

- Podnosimy prognozę EBITDA Usług na 2016F o 4% do PLN8.4m (wzrost o 46% r/r).
- Innowacje – Selvita przedłużyła współpracę z Merck, pozyskuje nowe dotacje. Duży kontrakt partnerski wyciąg przed spółką – jest celem na 2016 r.
- Podnosimy naszą cenę docelową z PLN24 do PLN26.

## Nowe motory wzrostu

Aktualizujemy wycenę po publikacji przez spółkę szacunkowych przychodów za 2015 r. i mocnego backlogu na 2016 r., biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia – kontynuację współpracy z Merck, PLN28m dotacji na projekt MetOnco. Podnosimy nasze prognozy dla segmentu Usługi na 2016F – prognozujemy wzrost przychodów o 28% r/r do PLN35m oraz wzrost EBITDA o 46% r/r do PLN8.4m. W Innowacjach, celem spółki na 2016 r. jest rozpoczęcie badań klinicznych SEL24 i podpisanie dużego kontraktu partnerskiego. Podtrzymujemy założone przez nas 50% prawdopodobieństwo partneringu SEL24 i SEL120, obniżamy jednak prognozę EBITDA Innowacji przez zwiększone nakłady na projekty we wczesnej fazie. Podnosimy naszą 12M cenę docelową z PLN24/akcję do PLN26/akcję.

**Prognoza wyników 4Q15.** Z szacunkowych przychodów opublikowanych przez spółkę w styczniu wynika, że przychody w 4Q15 wyniosły PLN16.9m, wzrost o 38% r/r. Prognozujemy EBITDA grupy w wysokości PLN2.7m, wzrost o 24% r/r. Prognozujemy EBIT segmentu Usługi na poziomie PLN1.3m, wzrost o 282% r/r oraz EBIT segmentu Innowacje PLN0.2m, spadek o 84% r/r ze względu na wzrost inwestycji w projekty we wczesnej fazie. Szacujemy znorm. zysk netto PLN1.5m, wzrost o 7% r/r. Selvita opublikuje wyniki roczne 21 marca.

**Usługi – Mocny backlog, nowe laboratorium. Podnosimy prognozę EBITDA Usług w 2016F o 4% do PLN8.4m (wzrost o 46% r/r).** W lutym Selvita podpisała umowę na wynajem powierzchni pod nowe laboratorium – ma ono zostać otwarte w Poznaniu we wrześniu, a jego początkowa powierzchnia ma wynieść 500m<sup>2</sup>. Celem spółki na 2016 r. jest min. 30% wzrostu przychodów z Usług oraz dwucyfrowa rentowność. W konsekwencji silnego backlogu na 2016 r., podnosimy naszą prognozę przychodów z Usług o 6% do PLN35m (wzrost o 28% r/r) w 2016F i o 8% do PLN44m (wzrost o 24% r/r) w 2017F. Prognozujemy EBITDA Usług PLN8.4m (wzrost o 46% r/r) w 2016F oraz PLN10.5m (wzrost o 25% r/r) w 2017F.

**Innowacje – Kontynuacja partneringu z Merck, nowe dotacje. Duży kontrakt partnerski celem na 2016 r.** W grudniu spółka podpisała z Merck kontynuację projektu realizowanego w latach 2013-15. W styczniu pozyskano dotację PLN28m na nowy projekt MetOnco, a w najbliższym czasie kolejne 5 projektów może pozyskać PLN43m dotacji. Celem spółki na 2016 r. jest podpisanie dużego kontraktu partnerskiego (SEL24/SEL120) oraz wejście SEL24 do fazy klinicznej. Podwyższamy nasze prognozy przychodów segmentu Innowacje w 2016F o 18% do PLN36m (wzrost o 28% r/r), lecz obniżamy prognozę EBITDA o 16% do PLN5.5m (wzrost o 34% r/r) ze względu na wzrost inwestycji w portfel projektów we wczesnej fazie.

**Wycena.** Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts na PLN26/akcję (vs. PLN24/akcję poprzednio). Wyceniamy segment Usługi metodą DCF na PLN13/akcję (vs. PLN12.4 poprzednio) oraz segment Innowacje metodą rNPV na PLN9.2/akcję (vs. PLN7.3 poprzednio).

### Selvita: Prognozy finansowe (PLNm)

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Przychody	16.0	21.7	41.3	55.5	71.1	65.6
EBIT	-6.2	-2.2	5.3	6.0	9.8	5.2
EBITDA	-4.5	-0.1	7.6	9.7	14.2	10.0
Zysk netto	-5.5	-2.4	5.9	6.4	9.5	5.7
PER (x)	n/m	n/m	37.9	43.7	30.0	51.1
EV/EBITDA (x)	n/m	n/m	28.8	24.9	17.8	25.2

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

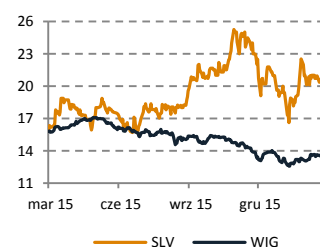
Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	26.0
Cena bieżąca (PLN)	21.2
Potencjał wzrostu/spadku	23%
Min (52T)	14.6
Max (52T)	25.7
Liczba akcji (m)	13.1
Kapitalizacja (PLNm)	278.0
Gotówka netto (2015F, PLNm)	26.2
EV (2015F, PLNm)	252.8
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.2

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

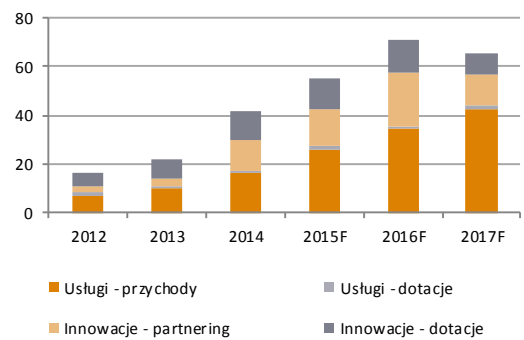
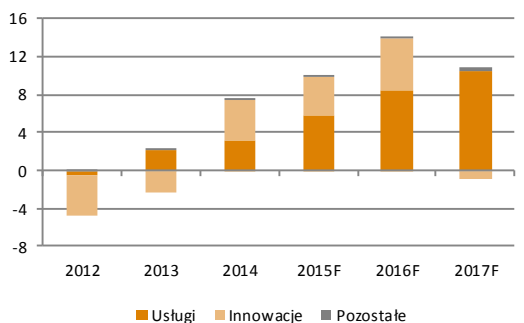
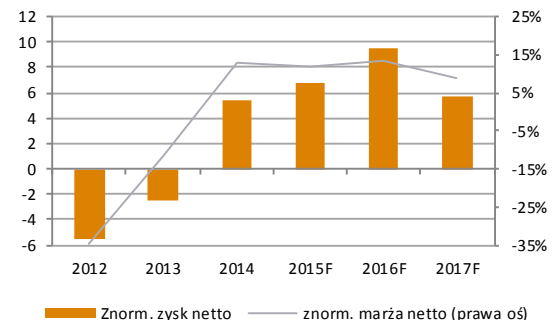
**Beata Szparaga, CFA**  
(+48) 22 378 9169  
Beata.Szparaga@vestor.pl

**Selvita: Prognozy finansowe**

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>Przychody</b>	<b>16.0</b>	<b>21.7</b>	<b>41.3</b>	<b>55.5</b>	<b>71.1</b>	<b>65.6</b>
Innowacje	8.0	10.7	23.9	28.1	36.0	21.9
Dotacje	5.3	7.4	11.2	12.9	13.3	9.2
Partnering	2.7	3.2	12.7	15.2	22.7	12.7
Usługi	8.0	11.1	17.4	27.4	35.1	43.7
Dotacje	1.2	1.2	1.3	1.8	1.0	1.1
Przychody z usług	6.8	9.8	16.1	25.6	34.1	42.6
<b>EBITDA</b>	<b>-4.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>7.6</b>	<b>9.7</b>	<b>14.2</b>	<b>10.0</b>
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>-4.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>7.6</b>	<b>10.1</b>	<b>14.2</b>	<b>10.0</b>
Usługi	-0.6	2.1	3.2	5.8	8.4	10.5
Innowacje	-4.1	-2.4	4.3	4.1	5.5	-0.8
Pozostałe	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
Amortyzacja	1.7	2.1	2.4	3.8	4.4	4.8
<b>EBIT</b>	<b>-6.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.3</b>	<b>6.0</b>	<b>9.8</b>	<b>5.2</b>
Przychody finansowe netto	0.1	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
Podatek	0.6	0.0	0.4	0.0	-0.6	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>-5.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.9</b>	<b>6.4</b>	<b>9.5</b>	<b>5.7</b>
<b>Znorm. zysk netto</b>	<b>-5.5</b>	<b>-2.4</b>	<b>5.4</b>	<b>6.7</b>	<b>9.5</b>	<b>5.7</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	8.1	8.1	7.5
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	31.7	38.0	44.0
Zaliczki z dotacji	3.3	3.9	2.0	5.0	5.0	5.0
Pozostała gotówka	1.8	1.4	2.8	26.7	33.0	39.0
Należności krótkoterminowe	3.0	5.2	10.3	15.6	21.7	21.1
Zapasy	0.4	0.4	0.7	1.0	1.1	1.1
Inne aktywa obrotowe	0.3	0.3	1.5	0.4	0.6	0.5
<b>Aktywa</b>	<b>16.5</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>61.3</b>	<b>74.0</b>	<b>78.7</b>
Dług krótkoterminowy	0.2	0.3	0.5	0.3	0.0	-0.6
Zobowiązania handlowe	1.9	3.1	6.7	5.6	7.3	6.5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.7	0.4	0.7	0.9	1.2	1.1
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	2.9	3.7	3.4
<b>Kapitał własny</b>	<b>5.9</b>	<b>3.4</b>	<b>9.3</b>	<b>41.7</b>	<b>51.2</b>	<b>56.9</b>
<b>Pasywa</b>	<b>16.5</b>	<b>18.3</b>	<b>26.8</b>	<b>61.3</b>	<b>74.0</b>	<b>78.7</b>
Dług netto*	-1.4	-1.0	-2.2	-26.2	-32.8	-39.4
<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>6.4</b>	<b>9.5</b>	<b>5.7</b>
Zmiany w kapitale obrotowym	0.4	-1.7	-1.6	-6.4	-4.3	-0.3
Amortyzacja	1.7	2.1	2.4	3.8	4.4	4.8
Dotacje	-3.8	-2.1	-4.1	-14.7	-14.3	-10.3
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-9.1</b>	<b>-7.2</b>	<b>-4.9</b>	<b>-9.1</b>	<b>-3.7</b>	<b>-0.2</b>
Nakłady inwestycyjne	-2.5	-2.2	-3.6	-5.0	-4.5	-4.1
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>-4.6</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.5</b>
Zmiany zadłużenia netto	0.0	0.0	-0.6	-0.1	-0.4	-0.6
Dotacje	9.1	9.6	8.5	14.7	14.3	10.3
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>40.7</b>	<b>13.9</b>	<b>9.7</b>
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>27.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</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%	34.4%	28.1%	-7.8%
Wzrost EBITDA (%)	n.d.	n.d.	n.d.	27.8%	45.5%	-29.4%
Wzrost zysku netto (%)	n.d.	n.d.	n.d.	8.8%	49.2%	-39.8%
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA (%)	-28.2%	-0.7%	18.5%	17.6%	19.9%	15.3%
Marża EBIT (%)	-38.6%	-10.2%	12.8%	10.8%	13.7%	8.0%
Znorm. marża netto (%)	-34.6%	-11.2%	13.0%	12.1%	13.4%	8.7%
<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	0.5	0.7	0.4
Wartość księgowa na akcję (PLN)	0.6	0.3	0.9	3.2	3.8	4.1
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	0.3	0.8	0.5
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>						
Dług netto/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	-0.3	-2.7	-2.3	-3.9
Dług netto/Kapitał własny (x)	-0.2	-0.3	-0.2	-0.6	-0.6	-0.7
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	3.2	2.9	2.2	7.1	7.2	9.6
ROA (%)	n.d.	n.d.	26.0%	14.4%	14.0%	7.5%
ROIC (%)	n.d.	n.d.	82.8%	24.3%	19.5%	9.7%
ROE (%)	n.d.	n.d.	92.4%	25.0%	20.4%	10.6%
<b>Wycena</b>						
PER (x)	n.d.	n.d.	37.9	43.7	30.0	51.1
EV/EBITDA (x)	n.d.	n.d.	28.8	24.9	17.8	25.2
EV/Sprzedż (x)	13.8	10.2	5.3	4.5	3.5	3.9
P/BV (x)	37.9	65.2	24.0	6.7	5.6	5.1
Stopa FCF (%)	-2.9%	-1.0%	1.3%	1.4%	3.9%	2.2%

\*Gotówka netto wyłączając otrzymane zaliczki z dotacji

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

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

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

**Selvita: Znorm. zysk netto (2012-17F, PLNm)**

**Nadchodzące wydarzenia**

21 marca 2016 r.	Publikacja raportu rocznego za 2015 r.
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.

## Prognoza wyników za 4 kw. 2015

- Z szacunkowych przychodów opublikowanych przez spółkę w styczniu wynika, że przychody w 4Q15 wyniosły PLN16.9m, wzrost o 38% r/r.
- Prognozujemy EBITDA grupy w wysokości PLN2.7m, wzrost o 24% r/r.
- Prognozujemy EBIT segmentu Usługi na poziomie PLN1.3m (wzrost o 282% r/r) oraz EBIT segmentu Innowacje PLN0.2m (spadek o 84% r/r).
- Szacujemy zysk netto PLN1.5m, wzrost o 7% r/r na poziomie znormalizowanym.
- Selvita opublikuje wyniki roczne w poniedziałek, 21 marca.

**Tabela 1. Selvita: Prognoza wyników za 4 kw. 2015 r. (PLNm)**

	4Q14*	1Q15	2Q15	3Q15**	4Q15F	% r/r
<b>Przychody</b>	<b>12.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.5</b>	<b>14.0</b>	<b>16.9</b>	<b>38%</b>
EBITDA	2.1	1.9	2.8	2.5	2.7	24%
<b>Znorm. EBITDA</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>24%</b>
EBIT	1.4	1.1	1.9	1.4	1.5	13%
Znorm. EBIT	1.4	1.1	1.9	1.8	1.5	13%
Innowacje	1.0	0.8	1.0	0.9	0.2	-84%
Usługi	0.3	0.2	0.8	0.8	1.3	282%
Pozostałe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	n/m
<b>Zysk netto</b>	<b>1.9</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>-22%</b>
<b>Znorm. Zysk netto</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.5</b>	<b>7%</b>

\*4Q14 znormalizowany o rozpoznane aktywo podatkowe PLN0.5m

\*\*3Q15 znormalizowany o koszty programu motywacyjnego PLN0.4m

Źródło: Vestor DM, dane spółki

Zgodnie z szacunkowymi przychodami w 2015 r. opublikowanymi już przez spółkę, spodziewamy się przychodów w 4Q15 na poziomie PLN16.9m, wzrost o 38% r/r. Zakładamy przychody z Usług w wysokości PLN9.1m, wzrost o 71% r/r. Szacujemy przychody z partneringu na poziomie PLN4.1m, wzrost o 20% r/r, uwzględniając milestone w kontrakcie z Merck PLN0.85m. Z szacunkowych przychodów wynika, że dotacje w 4Q15 wyniosły PLN3.7m, wzrost o 6% r/r. Jeżeli chodzi o SEL24 i SEL120, to w naszej prognozie zakładamy, że skapitalizowanych na bilansie zostanie PLN2.3m nakładów i PLN1.6m dotacji.

Prognozujemy EBITDA grupy na poziomie PLN2.7m, wzrost o 24% r/r. Spodziewamy się amortyzacji na poziomie PLN1.1m (vs. PLN0.8m w 4Q14) i szacujemy EBIT PLN1.5m, wzrost o 13% r/r. Prognozujemy EBIT Usług na poziomie PLN1.3m, wzrost o 282% r/r. W segmencie Innowacje, spodziewamy się wzrostu inwestycji w portfel projektów we wczesnej fazie – w tym na projekty, na które granty będą dopiero rozpatrywane w 2016 r. Zwracamy uwagę na fakt, że Selvita ujmuje takie nakłady w kosztach i tym samym pogarszają one wynik Innowacji. W konsekwencji, prognozujemy EBIT Innowacji na poziomie PLN0.2m, spadek o 84% r/r. Spodziewamy się, że podobnie jak w 3Q15, wyniki za 4Q15 będą zawierać niegotówkowe koszty programu motywacyjnego. Nie uwzględniamy jednak szacunków tych kosztów w naszej prognozie i będziemy je traktować jako zdarzenia jednorazowe.

Prognozujemy neutralny wynik na działalności finansowej i nie szacujemy żadnego podatku ani aktywa podatkowego. Prognozujemy zysk netto PLN1.5m, wzrost o 7% r/r na poziomie znormalizowanym. W 4Q14 Selvita rozpoznała PLN0.5m aktywa podatkowego z tytułu obecności w strefie ekonomicznej, traktujemy tę pozycję jako zdarzenie jednorazowe i normalizujemy o nią wynik.

## Ostatnie wydarzenia

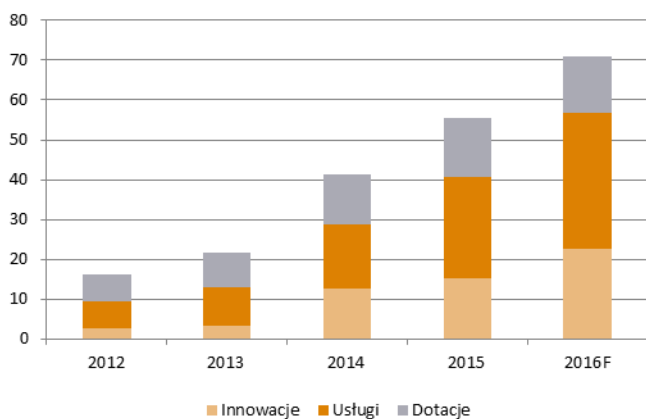
### Szacunkowe przychody za 2015 r. oraz backlog na 2016 r.

W dniu 21 stycznia Selvita opublikowała wstępne przychody za 2015 r. oraz kontraktację na 2016 r. Szacunkowe przychody w 2015 r. wraz z dotacjami wyniosły PLN55.5m (wzrost o 34% r/r, 2% powyżej naszych prognoz). Przychody komercyjne wyniosły PLN40.8m (wzrost o 41% r/r, 1% powyżej naszych szacunków), a dotacje PLN14.7m, wzrost o 18% r/r i były o 3% wyższe od naszych szacunków.

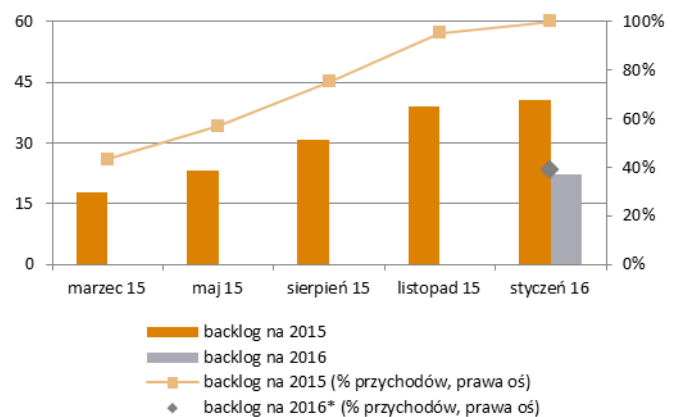
**Backlog przychodów komercyjnych na 2016 r. wynosi PLN22.3m, stanowi 39% naszej całorocznej prognozy**

Wg stanu z 21 stycznia, backlog przychodów komercyjnych Selvity (czyli przychodów z Usług i Innowacji, bez dotacji) na 2016 r. wynosił PLN22.3m, wzrost o 26% r/r w porównaniu z backlogiem na 2015 z marca 2015 r., kiedy spółka po raz pierwszy w zeszłym roku opublikowała backlog. Backlog na 2016 r. stanowi 39% naszej prognozy przychodów komercyjnych na 2016 r. vs. 43% przychodów z 2015 r. zakontraktowanych w marcu 2015 r. Wykonanie naszej prognozy postrzegamy jako wysokie biorąc pod uwagę fakt, że jest to stan ze stycznia.

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



**Wykres 2. Selvita: Backlog przychodów komercyjnych (PLNm)**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

\*Backlog na 2016 jako % naszej prognozy

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Segment Innowacje

### Dotacja z NCBiR w wysokości PLN27.9m na projekt MetOnco

W dniu 1 lutego spółka podpisała umowę z NCBiR na PLN27.9m dotacji dla projektu MetOnco, który ma polegać na rozwoju nowej generacji spersonalizowanych terapii celujących w metabolizm komórek nowotworowych. Jest to najwyższy grant w historii spółki. Projekt ma być realizowany w latach 2016-20, jego całkowita wartość wynosi PLN39.7m. Przekłada się to na 70% udział dotacji w finansowaniu projektu.

**Dotacja PLN27.9m na projekt MetOnco, kolejne PLN43m dotacji na 5 projektów oczekuje na podpis**

Celem badań w projekcie będzie rozwój odkrytych przez spółkę małącząsteczkowych inhibitorów o potwierdzonym selektywnym mechanizmie działania hamujących metabolizm seryny oraz cyklu kwasu foliowego. W ramach projektu zaplanowane jest przeprowadzenie pełnego zakresu badań przedklinicznych, wyselekcjonowanie kandydata klinicznego oraz przeprowadzenie I fazy badań klinicznych.

Na liście projektów rekomendowanych do otrzymania dofinansowania, znajdują się kolejne projekty Selvity. W najbliższym czasie dotacje powinny otrzymać pięć kolejnych projektów o łącznym budżecie na poziomie PLN63m i dotacjach wynoszących PLN43m. Wiceprezes poinformował w wywiadzie dla Parkietu (2 lutego), że spółka planuje ubiegać się o kolejne dotacje z różnych źródeł.

**Tabela 2. Selvita: Główne projekty rekomendowane do otrzymania dotacji**

Projekt	Akronim	Budżet projektu (PLNm)	Dotacja (PLNm)	Status	Rozpoczęcie	Zakończenie
Rozwój nowej generacji spersonalizowanych terapii celujących w metabolizm komórek nowotworowych	MetOnco	39.7	27.9	Umowa podpisana	sty-16	gru-20
Badania przedkliniczne i kliniczne substancji aktywnych o działaniu przeciwnowotworowym	WIND-P0	14.3	10.0	Dotacja przyznana/ umowa w podpisie	sty-16	gru-19
Nowa metoda syntezy chiralnych amin, aplikowalna w dużej skali, na potrzeby przemysłu farmaceutycznego poprzez konwersję odpadowych enancjomerów w ich antypody optyczne	Chiral Amines	3.0	2.1	Dotacja przyznana/ umowa w podpisie	sty-16	kwi-18
Rozwój innowacyjnej spersonalizowanej terapii nowotworów litych	MelkOnco	43.8	29.9	Dotacja przyznana/ umowa w podpisie	sty-16	gru-20
Zapewnienie kompleksowej ochrony patentowej dla trzech innowacyjnych związków chemicznych o działaniu terapeutycznym	Ochrona IP - cz. 1	1.2	0.5	Dotacja przyznana/ umowa w podpisie	sty-16	cze-21
Zapewnienie ochrony intelektualnej dla małowcząsteczkowych inhibitorów kinazy GCN2, inhibitorów oksygenazy hemowej-1 i agonistów STING	Ochrona IP - cz. 2	1.2	0.5	Dotacja przyznana/ umowa w podpisie	sty-17	sty-21
<b>łącznie</b>		<b>103.1</b>	<b>70.9</b>			

Źródło: NCBiR, dane spółki

### Kontynuacja projektu z Merck – Platforma metabolizmu nowotworów I

W dniu 22 grudnia 2015 r. spółka podpisała z Merckiem umowę, w ramach której dalej będzie rozwijany jeden cel białkowy, który został opracowany wspólnie z partnerem w latach 2013-15 w ramach Platformy metabolizmu nowotworów I. Warunki umowy:

- W 4Q15 Selvita otrzymała od Mercka płatność EURO.2m (PLN0.9m).
- Merck będzie dalej prowadził rozwój związków, zaś Selvita będzie otrzymywała płatności za osiągnięcie kolejnych kamieni milowych.
- Suma wszystkich 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.
- Istnieje możliwość podpisania z Merck kolejnych umów rozwoju cząsteczek opracowanych przez spółkę w latach 2013-15 w ramach Platformy metabolizmu nowotworów I.

**Platforma metabolizmu nowotworów I (partnering z Merck) – projekt jest kontynuowany, biodollar value EUR16.5m**

Selvita nie ujawniała wcześniej szczegółów współpracy z Merckiem (poza informacją, że tantiemy nie są przewidziane w tym kontrakcie). W naszej poprzedniej wycenie projektu z Merckiem, zakładaliśmy *biodollar value* US\$14m, a więc na skutek ujawnionych danych zwiększyliśmy swoje założenie o EUR3.4m. Ze względu jednak na przesunięcie modelu o jeden rok do przodu - nie wliczamy już przepływów z 2015 r. do wyceny, gdyż są one już uwzględnione w długi netto, nasza wycena rNPV projektu z Merckiem spadła z PLN8m do PLN6m (PLN0.4/akcję).

Jednocześnie, zwiększamy również swoje założenia *biodollar value* dla drugiego projektu z Merckiem (Platforma metabolizmu nowotworów II) – na konferencji po wynikach za 3Q15 zarząd poinformował, że kamienie milowe w tym projekcie są wyższe od tych w pierwszym projekcie z partnerem, podczas gdy my zakładaliśmy jego *biodollar value* na poziomie US\$14m. Przypominamy, że w projekcie Platforma metabolizmu nowotworów II są przewidziane tantiemy dla Selvity. Szacujemy rNPV projektu na PLN6m, tyle samo co w przypadku pierwszego projektu z Merckiem ze względu na mniejsze zaawansowanie prac w tym projekcie (wczesna faza odkrycia, mniejsze prawdopodobieństwo komercjalizacji).



**SEL24 – Celem jest rozpoczęcie badań klinicznych w tym roku**

Spółka podtrzymuje cel na 2016 r. jakim jest rozpoczęcie badań klinicznych w projekcie SEL24. Obecnie, Selvita kończy fazę przygotowania do badań klinicznych (IND-enabling studies) swojego inhibitora PIM/FLT3. Została ukończona toksykologia na dwóch gatunkach zwierząt, aktualnie przeprowadzane są badania histopatologiczne tkanek zwierząt, które przyjmowały lek oraz produkcja tabletek zawierających substancję aktywną, która będzie podawana w badaniach klinicznych. Jeżeli ostateczne wyniki tych badań będą dobre, wówczas w połowie roku mogłaby się rozpocząć I faza badań klinicznych. I faza ma zostać przeprowadzona w USA na grupie około 30 pacjentów. W dniu 30 listopada Selvita podpisała umowę z Theradex (CRO specjalizujące się w badaniach klinicznych z zakresu onkologii) na dokonanie zgłoszenia IND do FDA oraz na przeprowadzenie I fazy badań klinicznych. Przewidywany termin rozpoczęcia badań to lipiec 2016 r., a zakończenia – maj 2018 r. Szacowany koszt badań I fazy to EUR2.9m, z czego 25% ma zostać sfinansowane z dotacji (projekt KIND-P1). Jeżeli chodzi o partnering, Selvita podtrzymuje cel podpisania dużego kontraktu partneringowego (SEL24/SEL120) w tym roku, prowadzi rozmowy z kilkunastoma potencjalnymi partnerami.

Wśród programów konkurencyjnych do SEL24, najbardziej zaawansowanym inhibitorem PIM pozostaje projekt Novartis LH447 (PIM447) – w październiku ukończono badania fazy Ib/II w kombinacji z BYL719 (inhibitorem kinazy PI3K $\alpha$ ) na chorych z nawrotowym i opornym szpiczakiem mnogim. Wyniki tego badania nie zostały jeszcze opublikowane. Jednocześnie, trwa rekrutacja pacjentów do fazy I/II drugiego pod względem zaawansowania inhibitora PIM - INCB053914 firmy Incyte we wskazaniu na AML, MDS, chłoniaki i szpiczaka mnogiego. Poza inhibitorami PIM, konkurencją dla SEL24 mogą być również inhibitory FLT3, w tym inhibitor Novartis - Midostaurin (PKC412), którego dobre wyniki fazy III zaprezentowano w grudniu 2015 r. U chorych z AML przyjmujących Midostaurin mediana przeżycia wyniosła 75 miesięcy w porównaniu z 26 miesiącami przeżycia na placebo. Jest to pierwszy w historii inhibitor kinaz wydłużający przeżycie pacjentów chorych na AML. W lutym, FDA przyznała projektowi status *Breakthrough Therapy*, co oznacza, że lek ma szansę na przyspieszony proces rejestracji. Zdaniem zarządu Selvity, sukces badań klinicznych midostauryny jest dla spółki dobrą informacją, ponieważ potwierdza przydatność kliniczną celowania w białko FLT3, a SEL24 oprócz białka FLT3 celuje również w białko PIM, które jest w znacznym stopniu odpowiedzialne za pojawianie się lekooporności u pacjentów leczonych inhibitorami FLT3. Według Selvity potencjalnie w badaniach klinicznych SEL24 można więc liczyć na dłuższy efekt terapeutyczny niż midostauryny. Działanie SEL24 na PIM może poszerzyć też spektrum białaczek wrażliwych na midostaurynę ponieważ nadekspresja PIM występuje również w białaczkach niezależnych od FLT3.

**SEL120 – oczekiwanie na wyniki toksykologii na małpach**

Po problemach technicznych podczas przeprowadzania toksykologii na psach w sierpniu 2015 r., ze względu na wrażliwość psów na podanie związku drogą doustną, Selvita przeprowadziła pod koniec zeszłego roku toksykologię non-GLP na małpach. Eksperyment został ukończony, a obecnie spółka oczekuje na wyniki histopatologii zwierząt. Wyniki powinny być znane do końca marca. Jeżeli będą pozytywne, wówczas faza przygotowania do badań klinicznych (IND-enabling studies) mogłaby się rozpocząć w tym roku, a I faza badań klinicznych we wskazaniu AML, nowotwór jelita grubego (CRC) lub na potrójnie negatywnego raka piersi (TNBC) w 2 połowie 2017 r. W otoczeniu konkurencyjnym nie było w ostatnim czasie żadnych istotnych zmian – cząsteczka Selvity pozostaje najbardziej zaawansowanym inhibitorem kinazy CDK8 wśród związków raportowanych w literaturze. Selvita cały czas prowadzi rozmowy o partneringu cząsteczki, zaawansowane rozmowy są prowadzone z kilkoma dużymi i średnimi firmami.

***Cel na 2016 r. –  
rozpoczęcie badań  
klinicznych SEL24,  
podpisanie dużego  
kontraktu  
partneringowego***

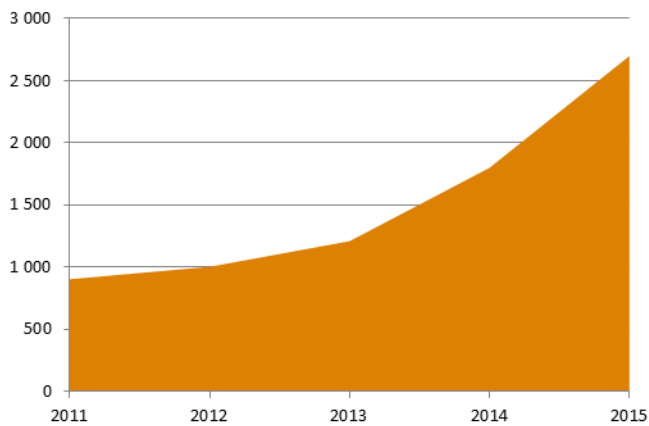
***SEL120 – wyniki  
histopatologii małp  
powinny być znane do  
końca marca***

## Segment Usługi

W Usługach, Selvita podtrzymuje plan osiągnięcia min. 30% wzrostu przychodów w 2016 r. (vs. szacowany przez nas 33% wzrost przychodów w 2016F) oraz utrzymania dwucyfrowej rentowności (my prognozujemy marżę EBIT na poziomie 15%). Z ostatnich wydarzeń w tym segmencie, naszym zdaniem najważniejszym była informacja o podpisaniu umowy na otwarcie laboratorium usługowego w Poznaniu.

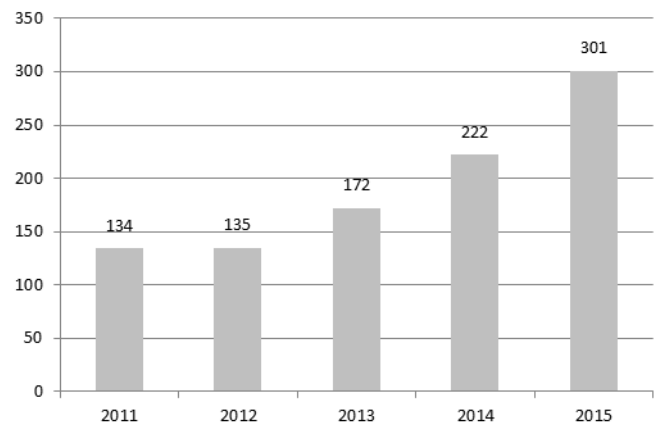
*Usługi – laboratorium w Poznaniu ma zostać otwarte we wrześniu, celem na 2016 r. wzrost przychodów o min. 30%*

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



Źródło: Dane spółki

**Wykres 2. Selvita: Zatrudnienie**



Źródło: Dane spółki

### Umowa na wynajem powierzchni pod laboratorium w Poznaniu

W dniu 4 lutego spółka podpisała umowę z Uniwersytetem im. Adama Mickiewicza na wynajem laboratoriów w budynkach Wielkopolskiego Centrum Zaawansowanych Technologii w Poznaniu. Otwarcie jest planowane na wrzesień, początkowa powierzchnia ma wynieść 500m<sup>2</sup>. W laboratorium początkowo ma zostać zatrudnionych ok. 50 naukowców, którzy będą mieli również możliwość korzystania ze specjalistycznej infrastruktury badawczej udostępnionej przez UAM w ramach laboratoriów WCZT.

Selvita zapowiadała plan otwarcia laboratorium w drugim polskim mieście od czasu IPO. Jeżeli chodzi o capex, to zakładamy, że nakłady na nowe laboratorium będą zbliżone do nakładów ponoszonych w Krakowie (w przeliczeniu na pracownika). Prognozujemy capex na laboratorium PLN4.4m w 2015F, PLN3.8m w 2016F oraz PLN3.4m w 2017F, z czego zakładamy, że w latach 2016-17 30% zostanie sfinansowane z grantów.

## Prognozy finansowe

**Tabela 3. Selvita: Zmiana prognoz (PLNm)**

	2015F				2016F				2017F			
	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r	Obecne	Poprzednie	Zmiana (%)	% r/r
<b>Przychody</b>	<b>55.5</b>	<b>54.3</b>	<b>2%</b>	<b>34%</b>	<b>71.1</b>	<b>63.6</b>	<b>12%</b>	<b>28%</b>	<b>65.6</b>	<b>56.2</b>	<b>17%</b>	<b>-8%</b>
Usługi	27.4	25.6	7%	58%	35.1	33.1	6%	28%	43.7	40.4	8%	24%
Innowacje	28.1	28.7	-2%	17%	36.0	30.6	18%	28%	21.9	15.8	39%	-39%
<b>EBITDA</b>	<b>9.7</b>	<b>11.4</b>	<b>-15%</b>	<b>28%</b>	<b>14.2</b>	<b>15.0</b>	<b>-5%</b>	<b>46%</b>	<b>10.0</b>	<b>13.8</b>	<b>-27%</b>	<b>-29%</b>
Usługi	5.8	5.5	5%	82%	8.4	8.1	4%	46%	10.5	9.8	7%	25%
Innowacje	4.1	5.6	-27%	-5%	5.5	6.5	-16%	34%	-0.8	3.6	n/m	-115%
Pozostałe	0.3	0.3	0%	44%	0.3	0.3	0%	0%	0.3	0.3	0%	0%
<b>Zysk netto</b>	<b>6.4</b>	<b>7.8</b>	<b>-18%</b>	<b>9%</b>	<b>9.5</b>	<b>10.1</b>	<b>-6%</b>	<b>49%</b>	<b>5.7</b>	<b>10.0</b>	<b>-43%</b>	<b>-40%</b>
Przepływy inwestycyjne	4.6	3.6	27%	27%	4.0	2.3	73%	-13%	3.5	3.1	14%	-11%
Gotówka netto	26.2	32.7	-20%	1120%	32.8	40.8	-20%	25%	39.4	50.4	-22%	20%

Źródło: Vestor DM

Po wynikach za 3 kw. 2015 r. i ostatnich wydarzeniach w spółce zaktualizowaliśmy nasze prognozy finansowe.

Podnosimy nasze prognozy przychodów w Usługach o 7% na 2015F i o 6% w 2016F w konsekwencji publikacji przez spółkę szacunkowych przychodów za 2015 r. oraz backlogu na 2016r. Szacujemy przychody w segmencie Usługi na poziomie PLN27.4m w 2015F, wzrost o 58% r/r. W 2016F prognozujemy przychody na poziomie PLN35.1m (wzrost o 28% r/r), a w 2017F PLN43.7m (wzrost o 24% r/r). Jednocześnie podnosimy prognozę EBITDA segmentu Usługi o 5% do PLN5.8m (wzrost o 82% r/r) w 2015F, o 4% do PLN8.4m (wzrost o 46% r/r) w 2016F oraz o 7% do PLN10.5m (wzrost o 25% r/r) w 2017F.

W Innowacjach, obniżamy nasz szacunek przychodów na 2015F o 2% ze względu na nieznacznie niższy od zakładanego przez nas milestone z Mercka (PLN0.9m vs. zakładane przez nas PLN1.1m). Jednocześnie zwiększamy nakłady na projekty we wczesnej fazie – są one ujmowane w kosztach i w konsekwencji zmniejszamy EBITDA segmentu o 27% w 2015F do PLN4.1m, spadek o 5% r/r. W 2016F i 2017F, ujmujemy dotacje na projekt MetOnco w przychodach i w konsekwencji podnosimy prognozę przychodów odpowiednio o 18% i 39%. Zwracamy uwagę, że w naszym modelu w przychodach uwzględniamy jedynie podpisane już umowy na dotacje. Biorąc pod uwagę prawdopodobieństwo pozyskania umów na kolejne granty (dotacje na PLN43m są obecnie finalizowane), przychody z dotacji powinny jednak być wyższe niż zakładamy w naszej prognozie. Nasza prognoza zakłada poprawę EBITDA Innowacji w 2016F o 34% r/r, lecz ujemną EBITDA w 2017F. 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 PLN4m w 2016F (spadek z PLN4.6m prognozowanych w 2015F) oraz PLN3.5m 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/akcję (vs. PLN12.4 poprzednio), a segment Innowacje na PLN9.2/akcję (vs. PLN7.3 poprzednio). Podnosimy cenę docelową z PLN24/akcję do PLN26/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 23%.

**Wycena sum-of-the-parts**

**Tabela 4. Selvita: Wycena sum-of-the-parts**

		PLN/akcję
Usługi - wycena DCF (PLNm)	178.6	13.0
Innowacje - wycena rNPV (PLNm)	127.4	9.2
Selvita - Enterprise value (PLNm)	306.0	22.2
Gotówka netto (2015F, PLNm)	26.2	1.9
Selvita - Equity value (PLNm)	332.2	
Liczba akcji (m)	13.8	
Equity value (PLN/akcję)	24.1	
Koszt kapitału własnego (%)	8%	
Cena docelowa (PLN)	26.0	
Cena akcji (PLN)	21.3	
<b>Potencjał wzrostu (%)</b>	<b>23%</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 I w ramach kontraktu partneringowego z Merck; (4) Platforma inhibitorów kinaz w ramach kontraktu partneringowego z H3 Biomedicine; (5) Platforma metabolizmu nowotworów II w ramach kontraktu partneringowego z Merck; (6) Portfel projektów we wczesnej fazie.

**Segment Innowacje – wycena rNPV**

- Podwyższamy założone milestony w projekcie **Platforma metabolizmu nowotworów I w ramach kontraktu z Merck** – zgodnie z komunikatem spółki o wysokości milestonów (szczegóły w sekcji *Ostatnie wydarzenia – Segment Innowacje*). W rezultacie tego komunikatu, podwyższamy również założone milestony dla drugiego projektu realizowanego we współpracy z Merck – **Platforma metabolizmu nowotworów II**. Ze względu na przesunięcie modelu o jeden rok do przodu - nie wliczamy już przepływów z 2015 r. do wyceny, gdyż są one już uwzględnione w długu netto, nasza wycena rNPV projektu z Merckiem spadła z PLN8m do PLN6m (PLN0.4/akcję). Szacujemy rNPV drugiego projektu z Merckiem na PLN6m (vs. PLN4.1m poprzednio).
- 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%. W rezultacie przesunięcia modelu o jeden rok do przodu, podwyższamy wycenę rNPV projektu SEL24 z PLN52.2m do PLN58.9m (PLN4.3/akcję).

- **SEL120** – oczekując na wyniki toksykologii non-GLP na małych przeprowadzonej pod koniec zeszłego roku, nie zmieniamy założeń prawdopodobieństw ani milestone'ów i szacujemy rNPV projektu na PLN24m (PLN1.7/akcję) vs. PLN21.2m poprzednio.
- Dodajemy do wyceny **Portfel projektów we wczesnej fazie** ze względu na pozyskanie przez Selvity PLN27.9m dotacji na projekt MetOnco oraz wzrost nakładów na ten i na inne projekty, które są we wczesnej fazie – takie jak SEL212, Eptheron, SEL201, SEL303. Zakładamy nakłady na projekty we wczesnej fazie (netto po dotacjach) PLN2.6m w 2016F, PLN1.8m w 2017F oraz PLN0.8m w 2018F. Zakładamy 32% prawdopodobieństwo, że jeden z tych projektów wejdzie do I fazy badań klinicznych i spółka podpisze kontrakt partneringowy w tym projekcie. Zakładamy parametry partneringu takie jak w przypadku SEL24 (Biodollar value US\$91.5m, royalties 10%).
- Nie uwzględniamy już w naszej wycenie projektu **SEL141 – uśpione komórki nowotworowe (kontrakt partneringowy z Felicite Therapeutics)** – projekt był realizowany w latach 2014-15, a jego kontynuacja zależała od wykonania przez partnera Selvity opcji przedłużenia współpracy na kolejne 12M. Ponieważ do tej pory nie było informacji o wykonaniu tej opcji, konserwatywnie zakładamy, że projekt nie będzie już kontynuowany. W poprzedniej wycenie szacowaliśmy wartość projektu na poziomie PLN5.5m lub PLN0.4/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 5. Selvita: rNPV projektów innowacyjnych**

	PLNm	PLN/akcję
SEL24	58.9	4.3
SEL120	24.0	1.7
Portfel projektów we wczesnej fazie	23.3	1.7
H3 Biomedicine	9.4	0.7
Merck I	5.9	0.4
Merck II	5.9	0.4
<b>Suma</b>	<b>127.4</b>	<b>9.2</b>

Źródło: Vestor DM

**Tabela 6. 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>15.6</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>58.9</b>		

\*prawdopodobieństwo partneringu w 2016 r. – 50%

Źródło: Vestor DM

**Tabela 7. 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	45%*
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>24.0</b>		

\*prawdopodobieństwo partneringu w 2016 r. – 50%

Źródło: Vestor DM

**Tabela 8. Portfel projektów we wczesnej fazie: Założenia do wyceny**

Faza	Rok	Upfront, 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		
II wskazanie terapeutyczne	+ 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>6.2</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>23.3</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>9.4</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 10. Platforma metabolizmu nowotworów I z Merck: 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>5.9</b>		

Źródło: Vestor DM, Dane spółki

**Tabela 11. Platforma metabolizmu nowotworów II z Merck: 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>1.6</b>		
<b>rNPV (PLNm)</b>	<b>5.9</b>		

Źródło: Vestor DM

**Tabela 12. Niezdyskontowany cashflow przed uwzględnieniem prawdopodobieństw i opodatkowaniem (US\$m)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029-34F
SEL24	3.7	-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	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	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	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	7.6	3.6
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	3.9
Portfel projektów we wczesnej fazie	-0.7	-0.8	-0.5	4.4	-1.0	8.5	0.0	9.0	0.0	17.0	30.0	26.3	53.6	38.6
<b>Razem</b>	<b>4.7</b>	<b>1.4</b>	<b>10.1</b>	<b>11.1</b>	<b>9.3</b>	<b>17.5</b>	<b>19.4</b>	<b>73.6</b>	<b>49.2</b>	<b>100.1</b>	<b>113.6</b>	<b>98.7</b>	<b>126.8</b>	<b>107.8</b>

Źródło: Vestor DM

**Tabela 13. Ważony prawdopodobieństwem, zdyskontowany cashflow po podatku (PLNm)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029-34F
SEL24	6.1	-2.4	5.4	0.0	2.6	0.0	2.9	7.4	3.6	6.7	4.4	4.0	3.6	15.7
SEL120	1.7	1.8	0.8	1.7	0.0	0.9	0.0	1.0	1.6	1.4	2.7	1.8	1.7	7.3
Merck	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	0.0
Merck 2	0.8	0.7	0.6	0.8	0.0	0.6	0.0	0.4	0.0	0.6	0.7	0.2	0.1	0.6
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	0.4	1.9
Portfel projektów we wczesnej fazie	-2.4	-1.5	-0.6	3.0	-0.7	2.9	0.0	1.4	0.0	1.6	2.4	1.9	3.6	11.3
<b>Razem</b>	<b>7.4</b>	<b>1.0</b>	<b>7.4</b>	<b>6.8</b>	<b>2.7</b>	<b>5.0</b>	<b>3.6</b>	<b>10.8</b>	<b>6.6</b>	<b>11.4</b>	<b>11.1</b>	<b>8.7</b>	<b>9.5</b>	<b>36.8</b>

Źródło: Vestor DM

## Usługi – wycena metodą DCF

Wyceniamy segment Usługi Selvity używając 5-letniego modelu DCF. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2014-20F na poziomie 21% 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 25% 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 PLN2.6m w 2016F oraz PLN2.2m w 2020F, zakładamy że 30% 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 – 5-letni model DCF**

**Tabela 14. Segment Usługi: Model DCF (PLNm)**

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>Przychody (od klientów zewnętrznych)</b>	<b>34.1</b>	<b>42.6</b>	<b>53.7</b>	<b>62.7</b>	<b>68.7</b>
<b>Dotacje</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>
Znorm. EBIT	5.2	6.9	9.1	11.8	13.5
podatek	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9
NOPLAT	5.2	6.9	9.1	11.8	12.6
amortyzacja (netto po dotacjach)	2.3	2.5	2.7	2.7	2.6
capex (netto po dotacjach)	-2.6	-2.4	-3.0	-2.2	-2.2
zmiana kapitału obrotowego	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF	4.8	7.1	8.8	12.3	13.0
stopa dyskontowa	8%	8%	8%	8%	8%
czynnik dyskontowy	0.94	0.86	0.80	0.74	0.68
Wartość bieżąca FCF	4.5	6.1	7.1	9.0	8.8
Wartość bieżąca FCF na dziś	35.6				
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2.0%				
Wartość rezydualna	210.3				
Zdyskontowana wartość rezydualna	143.0				
<b>EV segmentu Usługi (PLNm)</b>	<b>178.6</b>				
Liczba akcji (m)	13.8				
<b>EV segmentu usługi (PLN/akcję)</b>	<b>13.0</b>				

Źródło: Vestor DM

**Tabela 15. Selvita: Usługi: Założenia WACC**

Stopa wolna od ryzyka	3.5%
Premia za ryzyko rynkowe	4.5%
Beta (x)	1.1
Koszt kapitału własnego	8.4%
Koszt długu	3.7%
Koszt długu po podatku	3.5%
Dług/ (dług+kapitał własny)	1%
<b>WACC</b>	<b>8.3%</b>

Źródło: Vestor DM, Damodaran online, Bloomberg

**Tabela 16. Selvita: Segment Usługi: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLNm)**

		Premia za ryzyko rynkowe		
		4.0%	4.5%	5.0%
<b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b>	1.0%	171.2	157.8	146.2
	1.5%	182.7	167.4	154.4
	2.0%	196.2	178.6	163.8
	2.5%	212.2	191.6	174.6
	3.0%	231.5	207.2	187.3

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 12x i 17x, co przekłada się na wycenę segmentu Usługi Selvity na poziomie PLN5.7-7.3/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 63%. Ze względu na wyższą oczekiwaną stopę wzrostu uważamy, że Selvita zasługuje na premię do spółek porównywalnych.

**Analiza porównawcza  
względem zagranicznych  
CRO/CMO**



**Tabela 17. 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	65.1	7 771	14.8%	-5.2%	-0.3%	19.7	17.3	15.5	11.5	9.7	8.3	1.8	1.7	1.6	215.3
Eurofins	Luksemburg	310.0	5 256	11.0%	-3.7%	61.9%	36.4	27.0	22.1	17.2	13.6	12.3	2.5	1.9	1.8	392.8
Parexel	USA	60.1	3 224	2.9%	-11.8%	-6.2%	21.9	17.2	15.1	10.5	8.9	7.8	1.6	1.5	1.4	177.1
ICON	Irlandia	69.7	3 986	4.3%	-10.4%	2.5%	17.6	14.8	13.4	11.7	10.1	8.7	2.5	2.3	2.2	340.7
Charles River	USA	73.9	3 453	8.4%	-8.1%	-4.2%	19.9	17.0	15.0	12.8	10.9	9.3	2.5	2.1	1.9	401.5
<b>MEDIANA</b>							<b>19.9</b>	<b>17.2</b>	<b>15.1</b>	<b>11.7</b>	<b>10.1</b>	<b>8.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>340.7</b>
<b>Spółki innowacyjno-usługowe</b>																
AMRI	USA	14.9	529	-1.0%	-24.9%	-3.0%	16.0	14.2	12.5	10.3	8.6	7.9	1.3	1.1	1.0	317.1
Evotec	Niemcy	3.2	468	8.0%	-23.1%	-0.6%	43.3	38.6	27.2	23.3	14.9	10.8	3.4	2.8	2.5	484.1
Galapagos	Belgia	40.0	2 020	17.7%	-29.5%	20.2%	n.d.	23.7	n.d.	n.d.	13.0	n.d.	30.3	8.4	18.3	4926.6
Oncodesign	Francja	16.3	123	-5.6%	-9.0%	9.5%	120.9	51.8	6.2	n.d.	n.d.	n.d.	8.6	6.7	2.4	1612.6
<b>MEDIANA</b>							<b>43.3</b>	<b>31.2</b>	<b>12.5</b>	<b>16.8</b>	<b>13.0</b>	<b>9.3</b>	<b>6.0</b>	<b>4.7</b>	<b>2.4</b>	<b>1048.4</b>
Selvita - implikowana wycena segmentu Usługi wzgl. Spółek CRO/CMO (PLN/akcję)							<b>5.5</b>	<b>7.3</b>	<b>8.6</b>	<b>3.6</b>	<b>5.7</b>	<b>6.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>5.8</b>	<b>16.8</b>
<b>Średnia</b>							<b>8.6</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 OPINIE VESTOR, W SZCZEGÓLNOŚCI DOTYCZĄCE PREZENTOWANYCH WYCYEN 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 punktu widzenia indywidualnych okoliczności dotyczących 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 wyгоды 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 znajdujący 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. ZMIENIĄCIELE 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 wywrócić 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 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 następnych 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.

Analizy 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: 5 rekomendacji kupuj, 8 rekomendacji Akumuluj, 11 rekomendacji Neutralnie, 4 rekomendacje Redukuj oraz 1 rekomendacja Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor wydał 5 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 47 % (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. 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 © 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, 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 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 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**