

## Przegląd opcji zmienia wszystko

W związku ze słabymi wynikami za 1Q26 oraz rozpoczęciem przeglądu opcji strategicznych, obniżamy rekomendację dla Selvity do Trzymaj z ceną docelową 31 PLN/akcję (obniżka o 26% vs poprzednia cena). Konieczność pozyskania długoterminowego inwestora, na którą wskazuje zarząd, podważa perspektywy wzrostu spółki w obecnej formie, podczas gdy wycena rynkowa (P/E=46x/27x w 2026-27) nie powinna przyciągnąć zainteresowania strategicznych inwestorów. Z drugiej strony, poprawa EBITDA w 2H26, którą nadal zakładamy, oraz nadzieja na pojawienie się inwestora mogą krótkoterminowo wspierać kurs akcji.

### Przegląd opcji strategicznych podważa długoterminowe perspektywy wzrostu

Wraz ze słabymi wynikami za 1Q26, Selvita ogłosiła przegląd opcji strategicznych mający na celu pozyskanie: 1) inwestora strategicznego (potencjalne wycofanie z giełdy) lub 2) dodatkowego finansowania na rozwój organiczny lub przejęcia. Decyzja ta odzwierciedla trwające zmiany na rynku CRO, które coraz bardziej sprzyjają większym platformom z szerszym portfolio usług i zaawansowanymi technologiami. Naszym zdaniem ogłoszenie to sugeruje, że w swojej obecnej formie Selvita może mieć trudności z konkutowaniem na zmieniającym się rynku. W połączeniu z wolniejszym niż oczekiwano kontraktowaniem od początku roku, skłania nas to do obniżenia naszej długoterminowej ścieżki EBITDA o 20%.

### Przy obecnej wycenie, nie spodziewamy się dużego zainteresowania

Bazując na naszych obniżonych prognozach, Selvita jest notowana na P/E 46x/27x w 2026-27F, znacznie powyżej spółek porównawczych, jak Charles River (14x), IQVIA (13x) i Medpace (25x). Zwracamy również uwagę, że Charles River niedawno sprzedał swoje aktywa w Europie do IQVIA przy EV/przychody ~1,0x, podczas gdy Selvita jest obecnie notowana na poziomie 1,7x. Naszym zdaniem obecna wycena może ograniczać zainteresowanie inwestorów strategicznych. Dużej emisja akcji wydaje się również trudna ze względu na słaby sentyment inwestorów do spółki.

### Zrównoważony stosunek ryzyka do zysku wspiera rekomendację Trzymaj

Podczas gdy nadal oczekujemy stopniowego ożywienia na rynku CRO oraz przyspieszenia EBITDA w 2H26 (46 mln PLN wobec 28 mln PLN w 1H26), obecny portfel zamówień nie potwierdza jeszcze takiego scenariusza, co pozostaje istotnym ryzykiem. Z drugiej strony, przegląd strategiczny wspiera kurs akcji, gdyż istnieje szansa, że nabywcy strategiczni dostrzegą synergie i uzasadnią premię do wyceny. Biorąc pod uwagę miks ryzyk i szans, preferujemy neutralne nastawienie do akcji.

mln PLN	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	346	371	370	407	448
EBITDA	53	67	74	87	102
Skorygowana EBITDA	56	69	74	87	102
EBIT	0	13	21	33	47
Zysk netto	-5	3	12	21	33
Skorygowany zysk (strata) netto	-2	5	12	21	33
P/E	nm	215,6	48,1	26,5	16,9
P/BV	3,5	2,2	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA	20,9	13,9	9,4	7,9	6,5
EPS	-0,27	0,18	0,64	1,16	1,82
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	11	31	19	19	29
CAPEX	-19	-7	-30	-32	-35

Źródło: Spółka, BM PKO BP



#### Data publikacji

27 maja 2026, 07:46

#### Informacje

Kurs akcji (PLN)	30,80
Upside	1%
Liczba akcji (mln)	18,36
Kapitalizacja (mln PLN)	565
Free float	74%
Free float (mln PLN)	417
Free float (mln USD)	115
EV 2026 (mln PLN)	695
Dług netto 2026 (mln PLN)	130

#### Tickery

Bloomberg	SLV PW Equity
Reuters	SLVPPWA

#### Ranking ESG

ESG	- / 10
-----	--------

#### Dywidenda

Stopa dywidendy	0,0%
Ex-div	-

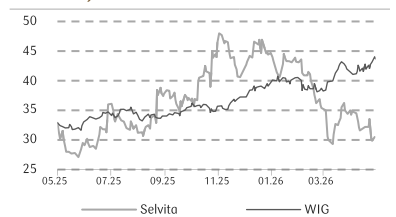
#### Główni akcjonariusze

Paweł Przewięźlikowski	16,0%
NN OFE	10,4%
Allianz OFE	6,0%
Allianz TFI	5,7%

#### Poprzednie rekomendacje

Kupuj	08.04.26	42,0
Kupuj	26.11.25	55,0

#### Kurs akcji



1m   6m   12m	-10%   -34%   -2%
Min   Max 52 tyg. (PLN)	27,1   48,0
Średni dzienny obrót (mln PLN)	1,30

#### Analitik

Dawid Górzyński  
+48 22 521 97 69  
dawid.gorzynski@pkobp.pl

#### Adres:

BM PKO BP  
ul. Świętokrzyska 36  
00-116 Warszawa

mIn PLN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
<b>Rachunek zysków i strat</b>																
<b>Przychody</b>	<b>104.5</b>	<b>141.9</b>	<b>315.7</b>	<b>364.6</b>	<b>351.9</b>	<b>345.8</b>	<b>370.6</b>	<b>370.1</b>	<b>406.8</b>	<b>448.5</b>	<b>491.5</b>	<b>532.8</b>	<b>568.9</b>	<b>607.5</b>	<b>648.8</b>	<b>693.0</b>
Zmiana r/r	-	36%	122%	15%	-3%	-2%	7%	0%	10%	10%	10%	8%	7%	7%	7%	7%
Odkrywanie leków	-	-	-	302.6	277.6	260.7	261.5	245.5	263.8	288.6	315.9	339.8	362.5	386.8	412.7	440.5
Rozwój leków	-	-	-	55.0	67.2	82.0	103.4	120.8	138.9	155.6	171.1	188.3	201.4	215.5	230.6	246.8
<b>Skorygowana EBITDA</b>	<b>24.8</b>	<b>33.1</b>	<b>85.8</b>	<b>106.2</b>	<b>73.7</b>	<b>55.8</b>	<b>69.0</b>	<b>74.2</b>	<b>86.7</b>	<b>101.7</b>	<b>117.9</b>	<b>134.9</b>	<b>147.7</b>	<b>157.8</b>	<b>168.6</b>	<b>180.1</b>
Zmiana r/r	-	34%	159%	24%	-31%	-24%	24%	8%	17%	17%	16%	14%	10%	7%	7%	7%
Odkrywanie leków	-	-	-	88.3	52.4	33.8	38.9	35.6	44.8	54.8	66.3	78.2	87.0	92.8	99.0	105.7
Rozwój leków	-	-	-	17.9	21.3	22.0	30.1	38.4	41.7	46.7	51.3	56.5	60.4	64.7	69.2	74.0
<b>Marża skorygowanej EBITDA</b>	<b>23.7%</b>	<b>23.3%</b>	<b>27.2%</b>	<b>29.1%</b>	<b>21.0%</b>	<b>16.1%</b>	<b>18.6%</b>	<b>20.0%</b>	<b>21.3%</b>	<b>22.7%</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>26.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>26.0%</b>	<b>26.0%</b>
Zmiana r/r	-	-0.4%	3.9%	2.0%	-8.2%	-4.8%	2.5%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
Odkrywanie leków	-	-	-	29.2%	18.9%	13.0%	14.9%	14.5%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
Rozwój leków	-	-	-	32.6%	31.7%	26.8%	29.1%	31.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Koszty programu motywacyjnego	0.0	0.0	31.5	30.8	11.5	3.2	1.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>24.8</b>	<b>33.1</b>	<b>54.3</b>	<b>75.4</b>	<b>62.2</b>	<b>52.6</b>	<b>67.0</b>	<b>73.7</b>	<b>86.7</b>	<b>101.7</b>	<b>117.9</b>	<b>134.9</b>	<b>147.7</b>	<b>157.8</b>	<b>168.6</b>	<b>180.1</b>
Amortyzacja	10.8	13.5	27.5	35.5	45.5	53.1	54.5	52.3	53.3	54.5	55.9	63.0	69.5	69.3	68.9	68.8
<b>EBIT</b>	<b>14.0</b>	<b>19.5</b>	<b>26.9</b>	<b>39.9</b>	<b>16.7</b>	<b>-0.5</b>	<b>12.5</b>	<b>21.4</b>	<b>33.4</b>	<b>47.3</b>	<b>62.0</b>	<b>71.9</b>	<b>78.2</b>	<b>88.5</b>	<b>99.7</b>	<b>111.3</b>
Zmiana r/r	27%	40%	37%	49%	-58%	n.m.	n.m.	70%	56%	41%	31%	16%	9%	13%	13%	12%
Koszty finansowe	0.4	0.7	4.7	4.5	1.0	8.8	10.9	10.4	8.8	6.7	6.6	6.1	4.7	3.2	1.8	0.8
<b>PBT</b>	<b>14.2</b>	<b>19.3</b>	<b>22.2</b>	<b>35.5</b>	<b>15.8</b>	<b>-9.3</b>	<b>1.6</b>	<b>11.0</b>	<b>24.6</b>	<b>40.6</b>	<b>55.5</b>	<b>65.8</b>	<b>73.5</b>	<b>85.3</b>	<b>97.9</b>	<b>110.6</b>
Zmiana r/r	18%	36%	15%	60%	-56%	n.m.	n.m.	573%	124%	65%	37%	19%	12%	16%	15%	13%
Podatek dochodowy	-0.5	-1.1	2.8	6.8	-2.7	-4.4	-1.6	0.0	3.7	6.1	8.3	9.9	11.0	12.8	14.7	16.6
Udział mniejszości	0.7	1.9	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.8	-0.4	1.1	2.4	2.9	3.5	4.8	6.3	8.0
<b>Zysk netto</b>	<b>14.0</b>	<b>18.5</b>	<b>16.0</b>	<b>28.7</b>	<b>18.4</b>	<b>-4.9</b>	<b>3.2</b>	<b>11.8</b>	<b>21.3</b>	<b>33.4</b>	<b>44.7</b>	<b>53.0</b>	<b>59.0</b>	<b>67.7</b>	<b>76.9</b>	<b>86.0</b>
<b>Skorygowany zysk netto</b>	<b>14.0</b>	<b>18.5</b>	<b>47.5</b>	<b>59.5</b>	<b>30.0</b>	<b>-1.7</b>	<b>5.2</b>	<b>12.2</b>	<b>21.3</b>	<b>33.4</b>	<b>44.7</b>	<b>53.0</b>	<b>59.0</b>	<b>67.7</b>	<b>76.9</b>	<b>86.0</b>
Zmiana r/r	30%	32%	157%	25%	-50%	n.m.	n.m.	136%	75%	57%	34%	19%	11%	15%	14%	12%
<b>Przepływy pieniężne</b>																
Operacyjne przepływy pieniężne	4.3	29.4	85.4	75.4	79.0	64.1	73.3	65.3	71.4	84.3	97.0	112.8	126.0	134.4	143.1	152.0
Capex	1.2	15.0	25.5	100.6	73.8	18.7	7.1	30.0	32.1	34.6	74.7	77.9	38.0	36.7	38.4	40.2
Wydatki M&A	0.0	0.0	133.5	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Leasing	1.5	9.6	22.2	28.0	30.8	34.1	33.4	26.2	26.9	27.5	28.0	28.3	28.5	28.6	28.6	28.4
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	8.1%	9.7%	12.0%
<b>Bilans</b>																
Dług netto	11.4	-61.9	92.0	133.7	165.3	189.8	139.2	130.0	117.7	95.4	101.1	94.6	71.8	48.7	27.5	12.0
Dług netto/EBITDA	0.5x	-1.9x	1.1x	1.3x	2.2x	3.4x	2.0x	1.8x	1.4x	0.9x	0.9x	0.7x	0.5x	0.3x	0.2x	0.1x

Źródło: Selvita, BM PKO BP

## WYCENA

### Model DCF – Co się zmieniło?

- **Założenia WACC (wszystkie utrzymane):** 1) stopa wolna od ryzyka w PL na poziomie 5.5%, 2) premia za ryzyko 5.0%, 3) beta 1.5x ze względu na podwyższone ryzyko geopolityczne.
- **Wyniki:** EBITDA obniżona o 13% w 2026F oraz średnio o 20% w długim terminie z uwagi na: 1) rozczarowujące wyniki i portfel zamówień za 1Q26 oraz rozpoczęcie przeglądu opcji strategicznych, które podważają perspektywę wzrostu Selvity jako samodzielnego podmiotu.
- **Nakłady inwestycyjne** zostały obniżone łącznie o 110 mln PLN w latach 2026-34F, ponieważ nie zakładamy już budowy nowego laboratorium w latach 2028-29, lecz zastępujemy ją mniejszą inwestycją w latach 2029-30 (nadal finansowaną dotacjami).
- **Kursy walutowe:** USD/PLN i EUR/PLN w długim terminie odpowiednio na poziomie 3,70 i 4,25.

### PKO BP: zmiany prognoz

PLN m	2026F			2027F			2028F		
	Nowy	Stary	% zm	Nowy	Stary	% zm	Nowy	Stary	% zm
Przychody	370.1	386.3	-4%	406.8	450.1	-10%	448.5	517.8	-13%
Segment odkrywania leków	245.5	256.0	-4%	263.8	297.2	-11%	288.6	345.5	-16%
Segment rozwoju leków	120.8	124.3	-3%	138.9	146.6	-5%	155.6	165.7	-6%
Adj. EBITDA	74.2	85.6	-13%	86.7	111.0	-22%	101.7	132.8	-23%
Segment odkrywania leków	35.6	48.1	-26%	44.8	65.4	-31%	54.8	81.2	-32%
Segment rozwoju leków	38.4	37.4	3%	41.7	45.5	-8%	46.7	51.4	-9%
Zysk netto	12.2	22.8	-46%	21.3	45.4	-53%	33.4	57.3	-42%

Źródło: BM PKO BP

### Prognozy PKO BP vs. Konsensus

PLN m	2026F			2027F			2028F		
	PKO	Kons.	% zm	PKO	Cons.	% chg	PKO	Cons.	% chg
Przychody	370.1	386.4	-4%	406.8	429.3	-5%	448.5	481.3	-7%
Adj. EBITDA	74.2	81.8	-9%	86.7	99.5	-13%	101.7	111.8	-9%
Zysk netto	12.2	15.1	-19%	21.3	32.3	-34%	33.4	39.7	-16%

Źródło: BM PKO BP, Bloomberg

### WACC

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2034F<
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Premia za ryzyko długu	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Stopa podatkowa	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>
Waga kapitału własnego	81.3%	82.8%	85.6%	84.8%	85.7%	88.7%	92.1%	95.4%	97.9%	97.9%
Waga długu	18.7%	17.2%	14.4%	15.2%	14.3%	11.3%	7.9%	4.6%	2.1%	2.1%
<b>WACC</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.9%</b>

Źródło: prognozy BM PKO BP

## Model DCF

mln PLN	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2034F<
Adj. EBIT	21.8	33.4	47.3	62.0	71.9	78.2	88.5	99.7	111.3	
Podatek dochodowy	0%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
<b>NOPLAT</b>	<b>21.8</b>	<b>28.4</b>	<b>40.2</b>	<b>52.7</b>	<b>61.2</b>	<b>66.5</b>	<b>75.2</b>	<b>84.7</b>	<b>94.6</b>	<b>97.0</b>
CAPEX	-30.0	-32.1	-34.6	-58.7	-53.9	-38.0	-36.7	-38.4	-40.2	-41.6
Leasing	-26.2	-26.9	-27.5	-28.0	-28.3	-28.5	-28.6	-28.6	-28.4	-34.1
Amortyzacja	52.3	53.3	54.5	55.9	63.0	69.5	69.3	68.9	68.8	68.8
Zmiany w kapitale obrotowym	0.8	-3.2	-3.6	-3.6	-3.2	-2.5	-2.6	-2.7	-2.8	-2.0
FCF	18.8	19.5	29.0	18.4	38.6	66.9	76.6	84.0	92.1	88.1
WACC	12.3%	12.1%	12.2%	12.2%	12.2%	12.4%	12.6%	12.8%	12.9%	
Współczynnik dyskonta	0.89	0.80	0.71	0.63	0.56	0.50	0.44	0.38	0.34	
<b>DFCF</b>	<b>16.7</b>	<b>15.5</b>	<b>20.5</b>	<b>11.6</b>	<b>21.7</b>	<b>33.2</b>	<b>33.4</b>	<b>32.2</b>	<b>30.9</b>	
Wzrost w fazie II	2.5%									
Suma DFCF - Faza I	216									
Suma DFCF - Faza II	285									
<b>Wartość Firmy (EV)</b>	<b>501</b>									
Dług netto (bez leasingów)	67									
Udziały mniejszości	0									
<b>Wartość godziwa</b>	<b>479</b>									
Liczba akcji (mln szt.)	18.4									
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	26.1									
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>31.0</b>									
Cena bieżąca	30.8									
Oczekiwana stopa zwrotu	1%									

Źródło: prognozy BM PKO BP

## Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	11.9%	31.0	31.9	32.9	34.1	35.4
	12.4%	30.1	31.0	31.9	32.9	34.1
	12.9%	29.4	30.1	31.0	31.9	32.9
	13.4%	28.7	29.4	30.1	31.0	31.9
	13.9%	28.0	28.7	29.4	30.1	31.0

Źródło: BM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materia	365	352	346	371	370	407	448	491
EBITDA	75	62	53	67	74	87	102	118
Skorygowana EBITDA	106	74	56	69	74	87	102	118
Zysk z działalności operacyjnej	40	17	0	13	21	33	47	62
Saldo działalności finansowej	4	1	9	11	10	9	7	7
Zysk przed opodatkowaniem	35	16	-9	2	11	25	41	55
Podatek dochodowy	7	-3	-4	-2	0	4	6	8
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	-1	0	1	2
Zysk (strata) netto	29	18	-5	3	12	21	33	45
Skorygowany zysk (strata) netto	59	30	-2	5	12	21	33	45
<b>Bilans</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>382</b>	<b>485</b>	<b>518</b>	<b>471</b>	<b>475</b>	<b>480</b>	<b>488</b>	<b>535</b>
Wartości niematerialne i prawne	113	102	117	113	114	115	115	116
Rzeczowe aktywa trwałe	258	308	320	280	283	287	294	339
Pozostałe aktywa długoterminowe	11	76	81	77	77	77	77	77
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>203</b>	<b>151</b>	<b>125</b>	<b>127</b>	<b>135</b>	<b>155</b>	<b>186</b>	<b>290</b>
Zapasy	8	7	7	8	7	8	8	8
Należności	99	70	79	80	79	87	95	104
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	22	22	16	15	15	15	15	15
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	74	53	23	24	33	46	68	162
<b>Aktywa razem</b>	<b>585</b>	<b>636</b>	<b>642</b>	<b>598</b>	<b>610</b>	<b>636</b>	<b>674</b>	<b>824</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>327</b>	<b>322</b>	<b>322</b>	<b>334</b>	<b>355</b>	<b>389</b>	<b>433</b>	<b>486</b>
Kapitały mniejszości	11	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zobowiązania</b>	<b>312</b>	<b>309</b>	<b>320</b>	<b>276</b>	<b>276</b>	<b>281</b>	<b>286</b>	<b>391</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>189</b>	<b>215</b>	<b>115</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>254</b>
Kredyty i pożyczki	172	178	76	118	118	118	118	218
Pozostałe rezerwy	11	34	36	33	33	33	33	33
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>123</b>	<b>94</b>	<b>206</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	<b>137</b>
Kredyty i pożyczki	41	47	143	52	52	52	52	52
Pozostałe rezerwy	32	16	17	24	24	24	24	24
Zobowiązania handlowe i pozostałe	49	31	46	46	46	51	56	61
<b>Pasywa razem</b>	<b>585</b>	<b>636</b>	<b>642</b>	<b>598</b>	<b>610</b>	<b>636</b>	<b>674</b>	<b>824</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	75	79	64	73	65	71	84	97
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-80	-65	-37	-9	-30	-32	-35	-75
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-6	-31	-57	-63	-26	-27	-28	72
<b>Wskaźniki</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
ROE	9,5%	5,7%	-1,5%	1,0%	3,4%	5,7%	8,1%	9,7%
Dług netto	134	165	190	139	130	118	95	101

# Zastrzeżenia

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor ochrony zdrowia, telekomunikacja)	(022) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszomirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszomirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

### DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Niniejsza publikacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe tych raportów.

Publikacja została przygotowana z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakietu akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

## Zastrzeżenia

### Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	39 (35%)
Trzymaj	30 (27%)
Sprzedaj	15 (14%)

### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent	Zastrzeżenie
Selvita	1. NIE 2. NIE 3. NIE 4. NIE 5. NIE 6. NIE 7. NIE 8. NIE 9. NIE

### Objaśnienia:

- W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
- BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
- BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

### Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Selvita.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

### Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0”:

## Zastrzeżenia

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P	
Text	Trzymaj	2025-09-10	57.00	53.20	987.8	19.0	11.2	8.2	11.3	6.4	5.8	Andrzej Rembelski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	2025-09-10	34.00	28.30	624.24	nm	nm	12.8	-6.6	-5.4	7.7	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Sprzedaj	2025-09-11	8.3	8.93	573.7	9.2	nm	32.1	4.0	8.8	5.0	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Kupuj	2025-09-11	41	33.70	816.8	nm	nm	24.5	20.9	15.1	9.2	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Trzymaj	2025-11-12	8.3	8.14	573.7	9.2	nm	32.1	4.0	8.8	5.0	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Kupuj	2025-11-26	55	46.40	816.8	nm	nm	24.5	20.9	15.1	9.2	Dawid Górzyński
Ryvu Therapeutics	Kupuj	2025-12-11	32	27.00	624.2	nm	nm	12.8	-6.6	-5.4	7.7	Dawid Górzyński
Text	Kupuj	2026-03-19	45	36.18	931.6	19.0	11.2	8.1	11.3	6.4	5.6	Andrzej Rembelski
Selvita	Kupuj	2026-04-08	42	29.30	537.8	nm	215.6	23.6	20.9	13.9	7.7	Dawid Górzyński
Selvita	Buy	2026-05-27	31	30.80	565.3	nm	215.6	48.1	20.9	13.9	9.4	Dawid Górzyński

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu