrost o 5% r/r. Zakładamy dotacje w wysokości PLN3.3m, wzrost o 3% r/r. Jeżeli chodzi o SEL24 i SEL120 to w naszej prognozie zakładamy, że PLN1.8m nakładów i PLN1.2m dotacji zostanie skapitalizowane na bilansie w 3Q15.

Prognozujemy EBITDA grupy w wysokości PLN3m, wzrost o 35% r/r. Spodziewamy się amortyzacji na poziomie PLN1.1m, wzrost o PLN0.2m kw/kw. W rezultacie, prognozujemy EBIT PLN1.9m, wzrost o 18% r/r. Prognozujemy EBIT segmentu Innowacje na poziomie PLN1m, płasko kw/kw oraz EBIT segmentu Usługi na poziomie PLN0.8m, płasko kw/kw ze względu na wyższą amortyzację. Spółka nie publikowała rozbitcia segmentowego zysku operacyjnego w 3Q14.

Zakładamy lekko pozytywny wpływ wyniku na działalności finansowej i nie spodziewamy się żadnego podatku ani aktywa podatkowego. Szacujemy zysk netto PLN1.9m, wzrost o 15% r/r.

Razem z wynikami za 3Q15 oczekujemy publikacji aktualizacji backlogu na 2015 r. – spodziewamy się wzrostu backlogu w Innowacjach o ok. PLN2.5m (przedłużenie współpracy z H3 i nowy kontrakt z Merckiem), oraz dalszego wzrostu w Usługach. Nie spodziewamy się natomiast zmian na poziomie dotacji. Projekt Selvity 'Rozwój nowej generacji spersonalizowanych terapii celujących w metabolizm komórek nowotworowych' (koszt projektu PLN40m, wartość dofinansowania PLN28m) znajduje się na liście projektów rekomendowanych do dofinansowania w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój, jednak dotacje z tej listy nie zostały jeszcze zatwierdzone.

## Ostatnie wydarzenia

### Segment Innowacje

**Nowa umowa z Merck.** W poniedziałek Selvita podpisała z Merck umowę na 3-letnią współpracę w zakresie walidacji wybranych targetów onkologicznych związanych z metabolizmem komórek nowotworowych. Przychody dla Selvity z tytułu finansowania prac R&D wynoszą EUR4.4m w ciągu 3 lat, po tym czasie Merck będzie samodzielnie kontynuował rozwój związków. Kontrakt zakłada płatności kamieni milowych dla Selvity oraz tantiemy w przypadku komercjalizacji leku. Jest to największy dotychczasowy kontrakt w segmencie R&D Selvity pod względem wysokości finansowania nakładów. Pozytywną informacją są również tantiemy przewidziane dla spółki (w kontrakcie z Merck Serono nie są przewidziane tantiemy). Zakładamy biodollar value umowy partneringowej na poziomie US\$14.3m, tantiemy na poziomie 1% oraz prawdopodobieństwo komercjalizacji leku w wysokości 7%. W konsekwencji, szacujemy rNPV projektu na poziomie PLN4.1m lub PLN0.3/akcję. Jeżeli chodzi o drugi projekt partneringowy Selvity z Merckiem – platforma metabolizmu nowotworów rozwijana od 2013 r. - umowa ta wygasła w październiku. Spodziewamy się w najbliższych tygodniach informacji na temat tego projektu. Nie zmieniamy naszych dotychczasowych założeń tego programu – spodziewamy się, że od 2016 r. projekt będzie rozwijany dalej samodzielnie przez Mercka, a Selvita będzie otrzymywać milestony, które ważymy prawdopodobieństwami.

**Nowy kontrakt partneringowy z Merck – EUR4.4m gwarantowanego finansowania, milestony i tantiemy**

**Przedłużenie współpracy z H3.** We wrześniu spółka przedłużyła umowę z H3 Biomedicine o rok i zwiększyła gwarantowane wynagrodzenie o US\$1m. Selvita współpracuje z H3 w ramach platformy inhibitorów kinaz od września 2013, do tej pory partnerzy osiągnęli liczne założenia naukowe dla 2 poufnych celów onkologicznych. Partnerzy oczekują, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy projekt wejdzie w fazę przygotowań do badań klinicznych (IND-enabling studies). Pierwotna umowa gwarantowała Selvicie przychody na poziomie PLN5.8m łącznie w latach 2013-2015, które zostały powiększone o kwotę PLN0.8m z tytułu osiągniętego kamienia milowego w prowadzonych badaniach.

**Przedłużenie współpracy z H3 i dodatkowe gwarantowane wynagrodzenie US\$1m**

**Współpraca z FeliciteX.** 15-miesięczny kontrakt partneringowy Selvity z FeliciteX Therapeutics - inhibitory kinaz oddziałujące na uśpione komórki nowotworowe, w którym gwarantowane finansowanie dla Selvity wynosiło PLN2m obowiązuje do końca roku. Zgodnie z umową, FeliciteX posiada opcję przedłużenia współpracy na kolejne 12M z minimalnym wynagrodzeniem dla Selvity w wysokości PLN3.2m. Przedłużenie kontraktu zależy od pozyskania finansowania przez FeliciteX. Selvita prowadzi rozmowy z partnerem na temat przedłużenia współpracy, a w naszym modelu zakładamy, że współpraca zostanie przedłużona.

**SEL24.** Spółka jest obecnie w fazie przygotowania do badań klinicznych (IND-enabling studies) swojego inhibitora kinazy PIM/FLT3. Wyniki kluczowego etapu IND-enabling studies czyli toksykologii szczurów i psów powinny być znane w styczniu 2016 r. W przypadku pozytywnych wyników, badania kliniczne na AML (ostrą białaczkę szpikową) mogłyby się rozpocząć w 2H16. W 4Q15 Selvita planuje wybrać CRO, które w przypadku pozytywnych wyników przedklinicznych będzie koordynować I fazę badań klinicznych. Według zarządu Selvity I faza badań może się odbyć w USA na grupie do 30 pacjentów. Koszt tej fazy to ok. EUR3m, z czego 25% pokryje grant (projekt KIND-P1). Selvita prowadzi jednocześnie zaawansowane rozmowy w sprawie partneringu cząsteczki SEL24 z kilkoma średnimi firmami, możliwe jest jednak finansowanie I fazy badań klinicznych ze środków własnych. Jeżeli chodzi o otoczenie konkurencyjne, to spośród bardziej zaawansowanych od SEL24 inhibitorów PIM, AstraZeneca opublikowała ostatnio wyniki fazy I AZD1208 na guzy lite i chłoniaka, w której żaden z pacjentów nie miał nawet częściowej poprawy. Wcześniej, badania I fazy tej cząsteczki we wskazaniu na AML zostały wstrzymane ze względu na toksyczność. Novartis z kolei kontynuuje badania nad swoim inhibitorem LGH447 na różne rozpoznania – najbardziej zaawansowana wydaje się być faza Ib/II na szpiczaka mnogiego, w którym rekrutacja pacjentów została ukończona i zakończenie badania jest planowane na grudzień. Ponadto, w październiku

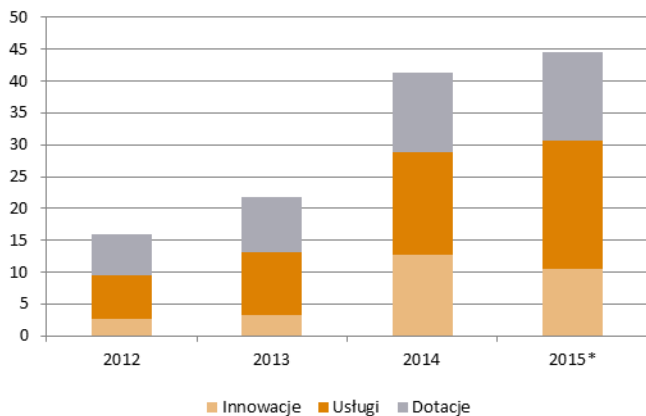
**I faza badań klinicznych SEL24 może rozpocząć się w 2H16, negocjacje partneringu trwają**

firma Incyte rozpoczęła badanie fazy I/II dla własnego selektywnego inhibitora PIM – związku INCB053914, które ma się zakończyć w październiku 2017 r.

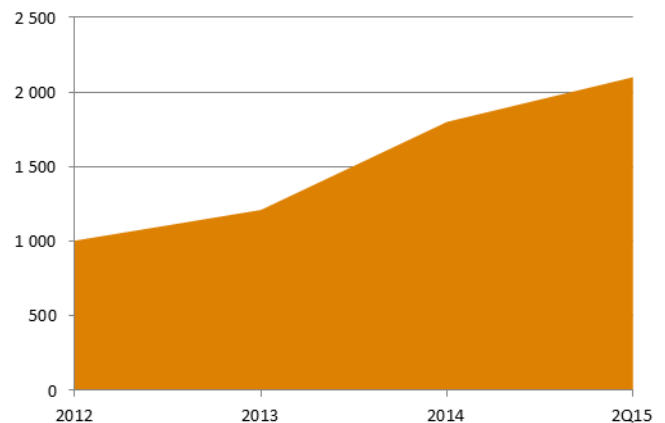
**SEL120.** W projekcie SEL120 (inhibitor kinazy CDK8), Selvita jest obecnie na etapie badań toksykologicznych dwóch gatunków zwierząt. Badania na myszach zakończyły się w czerwcu i obecnie trwa analiza ich wyników. W sierpniu Selvita poinformowała, że u psów, wystąpił skutek uboczny – wymioty, który uniemożliwił przeprowadzenie toksykologii. Obecnie prowadzone są badania na małpach, a opóźnienie projektu z tego powodu wynosi według spółki około 6 miesięcy. Wynik badań na małpach powinien być znany do końca tego roku. Selvita szacuje dodatkowy koszt z tytułu dołączenia nowego gatunku zwierząt do badań na EUR150k, z czego 65% pokrywa grant. Według zarządu, jeżeli wyniki toksykologii będą pozytywne, wówczas przygotowanie do badań klinicznych (IND-enabling studies) mogłoby się odbyć w 1H16, a I faza badań klinicznych rozpoczęłaby się w 2H16. Jeżeli chodzi o otoczenie konkurencyjne, to w ostatnim czasie nie pojawiły się żadne kluczowe informacje o konkurencyjnych inhibitorach kinazy CDK8. Wydaje się więc, że cząsteczka Selvity wciąż pozostaje potencjalnym lekiem pierwszym w kategorii (first-in-class). Selvita prowadzi zaawansowane rozmowy w sprawie partneringu SEL120 z kilkoma dużymi i średnimi firmami. W konsekwencji ostatnich wydarzeń, uwzględniliśmy dodatkowe koszty toksykologii małp w naszym modelu, przesunęliśmy rozpoczęcie I fazy badań klinicznych z 2016 r. na 2017 r., oraz zmniejszyliśmy wycenę rNPV projektu z PLN2.3/akcję do PLN1.5/akcję.

**SEL120 – 6M opóźnienia projektu, wyniki toksykologii będą znane do końca roku**

**Wykres 1. Selvita: Przychody i backlog (PLNm)**



**Wykres 2. Selvita: Powierzchnia laboratorium (m<sup>2</sup>)**



\*backlog na 2015 r. opublikowany w sierpniu

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor

## Segment Usługi

**Backlog i powierzchnia laboratorium.** W sierpniu Selvita opublikowała aktualizację portfela zamówień. Backlog segmentu Usługi na 2015 r. wynosił wówczas PLN20.1m, co stanowiło wzrost o 52% r/r i wzrost o 61% w porównaniu z backlogiem z maja. Powierzchnia laboratorium w Krakowie wzrosła z 1,800m<sup>2</sup> na koniec 2014 r. do 2,100m<sup>2</sup> na koniec czerwca. W minionych miesiącach Selvita podpisała szereg umów na świadczenie usług outsourcingu drug discovery, w tym jedną umowę znaczącą - w lipcu podpisano kontrakt z duńską firmą farmaceutyczną dotyczącą zamówienia na usługi chemiczne w obszarze odkrywania nowych leków. Wartość kontraktu to EUR1.7m, jest on oparty na wyżej-marżowym modelu współpracy FTE i ma być realizowany przez 3 lata od sierpnia 2015 r.

**Usługi – wzrost backlogu, zagraniczne oddziały sprzedażowe, plan otwarcia nowego laboratorium**

**Oddziały zagraniczne.** W tym roku Selvita ogłosiła plany otwarcia trzech pierwszych oddziałów zagranicznych – w Bostonie, w Cambridge w Wielkiej Brytanii oraz w San Bruno w Kalifornii. Uroczyste otwarcie biura w Bostonie odbyło się 17 września, w Cambridge jest zaplanowane na 12 listopada, a w San Bruno otwarcie ma się odbyć na wiosnę. Przedstawiciele spółki we wszystkich trzech biurach rozpoczęli już sprzedaż usług Selvity.

**Nowe laboratorium.** Na początku przyszłego roku Selvita planuje otworzyć nowe laboratorium usługowe w Polsce. Brane są pod uwagę trzy miasta - Poznań, Wrocław i Gliwice, w których spółka prowadzi obecnie zaawansowane rozmowy z właścicielami/operatorami Parków Technologicznych oraz z władzami lokalnymi. Początkowa powierzchnia laboratorium ma wynieść co najmniej 200m<sup>2</sup> z możliwością ekspansji.

## **Ardigen - spin-off Bioinformatyki**

We wrześniu spółka zawarła umowę inwestycyjną z Januszem Homą, współtwórcą Software Mind - Selvita obejmie 60% udziału w kapitale nowo założonej spółki Ardigen S.A. i wniesie do niej zorganizowaną część przedsiębiorstwa – Bioinformatykę. Ten obszar działalności Usług Selvity wygenerował w 2014 r. PLN1.6m przychodów i PLN0.1m straty netto. Backlog na 2015 r. wynosi ok. PLN2.5m, a wg wypowiedzi zarządu zysk może być w tym roku lekko pozytywny. Dział bioinformatyki skupiał się dotychczas na rozwiązaniach laboratoryjnych i zatrudniał 16 osób.

***Ardigen – plany przyspieszenia rozwoju bioinformatyki***

**Strategia.** Strategia Ardigen jest oparta na 3 kierunkach rozwoju: (1) Rozwiązania laboratoryjne – dotychczasowa Bioinformatyka Selvity; (2) Usługi Bioinformatyczne – usługi analizy danych biologicznych w modelu FTE głównie dla klientów z USA i UK: genomika i transkryptomika (analiza genomu i ekspresji transkryptów), metabolomika (badanie zestawu metabolitów), proteomika (badanie białek), immunomika (analiza odpowiedzi immunologicznej); (3) Medycyna Spersonalizowana – platforma analityczna oparta na własnych algorytmach analitycznych i danych pacjentów pozyskanych z ośrodków medycznych mająca na celu dobór najskuteczniejszej terapii oraz wsparcia badań nad innowacyjnymi lekami.

**Akcjonariat i cele finansowe.** Selvita obejmie 60% udziału w kapitale Ardigen i wniesie aportem zorganizowaną część przedsiębiorstwa (wycenioną na PLN2m) oraz PLN0.7m gotówki. Pozostali akcjonariusze wniosą PLN0.3m gotówki w zamian za udziały: Janusz Homa – 25%, Sebastian Kwaśny – 5%, Krzysztof Brzózka – 4.9%, pozostali pracownicy – 5%. Kolejna runda finansowania jest przewidziana w kwocie PLN2.7m w 2016 r. – PLN1m ma wniesić Janusz Homa, a PLN1.7m Selvita. Poza finansowaniem od założycieli, Ardigen będzie również składać wnioski o dotacje. Spółka poinformowała, że byłaby usatysfakcjonowana gdyby w ciągu 3 lat Ardigen miał ok. PLN10m przychodów i był rentowny.

Odnieśliśmy pozytywne wrażenia po prezentacji Ardigen. Rozumiemy, że Selvita miała trudności z rozwijaniem obszaru bioinformatyki w ramach spółki skoncentrowanej na *drug discovery* i uważamy, że spin-off to krok we właściwym kierunku. Na razie jednak nie uwzględniamy Ardigen w naszych prognozach gdyż nie spodziewamy się żeby projekt miał znaczący wpływ na wyniki Selvity w najbliższym czasie.

## **Program motywacyjny**

Zgodnie z planem ogłoszonym podczas IPO, przyjęto program motywacyjny dla kluczowych pracowników Selvity. Spółka wyemituje warranty na akcje nowej emisji stanowiące do 5% obecnego kapitału (656 tys. akcji). Programem ma zostać objętych ok. 70 pracowników, z wyłączeniem Panów Pawła Przewięźlikowskiego – prezesa i Bogusława Sieczkowskiego – wiceprezesa. Jeden warrant będzie uprawniać do objęcia 1 akcji nowej emisji. Cena emisyjna nie została jeszcze ustalona, natomiast według wypowiedzi zarządu będzie ona niska, znacząco poniżej rynkowej ceny akcji. Warranty będzie można wykonywać do końca lutego 2016 r. (pierwsza transza – 328 tys. warrantów) oraz do końca lutego 2017 r. (druga transza – 328 tys. warrantów). Uwzględniamy maksymalne rozwodnienie wynikające z programu motywacyjnego w naszej wycenie. Zgodnie z IFRS wycena warrantów zostanie rozpoznana w kosztach w najbliższych kwartałach, jednak będą to koszty niegotówkowe i będziemy korygować raportowane wyniki o te kwoty traktując je jako zdarzenia jednorazowe.

***Program motywacyjny – rozwodnienie do 5% obecnego kapitału***

## Prognozy finansowe

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

	2015F			2016F			2017F		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)
<b>Przychody</b>	<b>54.3</b>	<b>64.1</b>	<b>-15%</b>	<b>63.6</b>	<b>43.0</b>	<b>48%</b>	<b>56.2</b>	<b>42.0</b>	<b>34%</b>
Innowacje	28.7	44.1	-35%	30.6	17.9	71%	15.8	11.7	35%
Usługi	25.6	20.0	28%	33.1	25.1	32%	40.4	30.3	33%
<b>EBITDA</b>	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>	<b>5%</b>	<b>15.0</b>	<b>11.4</b>	<b>31%</b>	<b>13.8</b>	<b>11.7</b>	<b>18%</b>
Innowacje	5.6	5.9	-5%	6.5	5.0	30%	3.6	3.3	10%
Usługi	5.5	4.8	14%	8.1	6.3	29%	9.8	8.2	20%
Pozostałe	0.3	0.2	60%	0.3	0.2	60%	0.3	0.2	60%
<b>Zysk netto</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>	<b>-7%</b>	<b>10.1</b>	<b>8.3</b>	<b>22%</b>	<b>10.0</b>	<b>8.4</b>	<b>20%</b>
<b>Capex</b>	<b>3.6</b>	<b>2.2</b>	<b>62%</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>28%</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>4%</b>
<b>Gotówka netto</b>	<b>32.7</b>	<b>39.1</b>	<b>-16%</b>	<b>40.8</b>	<b>43.1</b>	<b>-5%</b>	<b>50.4</b>	<b>52.0</b>	<b>-3%</b>

Źródło: Szacunki Vestor DM

Po wynikach za 1H15 i ostatnich wydarzeniach w spółce zaktualizowaliśmy nasze prognozy finansowe.

Podnosimy nasze prognozy przychodów w Usługach o 28% na 2015F i o 32% w 2016F w konsekwencji znaczącego wzrostu backlogu opublikowanego w sierpniu. Prognozujemy przychody w segmencie Usługi na poziomie PLN25.6m (wzrost o 47% r/r) w 2015F i PLN33.1m (wzrost o 29% r/r) w 2016F. Jednocześnie podnosimy prognozę EBITDA segmentu Usługi o 14% do PLN5.5m (wzrost o 73% r/r) w 2015F i o 29% do PLN8.1m (wzrost o 49% r/r) w 2016F.

W Innowacjach, przesuwamy zakładane przez nas podpisanie partneringu w projektach SEL24 i SEL120 (z prawdopodobieństwem 50%) z 2015 na 2016 r. W konsekwencji, obniżamy prognozy przychodów w tym roku o 35%, a podwyższamy prognozy na 2016F o 71%. Spodziewamy się przychodów w segmencie Innowacje na poziomie PLN28.7m (wzrost o 20% r/r) w 2015F oraz PLN30.6m (wzrost o 7% r/r) w 2016F. Nasze prognozy EBITDA segmentu Innowacje są nieporównywalne w ujęciu r/r ze względu na częściową kapitalizację nakładów na SEL24 i SEL120 w tym roku. Szacujemy nakłady na projekty R&D (zarówno ujęte w kosztach jak i skapitalizowane) na poziomie PLN31m w 2015F (wzrost o 54% r/r) oraz PLN25m w 2016F (spadek o 19% r/r). Biorąc pod uwagę prawdopodobieństwo pozyskania nowych dotacji, podejrzewamy, że Selvita uruchomi w najbliższym czasie nowe projekty w segmencie Innowacje. Zwracamy uwagę, że projekt Selvity 'Rozwój nowej generacji spersonalizowanych terapii celujących w metabolizm komórek nowotworowych' (koszt projektu PLN40m, wartość dofinansowania PLN28m) znajduje się na liście projektów rekomendowanych do dofinansowania. Ponieważ w naszych prognozach uwzględniamy jedynie dotacje już przyznane, na razie nie uwzględniamy tego programu w naszym modelu.

Jeżeli chodzi o capex, to nie zakładamy w tym roku żadnych dotacji infrastrukturalnych na rozbudowę laboratorium (wcześniej zakładaliśmy dotacje na poziomie 40%) i w konsekwencji podwyższamy prognozę capexu (netto po dotacjach) w 2015F z PLN2.2m do PLN3.6m. Capex na kolejne lata również podwyższamy ze względu na oczekiwane wyższe przychody z Usług i tym samym większą powierzchnię laboratorium. Zakładamy natomiast, że dostępność dotacji infrastrukturalnych w kolejnych latach będzie lepsza i Selvita sfinansuje 40% nakładów na laboratorium z grantów.

# Wycena

Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts, oddzielnie traktując segment Usługi i segment Innowacje. Segment Usługi wyceniamy 6-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 kolejne fazy projektów innowacyjnych. Wyceniamy segment Usługi na PLN12.4/akcję (vs. PLN9.5 poprzednio), a segment Innowacje na PLN7.3/akcję (vs. PLN6.7 poprzednio). Podnosimy cenę docelową z PLN20/akcję do PLN24/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 7%.

## Wycena sum-of-the-parts

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

<b>Usługi - wycena DCF (PLNm)</b>	<b>170.8</b>
<b>Innowacje - wycena rNPV (PLNm)</b>	<b>100.3</b>
Selvita - Enterprise value (PLNm)	271.0
Gotówka netto (2Q15, PLNm)	28.6
Selvita - Equity value (PLNm)	299.6
Liczba akcji (m)	13.8
Equity value (PLN/akcję)	21.8
Koszt kapitału własnego (%)	9%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>24.0</b>
Cena akcji (PLN)	22.5
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>7%</b>

Źródło: Vestor DM

## Innowacje – wycena projektów ważona prawdopodobieństwem

Wyceniamy segment Innowacje metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Bierzymy pod uwagę 6 projektów innowacyjnych Selvity, kierując się kryterium zaawansowania projektu lub prawdopodobieństwem podpisania umowy partneringowej: (1) SEL24; (2) SEL120; (3) Platforma metabolizmu nowotworów w ramach kontraktu partneringowego z Merck; (4) Platforma inhibitorów kinaz w ramach kontraktu partneringowego z H3 Biomedicine; (5) SEL141 w ramach kontraktu partneringowego z Felicite Therapeutics oraz (6) w tym tygodniu podpisany kontrakt z Merck – metabolizm komórek nowotworowych. Pozostałych projektów Selvity (SEL103, SEL201, SEL203, SEL212, SEL303, Platforma epigenetyczna) nie uwzględniamy w wycenie i tym samym stanowią one upside do naszych szacunków.

## Segment Innowacje – wycena rNPV

- Zakładamy prawdopodobieństwo pozyskania partneringu dla projektów SEL24 i SEL120 w 2016 r. na poziomie 50%. Wcześniej zakładaliśmy partneringu obu projektów w 2015 r.
- SEL24 – zakładamy obecnie, że Selvita z własnych środków i z grantu (projekt KIND-P1) sfinansuje I fazę badań klinicznych, o rok później podpisze partnering i tym samym uzyska lepsze warunki finansowe. Zakładamy *biodollar value* (suma wszystkich możliwych do uzyskania milestone'ów) transakcji partneringowej w wysokości US\$91m (vs. US\$47m poprzednio) oraz tantiemy na poziomie 10% (vs. 6% poprzednio). W rezultacie, podwyższamy wycenę rNPV projektu z PLN2.5/akcję do PLN3.8/akcję.
- SEL120 – ze względu na brak możliwości przeprowadzenia toksykologii na psach (psy wymiotowały) obniżamy prawdopodobieństwo sukcesu w fazie przedklinicznej o 10% i w konsekwencji prawdopodobieństwo komercjalizacji leku z 9% do 8%. Ze względu na obecnie przeprowadzaną toksykologię na małpach wydłużamy czas trwania fazy przedklinicznej o rok, nieznacznie zwiększamy koszty projektu i obniżamy rNPV projektu z PLN2.3/akcję do PLN1.5/akcję.
- 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	52.2	3.8
SEL120	21.2	1.5
Merck 1	8.0	0.6
Merck 2	4.1	0.3
H3 Biomedicine	9.3	0.7
SEL141	5.5	0.4
<b>Suma</b>	<b>100.3</b>	<b>7.3</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>14.0</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>52.2</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	2015	-	90%
Faza I kliniczna	2017	2.00	35%*
Faza II kliniczna	2019	3.00	15%
Faza III kliniczna	2021	3.00	9%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2023	7.00	8%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2024	15.00	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>5.7</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>21.2</b>		

\*prawdopodobieństwo partneringu w 2016 r. – 50%

Źródło: Vestor DM

**Tabela 7. Platforma metabolizmu nowotworów z Merck (1): Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2017	0.30	70%
Faza I kliniczna	2018	1.00	54%
Faza II kliniczna	2020	1.00	24%
Faza III kliniczna	2022	3.00	15%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2024	2.00	12%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2025	2.00	12%
Pierwsze tantiemy	n/d		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>0%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>14.0</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>2.1</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>8.0</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 8. Platforma metabolizmu nowotworów z Merck (2): Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza odkrycia	2017	0.20	60%
Faza przedkliniczna	2018	0.30	42%
Faza I kliniczna	2019	1.00	32%
Faza II kliniczna	2021	1.00	14%
Faza III kliniczna	2023	3.00	9%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2025	2.00	7%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2026	2.00	7%
Pierwsze tantiemy	2027		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>1%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>14.3</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>1.1</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>4.1</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 9. 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		
II wskazanie terapeutyczne	+ 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>2.5</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>9.3</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 10. Platforma chemoodporności z FeliciteX Therapeutics: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront payment i milestone (US\$m)	Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie
I wskazanie terapeutyczne			
Faza przedkliniczna	2016	-	70%
Faza I kliniczna	2017	-	54%
Faza II kliniczna	2019	0.80	24%
Faza III kliniczna	2021	0.80	15%
Zgłoszenie leku do rejestracji	2023	1.00	12%
Pierwsza sprzedaż komercyjna	2024	1.50	12%
Pierwsze tantiemy	2025		
II wskazanie terapeutyczne	+ 2 lata względem pierwszego	50% x pierwsze wskazanie	
<b>Royalties</b>	<b>1%</b>		
<b>Biodollarvalue (US\$m)</b>	<b>6.2</b>		
<b>rNPV (US\$m)</b>	<b>1.5</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>5.5</b>		

Źródło: Vestor DM

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

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029-34F
SEL24	-0.6	3.3	-1.6	8.5	0.0	9.0	0.0	17.0	49.3	26.3	53.6	38.6	38.6	38.6	38.6
SEL120	-0.3	0.9	2.0	0.8	4.0	0.0	4.5	0.0	8.5	15.0	15.1	30.7	23.2	23.2	23.2
Merck 1	1.0	0.3	0.5	1.2	0.2	1.5	0.0	3.5	0.0	3.5	2.0	1.0	1.0	0.0	0.0
Merck 2	0.1	0.2	0.4	0.5	1.1	0.2	1.5	0.0	3.5	0.0	3.5	2.0	2.9	4.9	2.0
H3 Biomedicine	0.4	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	3.9
FeliciteX Therapeutics	0.2	0.1	0.0	0.0	0.8	0.0	1.2	0.0	1.4	3.4	2.4	4.6	3.9	3.9	3.9
<b>Razem</b>	<b>0.8</b>	<b>5.2</b>	<b>2.2</b>	<b>11.0</b>	<b>7.6</b>	<b>10.7</b>	<b>9.2</b>	<b>20.5</b>	<b>65.5</b>	<b>52.2</b>	<b>79.5</b>	<b>81.7</b>	<b>73.4</b>	<b>74.3</b>	<b>71.5</b>

Źródło: Vestor DM

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

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029-34F
SEL24	-2.2	5.2	-2.1	5.0	0.0	2.4	0.0	2.7	6.9	3.3	6.2	4.1	3.7	3.4	14.6
SEL120	-1.0	1.4	1.6	0.7	1.6	0.0	0.8	0.0	0.9	1.5	1.3	2.5	1.7	1.5	6.7
Merck Serono	3.5	1.0	0.9	1.5	0.2	0.9	0.0	0.8	0.0	0.6	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
Merck	0.2	0.7	0.6	0.4	0.6	0.0	0.2	0.0	0.4	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.5
H3 Biomedicine	1.4	1.2	1.3	0.2	1.0	0.0	0.5	0.0	0.5	0.6	0.4	0.6	0.4	0.4	1.7
FeliciteX Therapeutics	0.9	0.2	0.0	0.0	0.4	0.0	0.3	0.0	0.2	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4	1.7
<b>Razem</b>	<b>2.9</b>	<b>9.7</b>	<b>2.2</b>	<b>7.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.0</b>	<b>3.5</b>	<b>8.9</b>	<b>6.5</b>	<b>8.7</b>	<b>8.0</b>	<b>6.5</b>	<b>5.8</b>	<b>25.4</b>

Źródło: Vestor DM

## Usługi – wycena metodą DCF

Wyceniamy segment Usługi Selvity używając 6-letniego modelu DCF. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2014-20F na poziomie 18% i analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 33%. 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 18% w 2014 r. do 21% w 2015F i 29% w 2020F) pochodzi z założenia wzrostu udziału kontraktów typu FTE, a spadku udziału kontraktów typu *Fixed Price*, oraz ze wzrostu produktywności pracowników. Zakładamy capex (netto po dotacjach) na poziomie PLN3m w 2015F, PLN1m w 2016F oraz PLN1.8m w 2020F, gdyż zakładamy że 40% capexu w latach 2016-19F 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 – 6-letni model DCF**

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

	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Przychody (od klientów zewnętrznych)</b>	<b>24.3</b>	<b>31.9</b>	<b>39.6</b>	<b>49.8</b>	<b>54.5</b>	<b>59.6</b>
<b>Dotacje</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
Znorm. EBIT	3.0	5.2	7.7	10.2	13.3	15.1
podatek	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.3	-1.8
NOPLAT	3.0	5.2	7.7	10.2	12.0	13.3
amortyzacja (netto po dotacjach)	1.3	1.7	1.3	1.5	1.4	1.4
capex (netto po dotacjach)*	-3.0	-1.0	-1.5	-1.6	-1.8	-1.8
zmiana kapitału obrotowego	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	1.3	5.9	7.4	10.0	11.6	12.9
stopa dyskontowa	8%	8%	8%	8%	8%	8%
czynniki dyskontowy	0.96	0.89	0.82	0.76	0.70	0.64
Wartość bieżąca FCF	0.6	5.3	6.1	7.6	8.1	8.3
Wartość bieżąca FCF na dziś	36.0					
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2.0%					
Wartość rezydualna	209.2					
Zdyskontowana wartość rezydualna	134.7					
<b>EV segmentu Usługi (PLNm)</b>	<b>170.8</b>					
Liczba akcji (m)	13.8					
<b>EV segmentu usługi (PLN/akcję)</b>	<b>12.4</b>					

\* w 2015 r. nie zakładamy żadnych dotacji infrastrukturalnych

Źródło: Vestor DM

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

Stopa wolna od ryzyka	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe	4.5%
Beta (x)	1.1
Koszt kapitału własnego	8.6%
Koszt długu	3.7%
Koszt długu po podatku	3.5%
Dług/ (dług+kapitał własny)	6%
<b>WACC</b>	<b>8.3%</b>

Źródło: Vestor DM, Damodaran online, Bloomberg

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

	Premia za ryzyko rynkowe			
	1.0%	4.0%	4.5%	5.0%
		164.3	151.2	139.8
		175.2	160.2	147.5
<b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b>	<b>2.0%</b>	187.9	<b>170.8</b>	156.3
	2.5%	203.1	183.1	166.5
	3.0%	221.5	197.7	178.4

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 11x i 19x, co przekłada się na wycenę segmentu Usługi Selvity na poziomie PLN5.7-7.8/akcję. Zwracamy jednak uwagę, że CAGR EPS w latach 2014-17 dla zagranicznych CRO/CMO wynosi 19% w porównaniu z naszą prognozą dla Selvity na poziomie 65%. Ze względu na wyższą oczekiwaną stopę wzrostu uważamy, że Selvita zastępuje 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	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	
<b>Spółki usługowe (CRO/CMO)</b>																
Quintiles	USA	66.2	8 146	-7.2%	12.4%	6.5%	20.2	17.9	16.0	11.8	10.2	8.8	1.9	1.7	1.6	249.9
Eurofins	Luksemburg	331.4	5 559	18.3%	57.1%	137.0%	43.9	32.3	27.3	18.5	14.8	13.2	2.7	2.2	2.1	347.4
Parexel	USA	66.0	3 527	7.6%	18.7%	11.6%	24.1	20.1	17.0	11.5	10.3	8.4	1.7	1.6	1.5	189.0
ICON	Irlandia	67.9	4 184	-6.0%	33.2%	14.0%	17.2	14.5	13.0	12.3	10.9	9.6	2.6	2.5	2.3	406.2
Charles River	USA	68.4	3 200	6.0%	7.5%	4.0%	18.8	16.7	15.4	12.1	10.4	9.6	2.4	2.2	2.1	395.1
WUXI	Kanada	44.8	3 202	2.7%	32.9%	7.3%	29.3	24.7	20.0	17.7	15.4	12.6	4.0	3.5	3.0	400.2
<b>MEDIANA</b>							<b>22.1</b>	<b>19.0</b>	<b>16.5</b>	<b>12.2</b>	<b>10.6</b>	<b>9.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>371.2</b>
<b>Spółki innowacyjno-usługowe</b>																
AMRI	USA	19.3	685	8.4%	18.5%	-3.6%	21.5	18.3	16.3	11.2	8.5	n.d.	1.7	1.4	1.2	410.5
Evotec	Niemcy	4.1	590	2.1%	10.7%	1.0%	59.8	101.7	58.1	32.3	28.6	22.7	4.3	3.6	3.2	617.1
Galapagos	Belgia	44.1	1 882	20.5%	184.5%	32.6%	35.1	n.d.	n.d.	68.9	n.d.	n.d.	11.5	22.8	39.0	4,591.5
Oncodesign	Francja	16.8	121	10.1%	154.7%	10.4%	n.d.	78.0	3.5	n.d.	24.4	1.4	9.9	6.8	1.5	1,590.3
<b>MEDIANA</b>							<b>35.1</b>	<b>78.0</b>	<b>16.3</b>	<b>32.3</b>	<b>24.4</b>	<b>12.1</b>	<b>7.1</b>	<b>5.2</b>	<b>2.3</b>	<b>1,103.7</b>
Selvita - implikowana wycena segmentu Usługi wzgl. Spółek CRO/CMO (PLN/akcję)							<b>5.3</b>	<b>7.8</b>	<b>9.8</b>	<b>4.0</b>	<b>5.7</b>	<b>6.5</b>	<b>4.7</b>	<b>5.4</b>	<b>6.3</b>	<b>13.7</b>
Średnia							<b>6.9</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, podmiotu podlegającego 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 WYGNAGRODZENIE OD EMITENTA ORAZ BĘDZIE OTRZYMYWAŁ WYGNAGRODZENIE 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 WYCEN 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 do uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednio dla danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor. Inwestycje oraz usługi przedstawiane 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 jakichkolwiek 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 znajdują 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 OBYWATELOM 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 OGRANICZEN.

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 WPŁYW 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 wyrazonego 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 wahaniami 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 WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR 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 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 następujących dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał 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 dopuszczonym 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 prawem 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, zająć 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 jakikolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek 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: 3 rekomendacji kupuj, 4 rekomendacji Akumuluj, 7 rekomendacji Neutralnie, 2 rekomendacji Redukuj oraz 2 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 12 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 61 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

VESTOR W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY PRZED PUBLIKACJĄ NINIEJSZEGO RAPORTU, DNIA 21 LISTOPADA 2014 ROKU, VESTOR WYDAŁ RAPORT ANALITYCZNY PRZED IPO EMITENTA. VESTOR NIE WYKLUCZA, ŻE W OKRESIE NAJBLIŻSZYCH 12 MIESIĘCY MOŻE WYDAĆ KOLEJNĄ REKOMENDACJĘ DLA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ EMITENTA.

W ramach świadczenia usługi Equity Research Partner, Vestor sporządził i opublikował w dniu 6 marca 2015 r. pierwszy raport analityczny z ceną docelową 20,00 PLN, podczas gdy cena bieżąca wynosiła 15,10 PLN. 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 powinni 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 © 2015 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 wyznaczeniu 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, aktywa pozaoperacyjne, 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 założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych scenariuszy: 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 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 małą 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**