

Kupuj, 41,00 PLN

Podtrzymana

11 września 2025 r., 07:30

Przygotowania do wzrostu

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla Selvity, obniżając cenę docelową do 41 PLN za akcję. Rok 2025 powinien być kolejnym trudnym okresem dla branży CRO, ponieważ ostatnie zawirowania regulacyjne na rynku farmaceutycznym w USA zbierają żniwo. Jednakże 1) seria obniżek stóp procentowych napędzająca popyt klientów oraz 2) potencjalne optymalizacje kosztowe w Selvicie powinny przełożyć się na 47% wzrost EBITDA w 2026 roku. Przy utrzymującej się niskiej cenie akcji i oczekiwanej normalizacji wskaźnika P/E do poziomu 16x w 2027 roku, ponownie dostrzegamy bardzo dobry moment na kupna akcji.

Oczekujemy 47% wzrostu skorygowanego EBITDA w 2026 r...

Według naszych prognoz, skorygowany EBITDA Selvity powinien wzrosnąć o blisko 50% r/r w 2026 r. (do 88 mln PLN), napędzany przez 11% wzrost sprzedaży oraz znaczący efekt dźwigni operacyjnej. Przepływy pieniężne również powinny stać się dodatnie, co umożliwi stopniową redukcję zadłużenia bilansowego. Inwestorzy muszą jednak zaakceptować wciąż dość trudne perspektywy na II połowę 2025 r.

... odbicie na rynku CRO nadchodzi...

Rynek CRO zależy od trendów finansowania biotechnologii, które prawdopodobnie poprawią się po serii obniżek stóp przez FDA (oczekiwane jeszcze 2 w 2025 r.). Regulacyjne przeciwności w USA za prezydentury Trumpa wydają się mieć jedynie tymczasowy wpływ, podczas gdy konkurenci CRO już wskazują na rosnący napływ zamówień i bardziej stabilne warunki rynkowe. Choć ogólny wzrost sektora może pozostać poniżej poziomów z lat 2010-21, oczekujemy, że rynek wejdzie w fazę trwałego ożywienia od II połowy 2025 r., z przyspieszeniem w 2026 r.

... a Selvita wydaje się gotowa na potencjalne oszczędności kosztowe.

Ostatnie lata były wyjątkowo trudne, ponieważ liczne wahania na rynku biotechnologicznym (i popycie klientów) utrudniały CRO dostosowanie wielkości biznesu, a Selvita utrzymywała wolne moce produkcyjne. Stabilizacja rynku, a także podobne działania Charles River, Evotec czy ICON, mogą skłonić spółkę do szukania oszczędności. Dostrzegamy potencjał poprawy efektywności w chemii i badaniach in-vivo w onkologii i szacujemy możliwość zaoszczędzenia ok. 10 mln PLN w 2026.

Ponownie dostrzegamy solidny potencjał wzrostu wyceny o 29%

Nasza nowa, niższa cena docelowa odzwierciedla obniżenie ścieżki EBITDA o ok. 30% w 2025-27 i 40% w długim terminie, ponieważ obniżamy marże Selvity i zakładane tempo wzrostu rynku. Jednocześnie ograniczamy prognozy Capex, które obecnie zakładają opóźnioną budowę nowych laboratoriów B+R i brak M&A.

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	352	346	375	416	469
EBITDA	62	53	58	88	111
Skorygowana EBITDA	74	56	60	88	111
EBIT	17	0	2	31	53
Zysk netto	18	-5	-5	17	37
Skorygowany zysk (strata) netto	30	-2	-3	17	37
P/E	71,9	nm	nm	35,4	15,9
P/BV	4,1	3,5	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA	19,9	20,9	13,4	8,8	6,7
EPS	1,00	-0,27	-0,30	0,90	2,01
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	45	-	1	18	32
CAPEX	74	19	21	24	26

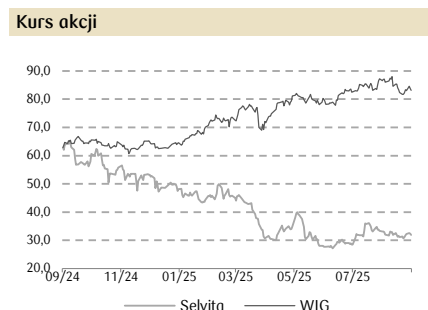
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	31,90
Upside	29%
Liczba akcji (mn)	18,36
Kapitalizacja (mln PLN)	585,54
Free float	74%
Free float (mln PLN)	432
Free float (mln USD)	119
EV (mln PLN)	781,05
Dług netto (mln PLN)	195,52

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Paweł Przewięźlikowski	16,03
NN OFE	10,36
Allianz TFI	9,43
Bogusław Sieczkowski	5,15

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa	
Kupuj	24/04/25	47,00
Trzymaj	24/01/25	47,00



	WIG	Spółka
1 miesiąc	-4,7%	-4,2%
3 miesiące	3,5%	13,9%
6 miesięcy	14,6%	-29,1%
12 miesięcy	30,1%	-47,7%
Min 52 tyg. PLN		27,10
Max 52 tyg. PLN		65,30
Średni dzienny obrót mln PLN		0,69

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

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Świętokrzyska 36	
00-116 Warszawa	

WYCENA

Model DCF – Co się zmieniło?

- **WACC:** 1) stopa wolna od ryzyka w Polsce wzrosła do 5,5% (poprzednio 5,0%), 2) premia za ryzyko rynkowe na poziomie 5,5% (bez zmian), 3) beta na poziomie 1,2x (bez zmian).
- **Wyniki:** EBITDA obniżona o ok. 30% w latach 2025-27F oraz o 40% w długim terminie z powodu słabych perspektyw na 2H25, przedłużającego się kryzysu finansowania w amerykańskich spółkach biotechnologicznych oraz niższego tempa wzrostu rynku CRO w długim terminie.
- **Capex zredukowany niemal o połowę** z powodu opóźnień w budowie nowych laboratoriów R&D; **nie zakładamy już wydatków na M&A.**
- **Stopa wzrostu terminalnego (g)** utrzymana na poziomie 2,5%.
- **Kursy walutowe:** USD/PLN i EUR/PLN przyjęte na poziomie 3,70 i 4,25 w długim terminie.

Model DCF											
młn PLN	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2034F<
Adj. EBIT	4.1	31.5	52.8	67.4	75.4	86.2	99.7	113.6	127.7	141.8	
Podatek dochodowy	0.8	6.0	10.0	12.8	14.3	16.4	18.9	21.6	24.3	26.9	
NOPLAT	3.3	25.5	42.7	54.6	61.1	69.9	80.8	92.0	103.4	114.8	117.7
CAPEX	-21.2	-24.4	-26.2	-78.0	-82.5	-37.3	-37.4	-37.7	-38.1	-38.4	-34.6
Leasing	-34.6	-36.5	-38.2	-39.8	-41.3	-43.0	-44.9	-46.8	-48.5	-50.0	-51.9
Amortyzacja	56.2	56.9	58.2	59.7	65.9	70.8	72.8	74.8	76.7	78.7	78.7
Zmiany w kapitale obrotowym	-2.7	-3.9	-4.9	-4.7	-5.2	-5.6	-5.2	-5.1	-4.8	-4.5	-2.0
FCF	1.1	17.6	31.6	-8.2	-2.0	54.8	66.0	77.2	88.8	100.6	107.8
WACC	10.9%	10.9%	11.1%	10.7%	10.5%	10.6%	10.8%	10.8%	10.9%	11.1%	
Współczynnik dyskonta	0.00	0.90	0.81	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.44	0.39	
DFCF	0.0	15.9	25.6	-6.1	-1.4	33.0	35.8	37.6	38.7	39.0	
Wzrost w fazie II	2.5%										
Suma DFCF - Faza I	218.2										
Suma DFCF - Faza II	486.7										
Wartość Firmy (EV)	705										
Dług netto	90.3										
Udziały mniejszości	0.0										
Udział w Ardigen	79.6										
Wartość godziwa	694										
Liczba akcji (młn szt.)	18.4										
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	37.8										
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	41.0										
Cena bieżąca	31.9										
Oczekiwana stopa zwrotu	29%										

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC	2025F	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%	5.5%
Premia rynkowa	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Premia za ryzyko długu	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału własnego	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Koszt długu	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Waga kapitału własnego	75.0%	75.9%	78.5%	71.8%	66.4%	69.4%	71.9%	73.6%	76.0%	79.1%	79.1%
Waga długu	25.0%	24.1%	21.5%	28.2%	33.6%	30.6%	28.1%	26.4%	24.0%	20.9%	20.9%
WACC	10.9%	10.9%	11.1%	10.7%	10.5%	10.6%	10.8%	10.8%	10.9%	11.1%	11.1%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	10.1%	41	43	45	47	50
	10.6%	39	41	43	45	47
	11.1%	38	39	41	43	45
	11.6%	37	38	39	41	43
	12.1%	36	37	38	39	41

Źródło: DM PKO BP

Wycena mnożnikowa

Spółki CRO/CDMO : mnożniki

Spółka	Kapitalizacja mld EUR	2025F	P/E 2026F	2027F	2025F	EV/EBITDA 2026F	2027F
(1) CRO							
Charles River	6.4	15.5	14.7	13.6	10.2	9.9	9.1
Evotec	1.0	-	-	57.9	32.3	11.6	7.5
Eurofins	11.5	18.1	15.8	14.0	9.7	9.0	8.3
Frontage Holdings	0.3	13.8	35.9	18.0	11.9	13.0	8.6
LabCorp	19.4	16.7	15.5	14.2	11.6	11.1	10.5
IQVIA	26.7	15.5	14.2	12.8	11.8	11.2	10.5
ICON	11.0	12.5	11.7	10.6	10.0	9.7	9.1
Fortrea	0.8	18.3	12.2	9.4	11.0	9.4	8.2
Thermo Fisher	153.8	21.2	19.5	17.7	19.0	17.6	16.3
Asymchem Lab	4.7	34.2	28.7	24.3	18.9	16.0	13.8
Dr. Reddy Laboratories	10.4	19.3	19.6	22.2	12.2	12.6	13.8
GenScript Biotech	4.0	51.3	44.0	16.0	17.8	32.4	18.8
Joinn Laboratories	2.9	80.3	61.0	50.7	60.9	46.2	36.2
Jubilant Pharmova	1.8	30.7	33.3	24.0	17.2	14.7	12.0
Pharmaron Beijing	6.5	31.9	26.6	22.5	17.0	14.7	12.9
Syngene	2.6	53.5	62.9	45.5	24.0	25.8	20.4
Tigermed	6.0	47.3	38.7	31.0	34.3	29.3	24.4
WuXi Apptec	36.8	21.3	19.9	17.5	16.4	14.7	12.9
MEDIANA		21.2	19.9	17.9	16.7	13.8	12.4
(2) CDMO							
Lonza	41.8	33.6	28.2	23.6	19.0	16.7	14.5
Wuxi Biologics	16.1	26.3	22.0	18.6	17.0	13.8	12.5
LabCorp	19.4	16.7	15.5	14.2	11.6	11.1	10.5
Eurofins	11.5	18.1	15.8	14.0	9.7	9.0	8.3
Samsung Biologics	45.3	49.2	41.6	36.2	28.4	25.1	22.5
Thermo Fisher	153.9	21.2	19.5	17.7	19.0	17.6	16.3
Evotec	1.0	-	-	57.9	32.3	11.6	7.5
Selvita	0.1	-	30.4	18.1	12.4	9.0	8.5
Siegfried	4.2	22.9	20.3	17.9	14.3	13.0	11.7
MEDIANA		22.9	21.1	18.1	17.0	13.0	11.7
Selvita (BM PKO BP)		-167.4	34.4	15.9	13.4	8.8	6.7
Premia/dyskonto (1) do Selvity		n.m.	73%	-11%	-20%	-36%	-46%
Premia/dyskonto (2) do Selvity		n.m.	63%	-12%	-21%	-32%	-43%

Źródło: bazując na konsensusie prognoz Bloomberg, BM PKO BP

OPIS RYNKU

Organizacje badań kontraktowych (CRO) – czym się zajmują?

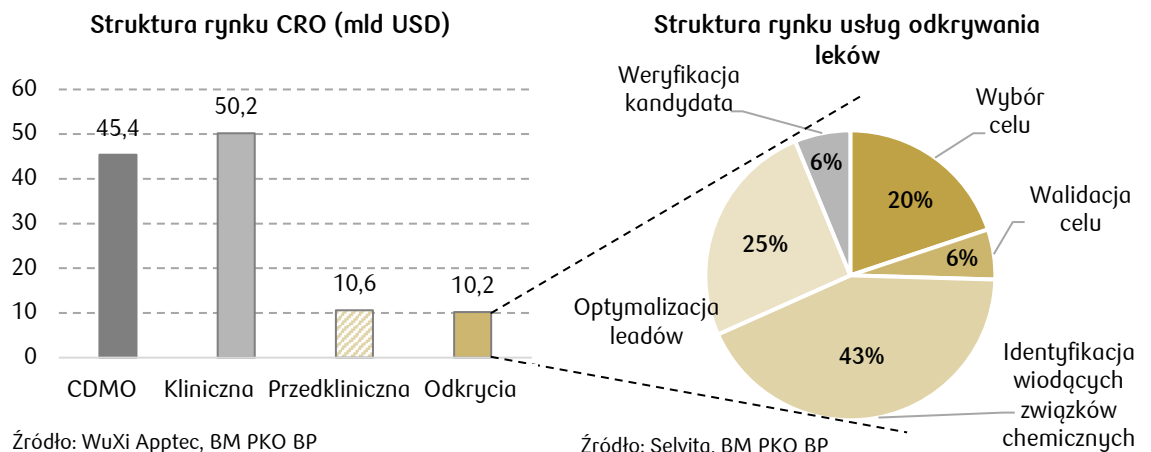
Organizacje badań kontraktowych (CRO) to firmy wynajmujące pracowników i infrastrukturę, świadczące wsparcie klientom z branży biotechnologicznej, farmaceutycznej oraz urzędzeń medycznych na zasadzie kontraktu.

Rynek jest podzielony na **podsegmenty** obsługujące różne etapy procesu opracowywania leków. Proces rozpoczyna się od wyboru docelowego białka (przyczyny choroby) oraz przesiewania i optymalizacji setek lub tysięcy obiecujących związków w fazie odkrywania leków. Faza przedkliniczna zaczyna się od wyboru pojedynczego związku (kandydata przedklinicznego), który poddawany jest dalszej optymalizacji (zazwyczaj na modelach zwierzęcych). Jeśli zostanie zatwierdzony przez regulatora, związek może z czasem wejść w fazę badań klinicznych, gdzie jest podawany ludziom.

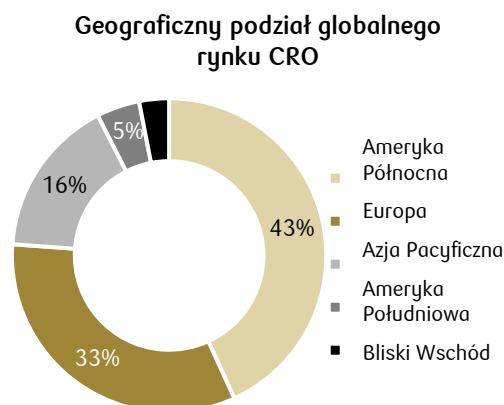
Usługi CRO			Usługi CMO
Usługi odkrywania (14.2mld USD)	Usługi przedkliniczne (9.8mld USD)	Usługi kliniczne (43.2mld USD)	(92.4mld USD)
■ Identyfikacja źródła choroby ■ Badania laboratoryjne nad kandydatami na leki ■ Usługi doradcze	■ Testowanie bezpieczeństwa i skuteczności na modelach zwierzęcych ■ Przygotowanie i złożenie wniosku o pozwolenie na badania kliniczne nowego leku (IND) ■ Kontrola jakości	■ Przygotowanie protokołów klinicznych ■ Uruchomienie ośrodków klinicznych i rekrutacja pacjentów ■ Zbieranie i analiza danych klinicznych ■ Współpraca z organami nadzoru, sponsorami i płatnikami	■ Dostawy produktu na potrzeby badań przedklinicznych i klinicznych ■ Usługi komercyjnej produkcji leków

Źródło: BM PKO BP

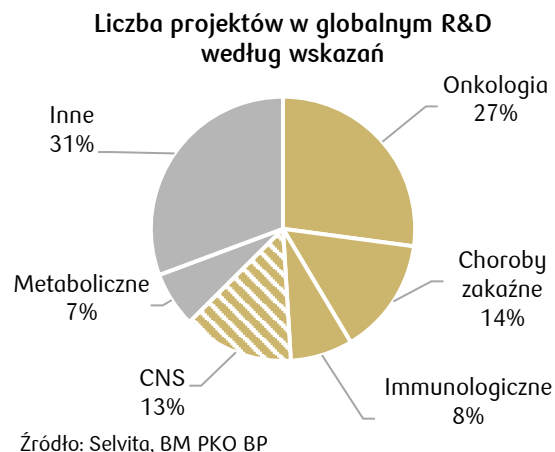
Przedkliniczne CRO opierają się głównie na kapitale ludzkim i wspierają prace laboratoryjne na etapie odkrywania leków oraz w fazach przedklinicznych. Kliniczne CRO koordynują i usprawniają organizację badań na ludziach oraz zapewniają dostęp do ośrodków klinicznych. Organizacje zajmujące się kontraktową produkcją (CMO) stanowią odrębną, lecz komplementarną część rynku, oferując wsparcie w opracowywaniu formulacji, produkcji gotowych leków i substancji czynnych (API), a także w procesie pakowania. Przy obecnym zakresie usług **Selvita jest zaliczana do przedklinicznych CRO**.



Ponad 3/4 globalnego rynku CRO jest skoncentrowane w USA i Europie, które są kluczowymi światowymi ośrodkami biotechnologicznymi i farmaceutycznymi. Naszym zdaniem geograficzna i kulturowa bliskość laboratoriów Selvity do klientów z tego drugiego rynku stanowi jej przewagę konkurencyjną. Pod względem chorób rynek zdominowany jest przez onkologię, choroby zakaźne, ośrodkowy układ nerwowy oraz immunologię, podczas gdy otyłość staje się coraz ważniejszym segmentem.



Źródło: www.gminsights.com, BM PKO BP



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Korzyści z usług CRO dla firm farmaceutycznych i biotechnologicznych

Obecnie około 50% działań badawczo-rozwojowych w sektorze farmaceutycznym jest realizowanych wewnętrznie, natomiast pozostała część jest zlecana zewnętrznym podmiotom, takim jak CRO i CDMO. Główne powody, dla których firmy farmaceutyczne i biotechnologiczne korzystają z outsourcingu, to:

- **Skupienie na kluczowych działaniach.** Outsourcing umożliwia firmom farmaceutycznym i biotechnologicznym skoncentrowanie się na kluczowych kompetencjach. Duże firmy farmaceutyczne zazwyczaj zlecają na zewnątrz wczesny etap odkrywania leków, podczas gdy firmy biotechnologiczne korzystają z CRO na etapie badań klinicznych, aby zachować kontrolę nad kluczowymi aktywami.
- **Skrócenie czasu wprowadzenia na rynek.** Przy 20-25 latach ochrony patentowej i 10-15 latach poświęconych na opracowanie leku, przyspieszenie wprowadzenia produktu na rynek jest kluczowe. Wsparcie CRO pomaga wyeliminować nieefektywności w zakresie danych i podejmowania decyzji, poprawiając tempo wejścia na rynek.
- **Model oparty na niskim poziomie aktywów.** Szybko zmieniające się trendy w branży rozwoju leków sprawiają, że wysokie nakłady inwestycyjne na infrastrukturę laboratoryjną są nieopłacalne. Partnerstwa z CRO umożliwiają elastyczny dostęp do kompetencji bez obciążania bilansu.
- **Oszczędności kosztowe.** Firmy farmaceutyczne i biotechnologiczne z siedzibą w krajach o wysokich kosztach osiągają znaczne redukcje kosztów operacyjnych poprzez outsourcing do CRO w regionach o niższych kosztach, jednocześnie zachowując wiedzę specjalistyczną i standardy jakości.
- **Rosnąca złożoność odkrywania leków.** Nowe technologie (terapię genową/komórkową, mRNA, ADC) oraz zwrot w kierunku chorób rzadkich wymagają specjalistycznej wiedzy. To przyspiesza strukturalne przejście na zewnętrzne badania i rozwój poprzez CRO.
- **Ograniczenie ryzyka.** CRO zapewniają sprawdzoną realizację, wiedzę międzyfunkcyjną oraz znajomość przepisów w różnych jurysdykcjach, ograniczając ryzyka kliniczne i związane z uzyskaniem zatwierdzenia.

Wysoce rozdrobniony rynek

W poniższej tabeli podsumowujemy otoczenie konkurencyjne na globalnym rynku przedklinicznych CRO. Wuxi Apptec (z Chin) oraz Charles River (z USA) to zdecydowanie dwaj najwięksi gracze z przychodami odpowiednio 5,5 mld USD i 4,0 mld USD; warto zauważyć, że Wuxi koncentruje się na podstawowych usługach chemicznych, a Charles River na modelach zwierzęcych. Jednak rynek jest wysoce rozdrobniony i łączny udział tych dwóch firm wynosi <25%. W Europie największym graczem jest Evotec, a Selvita znajduje się w pierwszej piątce. Proces konsolidacji w branży CRO faktycznie spowolnił w latach 2023-25, jednak naszym zdaniem powinien z czasem powrócić.

Krajobraz konkurencyjny firm CRO i CDMO

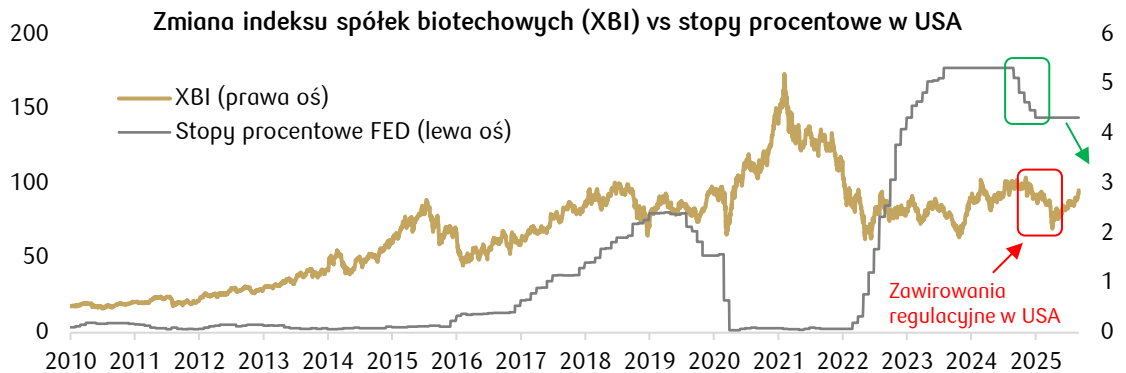
	Spółka	Ticker	Segment	Kraj	CRO/CDMO sprzedaż (USD mn)	marża EBITDA (2024)
Europa	Eurofins	ERF FP	Usługi laboratoryjne, zintegrowany CRO	Francja	7 519	21,0%
	Evotec	EVT GY	Przedkliniczne CRO, CDMO	Niemcy	661	2,1%
	Nuvisan	Private	Przedkliniczne CRO, CDMO	Niemcy	218	21,6%
	Selvita	SLV PW	Przedkliniczne CRO	Polska	86	15,4%
	Symeres	Prywatna	Przedkliniczne CRO	Holandia	111	n.a.
	Sygnature	Prywatna	Przedkliniczne CRO	UK	88	n.a.
	Domainex	Prywatna	Przedkliniczne CRO	UK	n.a.	n.a.
Ameryka Północna	Thermo Fisher	TMO US	Urz. med., usł. lab., zintegrowany CRO	US	42 879	26,0%
	LabCorp	LH US	Zintegrowany CRO (Covance)	US	13 008	16,5%
	Frontage Holdings	1521 HK	Badania lab., zintegrowany CRO	US/Chiny	255	18,8%
	Charles River	CRL US	Przedkliniczne CRO	US	4 050	25,0%
	Promega	Prywatna	Produkty med., przedkliniczne CRO	US	693	n.a.
	Dalton Pharma Services	Prywatna	Przedkliniczne CRO, CDMO	Kanada	40	n.a.
Azja	WuXi Apptec	2359 HK	Przedkliniczne CRO, CDMO	Chiny	5 451	33,3%
	Tigermed	300347 CH	Zintegrowany CRO	Chiny	917	20,6%
	Asymchem Lab	002821 CH	CDMO, przedkliniczne CRO	Chiny	806	20,8%
	Pharmaron Beijing	300759 CH	Przedkliniczne CRO	Chiny	1 705	25,1%
	GenScript Biotech	1548 HK	Pr. med., przedkliniczne CRO, CDMO	Chiny	595	n.m.
	Viva Biotech	1873 HK	Przedkliniczne CRO, CDMO	Chiny	276	25,2%
	Joinn Laboratories	603127 CH	Przedkliniczne CRO	Chiny	280	12,7%
	Shanghai Medicilon	688202 CH	Przedkliniczne CRO	Chiny	144	n.m.
	Jubilant Pharmova	JUBLPHAR IN	Farmacja, przedkliniczne CRO	Indie	810	13,4%
	Dr. Reddy Laboratories	DRRD IN	Przedkliniczne CRO, CDMO	Indie	3 373	28,1%
	Syngene	SYNG IN	Przedkliniczne CRO	Indie	422	30,7%
	Aragen	Prywatna	Przedkliniczne CRO, CDMO	Indie	20 152	30,1%
	TCG Lifesciences	Prywatna	Przedkliniczne CRO, CDMO	Indie	6	n.a.

Źródło: BM PKO BP

Rynek może zacząć się odbudowywać po kryzysie z lat 2023-25

Wzrost zysków firm CRO (szczególnie przedklinicznych) jest silnie skorelowany z wynikami akcji biotechnologicznych (np. indeks XBI). Te ostatnie przeżywają najdłuższy od dekad kryzys spowodowany podwyższonymi stopami procentowymi. Ponadto uważamy, że pozytywny wpływ pierwszych obniżek stóp procentowych został osłabiony przez ostatnie zawirowania regulacyjne w USA (obniżki cen leków, zwolnienia w FDA oraz cła Trumpa).

Niemniej jednak, ponieważ otoczenie regulacyjne się ustabilizowało, a przed nami są kolejne obniżki stóp procentowych (oczekiwane jeszcze 2 do końca 2025 r.), rynek CRO powinien się również poprawić. Jednak oczekuje się, że stopy procentowe utrzymają się na wciąż podwyższonym poziomie ok. 3-3,5% w średnim terminie, dlatego uważamy, że wzrost rynku CRO może być wyraźnie niższy niż dwucyfrowa dynamika obserwowana w latach 2010-21.



Źródło: BM PKO BP, FED, Bloomberg

Ostatnie zawirowania regulacyjne w USA nie powinny wpłynąć na akcje CRO w długim terminie

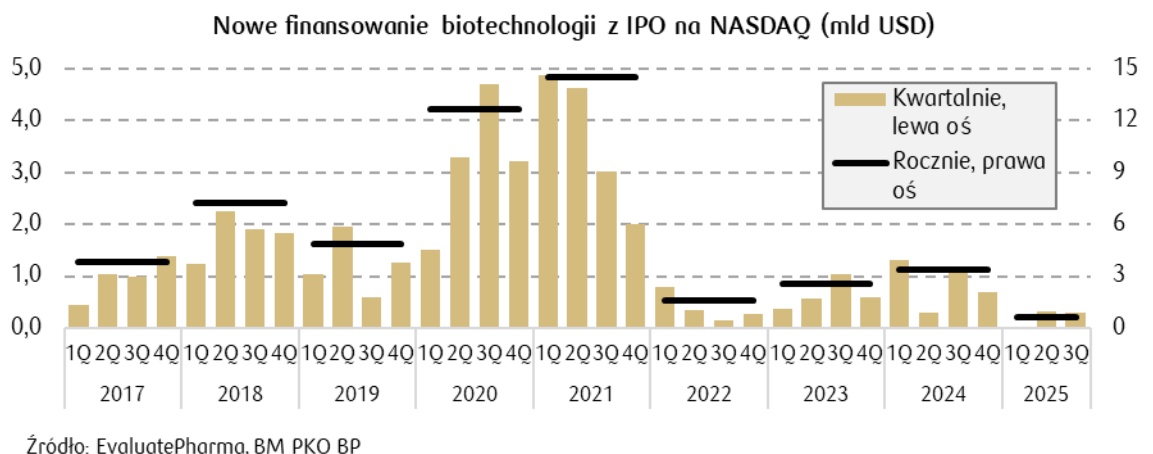
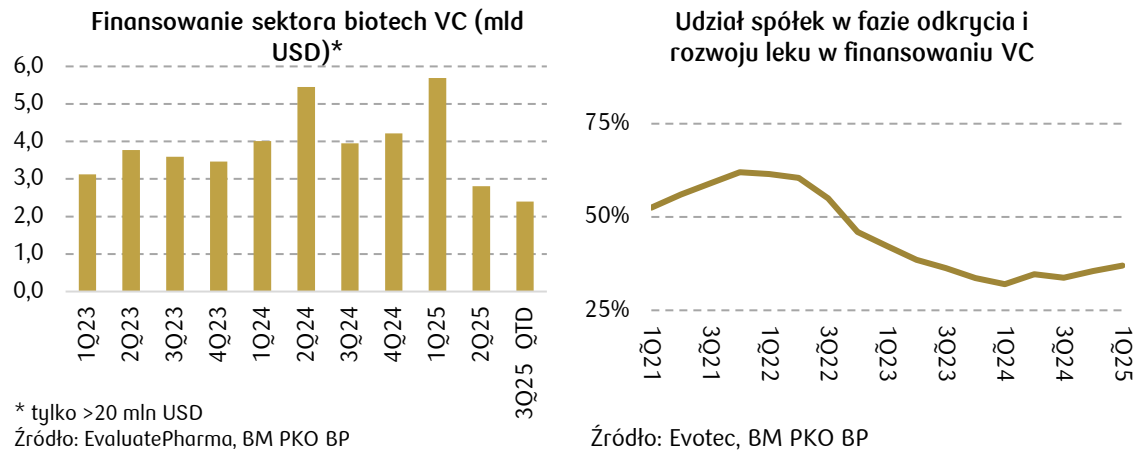
Poniżej podsumowujemy zmiany regulacyjne, które zostały zaproponowane lub wdrożone po ostatnich zmianach rządowych w USA. Wszystkie mogą mieć negatywny wpływ na spółki CRO.

- **Obniżki cen leków w USA** – administracja Trumpa podjęła kilka działań mogących obniżyć ceny leków w USA. Po pierwsze, negocjacje IRA i inne reformy Medicare, a także (co może być szczególnie ryzykowne) zasada Najbardziej Uprzywilejowanego Narodu, która powiąże refundację leków w USA z najniższą ceną z porównywalnego rynku rozwiniętego.
- **Redukcja budżetu NIH** – prezydent Trump zaproponował obcięcie budżetu NIH (National Institutes of Health) o ok. 40% (USD 18 mld), który finansuje tysiące projektów lekowych (badania podstawowe). To rodzi ryzyko dla długoterminowego pipeline'u innowacji w biotechnologii.
- **Zwolnienia w FDA** – zatrudnienie w FDA zostało zredukowane o ok. 20% (3,5 tys. etatów), co niesie ryzyko wolniejszego i mniej szczegółowego procesu zatwierdzania leków.
- **Cła na farmaceutyki** – nie ma jeszcze ostatecznego kształtu ceł dla firm farmaceutycznych, choć utrzymująca się od kilku miesięcy niepewność (m.in. proponowano cła do 150%) hamuje decyzje inwestycyjne w branży farmaceutycznej.
- **Odchodzenie od testów na zwierzętach** – polityka federalna konsekwentnie zmierza do ograniczenia wykorzystywania modeli zwierzęcych w fazie przedklinicznej, przyspieszając wdrażanie alternatyw in vitro i obliczeniowych. Może to z czasem obniżyć koszty, jednak bariery walidacyjne pozostają, a terminy szerokiego wdrożenia są niepewne.
- **Ustawa Biosecure została odłożona** – przepisy miały ograniczyć możliwość korzystania przez amerykańskie firmy farmaceutyczne i biotechnologiczne z chińskich podwykonawców (wprost wymieniono Wuxi). Potencjalny wpływ na europejskie CRO mógłby być pozytywny, ale ustawa została ostatnio odłożona.

Jednakże diabeł tkwi w szczegółach i, jak na razie, negatywne zmiany regulacyjne nie przekładają się na niższe prognozy przychodów dla akcji Big Pharma. Naszym zdaniem odzwierciedla to przekonanie, że kluczowe proponowane zmiany (np. zasada Najbardziej Uprzywilejowanego Narodu) będą trudne do skutecznego wdrożenia.

■ Finansowanie biotechnologii osiąga najniższy poziom

Kryzys pozyskiwania funduszy w sektorze biotechnologicznym trwa od końca 2022 r., jednak ostatnie kwartały (2-3Q25) były również najtrudniejsze. Łączna wartość finansowania VC spadła poniżej progu 3 mld USD, a spółki biotechnologiczne na etapie odkryć i badań przedklinicznych pozostają najmniej preferowane. Jednocześnie w 2-3Q25 odnotowano jedynie 2 debiuty giełdowe biotechnologii z Izraela i Tajwanu. Jesienna lista planowanych IPO pozostaje nieznaną.



■ Porównywalne spółki z sektora CRO dostrzegają oznaki poprawy na rynku

Ceny akcji konkurentów Selvity z sektora CRO odbiły po załamaniu w 2Q25 (CRL +48%, EVT +34%, ICON +29% od połowy maja), co było efektem zaskakującej odporności marż w branży oraz pozytywnych perspektyw na 2H25-2026. Powtarzającym się komunikatem jest stabilizacja przychodów oraz koncentracja na oszczędnościach kosztowych w celu poprawy wyników. Spółki podejmują bardziej aktywne działania w zakresie selekcji kontraktów i klientów. Utrzymuje się silny popyt na projekty onkologiczne i dotyczące otyłości, jednak presja cenowa nadal występuje. Poniżej podsumowujemy najważniejsze kwestie:

Charles River [CRL US]:

- Proгноza przychodów na rok finansowy 25 w segmencie odkryć i oceny bezpieczeństwa (DSA, główny konkurent Selvity) została nieznacznie podniesiona do nisko-średniego jednocyfrowego spadku (wcześniej średni jednocyfrowy spadek).

- Stosunek zamówień netto do realizacji osiągnął najwyższy poziom od 2022 r.
- Anulacje nadal utrzymywały się na wysokim poziomie (powyżej poziomu z 3Q24-1Q25), ale dotyczyły głównie prac po złożeniu wniosku IND (wniosek o zgodę na badania kliniczne nowego leku, składany do FDA.).
- Małe spółki biotechnologiczne borykają się z niedoborem finansowania, podczas gdy spółki średniej wielkości wykazują większą odporność.

Evotec [EVT US]:

- Środowisko na rynku odkrywania leków pozostaje słabe; klienci farmaceutyczni rozkładają przychody na etapy.
- Finansowanie wczesnych etapów biotechnologii pozostaje słabe, podczas gdy aktywna na późniejszych etapach nadal cieszą się silnym wsparciem.
- Skoncentrować się na osiąganiu oszczędności kosztowych (w tym redukcji zatrudnienia), aby w średnim terminie zbliżyć marżę EBITDA do poziomu powyżej 20%.
- Oczekiwane ożywienie rynku dopiero w 2026 r. (wcześniej w 2H25).

IQVIA [IQV US]:

- Całoroczne prognozy zysku na akcję zostały nieznacznie podwyższone.
- Wskaźnik book-to-bill na poziomie 1,12x wzrósł kw/kw i nadal wskazuje na wzrost przychodów. Portfel zamówień w segmencie badań i rozwoju osiągnął rekordowy poziom.
- Największe zainteresowanie klientów projektami onkologicznymi i dotyczącymi otyłości.
- Presja cenowa utrzymuje się w sektorze.
- IQVIA jest liderem rynku w zakresie rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji dla sektora farmaceutycznego i biotechnologicznego.

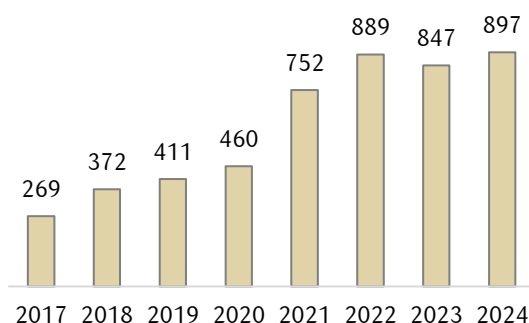
ICON [ICLR US]:

- Marże pozostają odporne pomimo (marża EBITDA ~20%), ponieważ oszczędności kosztowe równoważą presję cenową w branży oraz anulacje kontraktów.
- Konkurencja o duże kontrakty od czołowych klientów z branży farmaceutycznej się nasila, dlatego ICON zwraca się ku klientom ze średniego segmentu.
- Potwierdzono solidny popyt na projekty dotyczące otyłości i onkologii.
- Sztuczna inteligencja staje się coraz ważniejszą częścią oferty.

MODEL BIZNESOWY

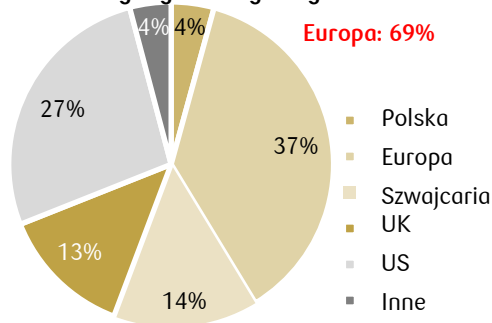
Selvita została założona w 2007 roku w Krakowie, drugim co do wielkości mieście Polski i ważnym ośrodkiem akademickim. Początkowo spółka miała profil CRO-biotech, jednak dział biotechnologii onkologicznej został wydzielony w 2019 roku i obecnie funkcjonuje jako Ryvu Therapeutics [RVU PW]. Zatrudniając ok. 900 pracowników, posiadając laboratoria w Polsce i Chorwacji oraz obsługując klientów w ponad 40 krajach, Selvita należy do trzech największych przedklinicznych CRO w Europie (i jest największą w Europie Środkowej).

Selvita: liczba etatów (średnio)



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Selvita: sprzedaż według geograficznych rynków



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Selvita świadczy usługi prekliniczne CRO, stosując dwa modele płatności. Większość umów opiera się na formule full-time equivalent, w której wynagrodzenie zależy od liczby godzin pracy poświęconych projektowi oraz rodzaju świadczonych usług. Alternatywnie, część umów realizowana jest w oparciu o formułę fixed-price, z wynagrodzeniem ustalonym z klientem z góry. Ponadto, spółka koncentruje się na zwiększaniu udziału kontraktów integrated drug discovery (IDD) w strukturze sprzedaży. Są to umowy długoterminowe, wysokomarżowe, obejmujące kompleksowy zakres usług związanych z odkrywaniem leków.

Modele płatności

Cena stała

(~37% kontraktów)

- Cena za usługi jest określana z góry
- Rentowność projektu może być wysoce zmienna i zależy od jego czasu trwania oraz włożonego wysiłku

Ekwiwalent pełnego etatu (FTE)

(62% kontraktów)

- Cena zależy od liczby zaangażowanych naukowców oraz liczby godzin poświęconych na projekt
- Rentowność jest wysoce przewidywalna

Laboratoria Selvita znajdują się w Polsce (~650 etatów) oraz Chorwacji (~200 etatów). Naszym zdaniem bliskość ważnych ośrodków biotechnologicznych, takich jak Cambridge-Oxford (UK), Bazylea (Szwajcaria) i Kopenhaga (Dania), stanowi jedną z kluczowych przewag w porównaniu do CRO spoza UE (szczególnie chińskich). Laboratoria Selvita znajdują się w Polsce (~650 etatów) oraz Chorwacji (~200 etatów). Naszym zdaniem bliskość ważnych ośrodków biotechnologicznych, takich jak Cambridge-Oxford (UK), Bazylea (Szwajcaria) i Kopenhaga (Dania), stanowi jedną z kluczowych przewag w porównaniu do CRO spoza UE (szczególnie chińskich).

Selvita: bliskość globalnych hubów biotechnowych

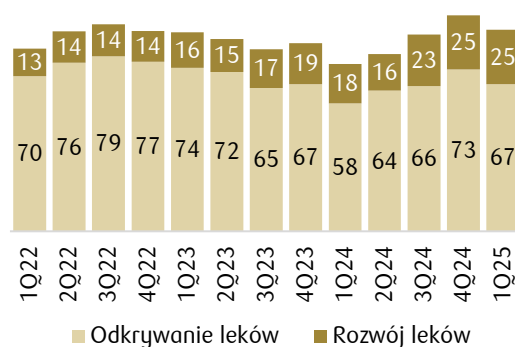


Struktura przychodów jest ukierunkowana na odkrywanie leków; rozwój leków stanowi rosnącą część

Selvita prowadzi działalność w dwóch głównych segmentach: **odkrywanie leków** oraz **rozwój leków**.

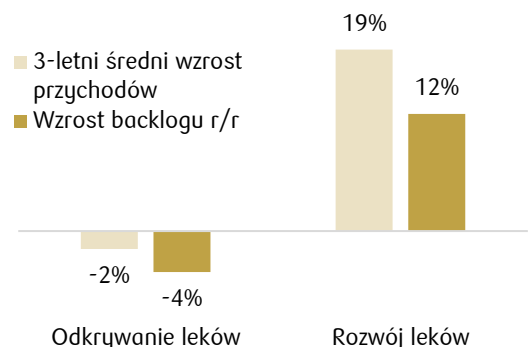
- Segment **odkrywania leków** oferuje zintegrowane rozwiązania badawczo-rozwojowe, obejmujące identyfikację trafrów, optymalizację związków wiodących oraz chemię medyczną, wspierane przez biologię strukturalną, modelowanie komputerowe i profilowanie ADME/DMPK. Segment koncentruje się na onkologii, chorobach zapalnych i włókniejących oraz chorobach zakaźnych.
- Segment **rozwoju leków** świadczy usługi analityczne i regulacyjne wspierające rozwój kandydatów do badań klinicznych, obejmujące opracowywanie metod, badania stabilności i bioanalizy, mikrobiologię, formulację, kontrolę jakości oraz produkcję GMP na małą skalę. Dzięki PozLab Selvita rozszerzyła działalność o CDMO i biologiczne produkty lecznicze, oferując rozwój procesów, skalowanie, produkcję GMP oraz badania uwalniania dla małych cząsteczek.

Selvita: przychodów wg segmentów (mln PLN)



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Wzrost przychodów/backlogu w 1Q25 wg segmentów



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Zakres obszarów terapeutycznych i modalności

Doświadczenie terapeutyczne Selvita koncentruje się głównie na projektach **onkologicznych** (dziedzictwo sprzed wydzielenia Ryvu skupiającego się na onkologii), a także na chorobach **autoimmunologicznych, zakaźnych i układu oddechowego** (po przejęciu Fidelty). Ponadto spółka pracuje nad wzmocnieniem kompetencji w zakresie zaburzeń **ośrodkowego układu nerwowego (CNS)**. Wymienione obszary terapeutyczne stanowią ponad 60% globalnego pipeline'u.

Jeśli chodzi o różne modalności, Selvita świadczy usługi w zakresie **małych cząsteczek** oraz, w znacznie mniejszym stopniu, **leków biologicznych** (głównie w dziale badań regulacyjnych). Te dwie grupy stanowią ponad 80% wszystkich projektów w globalnym pipeline, choć ostatni gwałtowny wzrost liczby nowych i bardzo obiecujących modalności powinien skłonić spółkę do stopniowego poszerzania kompetencji. W zakresie modalności nowej generacji Selvita posiada pewne doświadczenie w koniugatach przeciwciało-lek oraz ukierunkowanej degradacji białek, choć jest ono bardzo ograniczone.

Selvita: przegląd oferowanych obszarów terapeutycznych i modalności

	Małocząsteczkowe	Leki biologiczne	RNA	CGT	ADC	TPD
Onkologia	✓	✓	X	X	✓	X
CNS	✓	n.a.	n.a.	X	n.a.	X
Immunologia	✓	✓	X	X	X	✓
Zakaźny	✓	✓	X	X	X	n.a.
Oddechowy	✓	✓	X	X	X	n.a.
Metaboliczny	X	X	X	X	X	n.a.
Inne	X	X	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

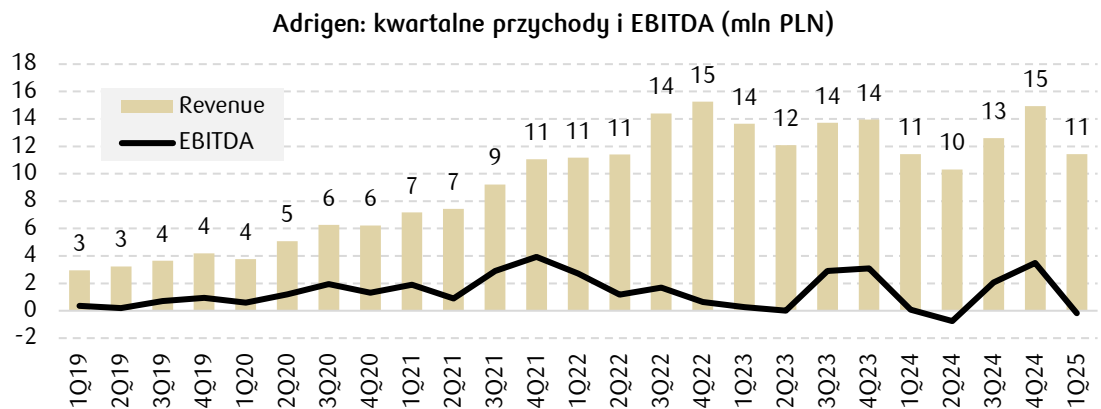
Źródło: BM PKO BP

CGT - terapie komórkowe/genowe, ADC - koniugaty przeciwciało-lek, TPD - celowana degradacja białek

Ardigen: spółka zależna skoncentrowana na AI

Poza działalnością podstawową, Selvita posiada ekspozycję na bardzo obiecujący rynek narzędzi AI w rozwoju leków poprzez swoją spółkę zależną Ardigen, która była konsolidowana do końca 2022 r. Ardigen została założona w 2015 r. jako wydzielenie działu bioinformatyki Selvity i zatrudnia ponad 150 pracowników z różnych dziedzin (biolodzy, chemicy, specjaliści IT, statystycy). Spółka oferuje: 1) usługi rozwoju i integracji narzędzi AI dla klientów z sektora biotechnologii/farmacji oraz 2) dwie własne platformy do profilowania fenotypowego i odkrywania związków biologicznych.

Selvita posiada 47% udziałów w Ardigen (oraz 54% głosów), które wyceniamy na 80 mln PLN. Pozostała część jest kontrolowana przez założycieli Ardigen, w tym prezesa Janusza Homę oraz członka rady nadzorczej Selvity Krzysztofa Brzózki.



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Ryzyka inwestycyjne

- Przedłużający się kryzys w finansowaniu biotechnologii, związany z niepewnym rozwojem przyszłych stóp procentowych oraz wieloma innymi czynnikami.
- Ryzyko konkurencji – rynek CRO jest wysoce konkurencyjny, z udziałem globalnych i regionalnych graczy oferujących podobne usługi. Presja cenowa i wyzwania związane z utrzymaniem klientów mogą wpływać na marżę.
- Negatywne regulacje (np. Biosecurity Act dla Wuxi Apptec) mogą istotnie wpłynąć na popyt na usługi konkretnej firmy CRO.
- Ryzyko walutowe: Selvita generuje większość przychodów w USD i EUR.
- Realizacja transakcji M&A: wzrost poprzez akwizycje jest jednym z kluczowych filarów strategii Selvity i wiąże się z ryzykiem nieudanych transakcji.
- Zależność od wykwalifikowanej kadry: wysokiej jakości talenty naukowe są kluczowe dla budowania przewagi konkurencyjnej w branży CRO. Nie jest w pełni pewne, czy Polska będzie optymalnym krajem dla tego typu działalności ze względu na brak uczelni o najwyższym poziomie.
- Zmieniające się trendy w biotechnologii: Selvita posiada największe doświadczenie w badaniach onkologicznych oraz infekcyjnych/zapalnych, a także w lekach małocząsteczkowych. W kolejnych latach mogą dominować inne wskazania i rodzaje leków, przez co Selvita może utracić przewagi konkurencyjne.

FINANSE I PROGNOZY

młn PLN	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Rachunek zysków i strat																
Revenues	104.5	141.9	315.7	364.6	351.9	345.8	375.0	416.5	468.6	520.9	579.2	644.2	707.4	771.8	836.5	900.8
Wzrost r/r	-	36%	122%	15%	-3%	-2%	8%	11%	13%	11%	11%	11%	10%	9%	8%	8%
Odkrywanie leków	-	-	-	302.6	277.6	260.7	272.1	301.0	341.7	381.5	426.0	475.9	522.5	568.6	613.3	655.5
Rozwój leków	-	-	-	55.0	67.2	82.0	99.7	112.1	123.3	135.6	149.2	164.1	180.5	198.6	218.4	240.3
Skorygowana EBITDA	24.8	33.1	85.8	106.2	73.7	55.8	60.3	88.4	110.9	127.1	141.3	157.1	172.5	188.4	204.4	220.4
Wzrost r/r	-	34%	159%	24%	-31%	-24%	8%	47%	26%	15%	11%	11%	10%	9%	9%	8%
Odkrywanie leków	-	-	-	88.3	52.4	33.8	31.6	55.9	75.2	87.7	98.0	109.5	120.2	130.8	141.1	150.8
Rozwój leków	-	-	-	17.9	21.3	22.1	28.8	32.5	35.8	39.3	43.3	47.6	52.4	57.6	63.3	69.7
Marża skorygowanej EBITDA	23.7%	23.3%	27.2%	29.1%	21.0%	16.1%	16.1%	21.2%	23.7%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.5%
Wzrost r/r	-	-0.4%	3.9%	2.0%	-8.2%	-4.8%	-0.1%	5.1%	2.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Odkrywanie leków	-	-	-	29.2%	18.9%	13.0%	11.6%	18.6%	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Rozwój leków	-	-	-	32.6%	31.7%	26.9%	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
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
EBITDA	24.8	33.1	54.3	75.4	62.2	52.6	58.4	87.9	110.9	127.1	141.3	157.1	172.5	188.4	204.4	220.4
Amortyzacja	10.8	13.5	27.5	35.5	45.5	53.1	56.2	56.9	58.2	59.7	65.9	70.8	72.8	74.8	76.7	78.7
EBIT	14.0	19.5	26.9	39.9	16.7	-0.5	2.2	31.0	52.8	67.4	75.4	86.2	99.7	113.6	127.7	141.8
Wzrost r/r	27%	40%	37%	49%	-58%	n.m.	n.m.	14x	70%	28%	12%	14%	16%	14%	12%	11%
Koszty finansowe	0.4	0.7	4.7	4.5	1.0	8.8	7.8	6.5	4.8	6.9	8.9	7.7	6.8	6.3	5.6	4.6
PBT	14.2	19.3	22.2	35.5	15.8	-9.3	-5.7	24.5	47.9	60.5	66.5	78.5	92.9	107.3	122.1	137.1
Wzrost r/r	18%	36%	15%	60%	-56%	n.m.	n.m.	n.m.	96%	26%	10%	18%	18%	16%	14%	12%
Podatek dochodowy	-0.5	-1.1	2.8	6.8	-2.7	-4.4	-1.1	4.7	9.1	11.5	12.6	14.9	17.6	20.4	23.2	26.1
Udział mniejszości	0.7	1.9	3.3	0.0	0.0	0.0	0.8	3.3	2.0	5.5	7.3	9.6	12.7	17.1	22.7	29.6
Zysk netto	14.0	18.5	16.0	28.7	18.4	-4.9	-5.4	16.6	36.8	43.5	46.6	54.0	62.5	69.8	76.2	81.5
Skorygowany zysk netto	14.0	18.5	47.5	59.5	30.0	-1.7	-3.5	17.0	36.8	43.5	46.6	54.0	62.5	69.8	76.2	81.5
Wzrost r/r	30%	32%	157%	25%	-50%	n.m.	n.m.	n.m.	117%	18%	7%	16%	16%	12%	9%	7%
Przepływy pieniężne																
Operacyjne przepływy pieniężne	4	29	85	75	79	64	50	70	90	98	107	119	130	140	148	156
Capex	1	15	25	101	74	19	21	24	26	128	133	37	37	38	38	38
Wydatki M&A	0	0	134	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
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%	3.1%	6.3%	6.3%	6.3%
Bilans																
Dług netto	11	-62	92	134	165	190	196	186	161	230	297	258	228	210	185	155
Dług netto/EBITDA	0.5x	-1.9x	1.1x	1.3x	2.2x	3.4x	3.2x	2.1x	1.4x	1.8x	2.1x	1.6x	1.3x	1.1x	0.9x	0.7x

Źródło: Selvita, BM PKO BP

PRZYCHODY:

- Segment odkrywania leków powinien odnotować ok. 1% spadku przychodów r/r w 2H25 oraz 4% wzrost w roku 2025 (backlog wskazuje na 6% spadku r/r, ale oczekujemy istotnej poprawy w 2H25). Następnie prognozujemy wzrost przychodów o 15%/14%/12% w latach 2026/27/28F, napędzany rosnącym finansowaniem biotechnologicznym oraz zainteresowaniem firm farmaceutycznych projektami we wczesnej fazie.
- Segment rozwoju leków powinien odnotować ok. 1% spadku przychodów r/r w 2H25 oraz 4% wzrost w roku 2025 (backlog wskazuje na 6% spadku r/r, ale oczekujemy istotnej poprawy w 2H25). Następnie oczekujemy wzrostu przychodów o 13%/10%/10% w latach 2026/27/28F, ponieważ Selvita powinna skupić się bardziej na rozwoju usług na późniejszych etapach.

KOSZTY:

- Dostrzegamy również potencjał do inicjatyw oszczędnościowych, ponieważ: 1) średnie zatrudnienie pozostaje stabilne od końca 2022 pomimo trudnych warunków rynkowych oraz

2) dostrzegamy kilka jednostek biznesowych (jak onkologia in vivo w Krakowie czy chemia, która była rozwijana na przełomie 2024/25), które nie realizują założeń. Zakładamy, że całkowite potencjalne oszczędności mogą sięgnąć ok. 10 mln PLN rocznie od 2026, w całości w segmencie odkrywania leków.

- Strukturę kosztów Selvity dominują koszty pracownicze (50% całości), gdzie widzimy największy potencjał do oszczędności. Poza tym uważamy, że koszty usług zewnętrznych oraz amortyzacji (głównie leasing) mogą spaść r/r w 2026.

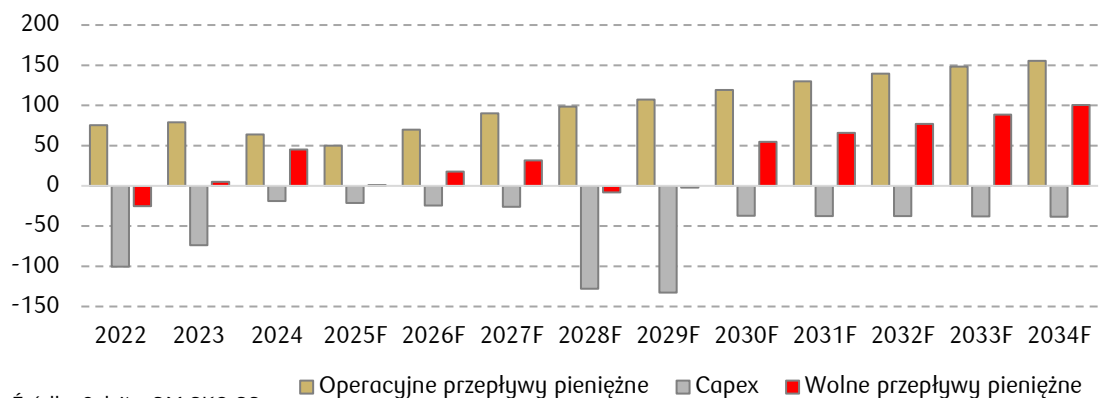
EBITDA

- Zakładamy odbudowę marży EBITDA do poziomu 21,2% w 2026 oraz ok. 24,5% w długim terminie (obniżone z wcześniej zakładanych 27%).

WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE

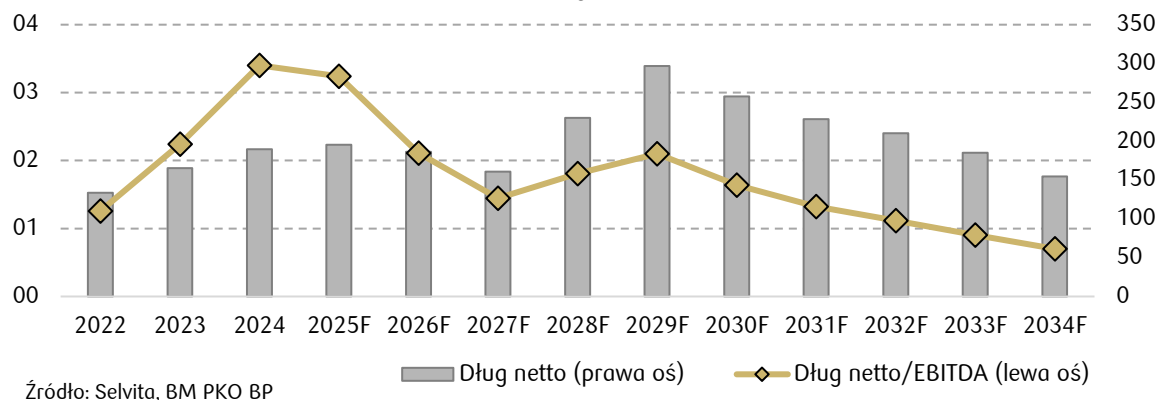
- Prognozy nakładów inwestycyjnych obejmują nakłady odtworzeniowe na poziomie 2,5% przychodów, nakłady rozwojowe na poziomie 3,0% w 2025F i 3,5% w kolejnych latach, a także budowę jednego laboratorium B+R w latach 2028-29F za łącznie 200 mln PLN (z czego 50% finansowane dotacjami).
- Zakładamy brak wydatków na M&A.

Selvita: generacja gotówki (mln PLN)



DŁUG NETTO

Selvita: dług netto (mln PLN)



Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	142	316	365	352	346	375	416	469	521
EBITDA	33	54	75	62	53	58	88	111	127
Skorygowana EBITDA	33	86	106	74	56	60	88	111	127
Zysk z działalności operacyjnej	20	27	40	17	0	2	31	53	67
Saldo działalności finansowej	1	5	4	1	9	8	7	5	7
Zysk przed opodatkowaniem	19	22	35	16	-9	-6	24	48	60
Podatek dochodowy	-1	3	7	-3	-4	-1	5	9	11
Zyski (straty) mniejszości	2	3	0	0	0	1	3	2	6
Zysk (strata) netto	18	16	29	18	-5	-5	17	37	43
Skorygowany zysk (strata) netto	18	47	59	30	-2	-3	17	37	43
Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa Trwałe	76	277	382	485	518	517	521	527	635
Wartości niematerialne i prawne	1	37	35	30	27	27	27	28	28
Rzeczowe aktywa trwałe	62	150	258	308	315	319	329	343	461
Pozostałe aktywa długoterminowe	13	89	89	84	102	102	102	102	102
Aktywa Obrotowe	143	179	203	151	125	185	204	241	184
Zapasy	2	2	8	7	7	7	7	8	8
Należności	34	66	99	70	79	86	95	106	118
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	14	28	22	22	21	21	21	21	21
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	93	84	74	53	23	77	86	112	42
Aktywa razem	219	456	585	636	642	702	725	769	819
Kapitał Własny	206	273	327	322	318	335	372	416	462
Kapitały mniejszości	5	9	11	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania	66	250	312	309	320	384	390	397	404
Zobowiązania długoterminowe	33	155	189	215	115	175	175	175	175
Kredyty i pożyczki	28	145	172	178	76	136	136	136	136
Pozostałe rezerwy	0	3	11	34	36	36	36	36	36
Zobowiązania krótkoterminowe	33	96	123	94	206	209	215	222	229
Kredyty i pożyczki	13	35	41	47	143	143	143	143	143
Pozostałe rezerwy	10	30	32	16	16	16	16	16	16
Zobowiązania handlowe i pozostałe	10	31	49	31	46	50	55	62	69
Pasywa razem	219	456	585	636	642	702	725	769	819
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	29	85	75	79	64	50	70	90	98
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-25	-162	-80	-65	-37	-21	-24	-26	-128
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	75	67	-6	-31	-57	25	-36	-38	-40
Wskaźniki (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
ROE	10,3%	6,7%	9,5%	5,7%	-1,5%	-1,7%	4,7%	9,4%	9,9%
Dług netto	-61,9	92,0	133,7	165,3	189,8	195,5	186,4	160,7	230,0

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowo 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

Biurowo 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 Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@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 rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

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

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja 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.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

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% pakiety 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. Modele 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.

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 nieoczekiwanego 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.

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 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 rozdzielanie 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.

Ilekoć 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”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P	
Oponeo	Kupuj	2025-08-25	120,00	92,40	1006,7	8,9	11,6	9,8	6,3	7,7	5,8	Piotr Łopaciuk
Text	Trzymaj	2025-09-10	57,00	53,45	1367,33	11,2	11,3	11,4	6,4	8,2	8,2	Andrzej Rembelski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	2025-09-10	34	28,40	653,2	40,2	20,3	18,9	11,9	7,4	6,8	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Sprzedaj	2025-09-11	8,3	9,31	645,1	9,2	nm	nm	4,1	16,5	7,0	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Kupuj	2025-09-11	41	31,90	585,5	nm	37,9	17,6	21,0	9,6	7,8	Dawid Górzyński

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu