

- Podnosimy prognozę EBITDA Usług na 2018F o 10% do PLN13m (wzrost o 55% r/r).
- Innowacje – nowe dane naukowe dot. projektów we wczesnej fazie, SEL120 – podpisano umowę zlecającą przeprowadzenie I fazy, podwyższamy koszty projektu.
- Podtrzymujemy 12M cenę docelową PLN85.

## I faza SEL120 i nowi kandydaci kliniczni na horyzoncie

Aktualizujemy wycenę po podpisaniu umowy na przeprowadzenie I fazy badań SEL120, uwzględniając wyższe nakłady na Centrum Badawczo-Rozwojowe Innowacyjnych Leków (CBRIL), a z drugiej strony mocne wyniki Usług oraz nowe dane naukowe o projektach innowacyjnych we wczesnej fazie. Podtrzymujemy naszą 12M cenę docelową na poziomie PLN85/akcję. Obniżamy wycenę segmentu Innowacje do PLN50 z PLN53/akcję, z powodu niższej wyceny SEL120 (wyższe niż zakładaliśmy koszty, przesunięcie harmonogramu o kilka miesięcy) i wyższych nakładów na CBRIL, mimo wyższej wyceny projektów we wczesnej fazie (po publikacji nowych danych naukowych). Podnosimy wycenę Usług (z PLN13 do PLN17/akcję) ze względu na bardzo dobre wyniki za 9M18 i backlog.

**SEL120 – rozpoczęcie I fazy planowane na 1Q19.** 8 października Selvita podpisała umowę zlecającą Icon dokonanie zgłoszenia IND do FDA oraz przeprowadzenie I fazy badań klinicznych. Z powodu przesunięcia harmonogramu o kilka miesięcy i trochę wyższych niż zakładaliśmy kosztów – I fazy (EUR3.8m) oraz dodatkowych badań (terapię w skojarzeniu, nowe wskazania, badania na próbkach od pacjentów), obniżamy wycenę SEL120 z PLN29 do PLN23/akcję.

**Portfel projektów we wczesnej fazie – nowe dane naukowe.** Na konferencjach - Immuno-Oncology Summit oraz Society for Immunotherapy of Cancer zaprezentowano nowe wyniki w projektach dualni antagoniści A2A/A2B oraz agoniści białka STING, a w czerwcu opublikowano wyniki w projekcie inhibitory SHMT2. Biorąc pod uwagę opublikowane dane, podwyższamy prawdopodobieństwo sukcesu tych projektów w fazie odkrycia i podwyższamy wycenę projektów we wczesnej fazie z PLN13 do PLN16/akcję.

**Usługi – wzrost backlogu o 36% r/r, dwucyfrowa marża EBITDA.** 9 listopada portfel zamówień Usług na 2018 r. wynosił PLN58m (wzrost o 36% r/r). Jednocześnie marża EBITDA segmentu poprawiła się z 15% w 9M17 do 21% w 9M18. W 2018F prognozujemy wzrost przychodów Usług o 34% r/r (o 8% więcej niż poprzednio) i EBITDA PLN13m, wzrost o 55% r/r (o 10% więcej niż poprzednio). W 2019F zakładamy wzrost przychodów i EBITDA odpowiednio o 23% r/r i 28% r/r. Podwyższamy wycenę segmentu z PLN13 do PLN17/akcję.

**Nadchodzące kamienie milowe.** W 1Q19 ma się rozpocząć I faza badań klinicznych SEL120, w przyszłym roku powinna zakończyć się I faza badań klinicznych SEL24 i wówczas Selvita może otrzymać od Menarini milestone. Celami spółki na 2019 r. są też: wytypowanie kandydata klinicznego z platformy metabolizmu komórek nowotworowych i immunometabolizmu, podpisanie umowy partneringowej na któryś z projektów we wczesnej fazie (oba cele miały być pierwotnie zrealizowane w 2018 r.).

**Wycena.** Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts na PLN85/akcję (bez zmian), co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 73%.

### Selvita: Prognozy finansowe (PLNm)

|                   | 2015 | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F | 2020F |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody         | 55.7 | 60.2  | 105.4 | 103.8 | 137.2 | 150.5 |
| Znorm. EBITDA     | 10.2 | 4.8   | 18.5  | -9.3  | 6.1   | 1.6   |
| Znorm. Zysk netto | 7.0  | 1.0   | 7.6   | -13.5 | -4.2  | -12.2 |
| PER (x)           | 92.3 | 685.5 | 89.2  | n.d.  | n.d.  | n.d.  |
| EV/EBITDA (x)     | 60.6 | 135.9 | 35.4  | n.d.  | 109.1 | 426.2 |

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

### Podstawowe informacje

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| Cena docelowa (PLN)          | 85.0       |
| Cena bieżąca (PLN)           | 49.0       |
| Potencjał wzrostu/spadku     | 73%        |
| Poprz. cena docelowa (PLN)   | 85         |
| Data poprz. rekomendacji     | 20.03.2018 |
| Min (52T)                    | 45.0       |
| Max (52T)                    | 64.3       |
| Liczba akcji (m)             | 16.0       |
| Kapitalizacja (PLNm)         | 783.6      |
| Gotówka netto (18F, PLNm)    | 131.6      |
| EV (2018F, PLNm)             | 653.3      |
| Śr. dzienny obrót (3M, PLNm) | 0.2        |

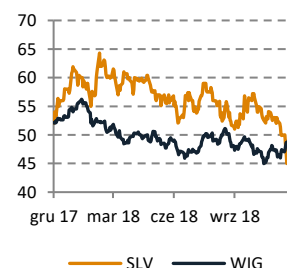
### Akcjonariat: udział w kapitale/głosach

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| Paweł Przewiężlikowski    | 31.3/42.4% |
| Bogusław Sieczkowski      | 5.8/7.4%   |
| NN OFE                    | 8.1/6.5%   |
| Tadeusz Wesołowski        | 6.5/5.2%   |
| (beneficjent Augebit FIZ) |            |
| Pozostali                 | 48.3/38.6% |

### Opis spółki

Selvita jest badawczo-rozwojową spółką biotechnologiczną działającą w obszarze leków innowacyjnych. Model biznesowy spółki składa się z trzech 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 (3) Bioinformatyka.

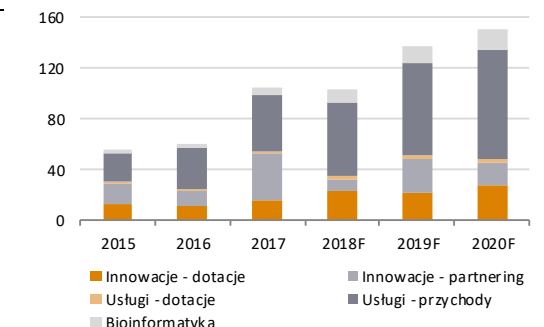
### Selvita vs. WIG: relatywny kurs akcji



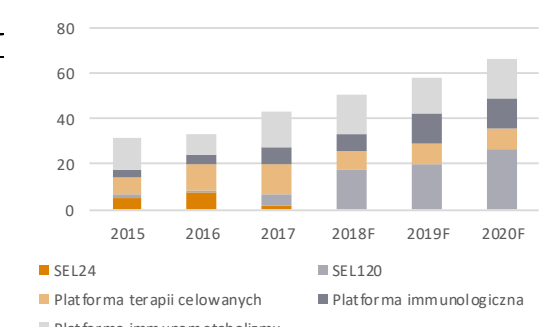
Źródło: Bloomberg, Vestor DM

**Beata Szparaga-Waśniewska, CFA**  
Wicedyrektor Działu Analiz  
(+48) 22 378 9169  
Beata.Szparaga@vestor.pl

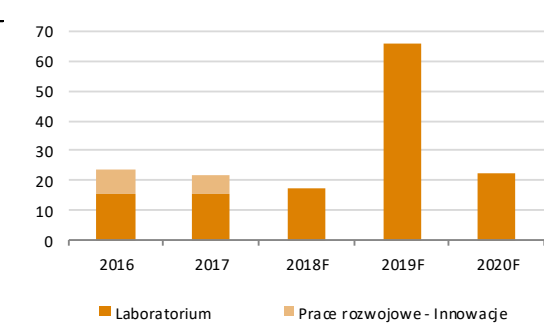
## Selvita: Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat (PLNm)             | 2015  | 2016   | 2017   | 2018F  | 2019F  | 2020F  | 2015                                                                               | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |       |
|--------------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------------------------------------------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody                                  | 55.7  | 60.2   | 105.4  | 103.8  | 137.2  | 150.5  | Struktura przychodów (PLNm)                                                        |      |      |       |       |       |       |
| Koszty świadczeń pracowniczych             | -21.8 | -30.4  | -39.8  | -54.3  | -64.4  | -75.0  | Innowacje, w tym:                                                                  | 28.7 | 22.9 | 52.6  | 31.9  | 48.1  | 45.4  |
| Zużycie surowców i materiałów              | -11.6 | -13.4  | -18.6  | -25.1  | -25.4  | -27.4  | - dotacje                                                                          | 13.3 | 10.7 | 15.9  | 23.2  | 21.7  | 27.5  |
| Usługi obce                                | -8.8  | -10.5  | -17.9  | -28.1  | -35.8  | -40.6  | - partnering                                                                       | 15.4 | 12.3 | 36.7  | 8.7   | 26.3  | 17.9  |
| Wartość sprzedanych projektów R&D          | 0.0   | 0.0    | -7.3   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | Usługi, w tym:                                                                     | 24.5 | 33.8 | 45.9  | 61.4  | 75.8  | 89.5  |
| Koszty programu motywacyjnego              | -4.7  | -5.9   | -0.6   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | - dotacje                                                                          | 1.4  | 1.4  | 1.7   | 3.3   | 2.7   | 2.7   |
| Pozostałe koszty                           | -3.7  | -4.2   | -3.7   | -4.9   | -5.4   | -5.8   | - przychody z usług                                                                | 23.1 | 32.4 | 44.2  | 58.1  | 73.1  | 86.8  |
| Pozostała działalność operacyjna           | 0.3   | 6.6    | 0.5    | 0.7    | 0.0    | 0.0    | Bioinformatyka                                                                     | 2.6  | 3.4  | 6.9   | 10.5  | 13.3  | 15.5  |
| EBITDA                                     | 5.5   | 2.4    | 17.9   | -9.3   | 6.1    | 1.6    | Przychody razem                                                                    | 55.7 | 60.2 | 105.4 | 103.8 | 137.2 | 150.5 |
| Znorm. EBITDA                              | 10.2  | 4.8    | 18.5   | -9.3   | 6.1    | 1.6    | Struktura znorm. EBITDA (PLNm)                                                     |      |      |       |       |       |       |
| Amortyzacja                                | -3.4  | -3.6   | -5.2   | -7.4   | -10.5  | -13.9  | Usługi                                                                             | 5.6  | 3.9  | 8.4   | 13.0  | 16.7  | 20.5  |
| EBIT                                       | 2.1   | -1.2   | 12.6   | -16.8  | -4.4   | -12.3  | Innowacje                                                                          | 4.1  | 0.8  | 8.5   | -23.9 | -12.4 | -21.3 |
| Wycena udziałów w jedn. stowarzyszonych    | 0.0   | -1.0   | -1.1   | 20.8   | 0.0    | 0.0    | Bioinformatyka                                                                     | 0.2  | 0.1  | 1.6   | 1.6   | 1.9   | 2.4   |
| Przychody finansowe netto                  | 0.7   | 0.9    | -2.0   | 0.2    | 1.2    | 1.4    | Pozostałe                                                                          | 0.3  | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| Podatek                                    | 3.4   | 4.0    | -2.9   | -4.2   | -0.3   | -0.4   | Znorm. EBITDA                                                                      | 10.2 | 4.8  | 18.5  | -9.3  | 6.1   | 1.6   |
| Mniejszości                                | 0.0   | 0.0    | -0.3   | -0.6   | -0.7   | -0.9   | Struktura przychodów (PLNm)                                                        |      |      |       |       |       |       |
| Zysk netto                                 | 6.3   | 2.7    | 6.4    | -0.5   | -4.2   | -12.2  |  |      |      |       |       |       |       |
| Znorm. zysk netto                          | 7.0   | 1.0    | 7.6    | -13.5  | -4.2   | -12.2  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Bilans (PLNm)                              |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Rzeczowe aktywa trwałe                     | 8.6   | 21.8   | 31.4   | 41.7   | 97.4   | 106.1  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| WNiP, niezakończone prace rozwojowe        | 2.3   | 6.6    | 2.6    | 2.7    | 2.8    | 2.8    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty, w tym: | 28.8  | 29.2   | 36.2   | 146.1  | 136.1  | 126.1  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| - zaliczki z dotacji                       | 5.2   | 7.7    | 6.0    | 6.0    | 6.0    | 6.0    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Należności krótkoterminowe                 | 18.0  | 16.3   | 19.7   | 24.4   | 28.6   | 32.5   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zapasy                                     | 1.2   | 1.4    | 1.6    | 2.1    | 2.2    | 2.3    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Inne aktywa                                | 6.4   | 13.8   | 12.1   | 30.0   | 30.9   | 31.8   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Aktywa                                     | 65.2  | 89.1   | 103.5  | 247.0  | 298.0  | 301.5  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dług krótkoterminowy                       | 0.3   | 1.8    | 1.8    | 2.3    | 7.6    | 12.0   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zobowiązania handlowe                      | 5.3   | 8.1    | 11.3   | 15.6   | 17.9   | 19.9   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe     | 0.0   | 0.0    | 0.1    | 3.7    | 10.1   | 10.1   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dług długoterminowy                        | 0.3   | 7.8    | 6.2    | 6.2    | 5.4    | 4.7    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Rezerwy                                    | 3.5   | 3.8    | 7.4    | 7.3    | 9.7    | 10.6   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Inne zobowiązania i RMP                    | 9.0   | 11.9   | 12.8   | 17.7   | 56.5   | 64.6   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Kapitał własny                             | 46.9  | 55.7   | 64.0   | 194.3  | 190.8  | 179.5  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Kapitały mniejszości                       | 0.4   | 0.3    | 1.7    | 2.3    | 3.0    | 3.9    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Pasywa                                     | 65.2  | 89.1   | 103.5  | 247.0  | 298.0  | 301.5  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dług netto*                                | -23.1 | -11.8  | -22.2  | -131.6 | -117.1 | -103.3 |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Przepływy pieniężne (PLNm)                 |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zysk netto                                 | 6.3   | 2.7    | 6.4    | -0.5   | -4.2   | -12.2  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zmiany w kapitale obrotowym                | -8.8  | 3.5    | 1.2    | 2.7    | 4.5    | -2.0   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Amortyzacja                                | 3.4   | 3.6    | 5.2    | 7.4    | 10.5   | 13.9   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dotacje                                    | -13.5 | -12.4  | -15.8  | -28.9  | -26.8  | -32.6  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Pozostałe                                  | -3.9  | -3.7   | 13.9   | -18.1  | 0.9    | -0.5   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Przepływy z działalności operacyjnej       | -16.4 | -6.3   | 11.0   | -37.4  | -15.1  | -33.4  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Nakłady inwestycyjne                       | -5.2  | -21.2  | -21.6  | -17.8  | -66.3  | -22.6  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Inne                                       | 0.5   | 2.8    | 0.0    | 0.9    | 1.5    | 1.9    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej     | -4.7  | -18.4  | -21.5  | -17.0  | -64.8  | -20.7  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Emisja akcji                               | 27.3  | 0.3    | 0.9    | 130.2  | 0.0    | 0.0    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zmiany zadłużenia netto                    | -0.5  | 4.7    | -2.1   | 0.5    | 4.6    | 3.7    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dotacje                                    | 19.3  | 20.0   | 19.1   | 33.8   | 65.6   | 40.7   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dywidendy                                  | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Przepływy z działalności finansowej        | 45.1  | 24.9   | 17.6   | 164.3  | 70.0   | 44.1   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zmiana stanu gotówki                       | 24.0  | 0.3    | 7.0    | 109.9  | -10.0  | -10.0  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wskaźniki                                  |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dynamiki wzrostu                           |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wzrost przychodów (%)                      | 35.0% | 7.9%   | 75.2%  | -1.5%  | 32.1%  | 9.7%   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wzrost znorm. EBITDA (%)                   | 34.2% | -53.5% | 287.6% | n.d.   | n.d.   | -73.8% |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wzrost znorm. zysku netto (%)              | 30.2% | -86.2% | 687.4% | n.d.   | n.d.   | n.d.   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Marże                                      |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Marża EBITDA (%)                           | 9.9%  | 4.0%   | 17.0%  | -9.0%  | 4.5%   | 1.1%   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Marża EBIT (%)                             | 3.7%  | -2.0%  | 12.0%  | -16.2% | -3.2%  | -8.2%  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Znorm. marża netto (%)                     | 12.5% | 1.6%   | 7.2%   | -13.0% | -3.1%  | -8.1%  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Na akcję                                   |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Liczba akcji (m)                           | 13.1  | 13.4   | 13.8   | 16.0   | 16.0   | 16.0   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Zysk na akcję (PLN)                        | 0.5   | 0.2    | 0.5    | 0.0    | -0.3   | -0.8   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wartość księgowa na akcję (PLN)            | 3.6   | 4.1    | 4.6    | 12.2   | 11.9   | 11.2   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wolne przepływy pieniężne na akcję (PLN)   | -0.3  | -0.6   | 0.7    | -1.6   | -3.6   | -1.0   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dźwignia i stopy zwrotu                    |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dług netto/EBITDA (x)                      | -4.2  | -4.9   | -1.2   | n.d.   | -19.1  | -64.5  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Dług netto/Kapitał własny (x)              | -0.5  | -0.2   | -0.3   | -0.7   | -0.6   | -0.6   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wskaźnik płynności bieżącej (x)            | 8.7   | 4.8    | 4.6    | 8.2    | 4.8    | 3.9    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| ROA (%)                                    | 13.6% | 3.5%   | 6.7%   | n.d.   | n.d.   | n.d.   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| ROE (%)                                    | 22.3% | 5.3%   | 10.7%  | n.d.   | n.d.   | n.d.   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Wycena                                     |       |        |        |        |        |        |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| PER (x)                                    | 92.3  | 685.5  | 89.2   | n.d.   | n.d.   | n.d.   |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| EV/ EBITDA (x)                             | 60.6  | 135.9  | 35.4   | n.d.   | 109.1  | 426.2  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| EV/Sprzedaż (x)                            | 11.1  | 10.8   | 6.2    | 6.3    | 4.9    | 4.5    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| P/BV (x)                                   | 13.7  | 11.8   | 10.5   | 4.0    | 4.1    | 4.4    |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |
| Stopa FCF (%)                              | -0.6% | -1.3%  | 1.4%   | -3.3%  | -7.4%  | -2.1%  |                                                                                    |      |      |       |       |       |       |

### Selvita: Koszty i nakłady na projekty innowacyjne (PLNm)



### Selvita: Capex brutto, przed dotacjami (PLNm)



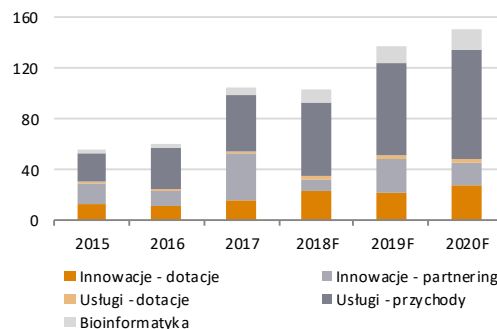
### Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Za główne ryzyka dla naszej wyceny uważamy:

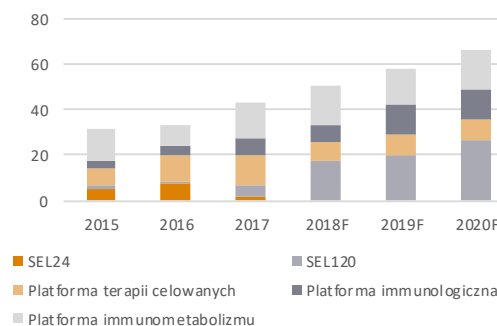
- (1) Ryzyko makro, trendów w partneringu i biotechnologii;
- (2) Niepowodzenie i opóźnienia projektów innowacyjnych;
- (3) Ryzyko związane z patentami;
- (4) Dostępność dotacji;
- (5) Ryzyko walutowe;
- (6) Konkurencję - zarówno w segmentach usług i bioinformatyka, jak i konkurencję ze strony innych leków innowacyjnych;

\*Gotówka netto wyłączając otrzymane zaliczki z dotacji

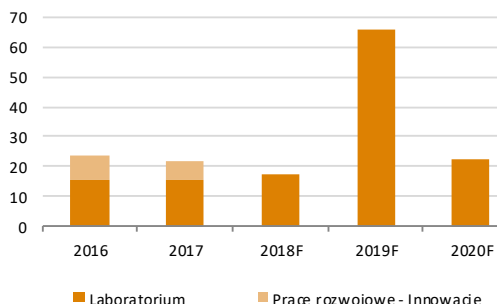
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM



Selvita: Koszty i nakłady na projekty innowacyjne (PLNm)



Selvita: Capex brutto, przed dotacjami (PLNm)



### Główne ryzyka dla naszej rekomendacji

Za główne ryzyka dla naszej wyceny uważamy:

- (1) Ryzyko makro, trendów w partneringu i biotechnologii;
- (2) Niepewność i opóźnienia projektów innowacyjnych;
- (3) Ryzyko związane z patentami;
- (4) Dostępność dotacji;
- (5) Ryzyko walutowe;
- (6) Konkurencję - zarówno w segmentach usług i bioinformatyka, jak i konkurencję ze strony innych leków innowacyjnych;

# Ostatnie wydarzenia

## Innowacje

Po przeprowadzeniu emisji 2.2m akcji w lutym, z której pozyskano PLN134m brutto, Selvita zintensyfikowała prace nad projektami innowacyjnymi, zwiększając zatrudnienie segmentu Innowacje do ok. 150 pracowników (ze 120 osób na koniec 2017 r.). Spółka skupia się na przygotowaniu do wprowadzenia projektu SEL120 do badań klinicznych oraz na rozwoju projektów we wcześniejszej fazie – najnowsze wyniki w projektach „dualni antagoniści A2A/A2B” oraz „agoniści białka STING” zostały zaprezentowane na konferencjach Immuno-Oncology Summit 2018 w Bostonie oraz SITC (Society for Immunotherapy of Cancer) w Waszyngtonie. W czerwcu opublikowano wyniki w projekcie „inhibitory SHMT2”, natomiast w październiku na konferencji w Bilbao Selvita prezentowała poster dotyczący inhibitorów SHMT 1/2. Równolegle, w najbardziej zaawansowanym projekcie Selvity – SEL24 realizowanym w ramach umowy partneringowej z Menarini Group, w czerwcu partner spółki przejął dalsze prowadzenie I fazy badań klinicznych (zgodnie z umową licencyjną), a w spółce Nodthera pozyskano nowych branżowych inwestorów (F-Prime Capital Partners, Sofinnova Partners, 5AM Ventures), co spowodowało wzrost wyceny udziałów Selvity w tym projekcie o prawie PLN21m.

**Po emisji akcji, zintensyfikowano prace nad projektami innowacyjnymi**

**Wykres 1 Selvita: Portfolio innowacyjnych projektów badawczo-rozwojowych**

| NAZWA PROGRAMU                                                  | CELE MOLEKULARNE        | WSKAZANIA TERAPEUTYCZNE         | FAZA ODKRYCIA ORAZ FAZA PRZEDKLINICZNA | FAZA KLINICZNA | PARTNER                                                                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------------|---------------------------------|----------------------------------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| PLATFORMA TERAPII CELOWANYCH                                    |                         |                                 |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| PROJEKTY Z OBSZARU INHIBITORÓW KINAZ                            |                         |                                 |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| SEL24                                                           | KINAZA PIM/FLT3         | BIAŁACZKI, CHŁONIAKI            |                                        |                | <br> |
| SEL120                                                          | KINAZA CDK8             | BIAŁACZKI, CHŁONIAKI, GUZY LITE |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| NOWE INHIBITORY KINAZ                                           | POUFNE CELE MOLEKULARNE | ONKOLOGIA                       |                                        |                | <br> |
| WSPÓŁPRACA W ZAKRESIE INHIBITORÓW KINAZ                         | POUFNE CELE MOLEKULARNE | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| WSPÓŁPRACA W ZAKRESIE CHEMOOPORNOŚCI NOWOTWORÓW                 | POUFNE CELE MOLEKULARNE | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| PROJEKTY Z OBSZARU SYNTETYCZNEJ LETALNOŚCI                      |                         |                                 |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| SEL311                                                          | SMARCA2/BRM             | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                           |
| SYNTETYCZNA LETALNOŚĆ                                           | POUFNE CELE MOLEKULARNE | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| PLATFORMA METABOLIZMU KOMÓREK NOWOTWOROWYCH I IMMUNOMETABOLIZMU |                         |                                 |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| WSPÓŁPRACA W ZAKRESIE METABOLIZMU NOWOTWORÓW I & II             | POUFNE CELE MOLEKULARNE | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                           |
| METABOLIZM NOWOTWORÓW ŚCIEŻKA 1C                                | SHMT2, POUFNE CELE MOL. | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| IMMUNOMETABOLIZM                                                | A2A/B, CD39, CD73       | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| PLATFORMA IMMUNOONKOLOGICZNA                                    |                         |                                 |                                        |                |                                                                                                                                                                                |
| BEZPOŚREDNI AGONIŚCI STING                                      | STING                   | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                           |
| MODULACJA ŚCIEŻKI TCR/TLR                                       | HPK1, POUFNE CELE MOL.  | ONKOLOGIA                       |                                        |                |                                                                                                                                                                                |

Źródło: Dane spółki

## SEL120 – złożenie wniosku do FDA o zgodę na rozpoczęcie badań klinicznych planowane w 1Q19

W projekcie SEL120 (potencjalny pierwszy w klasie inhibitor CDK8) trwają badania przygotowujące związek do wprowadzenia do badań klinicznych (IND-enabling studies). W dniu 8 października Selvita podpisała umowę zlecającą Icon dokonanie zgłoszenia IND (Investigational New Drug) do FDA oraz przeprowadzenie I fazy badań klinicznych dla projektu SEL120. Szacowany koszt zlecenia wynosi EUR3.8m (PLN16.6m), będzie współfinansowany z dotacji oraz dofinansowaniem od Leukemia &

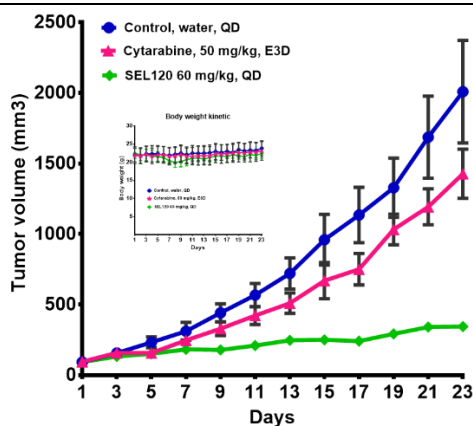
**SEL120 – podpisanie umowy z Icon na przeprowadzenie I fazy badań, rozpoczęcie badań klinicznych opóźnione o kilka miesięcy**

Lymphoma Society. Przewidywany termin rozpoczęcia badań klinicznych (uzyskanie pozwolenia FDA) planowany jest na 1Q19 (wcześniej był planowany na 4Q18) i jest zależny od uzyskania ostatecznych pozytywnych wyników badań przedklinicznych realizowanych w ramach umowy z Aptuit. I faza badań klinicznych SEL120 ma się odbyć na w USA, na ok. 30 pacjentach chorych na ostrą białaczkę szpikową i zespół mielodysplastyczny, obecnie planowane jest zaangażowanie 5 ośrodków. Raport z I fazy badań jest planowany w 2020/21 r., a II faza badań klinicznych mogłaby się odbyć w latach 2020-22. Celem spółki jest podpisanie umowy partneringowej w II fazie badań (po wstępnym oszacowaniu skuteczności terapeutycznej leku w fazie IIa), co zakładamy że będzie miało miejsce w 2022F.

Naszym zdaniem podpisanie umowy z Icon oznacza, że badania przedkliniczne są zaawansowane. Termin rozpoczęcia kliniki w 1Q19 jest zgodny z informacjami z poprzedniej konferencji, na której spółka informowała, że złożenie wniosku do FDA jest planowane w 1Q19 (vs. wcześniejszy plan złożenia wniosku w 4Q18). W związku z tym, w naszych założeniach do wyceny przesuwamy termin ukończenia I fazy badań klinicznych z 2019 r. na 2020 r. i podnosimy nieznacznie nakłady (wcześniej zakładaliśmy koszty I fazy EUR3.4m). Wyceniamy projekt na PLN23/akcję (vs. PLN29/akcję poprzednio).

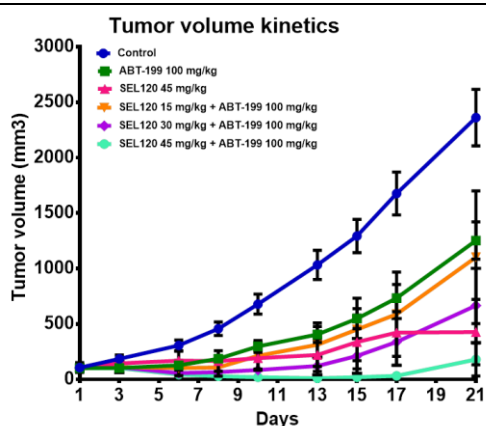
Równolegle do prowadzonych badań niezbędnych do złożenia wniosku do FDA, Selvita prowadzi dodatkowe badania in vitro oraz in vivo. Na myszach, na modelu ostrej białaczki szpikowej (AML) przeprowadzono test skuteczności leczenia skojarzonego (zob. Wykres 3.) – SEL120 z lekiem venetoclax (inhibitorem BCL-2 rozwijany przez AbbVie i Genentech), zarejestrowany przez FDA w 2015 r. na CLL (przewlekłą białaczkę limfocytową) oraz w 2018 r. na AML w skojarzeniu z chemioterapią. Wcześniej, spółka prezentowała wyniki SEL120 w monoterapii na modelu ostrej białaczki szpikowej (zob. Wykres 2.) oraz w skojarzeniu z przeciwciałem anti-PD1 w modelu raka jelita grubego odpornym na inhibitory punktów kontrolnych. W ostatnim czasie przeprowadzono również testy efektywności związku na pierwotnych komórkach AML – próbkach pobranych od pacjentów (zob. Wykres 4.), a na konferencji ASH San Diego 2018 zostały opublikowane nowe wyniki wykazujące aktywność SEL120 w anemii Blackfana-Diamonda i w ostrej białaczce szpikowej.

**Wykres 2. Test skuteczności SEL120 w monoterapii in vivo: zahamowanie wzrostu nowotworu (ostra białaczka szpikowa) u myszy (vs. cytarabina – powszechnie stosowany cytostatyk w leczeniu AML)**



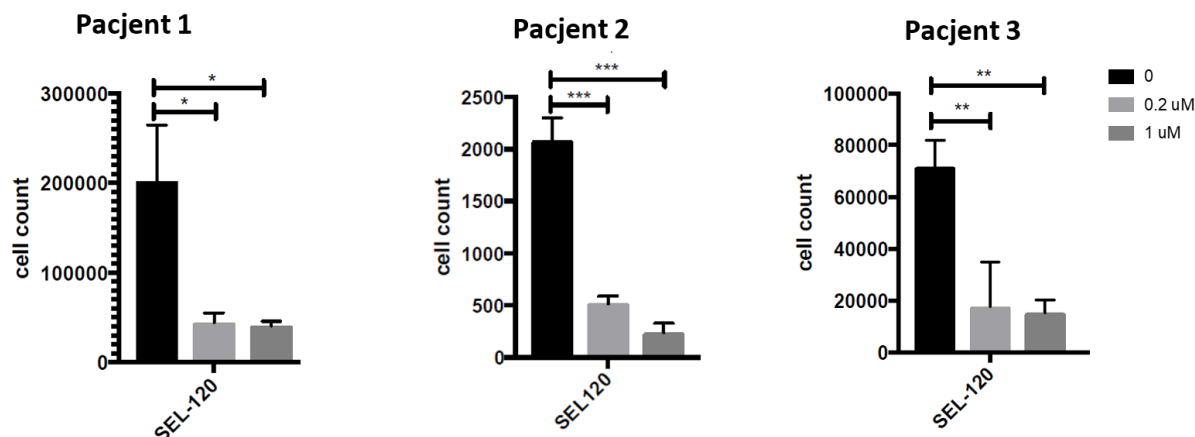
Źródło: Dane spółki

**Wykres 3. Test skuteczności SEL120 in vivo w skojarzeniu z venetoclax: zahamowanie wzrostu nowotworu (ostra białaczka szpikowa) u myszy**



Źródło: Dane spółki

**Wykres 4. SEL120: Dane z próbek pobranych od pacjentów – aktywność w pierwotnych komórkach AML**



Źródło: Dane spółki

#### **SEL24 – spółka oczekuje wyników I fazy w 2019 r.**

W czerwcu spółka poinformowała, że jej partner w tym projekcie – Menarini Group, przejął prowadzenie badania klinicznego projektu SEL24. Zgodnie z warunkami podpisanej w 2017 r. umowy licencyjnej, Selvita nie uczestniczy już bezpośrednio w procesie. Badanie kliniczne jest prowadzone obecnie w 5 ośrodkach w USA. Wyniki I fazy są spodziewane przez spółkę w 2019 r.

Podtrzymujemy nasze dotychczasowe założenia do wyceny projektu. Zakładamy 77% prawdopodobieństwo pozytywnego ukończenia trwającej obecnie I fazy badań klinicznych w 2019 r. Przyjmujemy, że w przypadku dobrych wyników, Selvita otrzyma milestone EUR2.5m i wyceniamy projekt na PLN9/akcję (bez zmian). Z punktu widzenia otoczenia konkurencyjnego wśród leków na ostrą białaczkę szpikową, SEL24 pozostaje potencjalnym pierwszym w klasie dualnym inhibitorem PIM i FLT3.

#### **Projekty we wczesnej fazie**

W ramach projektów wczesnej fazy, na konferencjach Immuno-Oncology Summit w Bostonie w sierpniu oraz SITC w Waszyngtonie w listopadzie, Selvita zaprezentowała postery dotyczące antagonistów A2A/A2B (immunometabolizm) i agonistów białka STING (immuno-onkologia). W ostatniej prezentacji po wynikach za 2Q18 ujawniono również nowy target z immuno-onkologii – HPK1 (modulacja ścieżki TCR/TLR). Z pipeline spółki wynika również, że Selvita pracuje nad nowymi, poufnymi celami molekularnymi z zakresu syntetycznej śmiertelności nowotworów (dotychczas ujawniony był tylko jeden cel molekularny: białko SMARCA2/BRM).

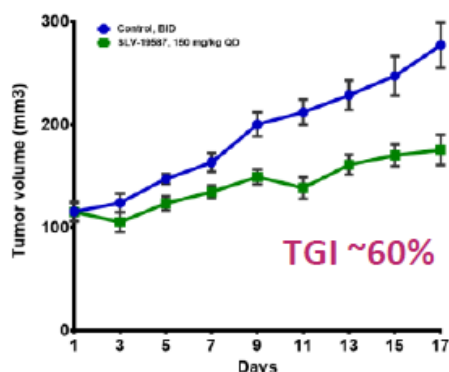
Spośród projektów we wczesnej fazie, celem spółki na 2018 r. było wytypowanie kandydata klinicznego z platformy metabolizmu komórek nowotworowych i immunometabolizmu oraz podpisanie umowy partneringowej. Oba te cele zostały przesunięte na 2019 r. Spółka prowadzi rozmowy dotyczące partneringu kilku projektów, są one na różnym stopniu zaawansowania. Dla zarządu jednak priorytetem jest uzyskanie dobrych warunków transakcji. Jeżeli chodzi o wytypowania kandydata klinicznego, spółka liczy, że w najbliższych miesiącach nastąpi to w projekcie antagoniści A2A/A2B.

**SEL24 – Menarini przejęło prowadzenie I fazy badań klinicznych, zakładamy milestone dla Selvity w 2019F (EUR2.5m, prawdopodobieństwo: 77%)**

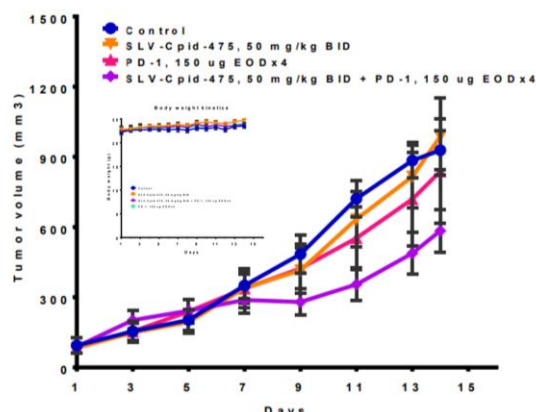
**Projekty we wczesnej fazie – nowe dane naukowe, nowe cele molekularne**

**Cele z 2018 r. – partnering i wytypowanie kandydata klinicznego – zostały przesunięte na 2019 r.**

**Wykres 5. Test skuteczności inhibitora SHMT2 Selvity in vivo: Zahamowanie wzrostu guza w modelu raka piersi TNBC (wynik na dzień 15/06/2018)**      **Wykres 6. Test skuteczności antagonisty A2A/A2B Selvity w skojarzeniu z przeciwciałem anty PD-1 in vivo**



Źródło: Dane spółki



Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Od naszej poprzedniej rekomendacji o Selvity z marca 2018 r., opublikowano wyniki badań następujących projektów we wcześniejszej fazie:

- **STING (platforma immuno-onkologiczna).** Ten projekt z platformy immuno-onkologii – celujący w tzw. „zimne” nowotwory czyli nierozpoznane przez układ odpornościowy – wszedł w fazę badań in vivo, będą one trwały w najbliższych miesiącach. W badaniach in vitro, związki Selvity wykazują porównywalną lub lepszą z ADU-S100 (konkurencyjny kandydat kliniczny) aktywność w komórkach układu odpornościowego. W zależności od otrzymanych wyników, po badaniach in vivo – potencjalnie w przyszłym roku może zostać wytypowany kandydat kliniczny w tym projekcie. Szczegóły dotychczasowych wyników badań in vitro znajdują się na posterach z konferencji Immuno-Oncology Summit w Bostonie oraz z konferencji Society for Immunotherapy of Cancer w Waszyngtonie (<http://bit.ly/2r8MKxe>).
- **Antagoniści A2A/A2B (platforma metabolizmu nowotworów i immunometabolizmu).** W tym projekcie, Selvita jest na etapie selekcji związków i badań in vivo. W przeprowadzonych w tym roku badaniach na zwierzętach, wykazano skuteczność przeciwnowotworową związku SLV-Cpd-475 samodzielnie oraz w skojarzeniu z immunoterapią – przeciwciałem anty PD-1 (Zob. Wykres 5). W ostatnim czasie, poprawiono aktywność związków i w badaniach head-to-head z jedynym bezpośrednio konkurencyjnym związkiem - dualnym inhibitorem A2A/A2B firmy Arcus, pochodzącym z serii, która znajduje się w I fazie badań klinicznych, wykazano dużo lepszą efektywność w różnych populacjach komórek układu odpornościowego. Szczegóły znajdują się na posterze spółki z konferencji Society for Immunotherapy of Cancer w Waszyngtonie (<http://bit.ly/2r8MKxe>). Dodatkowe badania in vivo – kombinacje z inhibitorami checkpointów i z chemioterapeutykami mają być przeprowadzane w 4Q18 i 1Q19, spółka liczy, że w najbliższych miesiącach wytypuje kandydata klinicznego, który następnie mógłby przejść do fazy badań przedklinicznych.
- **Inhibitory SHMT2 (platforma metabolizmu nowotworów i immunometabolizmu).** W tym projekcie opublikowano wyniki badań in vivo na modelu potrójnie ujemnego raka piersi (TNBC). Osiągnięto 60% zahamowanie wzrostu nowotworu (zob. Wykres 4). Trwają kolejne badania in vivo. Wg wiedzy spółki, w tym obszarze nie ma aktywnej konkurencji pracującej nad SHMT2 w onkologii.

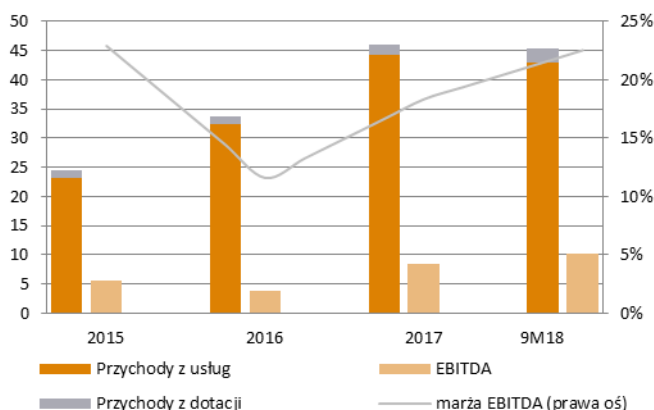
W konsekwencji publikacji przez Selvite powyższych danych, zwiększamy zakładane prawdopodobieństwo sukcesu w trwającej obecnie fazie odkrycia tych projektów. W konsekwencji, podwyższamy wycenę platformy immunometabolizmu z PLN3.4/akcję do PLN5.2/akcję, immuno-onkologii z PLN5.1/akcję do PLN6.1/akcję.

## Usługi

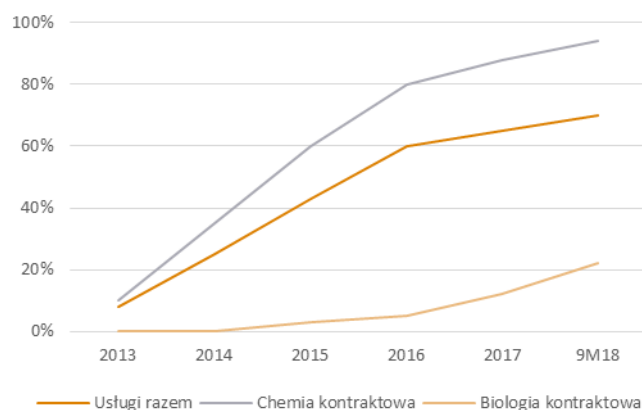
Backlog Usług dynamicznie rośnie, 9 listopada portfel zamówień na 2018 r. wynosił PLN58m, wzrost o 36% r/r i o 9% kw/kw. Jednocześnie poprawia się struktura backlogu - 70% stanowią już kontrakty FTE (full-time equivalent). Dla porównania, kontrakty FTE stanowiły ok. 60% przychodów w 2016 r. Poza wzrostem udziału kontraktów FTE kosztem kontraktów fee-for-service, długoterminowym celem spółki jest pozyskiwanie kontraktów na projekty zintegrowane. W sierpniu spółka informowała o otrzymaniu nowego zlecenia (o wartości PLN4.8m) na realizację projektu zintegrowanego - odkrywania nowego leku dla globalnej firmy biotechnologicznej z siedzibą w Europie, w ramach podpisanej w lutym umowy ramowej (całkowita wartość umowy PLN7.8m).

**Usługi - backlog na 2018 r. jest o 36% wyższy r/r, marża EBITDA >20%**

**Wykres 7. Wyniki segmentu Usługi (PLNm)**



**Wykres 8. Udział kontraktów FTE w przychodach Usług**



Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Istotna poprawa struktury backlogu i w konsekwencji rentowności nastąpiła przede wszystkim w dziale biologii – udział kontraktów FTE wzrósł z poniżej 10% w 2016 r. do ponad 20% w 9M18. W dziale biologii pracuje 97 os., był on głównym czynnikiem wzrostu wyników w 2017 r. – w 1H17 odnotował on stratę, a w 4Q17 osiągnięto dwucyfrową marżę operacyjną. Przychody tego działu w 2017 r. wzrosły o 50% r/r. Rośnie zapotrzebowanie na usługi biochemiczne, biologii molekularnej i analityczne.

Celem Selvity w Usługach jest wzrost przychodów o 30% rocznie, przy utrzymaniu marży operacyjnej powyżej 10%. Spółka spodziewa się wzrostu zatrudnienia o 20% rocznie (obecnie w Usługach pracuje prawie 290 pracowników) i wzrostu powierzchni laboratoryjnej o 20% rocznie. Osiągnięty ma być średnioroczny wzrost produktywności o 10%, dzięki: wzrostowi średniej stawki FTE, poprawie struktury kontraktów (dalszy wzrost udziału kontraktów FTE kosztem FFS – fee for service) oraz poprawie utylizacji zasobów.

## Bioinformatyka - Ardigen

Ardigen S.A. powiększa zespół, w spółce bioinformatycznej pracuje już ponad 60 pracowników. Zespół Ardigena poza udziałem w projektach badawczych firm w USA i Europie Zachodniej, rozwija własne produkty. Przypominamy, że Ardigen koncentruje się na wykorzystaniu sztucznej inteligencji w precyzyjnej onkologii prowadząc prace nad produktami w obszarze immunologii i mikrobiomu. Wśród nich jest Platforma predykcji odpowiedzi pacjenta na immunoterapie onkologiczne oraz Platforma projektowania leków klasy LBP (live biotherapeutic product). Produkty mają być rozwijane w latach 2018-20/21 i następnie komercjalizowane poprzez umowy partneringowe na rozwój testów diagnostycznych lub rozwój terapii.

**Ardigen – prace nad własnymi produktami w toku**

Nakłady na produkty własne są ujmowane w kosztach, a mimo to, segment Bioinformatyki ma pozytywny wynik EBIT (PLN1.2m w 9M18). Pozyskane dotacje (PLN10m, 68% planowanych nakładów) i przeprowadzone podwyższenia kapitału według spółki wystarczą na rozwój produktów.

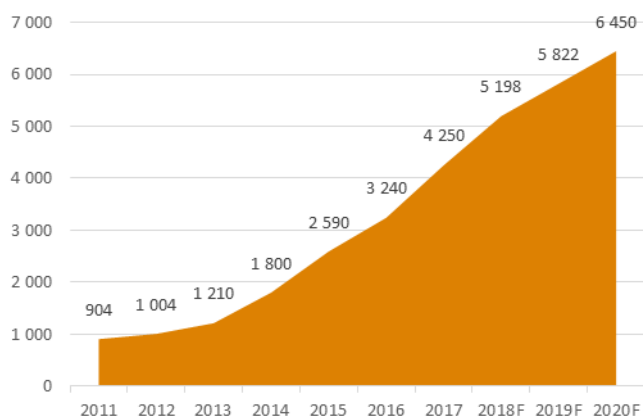
## Budowa Centrum Badawczo-Rozwojowego Innowacyjnych Leków

W dniu 13 sierpnia zawarto umowę z Generalnym Wykonawcą Centrum Badawczo-Rozwojowego Innowacyjnych Leków (CBRIL) – Mota-Engil Central Europe S.A. Wg harmonogramu oddanie budynku do użytku ma nastąpić w listopadzie 2019 r., a w grudniu 2019 r. Selvita planuje rozpocząć przeprowadzkę. Wartość umowy wynosi PLN56m netto (przekroczyła pierwotny budżet o PLN16m). Inwestycja się rozpoczęła i na razie postępuje zgodnie z harmonogramem. Generalny wykonawca wybudował parter i poziomy garażowe.

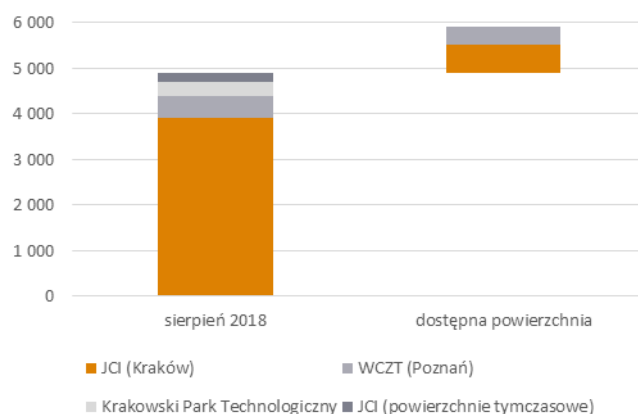
**CBRIL – opóźnienie wyboru generalnego wykonawcy o kilka miesięcy, pierwotny budżet przekroczony o PLN16m**

W połowie listopada Selvita wynajmowała ok. 4.9tys. m<sup>2</sup> powierzchni badawczej. Zarząd widzi jeszcze możliwość wynajęcia dodatkowego 1tys. m<sup>2</sup> łącznie w Poznaniu i Krakowie, do czasu oddania nowego budynku do użytku (I etap to ok. 3.2tys. m<sup>2</sup> powierzchni laboratoryjnej).

**Wykres 9. Selvita: Prognoza wykorzystania powierzchni laboratorium (m<sup>2</sup>)**



**Wykres 10. Selvita: Zabezpieczenie powierzchni na lata 2018-19, do momentu przeprowadzki do CBRIL (m<sup>2</sup>)**



Źródło: Dane spółki, prognoza Vestor DM

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

## Wyniki za 3 kwartał 2018 r.

- W 3Q18 przychody wyniosły PLN27m, wzrost o 28% r/r i były o 3% wyższe od naszej prognozy.
- Strata EBITDA wyniosła PLN0.6m vs. dodatnia EBITDA PLN1.9m w 3Q17 i była trochę niższa niż prognozowaliśmy (PLN1.4m).
- EBITDA Usług wyniosła PLN3.5m, wzrost o 41% r/r. EBITDA Innowacji była ujemna (nakłady na R&D) i wyniosła PLN5m vs. ujemna EBITDA PLN0.9m w 3Q17. W Bioinformatyce, EBITDA osiągnęła PLN0.8m, wzrost o 130% r/r i jednocześnie o PLN0.6m lepiej niż prognozowaliśmy.
- Strata netto wyniosła PLN3.1m (vs. znorm. zysk netto PLN0.3m w 3Q17) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami.
- Gotówka netto wyniosła PLN141m (wliczając zaliczki na dotacje) vs. PLN152m w 2Q18.
- Backlog na 2018 r. wynosił PLN103m (na dzień 9 listopada), wzrost o 6% od sierpnia. Backlog Usług wynosił PLN58m, wzrost o 36% r/r i o 9% kw/kw.

**Tabela 1. Selvita: Wyniki za 3Q18 (PLNm)**

|                          | 3Q17        | 4Q17        | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | r/r         | 3Q18F Vestor | % vs. Vestor |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>         | <b>20.7</b> | <b>25.2</b> | <b>23.2</b> | <b>27.0</b> | <b>26.6</b> | <b>28%</b>  | <b>25.8</b>  | <b>3%</b>    |
| Innowacje                | 4.4         | 4.0         | 2.8         | 3.1         | 2.2         | -51%        | 1.4          | 48%          |
| Usługi                   | 10.9        | 13.7        | 13.6        | 14.4        | 15.0        | 38%         | 14.7         | 2%           |
| Bioinformatyka           | 1.7         | 1.6         | 1.4         | 2.0         | 2.2         | 31%         | 2.2          | 2%           |
| Dotacje                  | 3.8         | 6.0         | 5.3         | 7.6         | 7.2         | 91%         | 7.5          | -4%          |
| <b>EBITDA</b>            | <b>1.9</b>  | <b>3.0</b>  | <b>0.8</b>  | <b>0.7</b>  | <b>-0.6</b> | <b>n.d.</b> | <b>-1.4</b>  | <b>n.d.</b>  |
| Innowacje                | -0.9        | -0.2        | -2.4        | -2.9        | -5.0        | n.d.        | -5.2         | n.d.         |
| Usługi                   | 2.5         | 3.3         | 3.2         | 3.5         | 3.5         | 41%         | 3.6          | -2%          |
| Bioinformatyka           | 0.4         | 0.0         | 0.0         | 0.2         | 0.8         | 130%        | 0.2          | 299%         |
| EBIT                     | 0.7         | 1.4         | -0.9        | -1.2        | -2.6        | n.d.        | -3.4         | n.d.         |
| <b>Zysk netto</b>        | <b>0.9</b>  | <b>-2.5</b> | <b>20.0</b> | <b>-4.0</b> | <b>-3.1</b> | <b>n.d.</b> | <b>-3.1</b>  | <b>n.d.</b>  |
| <b>Znorm. Zysk netto</b> | <b>0.3</b>  | <b>-0.5</b> | <b>-0.8</b> | <b>-0.1</b> | <b>-3.1</b> | <b>n.d.</b> | <b>-3.1</b>  | <b>n.d.</b>  |

Źródło: Dane spółki, Vestor DM

Przychody wyniosły PLN27m, wzrost o 28% r/r i były o 3% wyższe od naszej prognozy.

W Usługach, przychody wyniosły PLN15m, wzrost o 38% r/r i były o 2% wyższe od naszej prognozy. Marża EBITDA wyniosła 21% (porównywalnie r/r i kw/kw) i w konsekwencji EBITDA segmentu wyniosła PLN3.5m, wzrost o 41% r/r, o 2% gorzej od naszej prognozy.

W Innowacjach, przychody z partneringu wyniosły PLN2.2m (spadek o 51% r/r), a dotacje PLN5.7m (wzrost o 71% r/r). W 3Q18 ani w 3Q17 nie było istotnych płatności od partnerów. W 3Q18 niższe r/r były przychody w ramach współpracy w spółce Nodthera oraz prawdopodobnie w ramach projektu SEL24 – ze względu na przejęcie prowadzenia I fazy SEL24 przez Menarini. EBITDA Innowacji była ujemna (nakłady na R&D) i wyniosła PLN5m vs. ujemna EBITDA PLN0.9m w 3Q17, wynik był mniej więcej zgodny z naszą prognozą.

W Bioinformatyce, przychody (łącznie z dotacjami) wyniosły PLN2.9m, wzrost o 58% r/r, a EBITDA PLN0.8m, wzrost o 130% r/r i jednocześnie o PLN0.6m lepiej niż prognozowaliśmy. Przypominamy, że Ardigen pod koniec zeszłego roku pozyskał 3 dotacje w łącznej kwocie PLN10m (dofinansowanie: 70% budżetu) i rozpoczął prace nad produktami. Nakłady na te projekty są ujmowane kosztach, co negatywnie wpływa na raportowaną EBITDA segmentu.

EBITDA grupy była ujemna i wyniosła PLN0.6m vs. dodatnia EBITDA PLN1.9m w 3Q17 i vs. nasza prognoza ujemnej EBITDA PLN1.4m. Amortyzacja wyniosła PLN2m (tak jak prognozowaliśmy), a strata operacyjna PLN2.6m. Działalność finansowa netto miała neutralny wpływ na wynik (zakładaliśmy pozytywny PLN0.5m), efektywna stopa podatku wyniosła 8%. W konsekwencji, strata netto wyniosła PLN3.1m (vs. znorm. zysk netto PLN0.3m w 3Q17) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Cash flow operacyjny był ujemny i wyniósł PLN9m vs. ujemne PLN2m w 3Q17. Przypominamy, że Selvita ujmuje dotacje ze znakiem minus w przepływach operacyjnych, a ze znakiem plus w przepływach z działalności finansowej. Gotówka netto wyniosła PLN141m (wliczając zaliczki na dotacje) vs. PLN152m w 2Q18.

Backlog na 2018 r. wyniósł (9 listopada) PLN103m, wzrósł o 6% od sierpnia. Backlog Usług wyniósł PLN58m, wzrost o 36% r/r i o 9% kw/kw, backlog dotacji - PLN29m (wzrost o 81% r/r), backlog partneringu PLN8m (spadek o 77% r/r ze względu na partnering z Menarini podpisany w marcu 2017 r.), a backlog Bioinformatyki PLN8.4m, wzrost o 28% r/r.

# Proгноzy finansowe

Tabela 2. Selvita: Zmiana prognoz (PLNm)

|                               | 2018F        |              |             |             | 2019F        |              |             |             | 2020F        |             |
|-------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|                               | Obecne       | Poprzednie   | Zmiana (%)  | % r/r       | Obecne       | Poprzednie   | Zmiana (%)  | % r/r       | Obecne       | % r/r       |
| <b>Przychody</b>              | <b>103.8</b> | <b>108.9</b> | <b>-5%</b>  | <b>-2%</b>  | <b>137.2</b> | <b>147.6</b> | <b>-7%</b>  | <b>32%</b>  | <b>150.5</b> | <b>10%</b>  |
| Usługi                        | 61.4         | 56.9         | 8%          | 34%         | 75.8         | 67.4         | 12%         | 23%         | 89.5         | 18%         |
| Innowacje                     | 31.9         | 38.8         | -18%        | -39%        | 48.1         | 63.8         | -25%        | 50%         | 45.4         | -6%         |
| Bioinformatyka                | 10.5         | 13.2         | -21%        | 52%         | 13.3         | 16.3         | -18%        | 27%         | 15.5         | 16%         |
| <b>Znorm. EBITDA</b>          | <b>-9.3</b>  | <b>5.1</b>   | <b>n.d.</b> | <b>n.d.</b> | <b>6.1</b>   | <b>25.1</b>  | <b>-76%</b> | <b>n.d.</b> | <b>1.6</b>   | <b>-74%</b> |
| Usługi                        | 13.0         | 11.8         | 10%         | 55%         | 16.7         | 16.7         | 0%          | 28%         | 20.5         | 23%         |
| Innowacje                     | -23.9        | -9.6         | n.d.        | n.d.        | -12.4        | 3.9          | n.d.        | n.d.        | -21.3        | n.d.        |
| Bioinformatyka                | 1.6          | 2.5          | -38%        | -2%         | 1.9          | 4.0          | -53%        | 19%         | 2.4          | 29%         |
| Pozostałe                     | 0.0          | 0.4          | n.d.        | n.d.        | 0.0          | 0.4          | n.d.        | 179%        | 0.0          | -8%         |
| <b>Znorm. Zysk netto</b>      | <b>-13.5</b> | <b>-1.3</b>  | <b>n.d.</b> | <b>n.d.</b> | <b>-4.4</b>  | <b>17.1</b>  | <b>n.d.</b> | <b>n.d.</b> | <b>-12.4</b> | <b>n.d.</b> |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b> | <b>16.9</b>  | <b>24.2</b>  | <b>-30%</b> | <b>-21%</b> | <b>64.6</b>  | <b>42.6</b>  | <b>52%</b>  | <b>282%</b> | <b>20.3</b>  | <b>-69%</b> |
| <b>Gotówka netto</b>          | <b>131.6</b> | <b>143.3</b> | <b>-8%</b>  | <b>493%</b> | <b>116.8</b> | <b>146.5</b> | <b>-20%</b> | <b>-11%</b> | <b>102.8</b> | <b>-12%</b> |

Źródło: Vestor DM

Podnosimy nasze prognozy dla segmentu Usługi. Spodziewamy się przychodów w 2018F na poziomie PLN61m, wzrost o 34% r/r (o 8% więcej niż poprzednio), biorąc pod uwagę mocny backlog spółki i bardzo dobre wyniki za 9M18. Prognozujemy EBITDA segmentu PLN13m, wzrost o 55% r/r (o 10% więcej niż poprzednio). W 2019F spodziewamy się wzrostu przychodów o 23% r/r do PLN76m, a w 2020F o 18% do PLN90m. Spodziewamy się wzrostu EBITDA o 28% w 2019F i o 23% w 2020F.

W Innowacjach, biorąc pod uwagę niższe niż zakładaliśmy wykorzystanie dotacji (wynikające z backlogu na 2018 r.), obniżamy prognozę przychodów z dotacji na ten rok z PLN30m do PLN23m (przesuwamy część dotacji na kolejne lata). Przychody z partneringu pozostawiamy bez zmian – na poziomie PLN8.7m w 2018F. Koszty (czyli głównie nakłady na projekty innowacyjne) natomiast podnosimy (z PLN50m do PLN59m w 2018F) głównie ze względu na wzrost nakładów na SEL120 (dodatkowe badania efektywności in vivo i na próbkach od pacjentach). W konsekwencji, podwyższamy prognozę straty EBITDA z PLN10m do PLN24m. Przychody na 2019F również obniżamy – głównie z powodu niższych o PLN10m dotacji, podtrzymujemy natomiast założenia dot. zawarcia nowej umowy partneringowej na jednym z projektów we wczesnej fazie (upfront payment US\$5m) i otrzymania płatności od Menarini za ukończenie I fazy badań klinicznych w projekcie SEL24 (EUR2.5m, prawdopodobieństwo 77%). Podwyższamy zakładane nakłady na R&D i w konsekwencji obniżamy prognozę EBITDA segmentu Innowacje w 2019F z PLN3.9m poprzednio do straty EBITDA PLN12m obecnie. W 2020F nie zakładamy żadnych nowych umów partneringowych ani istotnych płatności milestone'ów. Zakładamy r/r porównywalne przychody z dotacji – prawdopodobnie będą one wyższe, jednak konserwatywnie uwzględniamy w przychodach jedynie dotacje, które spółce przyznano dotychczas, nie zakładamy nowych grantów. W konsekwencji, prognozujemy ujemną EBITDA PLN21m w segmencie Innowacje w 2020F.

W Bioinformatyce, obniżamy prognozę przychodów (z powodu niższych niż zakładaliśmy dotacji i przychodów od klientów) i w konsekwencji obniżamy prognozę EBITDA segmentu z PLN2.5m do PLN1.6m w 2018F. W 2019F zakładamy nieznaczłą poprawę EBITDA – do PLN1.9m. Przypominamy, że nakłady na produkty własne Ardigeny są ujmowane w kosztach.

W związku z opóźnieniem rozpoczęcia budowy Centrum Badań i Rozwoju Leków Innowacyjnych oraz wzrostem kosztów budowy, obniżamy capex (brutto, przed dotacjami) na ten rok z PLN24m do PLN17m, a podwyższamy na 2019F – z PLN43m do PLN65m. W konsekwencji gorszych prognoz dla segmentu Innowacje i trochę niższych nakładów na środki trwałe, obniżamy prognozę gotówki netto o 8% do PLN132m na koniec 2018F i o 20% do PLN117m w 2019F.

## Wycena

Wyceniamy akcje Selvity metodą sum-of-the-parts, oddzielnie traktując segment Usługi i segment Innowacje. Segment Innowacje wyceniamy metodą rNPV – oddzielnie wyceniając wybrane projekty innowacyjne oraz ważąc prawdopodobieństwami ich kolejne fazy, a segmenty Usługi i Bioinformatyka 5-letnim modelem DCF. Wyceniamy segment Innowacje na PLN50/akcję (vs. PLN53 poprzednio), Usługi na PLN17/akcję (vs. PLN13 poprzednio), a Bioinformatykę na PLN3/akcję (tak jak poprzednio). W rezultacie, ustalamy cenę docelową na poziomie PLN85/akcję (bez zmian), co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 73%.

### Wycena sum-of-the-parts

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

|                                      |             | PLN/akcję |
|--------------------------------------|-------------|-----------|
| Innowacje - wycena rNPV (PLNm)       | 798.4       | 50.0      |
| Usługi - wycena DCF (PLNm)           | 266.7       | 16.7      |
| Bioinformatyka (PLNm, 52%)           | 44.9        | 2.8       |
| Selvita - Enterprise value (PLNm)    | 1 110.0     | 69.5      |
| Gotówka netto (3Q18)                 | 134.7       |           |
| Selvita - Equity value (PLNm)        | 1 244.7     |           |
| Liczba akcji (m)                     | 16.0        |           |
| <b>Equity value (PLN/akcję)</b>      | <b>77.9</b> |           |
| Koszt kapitału własnego              | 9%          |           |
| <b>12M cena docelowa (PLN/akcję)</b> | <b>85.0</b> |           |
| Cena akcji (PLN)                     | 49.0        |           |
| <b>Potencjał wzrostu</b>             | <b>73%</b>  |           |

Źródło: Vestor DM

### Innowacje – wycena projektów ważona prawdopodobieństwem

Wyceniamy segment Innowacje metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Wyceniamy segment Innowacje metodą rNPV (ważona ryzykiem wartość bieżąca netto). Bierzemy pod uwagę 9 projektów innowacyjnych Selvity, kierując się kryterium zaawansowania projektu lub prawdopodobieństwem podpisania umowy partneringowej. Ogólne założenia do naszej wyceny rNPV i główne zmiany w stosunku do poprzedniej wyceny:

### Segment Innowacje – wycena rNPV

- Obniżamy wycenę SEL120 – z PLN29/akcję do PLN23/akcję ze względu na przesunięcie spodziewanego terminu ukończenia I fazy badań klinicznych z 2019 r. na 2020 r. i nieznaczne podwyższenie nakładów na I fazę, zgodnie z podpisaną z Icon umową o wartości EUR3.8m vs. nasze poprzednie założenie nakładów na I fazę na poziomie EUR3.4m. Więcej o umowie z Icon – zob. Ostatnie wydarzenia.
- Nieznacznie zwiększamy prawdopodobieństwo ukończenia fazy odkrycia i tym samym podwyższamy wycenę platformy immunometabolicznej – biorąc pod uwagę ostatnie publikacje dotyczące projektu „dualni antagoniści A2A/A2B” oraz platformy immunoonkologicznej – po publikacji danych z projektu „agoniści białka STING”. Więcej o ostatnich publikacjach spółki – zob. Ostatnie wydarzenia.
- Podwyższamy wycenę udziału Selvity w spółce Nodthera – z PLN11.2m poprzednio do PLN24.9m (PLN1.6/akcję), w związku z podwyższeniem kapitału w tej spółce, które miało miejsce 30 marca 2018 r. – inwestorzy objęli akcje za GBP8.7m, a jeżeli do listopada 2020 r. zostaną osiągnięte kamienie milowe wówczas nastąpi kolejne podwyższenie – o GBP25.3m.
- Usuwamy z wyceny partnering z H3 Biomedicine – poprzednio wycenialiśmy projekt na PLN15.5m (PLN1/akcję), ze względu na brak informacji o dalszym rozwoju projektu (ostatni aneks był podpisany we wrześniu 2017 r. – przedłużał współpracę do połowy marca 2018 r.).
- Zakładamy wykorzystanie obecnie dostępnych grantów, nie zakładamy pozyskania nowych środków.

- Przy prognozowaniu potencjalnej sprzedaży leków Selvity po komercjalizacji, korzystamy ze statystyk sprzedaży obecnych już na rynku terapii przeciwnowotworowych i prognoz ich sprzedaży. Prognozujemy sprzedaż do momentu wygaśnięcia ochrony patentowej (20 lat od momentu opatentowania cząsteczki).
- Korzystamy z prawdopodobieństw sukcesu w poszczególnych fazach opartych na danych zaprezentowanych w naszym raporcie o Selvicie z 20.03.2018 r. w sekcji Rynek farmaceutyczny: Cykl rozwoju leku innowacyjnego (link do raportu: <http://bit.ly/2G9HoMv>).
- Zakładamy parametry partneringu (upfront payment, biodollar value) poniżej median z transakcji porównywalnych.
- Zakładamy kurs USDPLN 3.7 w horyzoncie naszych prognoz.
- Zakładamy stopę dyskontową 10%, a premię za ryzyko uwzględniamy w prawdopodobieństwach dojścia do poszczególnych faz.
- Biorąc pod uwagę ulgi podatkowe związane z obecnością w Specjalnej Strefie Ekonomicznej i z tytułu statusu Centrum Badawczo-Rozwojowego, zakładamy efektywną stopę podatku 0% w latach 2018-22F i 10% w 2023-37F.
- Od rNPV projektów Innowacyjnych odejmujemy nakłady (netto po dotacjach) na laboratorium i Centrum Rozwoju Leków Innowacyjnych. Od 2023F nie zakładamy już capexu na laboratorium gdyż zakładamy, że wszystkie projekty spółki, które wyceniamy będą do tego czasu sprzedane.

Tabela 4. Selvita: Wycena rNPV segmentu Innowacje

|                                                                                 | PLNm         | PLN/akcję   |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|-------------|
| <b>Platforma terapii celowanych</b>                                             | <b>592.6</b> | <b>37.1</b> |
| SEL24                                                                           | 147.1        | 9.2         |
| SEL120                                                                          | 373.4        | 23.4        |
| Inhibitory kinaz, epigenetyka nowotworów i syntetyczna śmiertelność nowotworów  | 72.0         | 4.5         |
| <b>Platforma metabolizmu komórek nowotworowych i immunometabolizmu</b>          | <b>104.6</b> | <b>6.5</b>  |
| Immunometabolizm                                                                | 83.2         | 5.2         |
| Partnering z Merck - platforma metabolizmu nowotworów I - pierwszy cel białkowy | 5.8          | 0.4         |
| Partnering z Merck - platforma metabolizmu nowotworów I - drugi cel białkowy    | 6.1          | 0.4         |
| Partnering z Merck - platforma metabolizmu nowotworów II                        | 9.5          | 0.6         |
| <b>Platforma Immunologiczna</b>                                                 | <b>122.9</b> | <b>7.7</b>  |
| Immunoonkologia                                                                 | 98.0         | 6.1         |
| Nodthera*                                                                       | 24.9         | 1.6         |
| <b>Nakłady na laboratorium i Centrum Rozwoju Leków Innowacyjnych</b>            | <b>-21.6</b> | <b>-1.4</b> |
| <b>Suma</b>                                                                     | <b>798.4</b> | <b>50.0</b> |

\*Nodthera - rNPV 2018-20 oraz bilansowa wartość kapitału własnego przypadająca na Selvite na koniec 2Q18 (wycena z ostatniego podwyższenia kapitału w Nodthera)

Źródło: Vestor DM

## 1. Platforma terapii celowanych

### SEL24

Podtrzymujemy dotychczasowe założenia do wyceny projektu – zakładamy 77% prawdopodobieństwo pozytywnego ukończenia trwającej obecnie I fazy badań klinicznych w 2019 r. Przyjmujemy, że w przypadku dobrych wyników, Selvita otrzyma milestone EUR2.5m. Spółka informowała, że biodollar value umowy partneringowej wynosi EUR89m, wliczając otrzymane już upfront payment. Zakładamy royalties na poziomie 10% (spółka informowała, że royalties wynoszą od kilku do kilkunastu procent, w zależności od poziomu sprzedaży). Jako benchmark sprzedaży leku po wejściu na rynek (łącznie dla dwóch wskazań), zakładamy średnią ze sprzedaży celowanych terapii, które są już zarejestrowane – przyjmujemy krzywą sprzedaży zgodną ze sprzedażą porównywalnych leków w ciągu 10 lat od wejścia na rynek.

Tabela 5. SEL24: Założenia do wyceny

| Faza                                       | Rok                         | Upfront payment i milestone (EURm) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|--------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne                  |                             |                                    |                                                      |
| Faza I kliniczna                           | 2019                        | 2.5                                | 77%                                                  |
| Faza II kliniczna                          | 2021                        | 5.5                                | 34%                                                  |
| Faza III kliniczna                         | 2023                        | 9.0                                | 21%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji             | 2025                        | 15.0                               | 18%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna               | 2026                        | 25.0                               | 18%                                                  |
| Pierwsze tantiemy                          | 2027                        |                                    |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne                 | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie           |                                                      |
| <b>Royalties</b>                           | <b>10%</b>                  |                                    |                                                      |
| <b>Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m)</b> | <b>1,307</b>                |                                    |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (EURm)</b>               | <b>84*</b>                  |                                    |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>                         | <b>147.1</b>                |                                    |                                                      |

\*Spółka podała, że biodollar value wliczając upfront payment (EUR4.8m) wynosi EUR89m

Źródło: Dane spółki, Vestor DM, Bloomberg

## SEL120

Podtrzymujemy zakładane wcześniej 95% prawdopodobieństwo pozytywnego ukończenia trwającej obecnie fazy przedklinicznej, jednak przesuwamy termin rozpoczęcia I fazy – z 2018 r. na 2019 r. Przyjmujemy, że zgodnie ze strategią spółki – Selvita samodzielnie sfinansuje I i II fazę badań klinicznych, a następnie podpisze partnering. Podwyższamy zakładane nakłady na I fazę (zgodnie z podpisaną umową z Icon), pozostałych założeń nie zmieniamy (poza przesunięciem harmonogramu o rok). Zakładamy, że w 2022 r. mógłby zostać podpisany partnering – przyjmujemy upfront payment US\$20m, biodollar value US\$135m (obie wartości są poniżej median transakcji porównywalnych). Przyjmujemy royalties na poziomie 16%, a jako benchmark sprzedaży leku po wejściu na rynek, zakładamy średnią ze sprzedaży obecnie zarejestrowanych inhibitorów CDK4/6 – przyjmujemy krzywą sprzedaży zgodną ze sprzedażą porównywalnych leków w ciągu 10 lat od wejścia na rynek.

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                        | 2019                        |                                     | 95%                                                  |
| Faza I kliniczna                           | 2020                        |                                     | 73%                                                  |
| Faza II kliniczna                          | 2022                        | 20.0                                | 32%                                                  |
| Faza III kliniczna                         | 2024                        | 15.0                                | 20%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji             | 2026                        | 25.0                                | 17%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna               | 2027                        | 50.0                                | 17%                                                  |
| Pierwsze tantiemy                          | 2028                        |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne                 | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| <b>Royalties</b>                           | <b>16%</b>                  |                                     |                                                      |
| <b>Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m)</b> | <b>2,867.3</b>              |                                     |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (US\$m)</b>              | <b>135</b>                  |                                     |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>                         | <b>373.4</b>                |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM, Bloomberg

## Inhibitory kinaz, epigenetyka nowotworów i syntetyczna śmiertelność nowotworów

Nie zmieniamy założeń do wyceny jednego z projektów z tego obszaru. Zakładamy, że w 2019 r. Selvita podpisze umowę partneringową na jeden z pozostałych projektów realizowanych w ramach tej platformy. Zakładamy upfront payment US\$5m, biodollar value US\$135m oraz royalties 5% (poniżej median dla transakcji porównywalnych). Jako benchmark sprzedaży leku po wejściu na rynek – podobnie jak dla SEL24, zakładamy średnią ze sprzedaży celowanych terapii, które są już zarejestrowane.

Tabela 7. Inhibitory kinaz, epigenetyka, syntetyczna śmiertelność: Założenia do wyceny

| Faza                                | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne           |                             |                                     |                                                      |
| Faza odkrycia                       | 2019                        | 5                                   | 85%                                                  |
| Faza przedkliniczna                 | 2020                        | 5                                   | 59%                                                  |
| Faza I kliniczna                    | 2021                        | 10                                  | 45%                                                  |
| Faza II kliniczna                   | 2023                        | 10                                  | 20%                                                  |
| Faza III kliniczna                  | 2025                        | 15                                  | 12%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji      | 2027                        | 25                                  | 10%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna        | 2028                        | 25                                  | 10%                                                  |
| Pierwsze tantiemy                   | 2029                        |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne          | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| Royalties                           | 5%                          |                                     |                                                      |
| Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m) | 1,307                       |                                     |                                                      |
| Biodollarvalue (US\$m)              | 135                         |                                     |                                                      |
| rNPV (PLNm)                         | 72.0                        |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM, Bloomberg

## 2. Platforma metabolizmu komórek nowotworowych i immunometabolizmu

### Immunometabolizm nowotworów

Zakładamy, że w 2020 r. (w fazie badań przedklinicznych) Selvita podpisze umowę partneringową na jeden z projektów realizowanych w ramach tej platformy. Zakładamy upfront payment US\$10m, biodollar value US\$143m oraz royalties 5% (poniżej median dla transakcji porównywalnych). Jako benchmark sprzedaży leku przyjmujemy metotreksat – jedyny obecnie zarejestrowany lek, którego działanie obejmuje metabolizm nowotworów.

Tabela 8. Platforma immunometabolizmu: Założenia do wyceny

| Faza                                | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne           |                             |                                     |                                                      |
| Faza odkrycia                       | 2018                        | 0                                   | 64%                                                  |
| Faza przedkliniczna                 | 2020                        | 10                                  | 44%                                                  |
| Faza I kliniczna                    | 2021                        | 15                                  | 34%                                                  |
| Faza II kliniczna                   | 2023                        | 15                                  | 15%                                                  |
| Faza III kliniczna                  | 2025                        | 15                                  | 9%                                                   |
| Zgłoszenie leku do rejestracji      | 2027                        | 25                                  | 8%                                                   |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna        | 2028                        | 25                                  | 8%                                                   |
| Pierwsze tantiemy                   | 2029                        |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne          | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| Royalties                           | 5%                          |                                     |                                                      |
| Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m) | 737                         |                                     |                                                      |
| Biodollarvalue (US\$m)              | 143                         |                                     |                                                      |
| rNPV (PLNm)                         | 83.2                        |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM; Methotrexate – Forecast and Market Analysis to 2023, GlobalData; Oncology: MM&M, AUGUST 2015 ; Therapeutic Focus: Oncology, IMS Health

### Partnering z Merck – platforma metabolizmu nowotworów I - pierwszy cel białkowy

Projekt jest realizowany w ramach kontraktu partneringowego z Merck Serono (część koncernu Merck KGaA), podpisanego w październiku 2013 r. Pierwszy (z dwóch) cel białkowy – po osiągnięciu nieujawnionego kamienia milowego w 4Q15, został przejęty przez Merck w celu dalszego rozwoju. Zakładamy, że projekt ukończy fazę przedkliniczną w 2019F (prawdopodobieństwo: 70%), za co Selvita otrzyma milestone US\$0.4m. Szacujemy biodollar value tego projektu na US\$16.5m. W tym projekcie Selvicie nie należą się tantiemy w przypadku wejścia leku na rynek.

**Tabela 9. Partnering z Merck - platforma metabolizmu nowotworów I - pierwszy cel białkowy:**  
**Założenia do wyceny**

| Faza                           | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne      |                             |                                     |                                                      |
| Faza przedkliniczna            | 2019                        | 0.4                                 | 70%                                                  |
| Faza I kliniczna               | 2020                        | 0.8                                 | 54%                                                  |
| Faza II kliniczna              | 2022                        | 0.8                                 | 24%                                                  |
| Faza III kliniczna             | 2024                        | 2.0                                 | 15%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji | 2026                        | 3.0                                 | 12%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna   | 2027                        | 4.0                                 | 12%                                                  |
| Pierwsze tantiemy              | n/d                         |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne     | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| <b>Royalties</b>               | <b>0%</b>                   |                                     |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (US\$m)</b>  | <b>16.5</b>                 |                                     |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>             | <b>5.8</b>                  |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM, dane spółki

#### Partnering z Merck – platforma metabolizmu nowotworów I - drugi cel białkowy

Jest to drugi cel białkowy, realizowany w ramach umowy z dnia 2 listopada 2015 r., w 1Q16 osiągnięty został nieujawniony kamień milowy i projekt został przejęty przez Merck celem dalszego rozwoju. Zakładamy, że spółka może otrzymać kolejny milestone w kwocie US\$0.4m w 2019 r. (prawdopodobieństwo: 70%). Kontrakt nie przewiduje tantiem.

**Tabela 10. Partnering z Merck - platforma metabolizmu nowotworów I – drugi cel białkowy:**  
**Założenia do wyceny**

| Faza                           | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne      |                             |                                     |                                                      |
| Faza przedkliniczna            | 2019                        | 0.4                                 | 70%                                                  |
| Faza I kliniczna               | 2020                        | 0.8                                 | 54%                                                  |
| Faza II kliniczna              | 2022                        | 0.8                                 | 24%                                                  |
| Faza III kliniczna             | 2024                        | 2.0                                 | 15%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji | 2026                        | 3.0                                 | 12%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna   | 2027                        | 4.0                                 | 12%                                                  |
| Pierwsze tantiemy              | n/d                         |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne     | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| <b>Royalties</b>               | <b>0%</b>                   |                                     |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (US\$m)</b>  | <b>16.5</b>                 |                                     |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>             | <b>6.1</b>                  |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM, dane spółki

#### Partnering z Merck – platforma metabolizmu nowotworów II

Projekt jest realizowany w ramach umowy z dnia 2 listopada 2015 r., która zakładała 3-letnie badania w zakresie walidacji wybranych, nieujawnionych targetów onkologicznych związanych z metabolizmem komórek nowotworowych. Zakładamy, że Selvita może otrzymać milestone w kwocie US\$0.2m w 2019F (prawdopodobieństwo: 60%). Spółka informowała, że biodollar value tej umowy jest wyższe od parametrów przewidzianych w pierwszym projekcie spółki z Merck – założyliśmy US\$31m vs. zakładane przez nas US\$16.5m w pierwszym projekcie. W przeciwieństwie do pierwszej współpracy z Merck – w tym projekcie Selvicie będą się należały tantiemy w przypadku komercjalizacji leku – zakładamy 1%. Jako benchmark sprzedaży wykorzystujemy sprzedaż leku metotreksat – niecelowanej chemioterapii, którego działanie obejmuje m.in. metabolizm nowotworów.

Tabela 11. Partnering z Merck – platforma metabolizmu nowotworów II: Założenia do wyceny

| Faza                                       | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|--------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne                  |                             |                                     |                                                      |
| Faza odkrycia                              | 2019                        | 0.2                                 | 60%                                                  |
| Faza przedkliniczna                        | 2020                        | 0.4                                 | 42%                                                  |
| Faza I kliniczna                           | 2021                        | 1.0                                 | 32%                                                  |
| Faza II kliniczna                          | 2023                        | 2.0                                 | 14%                                                  |
| Faza III kliniczna                         | 2025                        | 3.0                                 | 9%                                                   |
| Zgłoszenie leku do rejestracji             | 2027                        | 6.0                                 | 7%                                                   |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna               | 2028                        | 8.0                                 | 7%                                                   |
| Pierwsze tantiemy                          | 2029                        |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne                 | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| <b>Royalties</b>                           | <b>1%</b>                   |                                     |                                                      |
| <b>Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m)</b> | <b>737</b>                  |                                     |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (US\$m)</b>              | <b>30.8</b>                 |                                     |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>                         | <b>9.5</b>                  |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM; Methotrexate – Forecast and Market Analysis to 2023, GlobalData; Oncology: MM&M, AUGUST 2015 ; Therapeutic Focus: Oncology, IMS Health

### 3. Platforma immunologii

#### Platforma immuno-onkologii

Zakładamy, że w 2021 r. (w fazie badań przedklinicznych) Selvita podpisze umowę partneringową na jeden z projektów realizowanych w ramach tej platformy. Zakładamy upfront payment US\$20m, biodollar value US\$143m oraz royalties 10% (poniżej median dla transakcji porównywalnych). Jako benchmark sprzedaży leku po wejściu na rynek przyjmujemy sprzedaż już zarejestrowanych immunoterapii – przyjmujemy krzywą sprzedaży zgodną z medianą porównywalnych leków w ciągu 10 lat od wejścia na rynek.

Tabela 12. Platforma immuno-onkologii: Założenia do wyceny

| Faza                                       | Rok                         | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|--------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| I wskazanie terapeutyczne                  |                             |                                     |                                                      |
| Faza odkrycia                              | 2019                        |                                     | 70%                                                  |
| Faza przedkliniczna                        | 2021                        | 20                                  | 48%                                                  |
| Faza I kliniczna                           | 2022                        | 15                                  | 37%                                                  |
| Faza II kliniczna                          | 2024                        | 15                                  | 16%                                                  |
| Faza III kliniczna                         | 2026                        | 15                                  | 10%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji             | 2028                        | 25                                  | 9%                                                   |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna               | 2029                        | 25                                  | 9%                                                   |
| Pierwsze tantiemy                          | 2030                        |                                     |                                                      |
| II wskazanie terapeutyczne                 | + 1 rok względem pierwszego | 50% x pierwsze wskazanie            |                                                      |
| <b>Royalties</b>                           | <b>10%</b>                  |                                     |                                                      |
| <b>Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m)</b> | <b>1,344</b>                |                                     |                                                      |
| <b>Biodollarvalue (US\$m)</b>              | <b>143</b>                  |                                     |                                                      |
| <b>rNPV (PLNm)</b>                         | <b>98.0</b>                 |                                     |                                                      |

Źródło: Vestor DM; Bloomberg

#### Nodthera

Selvita pracuje nad projektem SEL212 od 1Q12, a jego celem jest stworzenie małocząsteczkowych inhibitorów kompleksu białkowego – inflamasyonu, który reguluje powstawanie aktywnych form cytokin prozapalnych. Potencjalny lek mógłby znaleźć zastosowanie w terapii chorób autoimmunologicznych, chorobie Alzheimera czy chorobach nowotworowych. W lipcu 2016 r. Selvita podpisała umowę z funduszem VC Epidarex Capital (którego jednym z udziałowców jest Eli

Lilly) i w zamian za wniesienie projektu SEL212 do spółki Nodthera, otrzymała udziały w tej spółce oraz upfront payment w kwocie PLN2.6m. 30 marca 2018 r. nastąpiło podwyższenie kapitału w spółce Nodthera – o kwotę GBP8.7m (emisja 3.5m akcji po cenie GBP2.5/akcję). Akcje objął fundusz Epidarex Capital (większościowy akcjonariusz Nodthery) oraz inwestorzy zewnętrzni: fundusz VC wyspecjalizowany w farmacji Sofinnova Partners (aktywa pod zarządzaniem: US\$2.2mld), fundusz life science 5AM Ventures (aktywa pod zarządzaniem: US\$1mld) i F-prime – fundusz VC wyspecjalizowany w life science z grupy Fidelity (grupa zarządza aktywami w wysokości ponad US\$2bn). W konsekwencji, udział Selvity w Nodthera spadł z 39% do 19%. Jeżeli do 30 listopada 2020 r. osiągnięte zostaną nieujawnione kamienie milowe, nastąpi kolejne podwyższenie kapitału – o GBP25.3m (10m akcji po cenie GBP2.5/akcję). Wówczas udział Selvity w Nodthera spadnie do 11%.

Wyceniamy ten projekt Selvity jako sumę wartości bilansowej udziału w spółce Nodthera (po cenie z ostatniego podwyższenia kapitału) oraz wartości bieżącej milestone, który Selvita może otrzymać – zakładamy, że Selvita otrzyma milestone w 2020F (poprzednio zakładaliśmy, że nastąpi to w 2019F) – US\$1m, prawdopodobieństwo: 70%. Jest możliwe, że na pewnym etapie rozwoju tego programu spółka Nodthera zostanie przejęta, a Selvita sprzeda swój udział.

**Tabela 13. Nodthera: Założenia do wyceny**

| Faza                                | Rok   | Upfront payment i milestone (US\$m) | Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu w danej fazie |
|-------------------------------------|-------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| Faza przedkliniczna                 | 2020  | 1.0                                 | 70.0%                                                |
| Faza I kliniczna                    | 2021  | n/d                                 | 54%                                                  |
| Faza II kliniczna                   | 2023  | n/d                                 | 24%                                                  |
| Faza III kliniczna                  | 2025  | n/d                                 | 15%                                                  |
| Zgłoszenie leku do rejestracji      | 2027  | n/d                                 | 12%                                                  |
| Pierwsza sprzedaż komercyjna        | 2028  | n/d                                 | 12%                                                  |
| Pierwsze tantiemy                   | n/d   |                                     |                                                      |
| Royalties                           | n/d   |                                     |                                                      |
| Średnioroczna sprzedaż leku (US\$m) | n/d   |                                     |                                                      |
| Biodollarvalue (US\$m)              | 1.0   |                                     |                                                      |
| rNPV (PLNm)                         | 24.9* |                                     |                                                      |

\*rNPV 2018-20 oraz bilansowa wartość kapitału własnego przypadająca na Selvite na koniec 2Q18 (wycena z ostatniego podwyższenia kapitału w Nodthera)

Źródło: Vestor DM

**Tabela 14. Innowacje: Cash flow przed uwzględnieniem prawdopodobieństw, przed podatkiem (US\$m, o ile nie wskazano inaczej)**

|                                  | 18F         | 19F         | 20F        | 21F         | 22F         | 23F         | 24F         | 25F         | 26F         | 27F          | 28F          | 29F          | 2030-37F       |
|----------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| SEL24 (EURm)                     | 0.3         | 2.5         | 0.0        | 5.5         | 2.8         | 9.0         | 4.5         | 15.0        | 32.5        | 22.2         | 31.1         | 53.7         | 381.3          |
| SEL120                           | -2.9        | -3.6        | -7.3       | -6.3        | 20.0        | 10.0        | 15.0        | 7.5         | 25.0        | 62.5         | 117.9        | 224.5        | 2 194.3        |
| Inhibitory kinaz, epigenetyka... | -0.9        | 4.3         | 4.2        | 12.5        | 5.0         | 10.0        | 5.0         | 15.0        | 7.5         | 25.0         | 37.5         | 18.1         | 374.6          |
| Immunometabolizm                 | -0.8        | -1.6        | 8.7        | 15.0        | 7.5         | 15.0        | 7.5         | 15.0        | 7.5         | 25.0         | 37.5         | 30.9         | 294.8          |
| Merck I - I cel białkowy (EURm)  | 0.0         | 0.4         | 0.9        | 0.4         | 0.8         | 0.4         | 2.0         | 1.0         | 3.0         | 5.5          | 2.0          | 0.0          | 0.0            |
| Merck I - II cel białkowy (EURm) | 0.0         | 0.4         | 0.9        | 0.4         | 0.8         | 0.4         | 2.0         | 1.0         | 3.0         | 5.5          | 4.0          | 0.0          | 0.0            |
| Merck II (EURm)                  | 0.2         | 0.0         | 0.4        | 1.2         | 0.5         | 2.0         | 1.0         | 3.0         | 1.5         | 6.0          | 11.0         | 7.7          | 7.4            |
| Immunoonkologia                  | -0.6        | -1.5        | -1.1       | 18.9        | 14.1        | 7.5         | 15.0        | 7.5         | 15.0        | 7.5          | 25.0         | 37.5         | 840.5          |
| Nodthera                         | 0.1         | 0.0         | 1.0        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| Nakłady na laboratorium          | -2.3        | -6.0        | -2.3       | -1.5        | -1.7        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| <b>Razem</b>                     | <b>-6.8</b> | <b>-5.2</b> | <b>5.4</b> | <b>46.1</b> | <b>49.6</b> | <b>54.3</b> | <b>52.0</b> | <b>65.0</b> | <b>95.0</b> | <b>159.1</b> | <b>266.0</b> | <b>372.4</b> | <b>4 092.9</b> |

Źródło: Vestor DM

**Tabela 15. Innowacje: Wazony prawdopodobieństwem, zdyskontowany cashflow po podatku (PLNm)**

|                                             | 18F         | 19F         | 20F        | 21F         | 22F         | 23F         | 24F         | 25F         | 26F         | 27F         | 28F         | 29F         | 2030-37F     |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| SEL24                                       | 0.3         | 1.7         | 0.0        | 5.5         | 2.5         | 4.2         | 1.9         | 4.9         | 9.6         | 5.9         | 7.6         | 11.9        | 91.4         |
| SEL120                                      | -2.4        | -2.6        | -14.7      | -11.6       | 14.6        | 6.1         | 5.0         | 2.3         | 6.0         | 13.7        | 23.5        | 40.6        | 292.9        |
| Inhibitory kinaz, epigenetyka nowotworów... | -0.7        | -0.8        | 6.8        | 15.1        | 5.1         | 3.8         | 1.7         | 2.9         | 1.3         | 3.4         | 4.6         | 2.0         | 26.9         |
| Immunometabolizm                            | -0.5        | -1.0        | 14.2       | 17.2        | 7.7         | 5.6         | 2.5         | 2.9         | 1.3         | 3.4         | 4.6         | 3.5         | 21.9         |
| Merck I - pierwszy cel białkowy (EURm)      | 0.0         | 0.0         | 1.7        | 0.6         | 0.5         | 0.2         | 0.6         | 0.3         | 0.6         | 1.0         | 0.3         | 0.0         | 0.0          |
| Merck I - drugi cel białkowy (EURm)         | 0.0         | 0.0         | 1.7        | 0.6         | 0.5         | 0.2         | 0.6         | 0.3         | 0.6         | 1.0         | 0.7         | 0.0         | 0.0          |
| Merck II (EURm)                             | 0.2         | 0.2         | 0.5        | 1.2         | 0.4         | 0.6         | 0.3         | 0.5         | 0.2         | 0.7         | 1.1         | 0.7         | 3.0          |
| Immunoonkologia                             | -0.5        | 0.2         | -2.2       | 23.1        | 11.9        | 5.3         | 4.1         | 1.9         | 2.2         | 1.0         | 2.5         | 3.4         | 45.0         |
| Nodthera                                    | 0.1         | 0.0         | 1.9        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          |
| Nakłady na laboratorium                     | -1.9        | -4.6        | -6.4       | -3.8        | -4.0        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          |
| <b>Razem</b>                                | <b>-5.4</b> | <b>-6.9</b> | <b>3.5</b> | <b>47.9</b> | <b>39.1</b> | <b>25.9</b> | <b>16.7</b> | <b>15.9</b> | <b>21.8</b> | <b>30.1</b> | <b>44.9</b> | <b>62.1</b> | <b>481.1</b> |

Źródło: Vestor DM

## Usługi – wycena metodą DCF

Wyceniamy segment Usługi Selvity używając 5-letniego modelu DCF. Prognozujemy średnioroczną stopę wzrostu przychodów w latach 2017-23F na poziomie 20% i analogiczną średnioroczną stopę wzrostu EBITDA na poziomie 25%. Zakładamy capex (netto po dotacjach) PLN4.5m w 2018F, PLN4.9m w 2019F i PLN7m w 2023F. 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 16. Selvita: Segment Usługi – model DCF (PLNm)**

|                                             | 2018F        | 2019F       | 2020F       | 2021F        | 2022F        | 2023F        |
|---------------------------------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody (od klientów zewnętrznych)</b> | <b>58.1</b>  | <b>73.1</b> | <b>86.8</b> | <b>100.7</b> | <b>117.2</b> | <b>129.0</b> |
| <b>Dotacje</b>                              | <b>3.3</b>   | <b>2.7</b>  | <b>2.7</b>  | <b>2.7</b>   | <b>2.7</b>   | <b>2.7</b>   |
| Znorm. EBIT                                 | 8.6          | 9.5         | 12.3        | 16.9         | 18.9         | 21.3         |
| podatek                                     | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | -0.3         |
| NOPLAT                                      | 8.6          | 9.5         | 12.3        | 16.9         | 18.9         | 21.0         |
| amortyzacja (netto po dotacjach)            | 3.4          | 6.2         | 7.2         | 7.0          | 7.1          | 7.1          |
| capex (netto po dotacjach)*                 | -4.5         | -4.9        | -5.6        | -10.4        | -7.1         | -7.1         |
| zmiana kapitału obrotowego                  | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>FCF</b>                                  | <b>7.5</b>   | <b>10.7</b> | <b>13.9</b> | <b>13.6</b>  | <b>18.9</b>  | <b>21.0</b>  |
| stopa dyskontowa                            | 9%           | 9%          | 9%          | 9%           | 9%           | 9%           |
| czynniki dyskontowy                         | 0.98         | 0.90        | 0.83        | 0.76         | 0.70         | 0.65         |
| Wartość bieżąca FCF                         | 7.4          | 9.7         | 11.5        | 10.3         | 13.2         | 13.5         |
| <b>Wartość bieżąca FCF na dziś</b>          | <b>60.2</b>  |             |             |              |              |              |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym         | 2.0%         |             |             |              |              |              |
| Wartość rezydualna                          | 320.1        |             |             |              |              |              |
| <b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>     | <b>206.5</b> |             |             |              |              |              |
| <b>EV segmentu Usługi (PLNm)</b>            | <b>266.7</b> |             |             |              |              |              |
| Liczba akcji (m)                            | 16.0         |             |             |              |              |              |
| <b>EV segmentu usługi (PLN/akcję)</b>       | <b>16.7</b>  |             |             |              |              |              |

Źródło: Vestor DM

**Tabela 17. Selvita: Usługi: Założenia WACC**

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka       | 3.9%        |
| Premia za ryzyko rynkowe    | 4.5%        |
| Beta (x)                    | 1.1         |
| Koszt kapitału własnego     | 9.0%        |
| Koszt długu                 | 3.4%        |
| Dług/ (dług+kapitał własny) | 6.4%        |
| <b>WACC</b>                 | <b>8.7%</b> |

Źródło: Vestor DM, Damodaran online, Bloomberg

**Tabela 18. Selvita: Segment Usługi: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLN/akcję)**

|                                            |      | Premia za ryzyko rynkowe |             |      |
|--------------------------------------------|------|--------------------------|-------------|------|
|                                            |      | 4.0%                     | 4.5%        | 5.0% |
| <b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b> | 1.0% | 16.2                     | 15.0        | 13.9 |
|                                            | 1.5% | 17.2                     | 15.8        | 14.7 |
|                                            | 2.0% | 18.4                     | <b>16.7</b> | 15.5 |
|                                            | 2.5% | 19.8                     | 17.9        | 16.4 |
|                                            | 3.0% | 21.4                     | 19.3        | 17.5 |

Źródło: Vestor DM

## Bioinformatyka – wycena metodą DCF

**Tabela 19. Selvita: Bioinformatyka – wycena metodą DCF (PLNm)**

|                                                               | 2018F       | 2019F       | 2020F       | 2021F       | 2022F       | 2023F       |
|---------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Przychody (od klientów zewnętrznych)</b>                   | <b>8.1</b>  | <b>10.9</b> | <b>13.1</b> | <b>15.7</b> | <b>18.9</b> | <b>22.6</b> |
| <b>Dotacje</b>                                                | <b>2.4</b>  | <b>2.4</b>  | <b>2.4</b>  | <b>2.9</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  |
| Znorm. EBIT                                                   | 1.5         | 1.7         | 2.3         | 2.2         | 7.4         | 8.8         |
| podatek                                                       | -0.2        | -0.3        | -0.4        | -0.4        | -1.3        | -1.5        |
| NOPLAT                                                        | 1.2         | 1.4         | 1.9         | 1.8         | 6.1         | 7.3         |
| amortyzacja                                                   | 0.1         | 0.1         | 0.1         | 0.2         | 0.2         | 0.2         |
| capex (netto po dotacjach)*                                   | -0.3        | -0.4        | -0.5        | -0.6        | -0.6        | -0.7        |
| zmiana kapitału obrotowego                                    | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| <b>FCF</b>                                                    | <b>1.0</b>  | <b>1.2</b>  | <b>1.5</b>  | <b>1.4</b>  | <b>5.7</b>  | <b>6.8</b>  |
| stopa dyskontowa                                              | 9%          | 9%          | 9%          | 9%          | 9%          | 9%          |
| czynniki dyskontowy                                           | 98%         | 90%         | 82%         | 76%         | 69%         | 64%         |
| Wartość bieżąca FCF                                           | 1.0         | 1.0         | 1.3         | 1.0         | 4.0         | 4.4         |
| <b>Wartość bieżąca FCF na dziś</b>                            | <b>11.9</b> |             |             |             |             |             |
| Stopa wzrostu w okresie rezydualnym                           | 3.0%        |             |             |             |             |             |
| Wartość rezydualna                                            | 118.0       |             |             |             |             |             |
| <b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>                       | <b>75.1</b> |             |             |             |             |             |
| <b>EV segmentu Bioinformatyka (PLNm)</b>                      | <b>87.0</b> |             |             |             |             |             |
| Udział Selvity w Ardigen                                      | 52%         |             |             |             |             |             |
| <b>Udział Selvity w Ardigen (PLNm)</b>                        | <b>44.9</b> |             |             |             |             |             |
| Liczba akcji (m)                                              | 16.0        |             |             |             |             |             |
| <b>EV segmentu Bioinformatyka (PLN/akcję, udział Selvity)</b> | <b>2.8</b>  |             |             |             |             |             |

Źródło: Vestor DM

**Tabela 20. Selvita: Bioinformatyka: Założenia WACC**

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| Stopa wolna od ryzyka       | 3.9%        |
| Premia za ryzyko rynkowe    | 4.5%        |
| Beta (x)                    | 1.2         |
| Koszt kapitału własnego     | 9.4%        |
| Koszt długu                 | 3.4%        |
| Dług/ (dług+kapitał własny) | 6.4%        |
| <b>WACC</b>                 | <b>9.0%</b> |

Źródło: Vestor DM, Damodaran online, Bloomberg

**Tabela 21. Selvita: Segment Bioinformatyka: Wrażliwość wyceny na założenia (EV, PLN/akcję)**

|                                            |    | Premia za ryzyko rynkowe |            |      |
|--------------------------------------------|----|--------------------------|------------|------|
|                                            |    | 4.0%                     | 4.5%       | 5.0% |
| <b>Stopa wzrostu w okresie rezydualnym</b> | 1% | 2.4                      | 2.2        | 2.0  |
|                                            | 2% | 2.7                      | 2.4        | 2.2  |
|                                            | 3% | 3.2                      | <b>2.8</b> | 2.5  |
|                                            | 4% | 3.8                      | 3.3        | 2.9  |
|                                            | 5% | 4.9                      | 4.1        | 3.5  |

Źródło: Vestor DM

## ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 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 2 009 570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – 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 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

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

Niniejszy dokument stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy w związku z powyższym nie został on przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM 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 DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora, w związku z powyższym przy sporządzeniu dokumentu Vestor DM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, 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. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

Żadna 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.

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 dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. 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 DM, Vestor DM 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 DM) zostały udostępnione jedynie dla wyгоды odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

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 znajdującymi 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 DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM 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 podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, 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 ZIEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATELOM LUB REZIDENTOM 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 DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIĄŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.**

**VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELKIE RÓŻNOCYNNIKÓW, 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 OPIBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.**

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

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

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY PRZEZ LUB WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.**

**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 DM.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM ŚWIADCYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUGI Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.**

**W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.**

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM 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 DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty 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.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

Vestor DM 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.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcji Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM 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 stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę.

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

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

Vestor DM, 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 DM 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 DM 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.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowywali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu. Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie aktualizowana. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 13 rekomendacji Kupuj, 7 rekomendacji Akumuluj, 5 rekomendacji Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 6 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikację handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 19 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA SELVITA S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 20 MARCA 2018 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, 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 DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. 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 DM.

Copyright © 2018 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

- Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;
- Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
  - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;
  - nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub jednocześnie po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

System rekomendacyjny Vestor DM 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 rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny: Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF); Porównawczej (w tym model ROE-P/BV); Mnożnik docelowy; Analiza scenariuszowa; Zdyskontowanych dywidend (DDM); Wartość aktywów netto Suma części (sum of the parts); Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR); Metoda 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, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są 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 wypłacanych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może 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 wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować 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 jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także 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 rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgowa

BV – wartość księgowa

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

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L - wzrost na wartościach porównywalnych

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.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

| Nr.     | Spółka                     | Data rekomendacji | Analitik                  | TP     | Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji | Rekomendacja | Horyzont |
|---------|----------------------------|-------------------|---------------------------|--------|---------------------------------------------------|--------------|----------|
| 83/2017 | Dom Development            | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 90     | 83.4                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 84/2017 | Atal                       | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 43     | 41.0                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 85/2017 | LC Corp                    | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 3.3    | 2.7                                               | Kupuj        | 12M      |
| 86/2017 | Robyg                      | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 4.1    | 3.5                                               | Akumuluj     | 12M      |
| 87/2017 | Lokum Deweloper            | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 23     | 16.55                                             | Kupuj        | 12M      |
| 88/2017 | Archicom                   | 2017-12-14        | Marek Szymański           | 23     | 15.39                                             | Brak         | 12M      |
| 1/2018  | PKO BP                     | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 45     | 44.3                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 2/2018  | Pekao                      | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 152    | 134.3                                             | Kupuj        | 12M      |
| 3/2018  | BZ WBK                     | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 442    | 408.4                                             | Akumuluj     | 12M      |
| 4/2018  | mBank                      | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 443    | 496                                               | Sprzedaż     | 12M      |
| 5/2018  | ING BSK                    | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 222    | 215                                               | Neutralnie   | 12M      |
| 6/2018  | Handlowy                   | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 86     | 83                                                | Neutralnie   | 12M      |
| 7/2018  | Millennium                 | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 8.9    | 9.4                                               | Redukuj      | 12M      |
| 8/2018  | Alior                      | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 87     | 78                                                | Akumuluj     | 12M      |
| 9/2018  | Getin Noble Bank           | 2018-01-08        | Michał Fidelus            | 1.55   | 1.71                                              | Redukuj      | 12M      |
| 10/2018 | PKN                        | 2018-01-09        | Beata Szparaga-Waśniewska | 117    | 106.7                                             | Neutralnie   | 12M      |
| 11/2018 | Lotos                      | 2018-01-09        | Beata Szparaga-Waśniewska | 54     | 57.4                                              | Redukuj      | 12M      |
| 12/2018 | PKP Cargo                  | 2018-02-14        | Marcin Stebakow           | 68     | 58.8                                              | Kupuj        | 12M      |
| 13/2018 | BZ WBK                     | 2018-02-21        | Michał Fidelus            | 436    | 385.8                                             | Kupuj        | 12M      |
| 14/2018 | Wielton                    | 2018-02-23        | Marcin Górnik             | 15.3   | 12.36                                             | Kupuj        | 12M      |
| 15/2018 | Selvita                    | 2018-03-20        | Beata Szparaga-Waśniewska | 85     | 59                                                | Brak         | 12M      |
| 16/2018 | JSW                        | 2018-03-22        | Marcin Stebakow           | 99     | 95.3                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 17/2018 | Marvipol Development       | 2018-03-26        | Marek Szymański           | 8.9    | 8.7                                               | Brak         | 12M      |
| 18/2018 | Kruk                       | 2018-03-28        | Michał Fidelus            | 286    | 208                                               | Kupuj        | 12M      |
| 19/2018 | British Automotive Holding | 2018-03-28        | Marek Szymański           | 10.5   | 8.3                                               | Brak         | 12M      |
| 20/2018 | Aplisens                   | 2018-04-04        | Michał Wojciechowski      | 15.1   | 12.9                                              | Kupuj        | 12M      |
| 21/2018 | Wielton                    | 2018-04-05        | Marcin Górnik             | 16.0   | 13.7                                              | Kupuj        | 12M      |
| 22/2018 | KGHM                       | 2018-04-16        | Marcin Stebakow           | 110.0  | 92.0                                              | Kupuj        | 12M      |
| 23/2018 | LPP                        | 2018-04-18        | Marek Szymański           | 9000   | 8965                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 24/2018 | CCC                        | 2018-04-18        | Marek Szymański           | 310    | 272                                               | Kupuj        | 12M      |
| 25/2018 | mBank                      | 2018-04-19        | Michał Fidelus            | 441    | 439                                               | Neutralnie   | 12M      |
| 26/2018 | AC                         | 2018-04-23        | Marcin Górnik             | 38.5   | 40.8                                              | Redukuj      | 12M      |
| 27/2018 | MZN Property               | 2018-05-08        | Aleksandra Jakubowska     | 2.2    | 1.9                                               | Brak         | 12M      |
| 28/2018 | Pekao                      | 2018-05-16        | Michał Fidelus            | 148    | 118.7                                             | Kupuj        | 12M      |
| 29/2018 | Archicom                   | 2018-05-24        | Marek Szymański           | 23.0   | 15.9                                              | Brak         | 12M      |
| 30/2018 | PKO BP                     | 2018-05-25        | Michał Fidelus            | 42.0   | 38.9                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 31/2018 | Warimpex                   | 2018-05-28        | Marek Szymański           | 8.3    | 6.0                                               | Brak         | 12M      |
| 32/2018 | Handlowy                   | 2018-06-20        | Michał Fidelus            | 81.0   | 67.0                                              | Kupuj        | 12M      |
| 33/2018 | Dom Development            | 2018-06-25        | Marek Szymański           | 90.0   | 86.0                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 34/2018 | Atal                       | 2018-06-25        | Marek Szymański           | 43.0   | 37.0                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 35/2018 | LC Corp                    | 2018-06-25        | Marek Szymański           | 3.0    | 2.4                                               | Kupuj        | 12M      |
| 36/2018 | Lokum Deweloper            | 2018-06-25        | Marek Szymański           | 25.0   | 18.8                                              | Kupuj        | 12M      |
| 37/2018 | CCC                        | 2018-07-16        | Marek Szymański           | 280.0  | 204.0                                             | Kupuj        | 12M      |
| 38/2018 | LPP                        | 2018-07-16        | Marek Szymański           | 9200.0 | 9105                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 39/2018 | PKN                        | 2018-07-19        | Beata Szparaga-Waśniewska | 104.0  | 81.06                                             | Kupuj        | 12M      |
| 40/2018 | CD Projekt                 | 2018-07-25        | Maciej Hebda              | 231.0  | 208.00                                            | Akumuluj     | 12M      |
| 41/2018 | 11 bit studios             | 2018-07-25        | Michał Wojciechowski      | 511.0  | 426.0                                             | Kupuj        | 12M      |
| 42/2018 | PlayWay                    | 2018-07-25        | Maciej Hebda              | 195.0  | 149.0                                             | Kupuj        | 12M      |
| 43/2018 | Millennium                 | 2018-07-30        | Michał Fidelus            | 9.3    | 8.9                                               | Neutralnie   | 12M      |
| 44/2018 | BZ WBK                     | 2018-08-02        | Michał Fidelus            | 410.0  | 378.2                                             | Akumuluj     | 12M      |
| 45/2018 | Synektik                   | 2018-08-07        | Beata Szparaga-Waśniewska | 20.0   | 14.9                                              | Kupuj        | 12M      |
| 46/2018 | ML System                  | 2018-08-28        | Maciej Hebda              | 38.6   | 33.3                                              | Brak         | 12M      |
| 47/2018 | CD Projekt                 | 2018-08-29        | Maciej Hebda              | 228.0  | 219.2                                             | Neutralnie   | 12M      |
| 48/2018 | 11 bit studios             | 2018-09-03        | Michał Wojciechowski      | 386.0  | 380.0                                             | Neutralnie   | 12M      |
| 49/2018 | Alior                      | 2018-09-05        | Michał Fidelus            | 85.0   | 66.9                                              | Kupuj        | 12M      |
| 50/2018 | British Automotive Holding | 2018-09-05        | Marek Szymański           | 2.2    | 1.9                                               | Brak         | 12M      |
| 51/2018 | Wielton                    | 2018-09-12        | Marcin Górnik             | 15.5   | 9.7                                               | Kupuj        | 12M      |
| 52/2018 | Atal                       | 2018-09-13        | Marek Szymański           | 41.0   | 31.5                                              | Kupuj        | 12M      |
| 53/2018 | PKN                        | 2018-09-14        | Beata Szparaga-Waśniewska | 109.0  | 99.4                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 54/2018 | Ten Square Games           | 2018-09-20        | Maciej Hebda              | 116.0  | 96.5                                              | Kupuj        | 12M      |
| 55/2018 | Archicom                   | 2018-09-21        | Marek Szymański           | 20.5   | 13.2                                              | Brak         | 12M      |
| 56/2018 | Marvipol                   | 2018-09-21        | Marek Szymański           | 8.0    | 3.5                                               | Brak         | 12M      |
| 57/2018 | PlayWay                    | 2018-09-25        | Maciej Hebda              | 177    | 151                                               | Kupuj        | 12M      |
| 58/2018 | JSW                        | 2018-10-01        | Marcin Górnik             | 72.7   | 66.2                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 59/2018 | Bogdanka                   | 2018-10-01        | Marcin Górnik             | 69.2   | 60.0                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 60/2018 | 4fun Media                 | 2018-10-29        | Michał Wojciechowski      | 20.5   | 13.0                                              | Brak         | 12M      |
| 61/2018 | Elemental Holding          | 2018-11-14        | Marcin Górnik             | 1.8    | 1.1                                               | Brak         | 12M      |
| 62/2018 | CD Projekt                 | 2018-11-15        | Maciej Hebda              | 202    | 146.5                                             | Kupuj        | 12M      |
| 63/2018 | Lokum Deweloper            | 2018-11-15        | Marek Szymański           | 26.0   | 17.4                                              | Kupuj        | 12M      |
| 64/2018 | CCC                        | 2018-11-16        | Marek Szymański           | 260    | 182                                               | Kupuj        | 12M      |
| 65/2018 | 11 bit studios             | 2018-11-19        | Michał Wojciechowski      | 270    | 247                                               | Neutralnie   | 12M      |
| 66/2018 | LC Corp                    | 2018-11-22        | Marek Szymański           | 3.2    | 2.5                                               | Kupuj        | 12M      |
| 67/2018 | ML System                  | 2018-11-22        | Maciej Hebda              | 35.3   | 27.1                                              | Brak         | 12M      |
| 68/2018 | LPP                        | 2018-11-26        | Marek Szymański           | 8600   | 7850                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 69/2018 | PlayWay                    | 2018-11-27        | Maciej Hebda              | 172    | 140                                               | Kupuj        | 12M      |
| 70/2018 | Atal                       | 2018-12-10        | Marek Szymański           | 38.0   | 29.7                                              | Kupuj        | 12M      |
| 71/2018 | Dom Development            | 2018-12-10        | Marek Szymański           | 75.0   | 65.6                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 72/2018 | Archicom                   | 2018-12-10        | Marek Szymański           | 19.0   | 11.9                                              | Brak         | 12M      |
| 73/2018 | PKO BP                     | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 45.0   | 40.6                                              | Akumuluj     | 12M      |
| 74/2018 | Pekao                      | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 139.0  | 108.6                                             | Kupuj        | 12M      |
| 75/2018 | Santander Bank Polska      | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 395.0  | 353.0                                             | Akumuluj     | 12M      |
| 76/2018 | mBank                      | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 440.0  | 429.0                                             | Neutralnie   | 12M      |
| 77/2018 | ING BSK                    | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 197.0  | 180.0                                             | Akumuluj     | 12M      |
| 78/2018 | Handlowy                   | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 75.6   | 70.0                                              | Neutralnie   | 12M      |
| 79/2018 | Millennium                 | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 9.7    | 9.1                                               | Neutralnie   | 12M      |
| 80/2018 | Alior Bank                 | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 70.0   | 55.2                                              | Kupuj        | 12M      |
| 81/2018 | Getin Noble                | 2018-12-10        | Michał Fidelus            | 0.76   | 0.31                                              | Kupuj        | 12M      |