

Chwilowa słabość jest okazją do kupna

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla Selvity, obniżając cenę docelową do 42 PLN/akcję, co odzwierciedla: 1) obniżenie długoterminowej ścieżki EBITDA o 8% po słabym 1Q26 oraz 2) wojnę w Iranie, która stanowi nowe ryzyko dla branży CRO. Jednak po ostatnim załamaniu kursu akcji widzimy doskonały moment do kupna, z potencjałem wzrostu 43%. Słabość EBITDA w 1Q26 jest przejściowa i oczekujemy istotnej poprawy już w 2Q26. Fundamenty dalszego ożywienia rynku CRO pozostają mocne. Ponadto, ostatnia przecena spółek porównawczych wynikała głównie z czynników specyficznych, a obciążała również kurs Selvity.

Słabość w 1Q26 jest przejściowa i stanowi dobrą okazję do kupna

Selvita opublikowała słabe wstępne dane za 1Q26, z ponad 40% spadkiem EBITDA kdk do 10-13 mln PLN, co skłania nas do obniżenia prognoz na ten rok. 1Q26 przyniósł jednak tylko chwilową słabość (prawdopodobnie ze względu na dłuższe negocjacje z klientami oraz odbudową rynku IPO dopiero od lutego 2026) i nie wpływa istotnie na nasze prognozy średnioterminowe. Portfel zamówień sugeruje poprawę wyników w 2Q26, z przychodami na poziomie 91 mln PLN i EBITDA 18 mln PLN. Odbudowa rynku CRO pozostaje naszym kluczowym założeniem na 2H26, ze względu na: 1) wciąż dobre perspektywy do pozyskiwania kapitału przez spółki biotechowe, 2) optymistyczny komentarze SLV odnośnie do bieżącej kontraktacji.

Fundamenty odbudowy rynku CRO są solidne mimo wojny w Iranie

Amerkański indeks biotechnologiczny (XBI) wzrósł o 1% od początku wojny w Iranie i pozostaje blisko kilkuletnich maksimów (~50% powyżej 3-letniej średniej). IPO spółek biotechowych na NASDAQ osiągnęły rekordowy poziom w 1Q26, a po pewnym przestoju w ostatnich tygodniach, w 2Q26 pojawiły się dwa nowe wnioski o IPO (Kailera i Alamar), każde na >100 mln USD. Powinno to wspierać dalszą odbudowę finansowania spółek biotechowych, a co za tym idzie – backlogów CRO. Niemniej jednak, przyznajemy, że ryzyko obecnie wzrosło, a przedłużająca się wojna w Iranie może zwiększyć awersję do ryzyka i pogorszyć sentyment wobec branży.

Wyceny spółek porównawczych obciążone są czynnikami specyficznymi

Wyceny spółek porównawczych dla Selvity są pod silną presją od początku roku, jednak zauważamy, że spadek wycen w dużej mierze wynika z czynników specyficznych. Należą do nich: 1) wyższe niż oczekiwano koszty restrukturyzacji w Evotec, 2) zbycie aktywów i zmiana CEO w Charles River, 3) zagrożenie ze strony AI dla 40% przychodów IQVIA, 4) dochodzenie księgowo w ICON. Przy braku podobnych ryzyk i lepszych perspektywach wzrostu, obecny wskaźnik P/E=24x (spadający do 9x w 2028F) Selvity postrzegamy jako okazję.

mln PLN	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	346	371	386	450	518
EBITDA	53	67	86	111	133
Skorygowana EBITDA	56	69	86	111	133
EBIT	0	13	32	56	77
Zysk netto	-5	3	23	45	57
Skorygowany zysk (strata) netto	-2	5	23	45	57
P/E	nm	215,6	23,6	11,8	9,4
P/BV	3,5	2,2	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA	20,9	13,9	7,7	5,6	5,0
EPS	-0,27	0,18	1,24	2,47	3,12
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	11	31	27	38	-2
CAPEX	-19	-7	-31	-35	-124

Źródło: Spółka, BM PKO BP



Data publikacji

08 kwietnia 2026, 07:39

Informacje

Kurs akcji (PLN)	29,30
Upside	43%
Liczba akcji (mln)	18,36
Kapitalizacja (mln PLN)	538
Free float	74%
Free float (mln PLN)	397
Free float (mln USD)	107
EV 2026 (mln PLN)	659
Dług netto 2026 (mln PLN)	121

Tickery

Bloomberg	SLV PW Equity
Reuters	SLVPWA

Ranking ESG

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

Dywidenda

Stopa dywidendy	0,0%
Ex-div	-

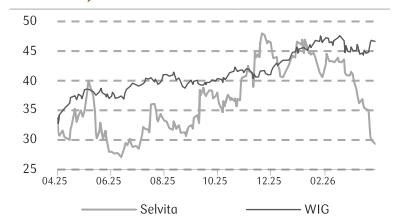
Główni akcjonariusze

Paweł Przewięźlikowski	16,0%
NN OFE	10,4%
Allianz TFI	9,1%
Bogusław Siczkowski	5,2%

Poprzednie rekomendacje

Kupuj	26.11.25	55,0
Kupuj	11.09.25	41,0

Kurs akcji



1m | 6m | 12m -28% | -22% | -13%

Min | Max 52 tyg. (PLN) 27,1 | 48,0

Średni dzienny obrót (mln PLN) 1,22

Analityk

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
Rachunek zysków i strat																
Przychody	104.5	141.9	315.7	364.6	351.9	345.8	370.6	386.3	450.1	517.8	584.4	641.2	703.6	772.2	847.7	913.9
Zmiana r/r	-	36%	122%	15%	-3%	-2%	7%	4%	17%	15%	13%	10%	10%	10%	10%	8%
Odkrywanie leków	-	-	-	302.6	277.6	260.7	261.5	256.0	297.2	345.5	395.3	433.4	475.4	521.6	572.4	611.5
Rozwój leków	-	-	-	55.0	67.2	82.0	103.4	124.3	146.6	165.7	182.3	200.5	220.5	242.6	266.8	293.5
Skorygowana EBITDA	24.8	33.1	85.8	106.2	73.7	55.8	69.0	85.6	111.0	132.8	153.6	168.6	185.1	203.3	223.3	241.2
Zmiana r/r	-	34%	159%	24%	-31%	-24%	24%	24%	30%	20%	16%	10%	10%	10%	10%	8%
Odkrywanie leków	-	-	-	88.3	52.4	33.8	38.9	48.1	65.4	81.2	96.8	106.2	116.5	127.8	140.2	149.8
Rozwój leków	-	-	-	17.9	21.3	22.0	30.1	37.4	45.5	51.4	56.5	62.1	68.4	75.2	82.7	91.0
Marża skorygowanej EBITDA	23.7%	23.3%	27.2%	29.1%	21.0%	16.1%	18.6%	22.2%	24.7%	25.6%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.4%
Zmiana r/r	-	-0.4%	3.9%	2.0%	-8.2%	-4.8%	2.5%	3.6%	2.5%	1.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Odkrywanie leków	-	-	-	29.2%	18.9%	13.0%	14.9%	18.8%	22.0%	23.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
Rozwój leków	-	-	-	32.6%	31.7%	26.8%	29.1%	30.1%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
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	67.0	85.2	111.0	132.8	153.6	168.6	185.1	203.3	223.3	241.2
Amortyzacja	10.8	13.5	27.5	35.5	45.5	53.1	54.5	54.0	54.8	56.2	70.7	83.9	83.3	82.7	82.4	82.1
EBIT	14.0	19.5	26.9	39.9	16.7	-0.5	12.5	31.2	56.2	76.6	82.9	84.7	101.9	120.6	140.9	159.1
Zmiana r/r	27%	40%	37%	49%	-58%	n.m.	n.m.	149%	80%	36%	8%	2%	20%	18%	17%	13%
Koszty finansowe	0.4	0.7	4.7	4.5	1.0	8.8	10.9	9.7	6.2	7.9	9.9	6.0	2.8	1.5	0.1	-1.2
PBT	14.2	19.3	22.2	35.5	15.8	-9.3	1.6	21.5	50.0	68.7	73.0	78.7	99.1	119.0	140.8	160.3
Zmiana r/r	18%	36%	15%	60%	-56%	n.m.	n.m.	1220%	132%	37%	6%	8%	26%	20%	18%	14%
Podatek dochodowy	-0.5	-1.1	2.8	6.8	-2.7	-4.4	-1.6	0.0	5.0	10.3	11.0	11.8	14.9	17.9	21.1	24.0
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
Zysk netto	14.0	18.5	16.0	28.7	18.4	-4.9	3.2	22.3	45.4	57.3	59.6	64.0	80.7	96.4	113.4	128.3
Skorygowany zysk netto	14.0	18.5	47.5	59.5	30.0	-1.7	5.2	22.8	45.4	57.3	59.6	64.0	80.7	96.4	113.4	128.3
Zmiana r/r	30%	32%	157%	25%	-50%	n.m.	n.m.	341%	99%	26%	4%	7%	26%	19%	18%	13%
Przepływy pieniężne																
Operacyjne przepływy pieniężne	4.3	29.4	85.4	75.4	79.0	64.1	73.3	75.8	94.1	107.2	124.4	143.4	159.1	173.8	190.1	205.9
Capex	1.2	15.0	25.5	100.6	73.8	18.7	7.1	31.2	34.8	123.7	129.8	50.2	50.9	51.8	52.7	53.6
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
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%	5.1%	13.7%	16.0%	19.1%
Bilans																
Dług netto	11.4	-61.9	92.0	133.7	165.3	189.8	139.2	120.8	88.2	131.9	164.9	99.5	46.7	25.8	2.2	-20.0
Dług netto/EBITDA	0.5x	-1.9x	1.1x	1.3x	2.2x	3.4x	2.0x	1.4x	0.8x	1.0x	1.1x	0.6x	0.3x	0.1x	0.0x	-0.1x

Źródło: Selvita, BM PKO BP

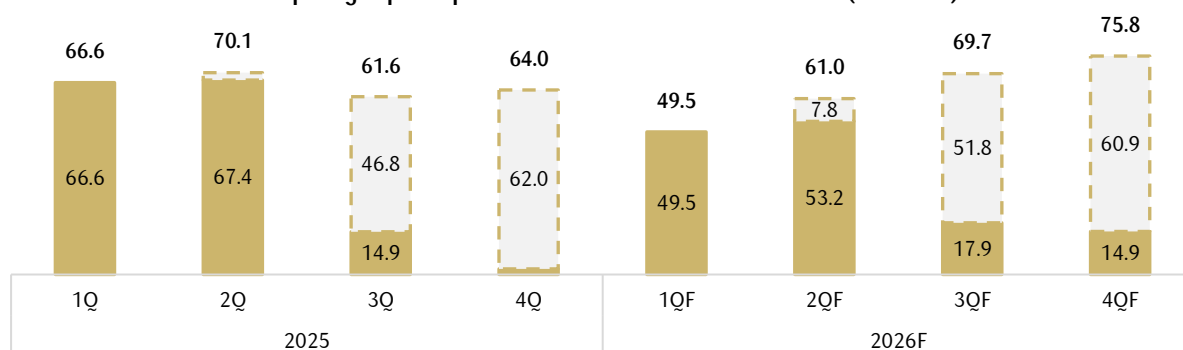
Kurs akcji Selvity spadł o 32% od początku roku, co wiążemy z: 1) niedawno ogłoszonym ostrzeżeniem o niższym zysku za 1Q26, 2) wybuchem wojny w Iranie, która może opóźnić odbudowę rynku CRO oraz 3) spadkiem wycen spółek porównywalnych. W tym kontekście podtrzymujemy rekomendację Kupuj z potencjałem wzrostu na poziomie 40%, ponieważ uważamy, że rynek pomija wiele pozytywnych aspektów, a profil ryzyka i zysku jest asymetryczny.

1. Słabość w 1Q26 jest przejściowa i stanowi dobrą okazję do wejścia

Selvita opublikowała rozczarowujące wstępne wyniki za 1Q26, wskazujące na przychody w wysokości 78-82 mln PLN (spadek o 14-18% kw./kw.) oraz EBITDA na poziomie 10-13 mln PLN (spadek o 41-54% kw./kw.). Podczas gdy segment rozwoju leków rośnie stabilnie, przyglądamy się bliżej segmentowi odkrywania leków i wydaje się, że słabość w 1Q26 będzie jedynie przejściowa, a przychody i EBITDA powinny w 2Q26 powrócić do poziomów z 2H26. Wynika to z:

- **analizy backlogu segmentu:** na dzień 28 marca Selvita wykazała portfel zamówień o wartości 130,5 mln PLN, co przy naszej prognozie przychodów na 1Q26 w wysokości 49,5 mln PLN sugeruje ok. 81 mln PLN na 2Q-4Q. Dodatkowy kontrakt o wartości ok. 5 mln PLN został podpisany 2 kwietnia, co zwiększa łączną wartość do 86 mln PLN. Biorąc pod uwagę harmonogram 5 znaczących kontraktów podpisanych od listopada (o łącznej wartości 65 mln PLN), szacujemy, że ok. 53 mln PLN powinno zostać zrealizowane w 2Q26, a 32 mln PLN w 2H26.
- **obecny lejek sprzedażowy:** według informacji od zarządu liczba prowadzonych rozmów kontraktowych (lejek sprzedażowy) jest lepsza niż rok temu i wiele z nich może wkrótce się zakończyć.

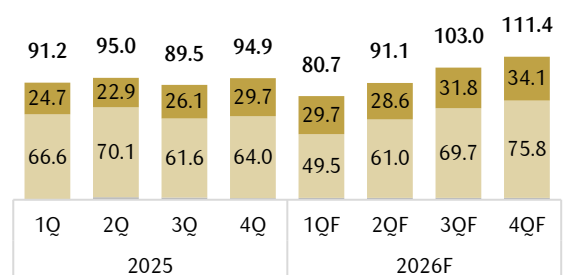
Segment odkrywania leków: szacowana część przychodów/prognozy przychodów pokryta przez portfel zamówień na koniec marca (mln PLN)



Źródło: Selvita, BM PKO BP

Zakładamy, że w okresie 2-4Q26 tempo kontraktowania przyspieszy i Selvita pozyska jeszcze ok. 113 mln PLN nowych zleceń do końca 2026 (wobec 108 mln PLN rok temu). Z tego mniej niż 8 mln PLN powinno przypaść na 2Q26 (wobec zaledwie 3 mln PLN rok temu w 2Q, ponieważ w kwietniu-maju 2025 nastąpiło załamanie na rynku CRO). Jeśli chodzi o perspektywę na 2H26, oczekujemy, że ostatnie ożywienie na rynku IPO przełoży się na wyższy popyt ze strony klientów z sektora biotechnologicznego. Rzeczywiście, ostatnie działania marketingowe spółki były silnie skoncentrowane na spółkach farmaceutycznych, więc Selvita musi nadrobić zaległości w relacjach z klientami biotechnologicznymi w nadchodzących miesiącach.

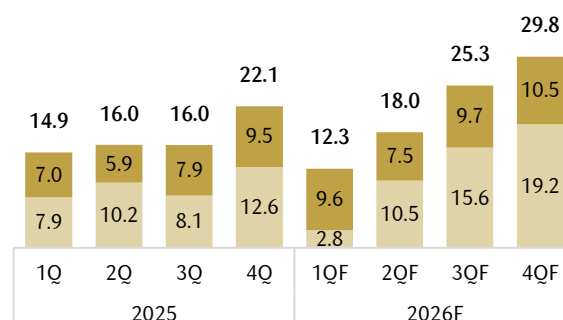
Selvita: przychody segmentów (mln PLN)



■ Segment rozwoju leków
■ Segment odkrywania leków
■ Pozostałe

Źródło: Selvita, BM PKO BP

Selvita: adj. EBITDA segmentów (mln PLN)



■ Segment odkrywania leków
■ Segment rozwoju leków
■ Pozostałe

Źródło: Selvita, BM PKO BP

Przypominamy również, że przy stosunkowo stabilnej bazie kosztowej (zakładamy, że w 1Q26 zrealizowano większość oszczędności kosztowych zapowiedzianych w programie o wartości 27 mln PLN uruchomionym w połowie 2025) oraz wysokiej dźwigni operacyjnej (~20-25% kosztów jest zmiennych i istnieje znacząca rezerwa mocy produkcyjnych), oczekiwane odbicie przychodów z 81 mln PLN w 1Q26F do 111 mln PLN w 4Q26F powinno przełożyć się na znaczącą poprawę marży EBITDA.

2. Perspektywy rynku CRO są lepsze, niż się wydaje

Konflikt w Iranie wprowadził dodatkową niepewność co do odbicia rynku CRO w 2026 r. Dostrzegamy to ryzyko i uwzględniamy je w wyższych kosztach kapitału. Zwracamy jednak uwagę, że kluczowe wskaźniki odbudowy rynku pozostają solidne, co wspiera nasze pozytywne nastawienie wobec Selvity.

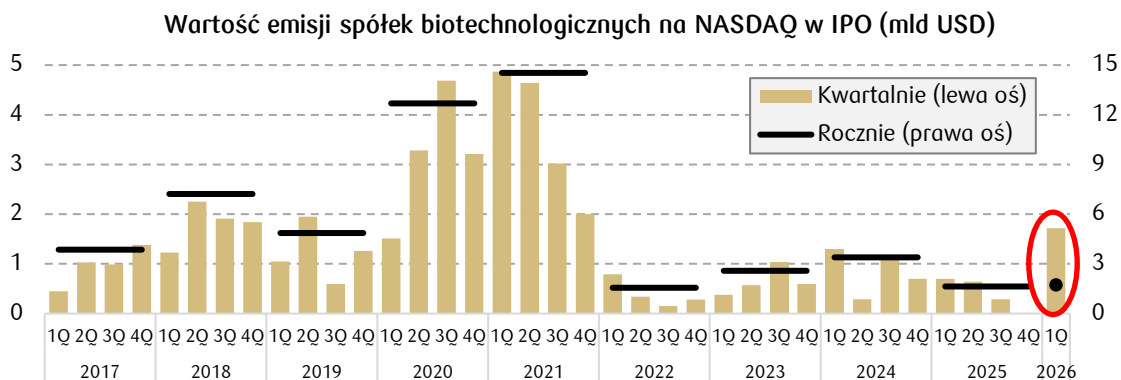
Po pierwsze, **indeks amerykańskich spółek biotechnologicznych (XBI) wzrósł o 1% od 28 lutego** i utrzymuje się w pobliżu kilkuletnich maksimów (~50% powyżej 3-letniej średniej). Stwarza to korzystne warunki dla spółek do pozyskiwania nowego kapitału.

Indeks spółek biotechnologicznych (XBI)



Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

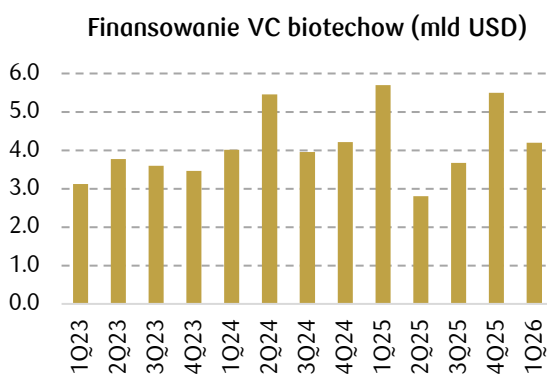
Po drugie, **debiuty spółek biotechowych na NASDAQ osiągnęły w 1Q26 kilkuletni rekord** – 6 transakcji o wartości 1,7 mld USD (wobec średnio 0,6 mld w latach 2022-25). Po pewnym zastoju w ostatnich tygodniach, w 2Q26 pojawiły się dwa nowe zgłoszenia IPO (Kilera i Alamar), z których każde ma na celu pozyskanie ponad 100 mln USD. Daje to łącznie 8 transakcji wobec 11 w całym 2025 roku, a zauważamy, że późna wiosna (maj-czerwiec) i jesień (wrzesień-październik) to szczególnie istotne okresy dla IPO.



Źródło: EvaluatePharma, BM PKO BP

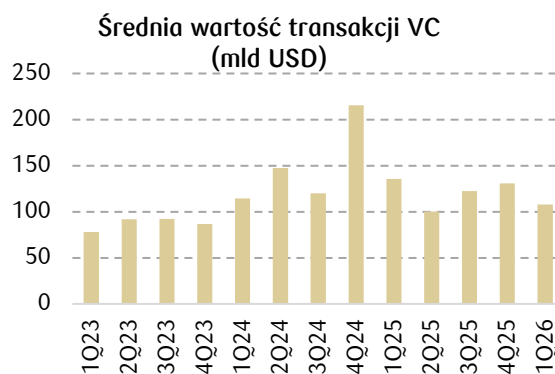
Rynek finansowania VC pozostaje selektywny i nieregularny, ale stabilny. W 1Q26 część podaży mogła zostać skonsumowana przez transakcje IPO, które stanowią alternatywne źródło finansowania dla spółek biotechnologicznych.

Po trzecie, rynek M&A w sektorze biotechnologicznym był wyjątkowo silny w marcu 2026, pomimo wojny w Iranie – odnotowano 7 dużych akwizycji o łącznej wartości 29 mld USD. Wskazuje to na rosnący apetyt firm farmaceutycznych na projekty we wczesnej fazie rozwoju oraz pilną potrzebę wzmocnienia portfeli projektów. Co istotne, żadna z tych transakcji nie dotyczyła chińskich spółek biotechnologicznych (które z większym prawdopodobieństwem dają zlecenia chińskim CRO), dlatego uważamy, że strumień środków do potencjalnych klientów Selvity będzie większy.



* tylko emisje > 20 mln USD

Źródło: EvaluatePharma, BM PKO BP



* tylko emisje > 20 mln USD

Źródło: EvaluatePharma, BM PKO BP

3. Przewidywania dotyczące spółek porównywalnych wydają się mieć charakter specyficzny

Amerykańskie i europejskie CRO odnotowały w tym roku gwałtowne spadki cen akcji, spowodowane: 1) wolniejszym niż oczekiwano odbiciem w zakresie kontraktacji (co znajduje odzwierciedlenie w portfelu zamówień i prognozach na 2026), 2) zaostrzeniem konkurencji ze strony chińskich CRO po fali transakcji chińskich firm biotechnologicznych w 2025 oraz 3) rosnącym ryzykiem makro związanym z konfliktem w Iranie, który może dodatkowo opóźnić ożywienie.

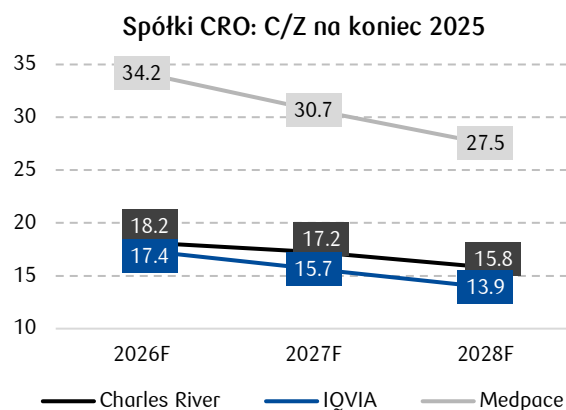
Jednakże identyfikujemy również istotne czynniki specyficzne dla poszczególnych spółek, które obciążą wyceny konkurentów Selvity, a tym samym mogły wywierać presję na względną wycenę Selvity. Należą do nich dezinvestycje aktywów i zmiany na stanowisku CEO w Charles River i Evotec (dwóch głównych konkurentów), a także zagrożenie ze strony AI dla 40% przychodów IQVIA oraz dochodzenie w sprawie potencjalnych korekt wyników za 2023-25 w ICON. Ponadto kliniczne CRO mogą ucierpieć na skutek propozycji FDA dotyczących skrócenia procesu rozwoju leków do jednego badania (zamiast trzech faz), jednak zauważamy, że przedkliniczne CRO (w tym Selvita) nie są na to narażone.

W przypadku Selvity, spadek wskaźnika P/E odpowiadał za 20 pp z około 30% spadku kursu akcji YTD. Zwracamy również uwagę, że Selvita była jednym z najniższych CRO w tym roku, a biorąc pod uwagę jej lepsze perspektywy wzrostu w długim terminie i bardziej ograniczone ryzyka inwestycyjne, dyskonto względem konkurentów za 2-3 lata może okazać się atrakcyjne.

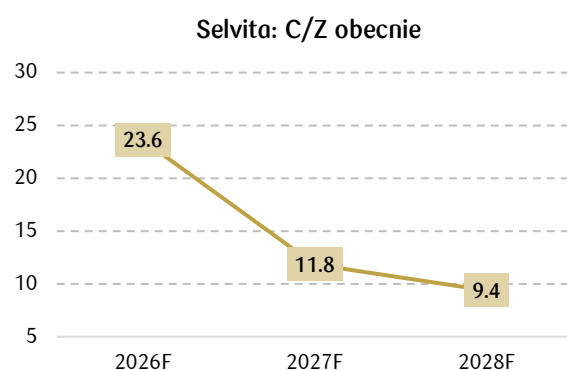
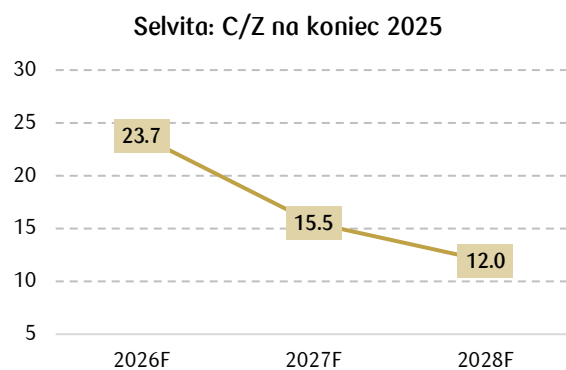
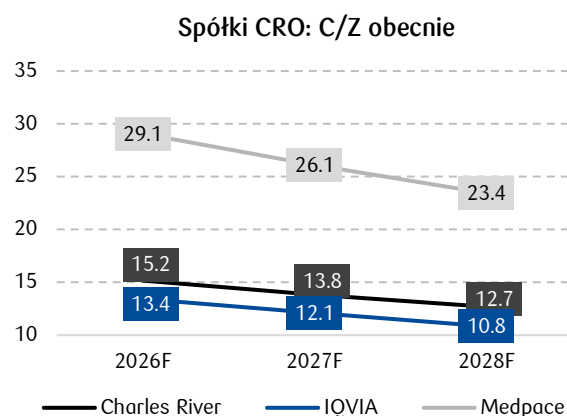
Przecena wskaźników C/Z spółek porównawczych Selvity

Spółka	Segment	Zmiana kursu YTD	C/Z 2026 (31.12.2025)	C/Z 2026 (07.04.2026)	Czynniki specyficzne, które wpłynęły na kurs akcji
Charles River	Przedkliniczne CRO	-16%	19x	15x	Zbycie istotnych aktywów (w tym laboratoriów badawczych w UE oraz CDMO) oraz zmiana na stanowisku prezesa zarządu.
Evotec	Przedkliniczne CRO	-17%	n.m.	n.m.	Rozczarowujące wytyczne na rok finansowy 2026 spowodowane trwającą transformacją biznesową. Ostatnie zmiany na stanowisku CEO i w zarządzie.
IQVIA	Kliniczne CRO (zintegrowane)	-24%	19x	13x	Ryzyka AI (Anthropic) dla usług konsultingowych, analityki danych oraz usług SaaS oferowanych przez IQVIA, które generują ~40% przychodów.
ICON	Kliniczne CRO	-40%	n.m.	n.m.	Wewnętrzne dochodzenie dotyczące zasad rachunkowości oraz potencjalna korekta wyników za lata 2023-25 (istotne ryzyko wiarygodności).
Medpace	Kliniczne CRO	-12%	38x	29x	Słabe kontraktowanie (book-to-bill) oraz stosunkowo wysoka wycena.
Selvita	Przedkliniczne CRO	-31%	24x	24x	

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP



Źródło: Bloomberg, BM PKO BP



Źródło: Selvita, BM PKO BP

WYCENA

Model DCF – Co się zmieniło?

- **Założenia WACC:** 1) stopa wolna od ryzyka w Polsce utrzymana na poziomie 5,5%, 2) premia za ryzyko rynkowe obniżona do 5,0% (poprzednio 5,5%), 3) beta podwyższona do 1,5x (poprzednio 1,2x) ze względu na wyższe ryzyka makroekonomiczne (szczególnie dla spółek biotechnologicznych).
- **Wyniki:** EBITDA obniżona o 17% w 2026F, o 12-13% w latach 2027-28 oraz o 8% w długim terminie z uwagi na: 1) rozczarowujące wyniki za 1Q26 oraz 2) wolniejsze ożywienie na rynku CRO.
- **ETR** założony na poziomie 0% w 2026, 10% w 2027 oraz 15% w długim terminie, zakładając ulgi podatkowe związane z działalnością B+R.
- **Stopa wzrostu terminalnego (g)** utrzymana na poziomie 2,5%.
- **Kursy walutowe:** kursy USD/PLN i EUR/PLN założone odpowiednio na poziomie 3,70 i 4,25.

Zmiany prognoz PKO BP

PLN m	2026F			2027F			2028F		
	Nowa	Stara	% zmiana	Nowa	Stara	% zmiana	Nowa	Stara	% zmiana
Przychody	386.3	428.6	-10%	450.1	491.7	-8%	517.8	549.8	-6%
Segment odkrywania leków	256.0	307.5	-17%	297.2	353.0	-16%	345.5	394.9	-13%
Segment rozwoju leków	124.3	114.8	8%	146.6	132.1	11%	165.7	147.9	12%
Skorygowana EBITDA	85.6	103.7	-17%	111.0	127.2	-13%	132.8	150.2	-12%
Segment odkrywania leków	48.1	69.0	-30%	65.4	84.7	-23%	81.2	102.7	-21%
Segment rozwoju leków	37.4	34.4	8%	45.5	42.3	8%	51.4	47.3	9%
Skorygowany zysk netto	22.8	33.4	-32%	45.4	51.0	-11%	57.3	66.3	-14%

Źródło: BM PKO BP

Prognozy PKO BP vs. Konsensus

PLN m	2026F				2027F			2028F		
	PKO	Kons.	różnica %	%	PKO	Kons.	różnica %	PKO	Kons.	różnica %
Revenues	386.3	412.0	-6%		450.1	470.5	-4%	517.8	n.a.	-
Adj. EBITDA	85.6	92.0	-7%		111.0	110.1	1%	132.8	n.a.	-
Adj. net income	22.8	22.8	0%		45.4	37.6	21%	57.3	n.a.	-

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%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Koszt kapitału własnego	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Koszt długu	9.0%	8.1%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Waga kapitału własnego	81.7%	85.9%	80.3%	76.5%	84.4%	92.0%	95.4%	99.6%	100.0%	100.0%
Waga długu	18.3%	14.1%	19.7%	23.5%	15.6%	8.0%	4.6%	0.4%	0.0%	0.0%
WACC	12.3%	12.3%	11.9%	11.7%	12.2%	12.6%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Model DCF

mln PLN	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2034F<
Adj. EBIT	31.6	56.2	76.6	82.9	84.7	101.9	120.6	140.9	159.1	
Podatek dochodowy	0%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
NOPLAT	31.6	50.6	65.1	70.5	72.0	86.6	102.5	119.8	135.2	138.6
CAPEX	-31.2	-34.8	-89.7	-95.8	-50.2	-50.9	-51.8	-52.7	-53.6	-49.7
Leasing	-26.2	-26.8	-27.2	-27.6	-27.8	-27.9	-27.8	-27.6	-27.3	-40.7
Amortyzacja	54.0	54.8	56.2	70.7	83.9	83.3	82.7	82.4	82.1	82.1
Zmiany w kapitale obrotowym	-1.0	-6.1	-6.2	-5.9	-4.6	-4.9	-5.3	-5.7	-4.5	-2.0
FCF	27.3	37.8	-1.9	11.9	73.4	86.2	100.4	116.2	131.9	128.4
WACC	12.3%	12.3%	11.9%	11.7%	12.2%	12.6%	12.8%	13.0%	13.0%	
Współczynnik dyskonta	0.89	0.79	0.71	0.64	0.56	0.49	0.43	0.38	0.33	
DFCF	24.3	29.9	-1.4	7.6	41.3	42.4	43.3	43.8	43.9	
Wzrost w fazie II	2.5%									
Suma DFCF - Faza I	275									
Suma DFCF - Faza II	407									
Wartość Firmy (EV)	682									
Dług netto (bez leasingów)	67									
Udziały mniejszości	0									
Wartość godziwa	661									
Liczba akcji (mln szt.)	18.4									
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	36.0									
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	42.0									
Cena bieżąca	29.3									
Oczekiwana stopa zwrotu	43%									

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
WACC	12.0%	42.0	43.3	44.8	46.3	48.1
	12.5%	40.9	42.0	43.3	44.8	46.3
	13.0%	39.8	40.9	42.0	43.3	44.8
	13.5%	38.8	39.8	40.9	42.0	43.3
	14.0%	37.9	38.8	39.8	40.9	42.0

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 materiałów	365	352	346	371	386	450	518	584
EBITDA	75	62	53	67	86	111	133	154
Skorygowana EBITDA	106	74	56	69	86	111	133	154
Zysk z działalności operacyjnej	40	17	0	13	32	56	77	83
Saldo działalności finansowej	4	1	9	11	10	6	8	10
Zysk przed opodatkowaniem	35	16	-9	2	22	50	69	73
Podatek dochodowy	7	-3	-4	-2	0	5	10	11
Zyski (straty) mniejszości	0	0	0	0	-1	0	1	2
Zysk (strata) netto	29	18	-5	3	23	45	57	60
Skorygowany zysk (strata) netto	59	30	-2	5	23	45	57	60
Bilans	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa Trwałe	382	485	518	471	474	481	576	663
Wartości niematerialne i prawne	113	102	117	113	114	115	115	116
Rzeczowe aktywa trwałe	258	308	320	280	283	289	383	469
Pozostałe aktywa długoterminowe	11	76	81	77	77	77	77	77
Aktywa Obrotowe	203	151	125	127	148	195	166	147
Zapasy	8	7	7	8	8	9	9	10
Należności	99	70	79	80	83	96	110	123
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	22	22	16	15	15	15	15	15
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	74	53	23	24	43	75	31	-1
Aktywa razem	585	636	642	598	622	676	742	809
Kapitał Własny	327	322	322	344	390	447	507	571
Kapitały mniejszości	11	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania	312	309	320	276	278	286	294	303
Zobowiązania długoterminowe	189	215	115	154	154	154	154	154
Kredyty i pożyczki	172	178	76	118	118	118	118	118
Pozostałe rezerwy	11	34	36	33	33	33	33	33
Zobowiązania krótkoterminowe	123	94	206	122	124	132	140	148
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	48	56	64	73
Pasywa razem	585	636	642	598	622	676	742	809
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	75	79	64	73	76	94	107	124
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-80	-65	-37	-9	-31	-35	-124	-130
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-6	-31	-57	-63	-26	-27	-27	-28
Wskaźniki	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
ROE	9,5%	5,7%	-1,5%	1,0%	6,2%	10,8%	12,0%	11,1%
Dług netto	134	165	190	139	121	88	132	165

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 UDOŚTĘPNIENIE

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 dochowaniem 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 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.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	42 (39%)
Trzymaj	27 (25%)
Sprzedaj	16 (15%)

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:

1. 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.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. 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.
7. PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
8. PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
9. 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.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „CEE Equity Daily”.

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

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu