

Selvita S.A.

Polska firma coraz bliżej medycznego sukcesu

Rozpoczynamy wydawanie raportów analitycznych dotyczących spółki Selvita. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na poziomie 82,90 zł. Selvita jest jedną z największych spółek biotechnologicznych w regionie, posiada szerokie portfolio projektów innowacyjnych, w tym dwa leki w trakcie badań klinicznych w USA. Dodatkowo, spółka rozwija szereg projektów wczesnej fazy (np. A2A/A2B, STING), które począwszy od tego roku powinny być sukcesywnie sprzedawane w coraz późniejszych fazach i na coraz lepszych warunkach. Dodatkowo spółka posiada silnie rosnący i rentowny biznes usługowy.

- **SEL120 rozpoczyna badania kliniczne.** SEL120, najbardziej zaawansowany własny lek z sukcesem zakończył badania przedkliniczne. Selvita planuje podanie leku pierwszemu pacjentowi jeszcze przed końcem bieżącego kwartału. SEL120 waży najwięcej w naszej wycenie Selvity (268 mln zł).
- **SEL24 blisko kolejnego kamienia milowego.** Partner Selvity przy tym projekcie, Menarini, przedstawił ambitny plan rozszerzenia badania do 40 ośrodków, co sugeruje bliski koniec pierwszej fazy badań klinicznych, eskalacji dawki. Oczekujemy zakończenia pierwszej fazy badań oraz płatności z tego tytułu dla Selvity w wysokości 4,8mln USD w 1 połowie 2020. Wyceniamy projekt SEL24 na 77 mln zł.
- **Mocny bilans pozwala na zwiększenie skali działalności.** Szeroki strumień dotacji oraz środki zebrane z ostatniej emisji akcji pozwalają spółce zwiększyć ilość prowadzonych projektów innowacyjnych. Oczekujemy, że projekty wczesnej fazy zaczną stopniowo budować wartość poprzez sukcesywnie przechodzenie do fazy przedklinicznej i klinicznej, a dodatkowo część z nich będzie monetyzowana i poprawi wyniki segmentu. Wyceniamy portfel projektów wczesnej fazy na 198 mln zł.
- **Segment usługowy buduje skalę.** Usługi od utrzymują +30% tempo wzrostu przychodów rdr przy zachowaniu dwucyfrowej rentowności EBIT. Selvita wykorzystuje przewagę kosztową nad Zachodnimi konkurentami oraz doświadczenie swojego zespołu. Zwiększając skalę działalności Selvita staje się coraz bardziej znaczącym graczem na arenie międzynarodowej i jest w stanie opierać się azjatyckiej konkurencji.

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody (mln zł)	87,8	77,2	95,9	143,7	155,4
EBITDA (mln zł)	17,9	-5,4	-26,6	-16,6	-22,9
EBIT (mln zł)	12,6	-13,6	-37,5	-27,8	-36,9
Zysk netto (mln zł)	6,4	-0,1	-36,9	-26,8	-36,2
Zysk na akcję (zł)	0,5	0,0	-2,3	-1,7	-2,3
Dywidenda na akcję (zł)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C/Z (x)	124,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA (x)	43,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Stopa dywidendy (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

Cena zamknięcia (19 lipca 2019)	61,00 zł
12-miesięczna cena docelowa	82,90 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	66,0/43,5 zł

PROFIL SPÓŁKI

Selvita jest spółką biotechnologiczną, prowadzi działalność polegającą na odkrywaniu nowych leków. Dwa projekty znajdują się w pierwszej fazie badań klinicznych. Dodatkowo spółka świadczy usługi outsourcingowe w zakresie chemii, biologii i bioinformatyki dla firm zewnętrznych.

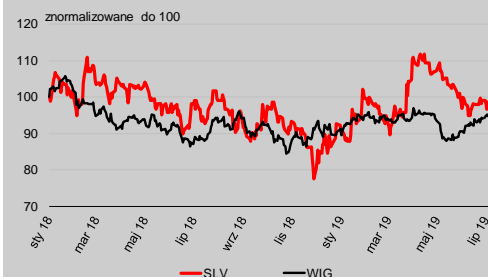
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko niepowodzenie projektów innowacyjnych
Opóźnienia w harmonogramach
Projekty konkurencyjne

Reuters/Bloomberg	SLV.WA/SLV.PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	2,5
Akcje w wolnym obrocie (%)	56,5
Wycena rynkowa (mln zł)	974
Liczba akcji (mln)	15,97
Główni akcjonariusze	Paweł Przewięźlikowski 31,2% Bogusław Sieczkowski 5,8% Augebit FIZ 6,5% NN OFE 8,2%

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Raport półroczny	5 września 2019
Raport za 3 kwartał 2019	6 listopada 2019
Koniec I fazy badania SEL24	1 połowa 2020



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	6,7	-5,0	11,8
Relatywna do MSCI	4,8	-8,8	1,2
Relatywna do WIG	2,2	-1,8	5,8

Łukasz Kosiarski, Equity Analyst
(Pekao Investment Banking S.A.)

+48 22 586-23 59
lukasz.kosiarski@pekaioib.pl



Tezy inwestycyjne i czynniki ryzyka

Dwa projekty w trakcie badań klinicznych

SEL120, najbardziej zaawansowany nieskomercjalizowany projekt Selvity, zakończył z sukcesem fazę przedkliniczną i otrzymał zgodę na rozpoczęcie badań klinicznych w ostrej białaczce szpikowej (AML) i zespole mielodysplastycznym (MSD). Podanie pierwszemu pacjentowi planowane jest jeszcze w 3 kwartale 2019. Przejście do kolejnej fazy zwiększa szanse powodzenia projektu. Drugi najważniejszy projekt SEL24 – sprzedany do włoskiej firmy farmaceutycznej Menarini znajduje się w pierwszej fazie badań klinicznych w AML. Menarini nie informuje o dokładnym harmonogramie badania, ale ostatnie informacje z konferencji ASCO i EHA mówią, że pierwsza faza badania (eskalacja dawki) zmierza powoli do końca. Oczekujemy informacji o zakończeniu fazy eskalacji dawki oraz płatności za osiągnięcie kamienia milowego w wysokości 4,8 mln USD w pierwszej połowie 2020 roku.

Szerokie portfolio leków we wczesnej fazie rozwoju

Oprócz dwóch głównych projektów SEL24 i SEL120 Selvita rozwija szereg projektów innowacyjnych. Rozwój tych projektów przyspieszył dzięki zeszłorocznej emisji akcji, w której Selvita pozyskała 134 mln zł. Segment ten szeroko korzysta z finansowania grantowego, co zmniejsza zapotrzebowanie na własne środki. Naszym zdaniem projekty wczesnej fazy będą w najbliższych latach jednym ze źródeł wzrostu spółki – projekty będą generowały wartość poprzez stopniowe wchodzenie w późniejsze etapy rozwoju (badania przedkliniczne, później kliniczne). Dodatkowo część projektów będzie sprzedawana poprzez transakcje partneringowe. W naszym modelu wyceniamy portfolio projektów wczesnego rozwoju na 198 mln zł.

Segment usługowy utrzymuje wysoką dynamikę wzrostu

Na przestrzeni ostatnich lat Selvita utrzymuje ponad 30% tempo wzrostu przychodów zewnętrznych w segmencie usługowym. Tempo wzrostu przychodów w tym segmencie zależy w dużej mierze od zmiany wielkości zespołu i zdolności spółki do podnoszenia cen. Zakładamy, że po przeniesieniu działalności R&D do nowego miejsca, uwolni się powierzchnia laboratoryjna, która zapewni miejsce pod dalszy wzrost zatrudnienia w segmencie usługowym. Zakładamy utrzymanie organicznego wzrostu przychodów na poziomie 26-31% rdr do końca 2021 roku przy utrzymaniu dwucyfrowej rentowności na poziomie EBIT.

Podział spółki planowany na koniec 2019 roku

Selvita ogłosiła plany podziału na dwie spółki – w osobnej spółce ma się znaleźć działalność usługowa i bioinformatyczna, w osobnej działalności związana z odkrywaniem nowych leków. Z punktu widzenia wyceny operacja podziału jest nieistotna, widzimy natomiast, że przy dwóch spółkach bardziej prawdopodobny jest scenariusz wezwania niż przy jednej spółce działające w różnych biznesach. Ponadto widzimy większą możliwość sięgnięcia po finansowanie dłużne w wypadku spółki usługowej co daje możliwość wzrostu także poprzez akwizycje.

12-miesięczna cena docelowa oszacowana na 82,90 zł na akcję

Nasz model wyceny w 100% oparty o wycenę DCF wskazują na 12-miesięczną cenę docelową akcji Selvity na poziomie 82,90 zł wobec ceny rynkowej na poziomie 61,00 zł na akcję. Szczegóły dotyczące prognoz i założeń przedstawiamy w dalszej części raportu.



Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji Selvity.

Ryzyko niepowodzenia projektu innowacyjnego. To ryzyko jest naturalną częścią biznesu biotechnologicznego. Rozwój nowej cząsteczki jest długotrwałym i kosztownym procesem, podczas którego lek musi wykazać skuteczność oraz bezpieczeństwo stosowania. Na etapie odkrycia, prawdopodobieństwo, że dany lek wejdzie na rynek to pojedyncze procenty, szansa sukcesu rośnie wraz z przejściem do kolejnych faz. W Selvicie największą wartość stanowią dwa najbardziej zaawansowane projekty będące na etapie badań klinicznych (SEL24 i SEL120). Obydwa są jeszcze przed najważniejszą II fazą badań mającą potwierdzić skuteczność, dla leków onkologicznych prawdopodobieństwo sukcesu w tej fazie wynosi niewiele ponad 40%. Przykład bezpośredniego konkurenta Quizartinib pokazuje, że nawet zakończenie badań klinicznych i rejestracja na jednym z rynków nie gwarantuje sukcesu – lek został odrzucony w rejestracji FDA.

Ryzyko nieprzewidzianych wydarzeń i zmian harmonogramów. Selvita ma małe doświadczenie w prowadzeniu badań przedklinicznych i klinicznych; do tej pory tylko dwa produkty osiągnęły badania kliniczne. SEL24 dostał dwukrotnie nakaz wstrzymania badań od FDA (Clinical Hold), co za każdym razem powodowało opóźnienia projektu. Co więcej w badaniu na początku brały udział tylko trzy ośrodki naukowe co powodowało wolną rekrutację pacjentów. Skutek tego jest taki, że badanie fazy I będzie trwało około trzy lata, czyli dwukrotnie dłużej niż standard rynkowy. Jest to ważne również z tego powodu, iż ochrona patentowa leku jest ograniczona czasowo, więc im dłuższa rejestracja tym krótszy czas w sprzedaży.

Konkurencja. Obecnie w trakcie opracowywania jest ponad 13,5 tys. nowych leków, z tego ponad 2 tys. to leki onkologiczne. Szybki postęp medyczny niesie ze sobą ryzyko opracowania skutecznych, przełomowych terapii na schorzenia nad lekami na które pracuje Selvita. Mogłoby to ograniczyć wartość poszczególnych projektów w procesie szukania partnera zewnętrznego.

Kursy walutowe. Selvita jest eksporterem, zdecydowaną większość przychodów we wszystkich segmentach otrzymuje w walutach obcych – USD, EUR czy GBP, z drugiej strony większość kosztów ponosi w złotychkach. Umocnienie złotówki może mieć negatywny wpływ na rentowność, szczególnie usług, wiązałoby się z koniecznością podniesienia cen i mogłoby pogorszyć pozycję konkurencyjną względem dostawców azjatyckich bądź zachodnich.

Presja na koszty wynagrodzeń i rotacja kadr. Ryzyko presji na koszty wynagrodzeń dotyczy szczególnie biznesu usługowego, gdzie spółka pracuje na niskiej dwucyfrowej marży EBIT. Niedostatek świeżych kadr i odejścia do konkurencji mogą uniemożliwić utrzymanie wzrostu przychodów na poziomie 30% rdr. Odejście kluczowych osób w biznesie innowacyjnym, które zmaterializowało się w postaci rezygnacji Steffena Heegera (były Dyrektor ds. Medycznych), stanowi pewne ryzyko dla procesów i utratę know-how.



Wycena

Podsumowanie wyceny i założeń

Nasze obliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki Selvita na poziomie 82,9 zł. Wobec planów podziału spółki na dwie części nasza wycena DCF implikuje wartość segmentu usługowego na poziomie 22,4 zł (tj. 27% wyceny całości spółki). Dla porównania wycena porównawcza implikuje wycenę tego segmentu na poziomie 31,4 zł na akcję. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

Nasza wycena spółki Selvity opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) dla segmentu usługowego oraz zdyskontowanych przepływów pieniężnych ważonych ryzykiem (rDCF) w wypadku projektów innowacyjnych (waga 100% przy wyznaczaniu ceny docelowej). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej (waga 0%). W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne oraz zdyskontowane przepływy pieniężne ważone ryzykiem jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny m.in. z uwagi na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla biznesów biotechnologicznych prawdopodobieństw sukcesu poszczególnych projektów oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu ryzyka i zbliżonych perspektywach wzrostu i generacji gotówki.

W modelu DCF wykorzystujemy szczegółowe prognozy dla lat 2019-2028 oraz uwzględniamy wartość rezydualną. W wycenie rDCF SEL24 oraz SEL120 wykorzystujemy szczegółowe prognozy do roku 2033 (do końca okresu obowiązywania ochrony patentowej), bez uwzględnienia wartości rezydualnej.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 2,75%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 5% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 1,2x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 8,8%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.

Przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu na bazie średnich prawdopodobieństw sukcesu dla leków onkologicznych (źródło: B. Bogdan, R Villiger – Valuation in Life Sciences). Dla fazy I przyjmujemy prawdopodobieństwa sukcesu (przejścia do kolejnej fazy) na poziomie 64,4%, dla fazy II – na poziomie 41,8%, dla fazy III – 65,4% oraz dla fazy rejestracji 89,7%.

W projekcie SEL24 zakładamy docelowy poziom sprzedaży (peak sales) na poziomie 300 mln USD, bazując na oczekiwanym poziomie sprzedaży produktów konkurencyjnych oraz uwzględniając specyfikę rynku leków na ostrą białaczkę szpikową (zapadalność zwykle w podeszłym wieku, krótka przeżywalność). Zakładamy płatności za najbliższe kamienie milowe (zakończenie fazy I, II, III) na poziomie płatności otrzymanej przez Selvity przy podpisaniu umowy (5,4 mln USD za każdy z tych kamieni milowych), i największą płatność po wprowadzeniu produktu na rynek (84,5 mln USD). Zakładamy tantiemy na poziomie 10% sprzedaży. Przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie WACC czyli 8.8%.

W projekcie SEL120 na potrzeby modelu przyjmujemy że Selvita sama wprowadza produkt na rynek, transakcja sprzedaży praw do leku modelowo nie powinna



zmieniać wyceny. Zakładamy docelowy poziom sprzedaży na poziomie 1 mld USD, wyższy niż przy projekcie SEL24 ze względu na potencjalnie szersze zastosowanie SEL120 (oprócz AML także guzy lite). Zakładamy, że pierwsza faza badań klinicznych potrwa ok 1,5 roku, przyjmujemy 2 lata na fazę II, 3 lata na fazę trzecią i roczny okres rejestracji. Zakładamy roczne koszty badań klinicznych na poziomie 2 mln USD w I fazie, 5 mln USD w II fazie i 17 mln USD w III fazie. Przy tym projekcie przyjmujemy stopę dyskontową na poziomie 11.4%.

Przy wycenie projektów wczesnej fazy używamy wzoru na wycenę technologii generującej nowe projekty (źródło: B. Bogdan, R Villiger – Valuation in Life Sciences). Naszym zdaniem wycena projektów znajdujących się na bardzo wczesnym etapie (jeszcze przed badaniami przedklinicznymi) obarczona jest dużym ryzykiem błędu i niepewności szacunków, dodatkowo część projektów jest nieujawniona. Zakładamy, że biznes innowacyjny Selvity będzie corocznie generował projekty wartości 77 mln zł (przyjmujemy wartość projektu SEL24) przy kosztach prowadzenia działalności na poziomie 65 mln zł. Przyjmujemy dyskonto na poziomie 8.8% oraz stopę wzrostu na poziomie 4%.

SELVITA: ZAŁOŻENIA SEGMENTU USŁUGOWEGO I BIOINFORMATYCZNEGO

mln zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Segment usługowy												
Przychody	48,8	65,3	82,6	103,3	129,3	155,4	183,8	214,6	248,5	285,3	324,6	366,0
Przychody zewnętrzne	44,2	59,1	76,5	99,9	125,9	152,1	180,4	211,3	245,2	282,0	321,3	362,7
rdr (%)	36,4	33,6	29,5	30,6	26,0	20,8	18,7	17,1	16,1	15,0	13,9	12,9
Koszty	43,5	56,5	74,1	92,0	114,1	137,9	163,6	191,4	222,0	255,5	291,8	330,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	9,8	12,0	14,0	17,1	20,9	24,5	28,2	31,8	35,7	39,6	43,5	47,5
Amortyzacja	3,1	4,8	10,3	11,4	12,5	13,7	15,1	16,6	18,3	20,1	22,1	24,4
Bezpośrednie koszty pracownicze	17,6	23,2	30,9	40,4	52,4	66,3	81,6	98,7	117,7	139,2	163,1	189,3
Pozostałe	13,0	16,4	18,9	23,1	28,4	33,4	38,7	44,3	50,3	56,6	63,1	69,7
EBITDA	17,6	23,2	30,9	40,4	52,4	66,3	81,6	98,7	117,7	139,2	163,1	189,3
Marża EBITDA (%)	12,7	16,3	18,9	23,1	28,4	33,4	38,7	44,3	50,3	56,6	63,1	69,7
EBIT	5,3	8,8	8,5	11,3	15,2	17,5	20,2	23,2	26,6	29,8	32,8	35,2
Marża EBIT (%)	10,8	13,5	10,3	10,9	11,7	11,2	11,0	10,8	10,7	10,5	10,1	9,6
Segment bioinformatyczny												
Przychody	7,5	11,5	14,1	18,4	22,5	27,7	32,9	38,6	44,9	51,9	59,5	67,8
Przychody zewnętrzne	6,9	8,6	11,3	15,6	19,7	24,9	30,1	35,8	42,1	49,1	56,7	64,9
rdr (%)	100,7	24,3	31,8	38,0	26,5	26,5	20,9	18,8	17,7	16,6	15,6	14,5
Koszty	5,9	9,3	12,0	16,2	20,1	24,7	29,7	35,2	41,4	48,3	55,7	63,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	1,8	2,5	2,9	3,6	4,4	5,1	5,9	6,6	7,4	8,3	9,1	9,9
Bezpośrednie koszty pracownicze	3,9	6,6	9,0	12,7	15,7	19,5	23,9	28,6	34,0	40,0	46,6	53,9
EBITDA	1,6	2,3	2,6	2,1	2,4	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9
Marża EBITDA (%)	21,2	20,2	18,5	11,6	10,7	11,0	9,7	8,6	7,8	7,0	6,4	5,8
EBIT	1,5	2,2	2,1	2,1	2,4	3,1	3,2	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9
Marża EBIT (%)	20,5	19,0	15,0	11,6	10,7	11,0	9,7	8,6	7,8	7,0	6,4	5,8

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.



Wycena DCF

SELVITA: OBLICZANIE WACC

Stopa wolna od ryzyka (%)	2,8
Odlewarowana beta (x)	1,2
Premia rynku akcji (%)	5,0
Koszt kapitału (%)	8,8
Stopa wolna od ryzyka (%)	2,8
Premia rynku długu (%)	1,0
Stopa podatkowa (%)	19,0
Koszt długu po podatku (%)	3,0
% długu	0,0
% kapitału	100,0
WACC (%)	8,8

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

SELVITA: WYCENA DCF

młn zł	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
NOPAT	11	13	18	21	23	27	30	33	37	39
Amortyzacja	11	11	14	14	17	17	18	18	18	18
Zmiana kapitału obrotowego	16	-1	-2	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
Wydatki inwestycyjne	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Wolne przepływy pieniężne	22	7	13	16	22	25	28	32	35	37
WACC (%)	8,8									
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019-2028	142									
Wzrost po okresie prognozy (%)	1,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna	198									
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	340									
+ SEL24	77									
+ SEL120	268									
+ projekty wczesnej fazy	198									
+ Nodthera	23									
- Dług netto (1 stycznia 2019)	112									
+ Dotacje	167									
- Udziały mniejszości	27									
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019)	1,159									
Liczba akcji (mln, rozwodniona)	16,0									
Wartość godziwa (zł/akcję)	76,3									
Cena docelowa 12-miesięczna (zł/akcję)	82,9									

		Implikowana wrażliwość wyceny DCF					
		g (%)					
		0,0	0,5	1,0	1,5	2,0	
		9,8	78,8	79,3	79,9	80,6	81,4
	WACC	9,3	80,0	80,6	81,3	82,2	83,1
	(%)	8,8	81,3	82,1	82,9	83,9	85,0
		8,3	82,8	83,7	84,7	85,9	87,2
		7,8	84,6	85,6	86,8	88,2	89,9

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.



SEL24

SELVITA: WYCENA SEL24

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)							5	19	36	51	65	75	84	91	97
Sprzedaż szczytowa (mln USD)	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
Sprzedaż leku (mln USD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	57.0	108.0	153.0	195.0	225.0	252.0	273.0	291.0
Płatności za kamienie milowe (mln USD)	0.0	5.4	0.0	5.4	0.0	5.4	0.0	84.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tantiemy (mln USD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	5.7	10.8	15.3	19.5	22.5	25.2	27.3	29.1
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	64	100	42	100	65	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	64	64	27	27	18	16	16	16	16	16	16	16	16	16
FCF ważony ryzykiem (mln USD)	0.0	3.5	0.0	1.5	0.0	1.0	0.2	14.3	1.7	2.4	3.1	3.6	4.0	4.3	4.6
Dyskonto (%)	92	85	78	71	66	60	56	51	47	43	40	37	34	31	28
Zdyskontowane przepływy pieniężne (mln USD)	0.0	3.0	0.0	1.0	0.0	0.6	0.1	7.3	0.8	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Wartość bieżąca projektu ważona ryzykiem (mln USD)	20.4														
Wartość bieżąca projektu ważona ryzykiem (mln zł)	77.5														

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

SEL120

SELVITA: WYCENA SEL120

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Faza	Faza 1	Faza 1	Faza 2	Faza 2	Faza 3	Faza 3	Faza 3	Rejestracja	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż	Sprzedaż
Krzywa sprzedaży (%)	1	1	1	1	1	1	1	1	5	19	36	51	65	75	84
Sprzedaż szczytowa (mln USD)	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Sprzedaż leku (mln USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	190,0	360,0	510,0	650,0	750,0	840,0
Przychody/płatności LLS (mln USD)	1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,5	-9,5	-10,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty (mln USD)	-2,0	-5,0	-5,0	-5,0	-17,0	-17,0	-17,0	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prawdopodobieństwo przejścia do kolejnej fazy (%)	100	64,4	100	41,8	100	100	65,4	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7	89,7
Skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu (%)	100	100	64	64	27	27	27	18	16	14	13	11	10	9	8
FCF ważony ryzykiem (mln USD)	-1,0	-3,7	-3,2	-3,2	-4,6	-4,6	-4,6	-0,7	7,5	25,6	44,4	58,1	66,5	68,8	69,1
Dyskonto (%)	90	81	72	65	58	52	47	42	38	34	31	27	25	22	20
Zdyskontowane przepływy pieniężne (mln USD)	-0,9	-2,9	-2,3	-2,1	-2,7	-2,4	-2,2	-0,3	2,8	8,7	13,6	16,0	16,4	15,2	13,7
Wartość bieżąca projektu ważona ryzykiem (mln USD)	70,6														
Wartość bieżąca projektu ważona ryzykiem (mln zł)	268,4														

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.



Projekty wczesnej fazy

SELVITA: WYCENA PROJEKTÓW WCZESNEJ FAZY

Wartość projektu (mln zł)	77
Koszty (mln zł)	65
Stopa dyskontowa (%)	8,8
Stopa wzrostu (%)	4,0
Wartość projektów wczesnej fazy (mln zł)	198

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej dla segmentu usługowego i bioinformatycznego. Ze względu na swoją specyfikę (prognozujemy straty w średnim terminie, zyski mogą pojawiać się przy transakcjach partneringowych i płatnościach za kamienie milowe) w wycenie nie uwzględniliśmy segmentu innowacyjnego. 12-miesięczną cenę docelową opieramy w 100% na wycenie DCF. Wycenę porównawczą publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

Wycena oparta na porównywaniu ze spółkami międzynarodowymi wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową segmentu usługowego i bioinformatycznego Selvity na poziomie 31,4 zł/akcję.

SELVITA: WYCENA PORÓWNAWCZA

Spółka	Ticker	Cena	Waluta	Kapitali- zacja (mln EUR)	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
					2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021
Telecom Services										
IQVIA Holdings	IQV US	156,02	USD	27 386	47,2	40,0	33,7	16,0	14,5	13,8
Charles River Laboratories International	CRL US	135,23	USD	5 867	36,4	30,3	26,3	13,4	11,6	10,3
PRA Health Sciences	PRAH US	97,96	USD	5 724	51,8	39,7	29,6	13,8	11,9	10,2
Syneos Health	SYNH US	47,61	USD	4 396	24,4	19,1	20,3	11,7	10,3	9,2
Horizon Therapeutics	HZNP US	24,29	USD	3 996	12,5	12,0	22,0	n.a.	n.a.	n.a.
Theratechnologies	TH CN	5,56	CAD	292	118,3	1390,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ICON	ICLR US	150,69	USD	7 238	38,1	32,0	28,1	16,0	14,3	13,0
Eurofins Scientific	ERF FP	374,80	EUR	6 664	44,0	33,8	28,7	12,7	11,2	10,1
Evotec	EVT GR	25,40	EUR	3 807	219,0	282,2	116,5	35,1	33,3	30,9
Abcam	ABC LN	1391,00	GBp	3 174	67,9	55,6	43,9	26,1	22,7	19,0
Oxford Biomedica	OXB LN	681,00	GBp	580	n.a.	n.a.	n.a.	27,1	28,0	20,1
Horizon Discovery Group	HZD LN	158,80	GBp	265	n.a.	n.a.	n.a.	266,2	73,4	39,9
Oncodesign	ALONC FP	7,00	EUR	48	51,9	n.a.	n.a.	7,5	3,5	10,2
Wuxi Biologics Cayman	2269 HK	78,75	HKD	11 120	n.a.	630,0	259,6	57,4	37,7	26,7
Nanjing King-Friend Biochemical Pharmaceutical	603707 CG	26,10	CNY	2 427	n.a.	n.a.	59,7	n.a.	n.a.	n.a.
Zhejiang Wolvo Bio-Pharmaceutical	300357 CS	30,54	CNY	2 069	132,8	122,2	84,8	n.a.	n.a.	n.a.
Boya Bio-pharmaceutical Group	300294 CS	32,17	CNY	1 804	89,4	46,3	37,7	16,7	13,3	10,9
Mediana					51,8	40,0	33,7	16,0	14,3	13,0
Implikowana cena (zł/akcję)					34,5	33,6	37,1	21,5	22,1	24,5
Implikowana 12-miesięczna cena docelowa (zł/akcję)										31,4

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Model biznesowy

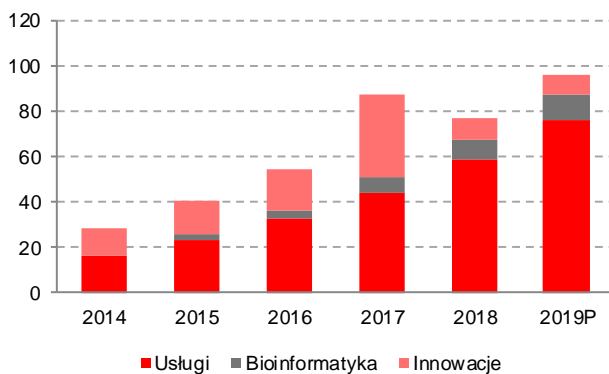
Selvita jest spółką biotechnologiczną założoną w 2007. Selvita prowadzi działalność w trzech segmentach. Selvita planuje w najbliższym czasie dokonać podziału, w osobnej spółce będzie segment innowacyjny, w osobnej działalności usługowa oraz bioinformatyka.

Pierwszym segmentem są usługi, w którym spółka dostarcza różnorodnych outsourcingowych usług badawczo-rozwojowych dla firm farmaceutycznych, chemicznych oraz biotechnologicznych. Główna siedziba Selvity oraz większość laboratoriów znajduje się w Krakowie, spółka posiada również mniejszy oddział w Poznaniu. Dodatkowo Selvita posiada kilka biur sprzedażowych w Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii. Usługi są największym segmentem pod względem zatrudnienia oraz przychodów, szacujemy że w 2019 przychody zewnętrzne w tym segmencie przekroczą 76 mln zł.

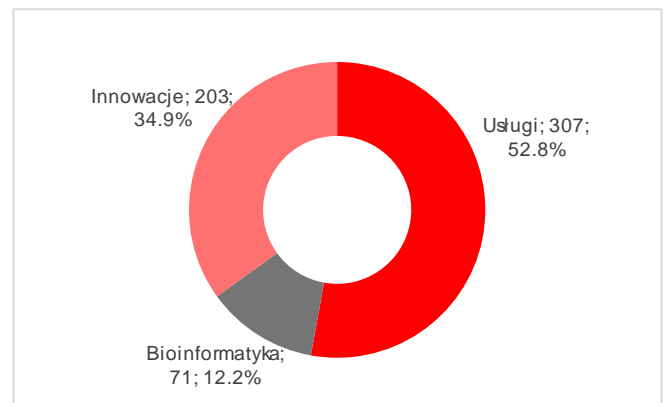
Drugim, segmentem jest bioinformatyka. Jest to spin-off z segmentu usługowego obsługiwany przez spółkę zależną Ardigen, w której Selvita ma 49.3%. Główne źródło przychodów to sprzedaż usług outsourcingowych. Ardigen również rozwija swoje własne produkty, które w przyszłości mogą stać się dodatkowym źródłem dochodu.

SELVITA: PODZIAŁ SEGMENTOWY

Przychody w podziale na segmenty, 2014-2019P (mln zł)



Liczba pracowników w podziale na segmenty, kwiecień 2019



Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

Trzeci segment – Innowacje – generuje mniejsze przychody niż dwa pozostałe ale jest najważniejszy z punktu widzenia wyceny. Segment Innowacji w Selvicie zajmuje się odkrywaniem leków. Obejmuje on wczesną fazę opracowywania leku: 1) identyfikacja celu molekularnego, 2) walidacja celu, 3) identyfikacja cząsteczki aktywnej, 4) optymalizacja substancji aktywnej i wybór kandydata do badań klinicznych. Selvita specjalizuje się w lekach małowagówkowych onkologicznych ale planuje wprowadzić biologiczną platformę do odkrywania leków, aby poszerzyć swój portfel o innowacyjne leki biologiczne.

Selvita dąży do sprzedania projektu w fazie opracowywania/ przedklinicznej/ badań klinicznych do dużej firmy farmaceutycznej, która doprowadzi do końca proces kliniczny, zarejestruje i wprowadzi lek na rynek. Przychody Selvity w tym segmencie opierają się głównie na umowie partnerskiej oraz zazwyczaj składają ze standardowych trzech części: płatności z góry (mająca pokryć dotychczasowe koszty R&D), płatności za osiągnięcie kamieni milowych (na przykład faz badań klinicznych lub rejestracji) oraz opłat licencyjnych (jako procent sprzedaży leku po wprowadzeniu na rynek).



Projekty innowacyjne

Portfolio projektów innowacyjnych Selvity obejmuje szereg projektów z segmentu onkologii. Selvita strategicznie postawiła na ten segment rynku. Onkologia jest największym segmentem globalnego rynku rozwoju nowych leków z największym udziałem w globalnym wolumenie transakcji partnerskich i rejestracjach FDA. Portfel Selvity na chwilę obecną składa się wyłącznie z leków małowcząsteczkowych, ale jednym z celów strategii w najbliższym czasie jest zbudowanie kompetencji w zakresie leków biologicznych.

Na portfolio innowacyjne Selvity składają się dwa najbardziej zaawansowane projekty będące w pierwszej fazie badań klinicznych – SEL24 i SEL120 oraz szereg projektów będących w fazie odkrycia. Projekty te są podzielone na trzy platformy: platformę terapii celowanych, platformę metabolizmu nowotworów i immunometabolizmu oraz platformę immuno-onkologiczną.

SELVITA: AKTUALNE ZESTAWIENIE PROJEKTÓW R&D

Program	Cele molekularne	Wskazanie terapeutyczne	Faza	Partner
SEL24/MEN1703	Kinaza PIM/FLT3	Nowotwory hematologiczne	Kliniczna (I/II)	Menarini
SEL120	Kinaza CDK8	Ostra białaczka szpikowa	Kliniczna	
SEL120	Kinaza CDK8	Białaczki, chłoniaki, guzy lite	Odkrycia	
Syntetyczna letalność	SMARCA2/BRM	Onkologia	Odkrycia	
Agoniści STING	STING	Onkologia	Odkrycia	
Immunometabolizm	A2A/B, CD39, CD73	Onkologia	Odkrycia	
Metabolizm nowotworów, ścieżka 1C	SHMT2, nowe cele	Onkologia	Odkrycia	
Współpraca przy wielu projektach	Nowe cele	Onkologia	Odkrycia	Merck, H3
Modulatory ścieżki TCR / TLR	HPK1, nowe cele	Onkologia	Odkrycia	
Wczesne projekty syntetycznej letalności	Nowe cele	Onkologia	Odkrycia	

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

SEL24

SEL24 jest obecnie najbardziej zaawansowanym kandydatem na lek w portfelu Selvity. SEL24 jest rozwiniętym przez Selvite dualnym inhibitorem kinaz PIM oraz FLT3, jest pierwszym na świecie potencjalnym lekiem na ostrą białaczkę szpikową, wykorzystującym taki mechanizm działania (first-in-class drug). SEL24 podawany jest doustnie. Obecnie lek znajduje się w fazie I/II badań klinicznych. W ramach programu klinicznego podano SEL24 pacjentowi z oporną postacią ostrej białaczki szpikowej.

Selvita sprzedała globalne prawa licencyjne do SEL24 grupie Menarini na początku I fazy badań klinicznych w marcu 2017 roku. Zgodnie z umową, Selvita przynależała Grupie Menarini wyłączne prawo do dalszych badań, rozwoju, wytwarzania oraz komercjalizacji SEL24 na całym świecie. Zgodnie z postanowieniami umowy Selvita otrzymała wstępną płatność 4.8 mln EUR w postaci płatności z góry, a całkowita wartość płatności z tytułu potencjalnych kamieni milowych wynosi 89.1 mln EUR. Ponadto, po udanej rejestracji, Selvita będzie otrzymywała tantiemy z przyszłej sprzedaży potencjalnego leku w wysokości mieszczącej się w przedziale od kilku do kilkunastu procent.

Lek obecnie znajduje się w I/II fazie badań klinicznych, podczas którego bada się zwiększanie dawki. Badanie prowadzone jest na grupie pacjentów z aktywną ostrą białaczką szpikową, którzy nie zareagowali na żadną z dostępnych metod terapeutycznych. Na dzień dzisiejszy badanie prowadzone są w pięciu szpitalach w USA: MD Anderson Cancer Center w Houston (Texas), Northside Hospital w Atlancie (Georgia), Vanderbilt Ingram Cancer Center w Nashville (Tennessee), Cleveland Clinic, Taussig Cancer Institute w Cleveland (Ohio) oraz



Fred Hutchinson Cancer Research Center w Seattle (Washington).

Pierwszy pacjent otrzymał dawkę SEL24 w marcu 2017. Po siedmiu miesiącach FDA wstrzymała badanie, po tym jak jeden z pacjentów w piątej kohorcie zmarł wskutek udaru podczas podawania SEL24. FDA zażądała od spółki dodatkowych danych i zmiany protokołu badań. W grudniu 2017 roku FDA zniósła blokadę i Selvita oraz Menarini wznowili podawanie leku w badaniu klinicznym ze zmienionym protokołem.

Najnowsze dane dotyczące badania, opublikowane przez Menarini wskazują, że do dnia 8 stycznia 2019 w badaniu wzięło udział 17 pacjentów a samo badanie zbliża się do zakończenia etapu eskalacji dawki, a tym samym ustalenia dawki rekomendowanej. Druga część badania - ekspansja kohorty na poziomie dawki rekomendowanej jest planowana w celu potwierdzenia profilu bezpieczeństwa związku oraz oceny jego aktywności jako monoterapii. Ponadto w II fazie badania zostanie ono rozszerzone do około 40 ośrodków w USA oraz Europie (obecnie jest ono prowadzone w 5 ośrodkach wyłącznie w USA).

SEL120

SEL120 jest najbardziej zaawansowanym w pełni posiadanym przez spółkę kandydatem na lek w portfelu Selvity. Rozwój SEL120 jest jednym z kluczowych celów spółki, ponieważ Selvita planuje przeprowadzenie badań klinicznych fazy I i II na własną rękę oraz komercjalizację leku, kiedy osiągnie fazę II. SEL120 jest małocząsteczkowym, selektywnym inhibitorem kinazy CDK8, z nowym mechanizmem działania i potencjalnym zastosowaniem w leczeniu ostrej białaczki szpikowej, chłoniaka z komórek płaszczą, raka jelita grubego, raka piersi oraz w przypadku guzów Wilmsa. Badania wskazują na potencjał w terapiach skojarzonych, poprzez celowanie w oporne na chemioterapię białaczkowe komórki macierzyste, które są częstą przyczyną nawrotów choroby. Działanie synergistyczne potwierdzono również z przeciwciałami stosowanymi w immuno-onkologii, w przypadku guzów litych. Ponadto Selvita prowadzi badania nad zastosowaniem inhibitorów CDK8 w chorobie sieroczej tj. niedokrwistości Diamonda – Blackfana.

SEL120 zakończył z sukcesem fazę badań przedklinicznych i otrzymał akceptację FDA do rozpoczęcia badania klinicznego wśród pacjentów cierpiących na ostrą białaczkę szpikową oraz mielodysplazję szpiku. Selvita planuje uruchomić kilka ośrodków i podać lek pierwszemu pacjentowi jeszcze w 3 kwartale 2019. Badanie kliniczne I fazy (eskalacja dawki) powinny potrwać około półtora roku. Po niej nastąpi kluczowa faza II która oceni skuteczność leku w monoterapii, po czym Selvita zgodnie ze strategią będzie się starała pozyskać partnera do dalszego rozwoju leku. SEL120 w pozostałych wskazaniach jest na dużo wcześniejszym etapie, w fazie odkrycia.

Selvita pozyskała fundację Leukemia & Lymphoma Society (LLS) jako partnera wspierającego dalszy rozwój SEL120. Umowa zawarta z LLS nie jest typową umową partneringową, ponieważ Selvita nie sprzedała LLS żadnych praw do leku. Celem partnerstwa jest współpraca przy badaniach przedklinicznych oraz I fazie badań klinicznych SEL120 dotyczących ostrej białaczki szpikowej oraz innych potencjalnych wskazań hematologicznych. Maksymalna wartość płatności z tytułu kamieni milowych to 3.25 mln USD do końca fazy I badania klinicznego, co zawiera otrzymaną już wstępną płatność 0.5 mln USD oraz kolejne 0.5 mln USD za dopuszczenie do badań klinicznych. Oprócz zapewnionego finansowania, partnerstwo z LLS zapewnia dodatkowe wsparcie badawcze instytucji z unikalnym doświadczeniem w dziedzinie raka krwi oraz dostęp do światowej klasy ekspertów i konsultantów. W zamian LLS będzie uprawniony do otrzymania nieujawnionych kamieni milowych w późniejszych etapach rozwoju klinicznego i nieujawnionych tantiem po



wprowadzeniu SEL120 na rynek z limitem siedmiokrotności płatności LLS (22,75 mln USD).

Projekty wczesnej fazy

Oprócz najbardziej zaawansowanych projektów SEL24 i SEL120 Selvita posiada portfel projektów znajdujących się na wczesnych etapach rozwoju. Spółka planuje komercjalizację części tych projektów w nadchodzących latach. Projekty te są pogrupowane w ramach trzech platform badań i rozwoju: platforma terapii celowanych, platforma metabolizmu nowotworów i immunometabolizmu oraz platforma immunoonkologiczna.

Platforma terapii celowanych

Selvita pracuje nad nowymi strategiami leczenia chorób nowotworowych poprzez rozwój związków małowcząsteczkowych, aktywnych wyłącznie w nowotworach o określonym profilu genetycznym, co gwarantuje wysoką efektywność i bezpieczeństwo. Jednym z ujawnionych projektów jest BRM/SMARCA2 z zakresu syntetycznych czynników śmiertelności nowotworów. Hamowanie aktywności tego białka BRM/SMARCA2 powoduje śmierć komórek nowotworowych z mutacjami w genie SMARCA4, których częstotliwość przekracza 8% w samych tylko nowotworach płuc. Drugim ujawnionym projektem w ramach platformy jest projekt delecji genu MTAP, na który Selvita otrzymała rekordowo wysoką dotację w wysokości 39.5 mln zł.

Platforma metabolizmu nowotworów i immunometabolizmu

Najbardziej zaawansowanym projektem w ramach tej platformy jest dualny antagonist receptorów A2A/A2B. Receptory A2A/A2B odpowiadają za rozpoznanie adenozynej powodującej zahamowanie reakcji układu immunologicznego na nowotwór. Akumulacja adenozynej, odpowiedzialnej za zahamowanie funkcjonowania układu odpornościowego, jest często występującym czynnikiem mikrośrodowiskowym w guzach nowotworowych, który chroni je przed atakiem immunologicznym organizmu. Projekt A2A/A2B powinien jeszcze w tym roku wejść w fazę przedkliniczną, co przy jej powodzeniu oznacza rozpoczęcie badań klinicznych najwcześniej na przełomie 2020/21. Równocześnie Selvita celuje w podpisanie jednej umowy partneringowej na jeden z projektów wczesnej fazy. A2A/A2B z racji zaawansowania mógłby być naszym zdaniem jednym z podmiotów takiej transakcji.

Drugim ujawnionym projektem w ramach tej platformy jest inhibitor CD39 oraz CD73. CD39 oraz CD73 to enzymy szlaku przekształcającego ATP (Adenozyno-5'-trifosforan) i ADP (Adenozyno-5'-dwufosforan) w adenozyne, współodpowiadającą za immunosupresyjne mikrośrodowisko guza nowotworowego.

W dziedzinie metabolizmu nowotworów Selvita koncentruje się na hamowaniu metabolizmu seryny i cyklu kwasu foliowego za pomocą drobnocząsteczkowych inhibitorów o udowodnionym selektywnym mechanizmie działania. Wysoki poziom seryny jest częstym zjawiskiem występującym w nowotworach i związany jest ze zwiększoną akumulacją biomasy. W ramach platformy Selvita pracuje nad inhibitorami SHMT2, gdzie wygenerowano pierwszymi związkami aktywnymi.

Platforma immunoonkologiczna

W ramach platformy immunoonkologicznej wiodącym projektem jest program agonistów STING. STING jest jednym z kluczowych białek zaangażowanych we wrodzoną odpowiedź immunologiczną. STING silnie stymuluje produkcję interferonu typu I (IFN) i cytokin prozapalnych. Agoniści STING ułatwiają rozpoznawanie antygenów nowotworowych swojego



dla konkretnego pacjenta, dając nadzieję na wysoce spersonalizowane leczenie. Wspierają także atak przeciwnowotworowy i infiltrację nowotworu przez limfocyty CD8+T, a w konsekwencji mobilizację układu immunologicznego. Agoniści STING sprzyjają eliminacji komórek guza jednocześnie przekształcając je w autoszczepionkę przeciwnowotworową spersonalizowaną dla konkretnego pacjenta i specyficzną dla jego typu nowotworu. Obecnie program agonisty szlaku STING znajduje się na etapie optymalizacji substancji aktywnych i identyfikacji struktury wiodącej (ang. hit-to-lead).

STING jest jednym z najbardziej zaawansowanych projektów wczesnej fazy i obok A2A/A2B jednym z pierwszych kandydatów do komercjalizacji, na etapie przedklinicznym bądź w początkowym etapie badań klinicznych. Projekt w przyszłym roku powinien wejść w fazę przedkliniczną, co implikuje potencjalne rozpoczęcie I fazy badań klinicznych w końcu 2021.



Aktualna sytuacja rynkowa

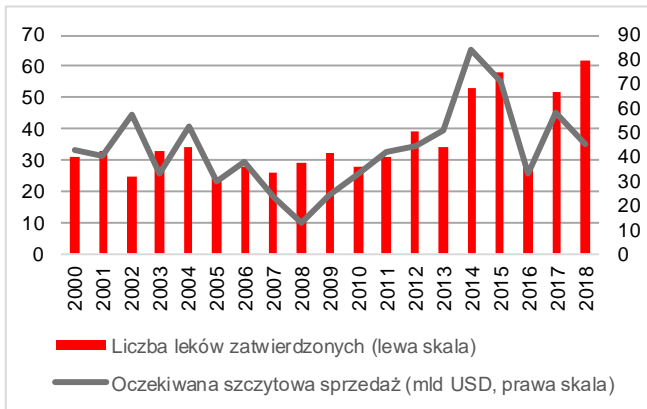
Rekordowa liczba rejestracji nowych leków

W 2018 roku Amerykańska Agencja Żywności i Leków (FDA) dopuściła rekordowo wysoką liczbę 62 nowych leków. Ilość dopuszczonych leków wzrosła na przestrzeni ostatnich 5 lat, pięcioletnia średnia to 51 rejestracji rocznie, podczas gdy przed 2014 rokiem było to około 30 rejestracji rocznie.

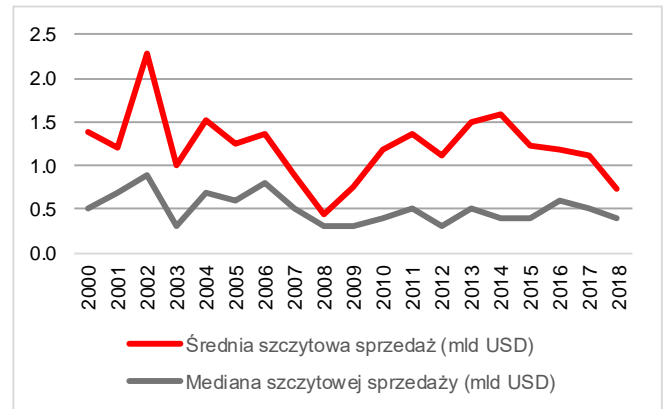
Tymczasem prognozowana średnia i mediana docelowej sprzedaży dla nowo zarejestrowanych leków spadła. Prognozowana średnia docelowa sprzedaż (peak sales) na produkt leczniczy dopuszczony w 2018 roku wynosi 720 mln USD, co jest najniższym wynikiem od 2009 roku. Przyczyną tego stanu wydają się być większy udział niszowych terapii celowanych, które mają stosunkowo mały potencjał sprzedaży oraz mniejszy udział leków ze sprzedażą powyżej 1 mld (tzw. blockbusterów) niż w latach ubiegłych. Tylko dla jednego leku dopuszczonego w zeszłym roku – Biktarvy – prognozuje się docelową sprzedaż powyżej 2 mld USD, a dziewięciu innych leków – powyżej 1 mld USD.

REKORDOWO WYSOKA LICZBA REJESTRACJI FDA

Liczba rejestracji FDA i prognozowana łączna sprzedaż szczytowa



Mediana i średnia prognozowanej docelowej sprzedaży dla nowo-zarejestrowanych leków



Źródło: Nature Reviews, Pekao Investment Banking S.A.

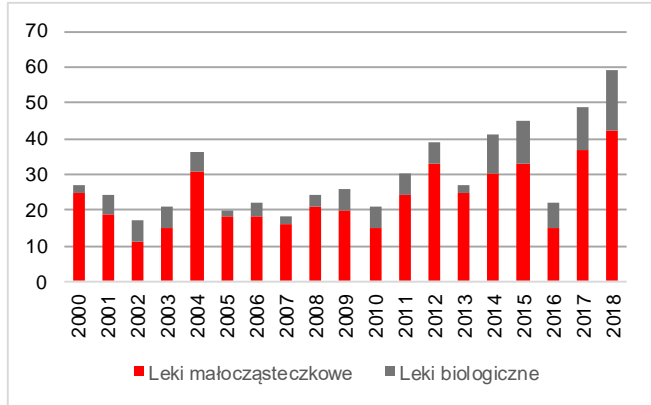
W 2018 leki biologiczne stanowiły jedną trzecią wydanych rejestracji i całkowitej wartości docelowej sprzedaży. Według wskazań, najwięcej zezwoleń spośród wszystkich leków przypadło na leki onkologiczne - uzyskały jedną czwartą całkowitej ilości ale tylko 20% całkowitej szacowanej wartości. Średni 5-letni udział leków onkologicznych w rejestracjach wynosi 25%. Udział zezwoleń na leki największych koncernów farmaceutycznych wyniósł 37%, co stanowi spadek z około 70% w latach 2010-2014.

58% nowo zatwierdzonych leków oraz 13 spośród 16 leków onkologicznych, uzyskały rejestrację jako leki na choroby sieroce. 14 leków (24% zezwoleń) zostały określone jako przełomowe terapie. Status przełomowej terapii jest przeznaczony dla leków, które obiecują znaczącą poprawę w stosunku do istniejących terapii w przypadku poważnych lub zagrażających życiu chorób.

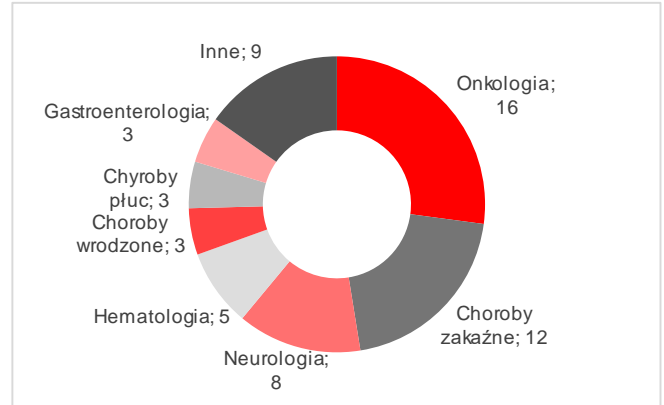


REJESTRACJE NOWYCH LEKÓW W FDA

Liczba rejestracji według typu, 2000-2018



Liczba rejestracji według wskazań terapeutycznych, 2018



Źródło: Nature Reviews, Pekao Investment Banking S.A.

Najwięcej umów dotyczy leków onkologicznych

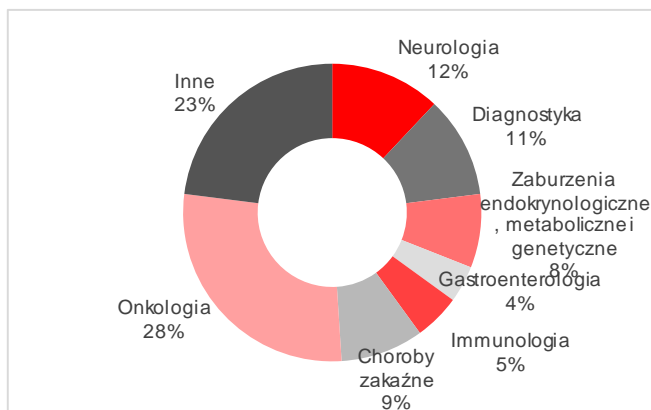
Liczba umów partnerskich w sektorze biofarmaceutycznym wzrosła o 26% r/r do 3,003 w 2018 według Medtrack. Dziesięć najbardziej wartościowych transakcji partnerskich osiągnęło wartość 34.7 mld USD, a całkowita wartość wszystkich umów zawartych w zeszłym roku wyniosła 131.1 mld USD. Wiele z największych transakcji dotyczyło leków nowotworowych oraz immuno-onkologii.

Podobnie jak w latach ubiegłych, transakcje dotyczące leków onkologicznych miały największy wolumen spośród wszystkich obszarów terapii (724 transakcję, 28% całości). Pośród znaczących segmentów dostrzegamy neurologię (12%, 308 transakcji) diagnostykę (11%, 274 transakcję) oraz chorób zakaźnych (9%, 222 transakcje).

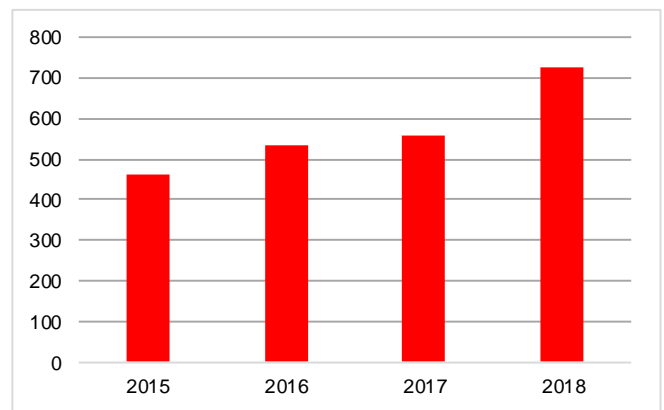
Największa liczba transakcji dotyczyła leków znajdujących się w fazie odkrycia, następnie w fazie badań przedklinicznych oraz w II fazie badań klinicznych.

ONKOLOGIA STANOWI NAJWIĘKSZĄ CZĘŚĆ RYNKU TRANSAKCJI

Ilość transakcji według obszarów terapeutycznych, 2018



Liczba umów dotyczących leków onkologicznych, 2015-2018



Źródło: Nature Reviews, Pekao Investment Banking S.A.



Strategia na lata 2017-2021

Obecna strategia Selvity skupia się na trzech kluczowych obszarach, które powinny umożliwić Selvicie wykonanie ważnych kroków w kierunku pozycji liderów biznesu biotechnologicznego.

Pierwszym celem strategicznym jest rozwój najbardziej zaawansowanej w pełni posiadanej przez spółkę cząsteczki SEL120. Selvita planuje podpisać umowę partnerską na SEL120 podczas II fazy badań klinicznych, czyli na dużo późniejszym etapie niż SEL24. W związku z tym prace nad projektem SEL120 po stronie Selvity zajmą więcej czasu niż SEL24, będą więcej kosztować oraz będzie wiązało się z większym ryzykiem dla Selvity. Z drugiej strony zakładając że projekt osiągnie fazę II, stopa zwrotu powinna być znacznie wyższa niż w przypadku umowy partnerskiej SEL24. Rozwój SEL120 postępuje, lek wchodzi właśnie w pierwszą fazę badań klinicznych.

Drugim celem jest przyspieszenie rozwoju znajdujących się wczesnym etapie kandydatów na leki w trzech istniejących platformach odkrywania leków i wprowadzenie nowej platformy leków biologicznych. To właśnie z portfela projektów na wczesnym etapie rozwoju powinny pochodzić cząsteczki będące przedmiotem przyszłych umów partnerskich. Średnioterminowy plan zakłada podpisywanie jednej umowy partnerskiej rocznie w ramach swoich projektów będących we wczesnej fazie rozwoju. Aby przygotować się do wzrostu skali działalności w segmencie innowacyjnym oraz w celu zapewnienia nowej przestrzeni laboratoryjnej dla segmentu usług, Selvita od końca zeszłego roku buduje centrum badawczo-rozwojowe w Krakowie, niedaleko dotychczasowej siedziby. Do nowego budynku, który ma być oddany do użytku na przełomie 2019/20 roku, przeniesie się cały dział R&D (po podziale spółka Selvita Innovations), jednocześnie zwalniając przestrzeń laboratoryjną dla rozszerzenia działalności segmentu usługowego.

Trzeci cel dotyczy segmentu usługowego. Celem jest utrzymanie wysokiego tempa wzrostu przychodów na poziomie 30% rdr oraz dwucyfrowej rentowności w segmencie usług. Aby utrzymać ok. 30% wzrost przychodów, Selvita musi stale zwiększać zatrudnienie w działach usługowych. Wynika to ze specyfiki biznesu, gdzie w dużym uproszczeniu przychody zależą od ilości pracowników i wyceny ich usług (roboczogodzin). Kiedy pracownicy segmentu innowacyjnego przeniosą się do nowego budynku, w obecnej siedzibie będzie więcej miejsca. Do tego czasu spółka będzie zmagać się z brakiem miejsca na rozwój powierzchni laboratoryjnej w Krakowie. W mniejszym oddziale w Poznaniu nie ma na ten moment takich problemów. Selvita nadal pracuje nad poprawą produktywności w segmencie usług, dokonując zamiany typu umów z podstawowych nisko marżowych umów ryczałtowych na wysoko marżowe usługi zintegrowane.

SELVITA: STRATEGIA NA LATA 2017-2021, PRZEWIDYWANE WYDATKI I ŹRÓDŁA FINANSOWANIA (MLN ZŁ)

Cel strategiczny	Przewidywane koszty	Dotacje	Finansowanie dłużne	Wyłączenia między segmentami	Własne środki*
Innowacje	290	125	0	-20	185
SEL120	70	8			62
Platforma Terapii Celowanych	50	31		-5	24
Platforma metabolizmu komórek nowotworowych i immunometabolizmu	70	41		-5	34
Platforma immunoonkologiczna	80	40		-5	45
Platforma narzędziowa cząsteczek biologicznych	20	5		-5	20
Centrum R&D	73	34	6	20	13
Usługi	25	6			19
Bioinformatyka	2				2
Razem	390	165	6	0	219

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

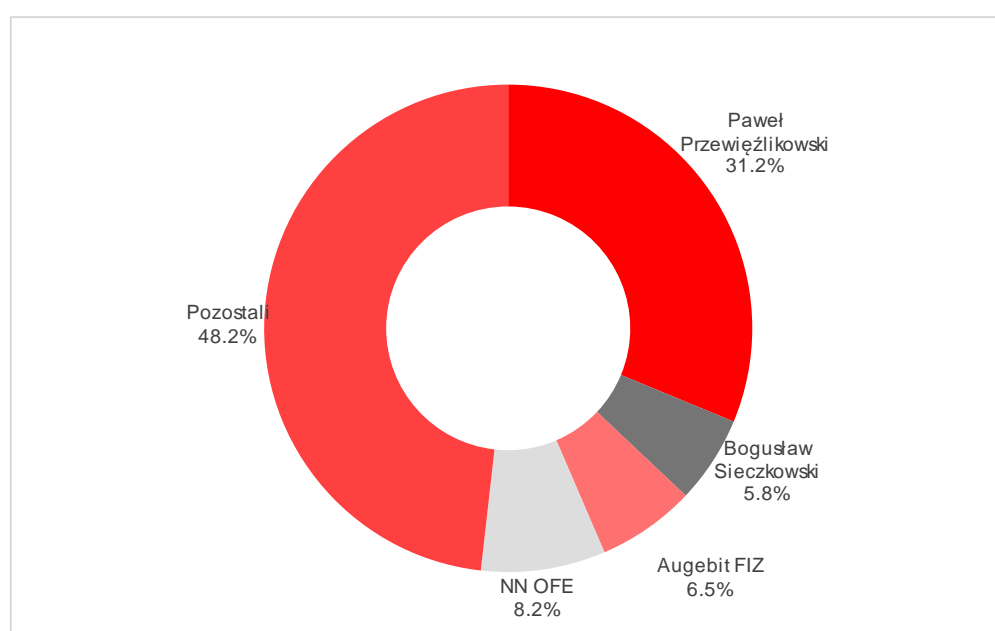


Udana emisja akcji na rozwój portfolio leków

W zeszłym roku Selvita wyemitowała 2.2 mln nowych akcji i pozyskała 134 mln zł brutto świeżego kapitału na realizację celów z bieżącej strategii. Zarząd nie brał udziału w ofercie publicznej, większość akcji nabyli inwestorzy instytucjonalni. Pośród nich znaczący pakiet akcji wartości 40 mln zł objął PFR TFI. Fundusz ten posiada 4,1% udziałów w Selvicie.

Głównymi akcjonariuszami Selvity są Prezes Zarządu Paweł Przewięźlikowski oraz Wiceprezes i Dyrektor Finansowy Bogusław Sieczkowski. Prezes Rady Nadzorczej Tadeusz Wesołowski kontroluje 6,5 % udziałów poprzez fundusz zamknięty Augebit.

SELVITA: STRUKTURA AKCJONARIATU



Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.



Podsumowanie prognoz finansowych

SELVITA: RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	48,1	87,8	77,2	95,9	143,7	155,4
Koszty	64,3	90,2	119,4	165,5	206,5	230,5
Pozostałe przychody/koszty operacyjne netto	14,9	15,1	28,6	32,2	35,0	38,2
EBITDA	2,4	17,9	-5,4	-26,6	-16,6	-22,9
EBIT	-1,2	12,6	-13,6	-37,5	-27,8	-36,9
Koszty/przychody finansowe netto	0,9	-2,0	1,8	0,6	1,0	0,7
Zysk przed podatkiem	-0,3	10,7	-11,8	-36,9	-26,8	-36,2
Podatek dochodowy	-4,0	2,9	8,1	0,0	0,0	0,0
Zyski ze wspólnych przedsięwzięć	-1,0	-1,1	20,8	0,0	0,0	0,0
Zyski należne udziałowcom mniejszościowym	0,0	0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	2,7	6,4	-0,1	-36,9	-26,8	-36,2
Marża EBITDA (%)	5,0	20,4	-7,0	-27,7	-11,6	-14,8
Marża netto (%)	5,7	7,3	-0,1	-38,5	-18,7	-23,3
Wzrost przychodów(%)	17,3	82,5	-12,1	24,2	49,9	8,1
Wzrost EBITDA (%)	-56,4	643,9	n.a.	393,5	-37,5	38,1
Wzrost zysków netto (%)	-56,6	135,6	n.a.	n.a.	-27,4	35,0

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.

SELVITA: RACHUNEK PRZEPLÝWÓW PIENIĘŻNYCH

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przeplýwy pieniężne z działalności operacyjnej	-6,3	11,0	-36,4	-9,6	-17,0	-24,6
Zysk netto	2,7	6,4	-0,1	-36,9	-26,8	-36,2
Amortyzacja	3,6	5,2	8,2	10,9	11,2	14,0
Zmiany kapitału pracującego	4,3	0,1	-15,4	16,4	-1,3	-2,4
Inne	-16,9	-0,8	-29,1	0,0	0,0	0,0
Przeplýwy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-18,4	-21,5	-37,2	-15,6	-15,9	-16,1
Przeplýwy pieniężne z działalności finansowej	25,0	17,6	147,9	0,0	0,0	0,0
Przeplýwy pieniężne netto razem	0,3	7,0	74,2	-25,2	-32,8	-40,8

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.



SELVITA: BILANS

mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa obrotowe	47,7	59,9	173,2	128,1	101,9	69,3
Środki pieniężne	29,1	36,1	110,4	85,2	52,4	11,6
Należności krótkoterminowe	15,7	18,6	42,5	22,0	27,7	34,9
Zapasy	1,4	1,6	2,0	2,6	3,5	4,4
Inne	1,5	3,6	18,4	18,4	18,4	18,4
Aktywa trwałe	41,5	43,7	82,5	87,2	91,8	93,9
Rzeczowe aktywa trwałe	21,8	31,4	52,4	57,1	61,8	63,9
Wartości niematerialne i prawne	6,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Należności długoterminowe	9,9	7,6	27,4	27,4	27,4	27,4
Inne	3,4	2,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	18,9	26,8	35,6	32,1	37,4	43,1
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	1,8	1,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Zobowiązania handlowe	8,1	11,3	20,2	16,7	21,9	27,7
Inne	9,1	13,7	12,0	12,0	12,0	12,0
Zobowiązania długoterminowe	14,5	12,8	25,3	25,3	25,3	25,2
Kredyty i pożyczki długoterminowe	7,8	6,2	10,0	10,0	10,0	10,0
Inne	6,7	6,7	15,2	15,2	15,2	15,2
Kapitał własny	55,7	64,0	194,9	157,9	131,1	94,9
Pasywa	89,1	103,6	255,7	215,3	193,7	163,2
Dług netto	-19,5	-28,2	-112,0	-86,8	-54,0	-13,3
Dług netto/EBITDA (x)	-8,1	-1,6	20,8	3,3	3,2	0,6

Źródło: Selvita, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („**Raport**”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („**Pekao IB**”) w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („**Program**”) Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Z tytułu sporządzenia Raportu Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia.

Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedniości inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategią inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaioib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.

2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.

3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.

4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.

5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczy.

6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaioib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałowych instrumentów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu modeli dyskontowych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w



okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgową (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dla inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach w dłuższej perspektywie czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływając na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACZĄCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znacznych pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIE I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i niefizycznie od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



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

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 19 lipca 2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 22.07.2019, godz. 17.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 23.07.2019, godz. 08.30.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analizy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Spółki konsumenckie

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosiński@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl