

Selvita

neutralnie

usługi B+R odkrywania leków

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 76.4

Cena docelowa: 71.5

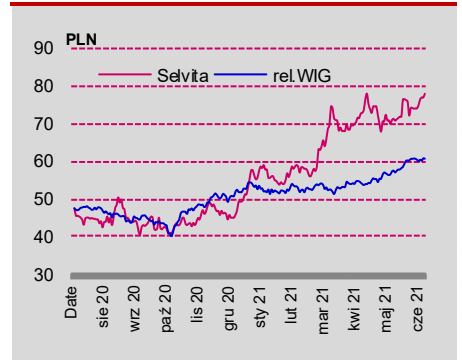
Coraz więcej wzrostu w cenie akcji

Spółka pokazała dobre wyniki w I kwartale dzięki szybkim wzrostom w części bioinformatycznej oraz lepszym od wcześniejszych oczekiwań wynikom Fidelty. Z drugiej strony segment usługowy w Polsce, pomimo wzrostu przychodów o 26.1% r/r, pokazał spadek o 3% r/r wzrostu EBITDA, co było efektem kosztów związanych z przejściem i integracją Fidelty. W związku przede wszystkim z lepszymi wynikami Fidelty w 2020 r. i solidnym początkiem roku w tej spółce, podnosimy prognozę zysku netto dla grupy Selvita na cały 2021 r. z 34.1 mln PLN do 40.1 mln PLN. Równocześnie podnosimy wycenę z 54.7 PLN do 71.5 PLN, na co wpłynął, oprócz podniesienia prognoz, wyraźny wzrost wskaźników spółek porównywalnych. Jednak przy obecnej cenie 76.4 PLN utrzymujemy rekomendację neutralnie. Uważamy, że przy tegorocznym wskaźniku C/Z na poziomie 35.0 dobre perspektywy rozwojowe spółki są już zdyskontowane w cenie.

Po I kwartale można po raz kolejny podkreślić, że przejście Fidelty było sukcesem z punktu widzenia akcjonariuszy Selvity. Spółka Fidelta została przejęta przy bardzo niskim wskaźniku EV/EBITDA na poziomie 4.2x, a w I kwartale jej wyniki się jeszcze poprawiły r/r. W I kw. chorwacki biznes wygenerował 9.4 mln PLN EBITDA, czyli 53% całego wyniku grupy Selvita. Cena 142 mln PLN za Fidelte (szczególnie w porównaniu z kapitalizacją Selvity 1.4 mld PLN) wydaje się więc wyjątkowo atrakcyjna. Trudno jednak sobie wyobrazić, że takie okazje są normą i będą się powtarzać w przyszłości. Dodatkowo kolejne przejęcia będą istotnie mniejsze w stosunku do aktualnej kapitalizacji grupy Selvita niż to było w przypadku Fidelty. Dlatego jesteśmy umiarkowanie sceptyczni odnośnie dużych pozytywnych niespodzianek w kwestii przejęć.

Backlog grupy z dnia 20 maja wyniósł 198.7 mln PLN i był większy o 108% r/r (czyli o 103 mln PLN) oczywiście głównie w efekcie przejęcia Fidelty. W segmencie usług realizowanych w Polsce backlog wzrósł tylko o 9% r/r do 86.5 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że w I kwartale dynamika wyniosła jeszcze 26.5%, to dane wskazują na jednocyfrowe wzrosty w tym segmencie w kolejnych kwartałach. Zarząd jednak sugeruje, że kontraktacja w Polsce powinna przyspieszyć patrząc r/r. W Fidelcie backlog zwiększył się o 16% r/r, jednak w tym przypadku zarząd tonuje oczekiwania na kolejne kwartały. W bioinformatyce backlog wzrósł o 90% r/r do 20.7 mln PLN. Dzięki spółce Ardigen organiczny wzrost r/r w 2021 r. powinien przekroczyć 20% (oczekujemy 23%). Spółka ustanowiła program motywacyjny, który będzie finansowany przez darowiznę pakietu 6.8% akcji spółki od głównego akcjonariusza Pawła Przewiężlikowskiego. Taka darowizna naturalnie jest korzystna dla pozostałych akcjonariuszy spółki. Koszty programu motywacyjnego będą bezkosztowe zarówno gotówkowo, jak i w sensie ekonomicznym (bo nie nastąpi rozwodnienie). W średnim terminie (2-3 lat) będzie to oznaczać niższą presję na pensje w spółce.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	78 / 40.5		
Liczba akcji (mln)	18.4		
Kapitalizacja (mln PLN)	1 402		
EV (mln PLN)	1 299		
Free float (mln PLN)	1 021		
Średni obrót (mln PLN)	1.2		
Główni akcjonariusze	Paweł Przewiężlikowski		
% akcji, % głosów	27.2%, 37.9%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	11.4%	21.9%	73.3%
Zmiana rel. WIG	4.1%	9.7%	37.0%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2020	142.5	19.6	33.1	18.9	18.1	1.05	1.83	8.6	77.5	8.9	0.0	66.3	39.2	18.9
2021p*	303.2	53.3	74.8	49.9	40.1	2.18	3.36	10.2	35.0	7.5	0.0	24.4	17.4	24.0
2022p*	358.6	61.3	83.2	57.8	45.9	2.50	3.69	12.7	30.6	6.0	0.0	21.2	15.6	21.8
2023p*	416.2	69.1	97.5	65.9	52.2	2.85	4.40	15.6	26.8	4.9	0.0	18.8	13.3	20.1

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln PLN, *bez kosztów programu motywacyjnego

Wyniki w I kw. 2021

Skonsolidowane wyniki kwartalne grupy Selvita

	I kwartał 2021	I kwartał 2020	zmiana r/r
Przychody	70.3	30.9	127.5%
segment usług w Polsce	33.8	26.8	26.1%
segment bioinformatyczny	6.5	3.0	116.7%
segment usług w Chorwacji	29.8	-	
EBITDA	17.8	7.3	143.8%
segment usług w Polsce	6.5	6.7	-3.0%
segment bioinformatyczny	1.9	0.6	216.7%
segment usług w Chorwacji	9.4		
EBIT	12.1	4.5	168.9%
Zysk netto dla akcj. jedn. dominującej	9.4	3.4	176.5%
Marże			
Marża EBITDA	25.3%	23.6%	
Marża EBIT	17.2%	14.6%	
Marża netto	13.4%	11.0%	

Źródło: Selvita S.A.

Po słabszej końcówce zeszłego roku Selvita podała dobre wyniki za I kw. 2020. Szczególnie dobrze wypadła nowo przejęta Fidelta oraz Ardigen, natomiast drugi kwartał z rzędu nie zachwyciły wyniki w polskiej części segmentu usług. Przychody grupy w I kw. wzrosły o 127% r/r dzięki przejęciu Fidelty a organicznie wzrost wyniósł 31.1% r/r. EBITDA zwiększyła się o 144% r/r do 17.8 mln PLN, a samej części polskiej po skorygowaniu o one-off (0.7 mln PLN) o 24.7% r/r.

Segment usług realizowanych w Polsce w I kw. zwiększył przychody o 26% r/r do 33.8 mln PLN, jednak EBITDA spadła o 3% (z 6.7 do 6.5 mln PLN). Największym driverem wzrostu przychodów jest rynek USA, którego udział w sprzedaży tego segmentu wzrósł do 32.6% z 26.0% rok wcześniej. W wynikach za I kw. Selvita zaksięgowwała 0.7 mln PLN kosztów związanych z akwizycją Fidelty (tyle samo zostało zaksięgowane w wynikach IV kw. 2020). Zdarzenie to obniżyło w sposób jednorazowy wynik segmentu usług w Polsce. Jednak nawet po skorygowaniu o one-off EBITDA wzrosłaby tylko o 7%. W ostatnich dwóch kwartałach widać więc, że w tej części biznesu nastąpił istotny spadek marż (w IV kw. marża EBITDA spadła o 5.2 p.p. r/r a w I kw. 2021 o 5.5 p.p. do 19.0%). Główną przyczyną jest fakt, że oprócz bezpośrednich kosztów doradztwa związanego z przejęciem Fidelty, Selvita zatrudniła dodatkowe osoby, których zadaniem jest efektywna integracja Fidelty oraz prace nad kolejnymi przejęciami. Koszty te obciążają segment usług realizowanych w Polsce i będą one występować w przyszłości w związku z integracją Fidelty i poszukiwaniami kolejnych spółek do przejęcia.

Bardzo szybki rozwój kontynuuje segment bioinformatyczny, który zwiększył w I kw. przychody ze sprzedaży aż o 117% do 6.5 mln PLN. Wzrosty były więc jeszcze szybsze niż średnio w 2020 r. (+70.5%). EBITDA wyniosła 1.9 mln PLN w porównaniu z 0.6 mln PLN rok wcześniej. Ok. 50% przychodów spółki Ardigen odpowiadającej za ten segment, pochodzi z USA. Spółka zdobywa nowych klientów jak również pozyskuje coraz większe zlecenia od dotychczasowych. Marża EBITDA tego segmentu wzrosła do 26.3% w I kw. jednak zarząd studzi oczekiwania dotyczące przyszłości. Ardigen ma więcej inwestować w rozwój swoich platform opartych na sztucznej inteligencji, co ma w krótkoterminowej przyszłości obniżyć zyskowność. Segment ten rozwija się bardzo szybko, trzeba jednak pamiętać, że Selvita ma tylko 46.7% udziałów w spółce Ardigen odpowiadającej za tą działalność.

Bardzo dobre wyniki pokazał segment usług realizowanych w Chorwacji, czyli przejęta 4 stycznia Fidelta. Sprzedaż tej spółki w I kw. wzrosła o 24% do 29.8 mln PLN, a EBITDA o 32% do 9.4 mln PLN. Wysoka marża EBITDA tego biznesu (31.3%, +1.8 p.p. r/r) wynika z dużego udziału projektów in vivo, które jednak opierają się na krótkich kontraktach, co może powodować fluktuacje zysków w przyszłości.

Koszty finansowe wyniosły 3.0 mln PLN, jednak z tego 2.1 mln PLN były ujemne różnice kursowe. Z drugiej strony Selvita zaksięgowwała 2.4 mln PLN zysku na zmianie wartości firmy (również wynikającego z wahań kursu walut). Zysk netto przypadający dla akcjonariuszy Selvity wyniósł 9.4 mln PLN. I kw. jest sezonowo najniższy, dlatego w kolejnych okresach zyski netto powinny przekraczać 10 mln PLN kwartalnie. Podsumowując, wyniki w I kwartale należy uznać za dobre, a poprawa wyników przez Fidelte wskazuje, że zakup tej spółki z pewnością należy uznać za sukces.

Backlog wskazuje umiarkowane spowolnienie

Backlog grupy Selvita na 2021 r. z dnia 20 maja wyniósł 198.7 mln PLN i był większy o 108% r/r (czyli o 103 mln PLN) w stosunku do 26 maja 2020, oczywiście głównie w efekcie przejęcia Fidelty. Backlog na rok 2021 nie wygląda jednak tak dobrze jak sprzedaż w I kw. Spowolnienia należało oczekiwać po świetnych dynamikach w zeszłym roku. W segmencie usług realizowanych w Polsce backlog wzrósł tylko o 9% r/r do 86.5 mln PLN. Biorąc pod uwagę, że w I kwartale dynamika wyniosła jeszcze 26.5%, to dane wskazują na jednocyfrowe wzrosty z usług w Polsce w kolejnych kwartałach. Zarząd jednak sugeruje, że w kolejnych okresach kontraktacja w Polsce powinna przyspieszyć patrząc r/r. W Fidelcie backlog zwiększył się o 16% r/r do poziomu 86.2 mln PLN i dynamika ta jest zbliżona do naszych oczekiwań na cały rok. Jednak w przypadku chorwackiej spółki, zarząd tonuje oczekiwania na kolejne kwartały. W bioinformatyce backlog wzrósł o 90% r/r do 20.7 mln PLN. Widać więc, że dynamiki mocno ponad 50% w spółce Ardigen będą kontynuowane w najbliższej przyszłości. Dzięki spółce Ardigen organiczny wzrost r/r w 2021 r. powinien przekroczyć 20%. Należy podkreślić silny backlog Fidelty mimo, że zakontraktowana sprzedaż do Galapagos spadła z 7.8 do 7.0 mln EUR. Jednak sprzedaż poza grupą Galapagos wzrosła aż o 39% r/r (z 8.8 do 12.2 mln EUR). Backlog w części usługowej w Polsce oceniamy więc umiarkowanie negatywnie, bardzo pozytywnie wygląda kontraktacja w bioinformatyce, a neutralnie w Fidelcie. Według zarządu wyniki Fidelty jak i kontraktacja na ten rok, przekraczają założenia dokonywane przed przejęciem.

Backlog

	Na rok 2021 z dnia 20.05.2021	Na rok 2020 z dnia 26.05.2020	Zmiana %
Usługi realizowane w Polsce	86.5	79.3	9.0%
Usługi realizowane w Chorwacji	86.2	-*	-*
Bioinformatyka	20.7	10.9	90.4%
Dotacje	5.3	5.5	-3.5%
Razem Grupa Kapitałowa	198.7	95.7	107.7%

Źródło: Selvita S.A.

Perspektywy rozwoju

Zarząd pracuje nad kolejnymi przejęciami i prowadzi rozmowy z kilkunastoma potencjalnymi celami akwizycyjnymi na różnym etapie zaawansowania. Prezes Bogusław Sieczkowski nie chce jednak deklarować finalizacji kolejnej transakcji przed końcem 2021 roku. Priorytetem na ten rok jest dobra integracja Fidelty. Analizowane cele akwizycyjne są "raczej większe niż wcześniej", choć nie wszystkie są porównywalne z Fidelte (rozważane są również mniejsze podmioty). Potencjalne akwizycje mają dodawać coraz bardziej zaawansowane projekty z dziedziny drug development. Zarząd chce być bardziej powściągliwy w kwestii dzielenia się informacjami z rynkiem dotyczącymi przejęcia, aby nie psuć sobie pozycji negocjacyjnej. Z wypowiedzi prezesa sądzymy, że mała jest szansa na przejęcie w tym roku, a kolejna akwizycja będzie dotyczyć spółki mniejszej niż Fidelte. Dodatkowo uważamy, że Fidelte była przejmowana przy wyjątkowo atrakcyjnych wskaźnikach i trudno liczyć na takie okazje w przyszłości. W porównaniu do aktualnej wielkości grupy Selvita, nowe przyszłe przejęcie nie doda tyle ile dodała Fidelte. W I kw. EBITDA Fidelty stanowiła 53% wyników grupy Selvita, czyli to przejęcie w praktyce podwoiło

wyniki grupy. Kolejne przejście, nawet o podobnej skali (pod względem ceny akwizycji), biorąc pod uwagę wyższe wskaźniki niż przy przejściu Fidelty oraz aktualnie większe zyski całej grupy Selvita, raczej dodałoby do wyników grupy 20-30%, a nie 100% jak w przypadku Fidelty. A potencjalna wartość dodana dla akcjonariuszy (patrzac tylko na obniżenie wskaźników C/Z czy EV/EBITDA wyniosłaby zapewne 10-15%).

W kwestii rozwoju organicznego w kwietniu spółka uzyskała prawomocne pozwolenie na budowę Centrum Badawczego w Krakowie o powierzchni 4 000 m², a konkurs na generalnego wykonawcę trwa. Prace powinny rozpocząć się w III kw., a oddanie budynku do użytkowania ma nastąpić na przełomie 2022 i 2023 roku. Prace postępują więc zgodnie z wcześniejszym harmonogramem. W związku z rozwojem organicznym oraz planami dalszego wzrostu zatrudnienia spółka ogłosiła program motywacyjny dla pracowników. Zarząd z optymizmem patrzy na kolejne kwartały 2021 roku. Selvita ocenia, że otoczenie rynkowe jest sprzyjające. Rośnie popyt na usługi po zakończeniu lockdownów w krajach rozwiniętych.

Program motywacyjny

Akcjonariusze Selvity zdecydowali o przyjęciu programu motywacyjnego, który będzie realizowany w latach 2021-2024. Beneficjentami programu są pracownicy i współpracownicy spółek Selvita S.A., Selvita Services Sp. z o.o.; Selvita Inc. oraz Selvita Ltd. Pracownicy Ardigenu i Fidelty nie wezmą udziału w programie, gdyż w obu spółkach istnieją inne plany bonusowe. Uważamy, że częściowo można traktować ten program jako nagrodę za dotychczasowe dokonania pracowników. Uchwalenie programu może też wynikać z rosnącej presji płacowej osób zatrudnionych.

Największy akcjonariusz (Paweł Przewięźlikowski) przekaże spółce nieodpłatnie 25% swoich akcji (czyli 6.8% akcji spółki) na realizację tego programu. Dla każdego pracownika pula akcji jest na tyle znacząca, że powinna istotnie pozytywnie wpływać na zaangażowanie. Pozwoli to na skupienie się pracowników na osiąganiu celów spółki i generowaniu wartości. Pewna pula akcji przeznaczona jest też dla przyszłych pracowników, dzięki czemu spółka będzie miała argument dla przyciągania specjalistów np. z Europy Zachodniej. Akcje zostaną przekazane spółce przez akcjonariusza nieodpłatnie, zaś osoby uprawnione naberą je po preferencyjnej cenie, nie wyższej niż 1 PLN za jedną akcję. W związku z programem spółka rozpozna 75-88 mln PLN niegotówkowych kosztów wynagrodzeń w kolejnych 3 latach. Rozpoczęcie księgowania ma się rozpocząć od II kw. 2021 i ma trwać do końca 2024 r. Zarząd podkreśla, że będzie to koszt niegotówkowy, a banki przy liczeniu np. kowenantów nie będą uwzględniać kosztów tego programu. W sensie ekonomicznym spółka będzie jednak ponosić koszty, które są finansowane przez darowiznę od głównego akcjonariusza. Można racjonalnie założyć, że część tych kosztów spółka musiałaby ponieść, aby osiągać swoje ekonomiczne cele. To oznacza, że gdyby nie otrzymała akcji od Pawła Przewięźlikowskiego, poniosłaby normalne, gotówkowe koszty (lub w postaci akcji rozwadniających kapitał).

Warto zauważyć, że wartość tego programu wynosi średnio 25-29 mln PLN rocznie, co jest bardzo znaczącą kwotą w stosunku do 65.2 mln PLN kosztów wynagrodzeń całej grupy Selvita w 2020 r. oraz 18.1 mln PLN zysku netto w 2020 r. Trudno oszacować czy i na ile spółka zaoszczędziła w przeszłości dzięki temu, że pracownicy liczyli na możliwość takiego programu. Trudno też określić ile spółka w kolejnych latach może płacić gotówkowo mniej dzięki temu programowi. W kolejnych latach, po zakończeniu tego programu, spółka będzie musiała ponosić analogiczne koszty, aby pozostać atrakcyjną na rynku pracodawców. Gdyby koszty miały być kontynuowane na takim poziomie w przyszłości, zyski spółki spadłyby w sposób znaczący. Darowiznę Pawła Przewięźlikowskiego traktujemy jako jednorazową darowiznę o wartości 6.8% wartości spółki.

Zmiany w prognozach

Od naszej ostatniej rekomendacji Selvita pokazał relatywnie słaby wynik za IV kw. 2020 (płaski r/r wynik EBITDA) oraz dobry wynik w I kw. 2020. W całym 2020 r. dużo lepsze wyniki niż wcześniej szacowaliśmy pokazała Fidelta. W związku z szybszym rozwojem części bioinformatycznej oraz lepszymi wynikami Fidelty podnosimy nasze prognozy na ten i kolejne lata. Naszą prognozę zysku netto grupy Selvita na ten rok podnosimy do poziomu 40.1 mln PLN oraz do 45.9 mln PLN na rok przyszły.

W naszych prognozach nie uwzględniamy potencjalnych przejęć, które mogą dodać wartość dla grupy Selvita. Sądzymy jednak, że ewentualne tego rodzaju przejęcie nie będzie tak spektakularnie dodawać wartości jak to było w przypadku Fidelty. W naszych prognozach nie uwzględniamy kosztów programu motywacyjnego (niegotówkowego i finansowanego przez akcjonariusza), gdyż jest to de facto darowizna dla pracowników od głównego właściciela spółki za pośrednictwem Selvity. Dla oceny ekonomicznej programu motywacyjnego trzeba by stwierdzić jaka kwota tego programu jest bonusem za przeszłe dokonania, a jaka dotyczy wynagrodzenia dzięki któremu spółka może płacić w gotówce mniej niż gdyby tego programu nie było. Taka ocena może być jednak trudna nawet dla samego zarządu.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy Selvita

	2021p*			2022p*			2023p*		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	279.8	303.2	8.4%	319.7	358.6	12.2%	371.3	416.2	12.1%
EBITDA	65.5	74.8	14.2%	69.7	82.0	17.7%	77.7	97.9	26.0%
EBIT	45.5	53.3	17.1%	48.9	61.3	25.3%	55.1	69.1	25.4%
Zysk netto akcj. jedn.	34.1	40.1	17.6%	36.7	45.9	25.0%	41.9	52.2	24.6%

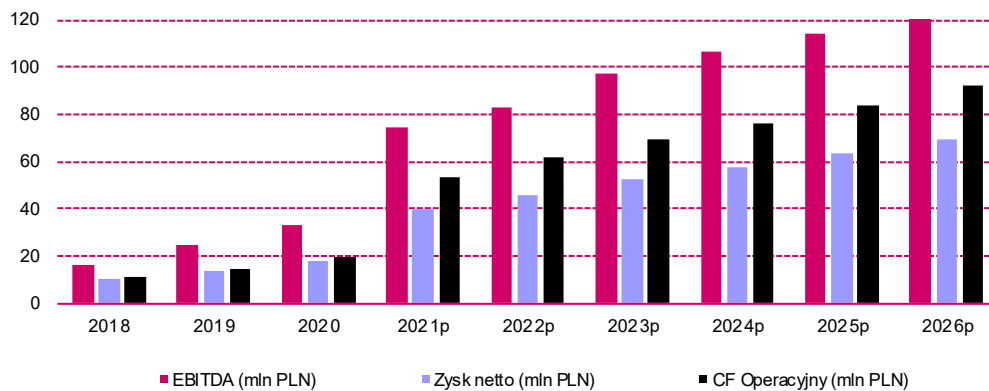
Źródło: prognozy Millennium DM, *bez kosztów programu motywacyjnego

Prognozowane przychody i EBIT

	2019	2020	2021p*	2022p*	2023p*
Przychody					
segment usługowy w Polsce	90.7	121.4	136.8	158.7	182.4
dynamika	38.9%	33.8%	12.7%	16.0%	15.0%
segment bioinformatyczny	14.0	21.4	38.9	52.5	65.6
dynamika	23.9%	52.9%	81.7%	35.0%	25.0%
segment usługowy w Polsce (Fidelta)	74.8	111.5	128.2	147.5	168.1
dynamika	22.1%	49.1%	15.0%	15.0%	14.0%
EBIT					
segment usługowy w Polsce	12.5	15.5	15.9	19.8	23.0
marża EBIT	13.8%	12.8%	11.6%	12.5%	12.6%
segment bioinformatyczny	1.5	4.1	7.3	10.5	12.5
marża EBIT	10.7%	19.2%	18.8%	20.0%	19.0%
segment usługowy w Polsce (Fidelta)	7.3	26.7	30.1	31.0	33.6
marża EBIT	9.8%	23.9%	23.4%	21.0%	20.0%

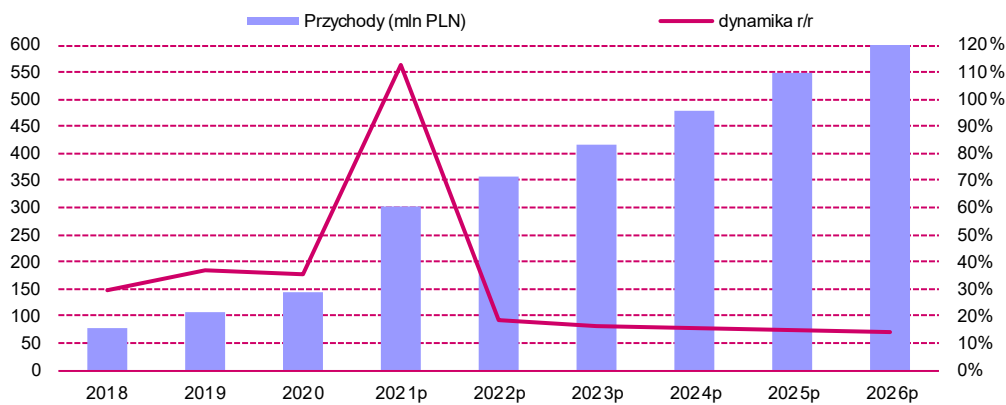
Źródło: Selvita S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A., *bez kosztów programu motywacyjnego

Prognozowane wyniki EBITDA, zysku netto oraz cash flow operacyjny



Źródło: Selvita; prognozy Millennium DM

Prognoza przychodów operacyjnych w kolejnych latach



Źródło: Selvita; prognozy Millennium DM

Wycena

Wycenę spółki Selvita przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek Contract Research Organization. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1234 mln PLN, czyli 67.2 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1392 mln PLN (75.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 1313 mln PLN, czyli 71.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy rekomendację neutralnie dla akcji spółki Selvita.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1234	67.2
Wycena porównawcza	1392	75.8
Wycena Grupy Selvita SA	1313	71.5

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Grupy Selvita za lata obrotowe od 2021 do 2030,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka przyjęto na poziomie 2.2%,
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028/29 na poziomie 2.5%,
- ❑ Systematyczny spadek dynamiki przychodów do 6% dla Fidelity i polskiego segmentu usługowego oraz do 25.0% w segmencie bioinformatycznym w roku 2030 r
- ❑ Spadek marży EBIT po 2026 r. do 15% dla Fidelity, do 12% dla i polskiego segmentu usługowego oraz do 16.0% w segmencie bioinformatycznym
- ❑ Efektywna stopa podatkowa w spółce Fidelity na poziomie 18%, natomiast w Polsce na poziomie 6% (ze względu na ulgi i działalność w SSE) do 2026 r. a następnie 14% (zakładamy, że spółka cały czas będzie korzystać z ulg)
- ❑ Wartość przypadająca dla udziałowców mniejszościowych w spółce Ardigen oszacowano na 91.3 mln PLN (jako iloczyn aktualnego EV/EBIT dla spółek porównywalnych za rok 2021 na poziomie 23.5, oczekiwanego EBIT za rok 2021 na poziomie 7.3 mln PLN oraz 52% czyli udziałów nie należących do grupy Selvita),
- ❑ Nie zakładamy kolejnych przejęć w przyszłości.

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
Sprzedaż	303.2	358.6	416.2	480.0	550.3	627.5	712.1	804.8	906.4	1015.4	
efekty wna st. podatku (T)	13%	12%	12%	12%	11%	11%	16%	16%	15%	15%	
EBIT (1-T)	46.5	53.9	60.9	67.5	74.3	81.9	86.3	95.5	108.2	122.0	
Amortyzacja	21.5	21.9	28.4	29.7	30.0	30.3	30.4	29.6	29.0	29.4	
Inwestycje	-171.5	-46.0	-55.0	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0	-31.0	
Zmiana kap.obrotowego	-29.1	-10.0	-10.4	-11.6	-12.7	-14.0	-15.3	-16.8	-18.4	-19.7	
FCF	-132.6	19.8	23.9	54.7	60.6	67.2	70.4	77.4	87.8	100.7	1810.3
Zmiana FCF	-		20.8%	128.6%	10.8%	10.9%	4.8%	10.0%	13.4%	14.7%	2.5%
Dług/Kapitał	17.3%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	2.2%
Premia kredytowa	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt długu	2.1%	2.4%	2.7%	2.9%	3.2%	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	4.2%
Koszt kapitału	6.1%	6.4%	6.7%	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	8.2%
WACC	5.3%	6.1%	6.7%	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.6%	7.7%	7.8%	8.2%
PV (FCF)	-132.6	18.7	21.0	44.7	45.9	47.2	45.6	46.3	48.4	51.2	890.7
Wartość DCF (mln PLN)	1127.1	w tym wartość rezydualna		891							
(Dług) Gotówka netto	103.2										
Wartość akcji od P. Przewiężlikowskiego	95.3										
Wartość udz. mniejsz. (Ardigen)	-91.3										
Wycena DCF (mln PLN)	1234.4										
Liczba akcji (mln)	18.4										
Wycena 1 akcji (PLN)	67.2										

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 67.2 PLN.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny akcji Grupy Selvita na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		1.9%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%
stopa R_f rezydualna	1.2%	70.6	72.7	75.1	77.6	80.3	83.3	86.6
	1.7%	66.1	67.9	69.8	71.9	74.1	76.6	79.2
	2.2%	62.4	63.9	65.5	67.2	69.1	71.1	73.3
	2.7%	59.2	60.5	61.9	63.3	64.9	66.6	68.4
	3.2%	56.4	57.5	58.7	60.0	61.4	62.8	64.3

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki Contract Research Organization świadczące usługi badawcze dla firm biotechnologicznych. Wartość Grupy Selvita oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
CHARLES RIVER LAB.	CRL	USA	22.4	19.5	17.3	26.3	23.6	21.0	34.6	30.1	26.2
EUROFINS SCIENTIFIC	ERF	Luksemburg	12.6	13.8	12.8	19.1	21.6	19.6	26.0	29.6	27.4
EVOTEC SE	EVT	Niemcy	50.8	39.4	32.9	124.3	76.6	60.8	129.4	120.5	87.6
ICON PLC	ICLR	Irlandia	17.8	15.8	14.3	19.6	17.0	18.6	24.9	21.7	19.5
IQVIA HOLDINGS INC	IQV	USA	19.8	18.1	16.4	28.5	25.2	21.8	27.6	24.6	22.6
PPD INC	PPD	USA	19.6	17.8	16.1	25.0	21.9	18.5	33.0	27.5	22.9
PRA HEALTH SCIENCES INC	PRAH	USA	19.4	17.4	15.8	21.9	20.0	18.1	28.6	24.5	21.6
SYNEOS HEALTH INC	SYNH	USA	15.2	13.7	12.4	17.0	15.2	13.7	20.3	17.4	14.7
Mediana			19.5	17.6	15.9	23.5	21.7	19.1	28.1	26.1	22.7
Wyniki spółki (mln PLN)			74.8	83.2	97.5	53.3	61.3	69.1	40.1	45.9	52.2
Wartość udziałów mniejszościowych			-91.3	-91.3	-91.3	-91.3	-91.3	-91.3			
(Dług) netto			103.2	103.2	103.2	103.2	103.2	103.2			
Wartość akcji otrzymanych od P. Przewiężlikowskiego			95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			1567	1572	1660	1357	1440	1424	1127	1196	1187
Wycena											1 392
Wycena na 1 akcję											75.8

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki na 75.8 PLN.

Ryzyka

Ryzyka dla strategii szybkiego rozwoju wiążą się z możliwością finalizacji potencjalnych akwizycji. Częściowo czynnik ten nie zależy od spółki – aktualni właściciele potencjalnych celów mogą nie chcieć sprzedać swoich spółek lub żądać nieakceptowalnie wysokich cen. Kolejnym czynnikiem jest ryzyko utraty klientów czy zerwania przez nich kontraktów. Selvita uważa jednak, że brak istotnego uzależnienia od pojedynczych odbiorców oznacza, że ryzyko to jest mocno zdywersyfikowane. Istotnym czynnikiem mogącym ograniczać tempo wzrostu już znaczącej skali działalności są ograniczenia wyspecjalizowanej kadry. Wprawdzie spółka, dzięki swojej renomie, otrzymuje bardzo duże ilości aplikacji na nowe stanowiska, to jednak w przypadku osób o najwyższych kwalifikacjach musi konkurować z firmami zagranicznymi. Dla rozwoju spółki pewnym ryzykiem jest dostępność powierzchni laboratoryjnych, która teraz jest wynajmowana a potencjał do wzrostu wynajmowanej powierzchni jest już niewielki. Z tego powodu spółka będzie budować własny budynek Centrum Usług Laboratoryjnych.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p*	2022p*	2023p*
Przychody z działalności operacyjnej	76.7	105.2	142.5	303.2	358.6	416.2
segment usługowy Polska	62.1	87.8	119.9	135.8	157.7	181.5
segment bioinformatyczny	8.7	10.5	17.9	35.6	49.2	62.3
segment usługowy Chorwacja	0.0	0.0	0.0	128.2	147.5	168.1
granty i pozostałe przychody	5.9	6.9	5.0	4.3	4.3	4.3
Koszty działalności operacyjnej	-65.7	-91.3	-122.9	-249.9	-297.3	-347.1
amortyzacja	-5.0	-10.8	-13.5	-21.5	-21.9	-28.4
zużycie materiałów i energii	-10.9	-16.6	-21.0	-44.7	-52.8	-61.3
usługi obce	-12.6	-11.8	-20.0	-42.6	-50.3	-58.4
podatki i opłaty	-0.6	-0.8	-1.2	-2.6	-3.0	-3.5
wy nagrodzenia	-33.6	-47.4	-65.2	-136.6	-167.2	-193.4
pozostałe koszty	-3.0	-3.9	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
EBITDA	16.0	24.7	33.1	74.8	83.2	97.5
EBIT	11.0	13.9	19.6	53.3	61.3	69.1
segment usługowy (bez Fidelty)	8.8	12.5	15.5	15.9	19.8	23.0
segment bioinformatyczny	2.2	1.5	4.1	7.3	10.5	12.5
Fidelta	0.0	0.0	0.0	30.1	31.0	33.6
saldo finansowe	0.6	-0.4	-0.7	-3.4	-3.5	-3.2
zysk przed opodatkowaniem	11.6	13.5	18.9	49.9	57.8	65.9
podatek dochodowy	-0.2	0.5	1.1	-6.4	-7.0	-7.8
(Zy ski) straty mniejszości	-1.0	-0.7	-1.9	-3.4	-4.9	-5.8
Zysk netto akcj. jedn. domin.	10.3	13.3	18.1	40.1	45.9	52.2
EPS	0.64	0.83	1.05	2.18	2.50	2.85

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p*	2022p*	2023p*
aktywa trwałe	22.1	44.9	75.8	225.8	249.9	276.5
wartości niematerialne i prawne	0.1	0.6	0.6	108.9	108.9	108.9
rzeczowe akty wa trwałe	17.3	10.3	23.3	65.0	89.1	115.6
prawa do użytkowania akty wów (MSSF 16)	0.0	24.9	38.9	38.9	38.9	38.9
akty wa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4.3	8.5	12.4	12.4	12.4	12.4
aktywa obrotowe	50.5	45.9	143.0	183.8	197.9	233.6
zapasy	1.1	1.2	2.2	4.7	5.5	6.4
należności	20.6	25.9	34.0	72.3	85.6	99.3
inwestycje krótkoterminowe	26.7	13.7	103.2	103.2	103.2	124.3
rozliczenia między okresowe	0.0	4.2	2.5	2.5	2.5	2.5
aktywa razem	72.6	90.9	218.8	409.6	447.8	510.1
kapitał własny	46.2	44.2	147.3	187.4	233.3	285.5
kapitał mniejszości	2.9	3.4	5.4	8.8	13.7	19.6
zobowiązania	23.4	43.2	66.1	213.4	200.8	205.0
zobowiązania długoterminowe	6.1	21.6	33.3	168.9	152.2	152.2
zobowiązania leasingowe (MSSF16)	0.0	18.4	28.5	28.5	28.5	28.5
dług odsetkowy	5.7	0.0	0.0	135.6	118.9	118.9
zobowiązania krótkoterminowe	17.3	21.6	32.8	44.5	48.6	52.8
zobowiązania leasingowe (MSSF16)	0.0	6.6	12.8	12.8	12.8	12.8
dług odsetkowy	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zobowiązania handlowe	9.2	5.7	10.4	22.1	26.2	30.4
rozliczenia między okresowe	1.3	6.8	8.8	8.8	8.8	8.8
pasywa razem	72.6	90.9	218.8	409.6	447.8	510.1
BVPS	2.9	2.7	8.6	10.2	12.7	15.6

Źródło: Selvita S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A., *bez kosztów programu motywacyjnego

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p*	2022p*	2023p*
wynik netto (z zyskami mniejszości)	11.4	14.1	20.0	43.5	50.8	58.1
amortyzacja	5.0	10.8	13.5	21.5	21.9	28.4
zmiana kapitału obrotowego	-2.2	-8.8	-4.5	-29.1	-10.0	-10.4
zapłacone odsetki i różnice kursowe	0.1	1.1	0.7	3.4	3.5	3.2
gotówka z działalności operacyjnej	11.6	4.3	29.4	39.3	66.2	79.3
CAPEX i przejęcia	-7.8	-1.2	-15.0	-171.5	-46.0	-55.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-7.7	8.0	-15.0	-171.5	-46.0	-55.0
wypłata dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
emisja akcji	0.0	3.0	85.3	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	6.0	-7.6	0.0	135.6	-16.7	0.0
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-0.1	-0.1	-0.6	-3.4	-3.5	-3.2
gotówka z działalności finansowej	0.8	1.4	75.1	132.2	-20.2	-3.2
zmiana gotówki netto	4.7	13.7	89.5	0.0	0.0	21.1
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CEPS	0.95	1.50	1.83	3.36	3.69	4.40
FCFPS	0.39	0.88	0.73	-6.31	2.08	2.41

Wskaźniki (%)

	2018	2019	2020	2021p*	2022p*	2023p*
zmiana sprzedaży	29.6%	37.2%	35.5%	112.8%	18.3%	16.1%
zmiana EBITDA	60.8%	54.7%	34.0%	125.9%	11.3%	17.2%
zmiana EBIT	63.7%	26.7%	41.0%	171.8%	15.0%	12.7%
zmiana zysku netto	-0.3%	28.7%	36.1%	121.6%	14.4%	13.9%
marża EBITDA	20.8%	23.5%	23.2%	24.7%	23.2%	23.4%
marża EBIT	14.3%	13.2%	13.8%	17.6%	17.1%	16.6%
marża netto	13.5%	12.6%	12.7%	13.2%	12.8%	12.6%
sprzedaż/aktywa (x)	1.6	1.4	1.6	1.4	0.9	0.9
dług / kapitał własny (x)	0.4	0.3	0.7	-0.2	-0.1	0.0
odsetki / EBIT	5.3%	-2.9%	-3.6%	-6.4%	-5.8%	-4.6%
stopa podatkowa	1.9%	-3.7%	-5.8%	12.8%	12.1%	11.8%
ROE	25.2%	29.4%	18.9%	24.0%	21.8%	20.1%
ROA	21.9%	22.8%	15.2%	19.7%	14.3%	14.2%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	-19.1	-13.7	-103.2	32.4	15.7	-5.4

Źródło: Selvita S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A., *bez kosztów programu motywacyjnego

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+48 22 598 26 88
adam.zajler@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
handel detaliczny

Analityk
fundusze inwestycyjne
gry

Analityk
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analityk
akcje

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumiliak, CFA

+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumiliak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych w nim informacji faktycznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%) REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20% SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20% Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3): Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego. Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerski S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 15 czerwca 2021 roku o godzinie 16.45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 16 czerwca 2021 roku godzina 9.00

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	30 cze 20	8.1	13.2	Adam Zajler
KGL	Kupuj	1 wrz 20	17.4	23.4	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17.25	27.2	Marcin Palenik
KGL	Kupuj	7 gru 20	15.40	26.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6.94	20.2	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	2 lut 21	53.4	54.7	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kwi 21	19.5	28.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8.4	23.4	Adam Zajler
KGL	Kupuj	21 maj 21	17.0	30.5	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68.8	77.8	Adam Zajler

Źródło: MillenniumDM S.A., rekomendacje wydawane przez MillenniumDomMaklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	9	90%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	10%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczy usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej *

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora