

Sprzedaj, 17,00 PLN

Obniżona z: Trzymaj

13 października 2020 r., 07:30

Jeden krok do przodu, dwa do tyłu

Ostatnie problemy z uzyskaniem zgody EMA dla MabionCD20 oraz decyzja o przeprowadzeniu dodatkowego badania klinicznego fazy I/II 1) opóźniły potencjalne wprowadzenie leku na rynek do 2024 r., 2) obniżyły potencjał sprzedażowy projektu, 3) zwiększyły ryzyko rozwiązania umowy z Mylanem i 4) spowodowały dodatkowe koszty. Z tego powodu obniżamy rekomendację dla Mabionu do SPRZEDAJ i obniżamy cenę docelową do 17 PLN za akcję, co implikuje potencjał spadku kursu o 47%.

MabionCD20 w Europie: dodatkowe koszty i niższy potencjał sprzedażowy

Naszym zdaniem decyzja o przeprowadzeniu kolejnego badania klinicznego fazy I/II opóźnia potencjalną rejestrację MabionCD20 w Europie do 2024 r. i oznacza dodatkowe koszty przekraczające 100 mln PLN. Do tego czasu unijny rynek rytuksymabu powinien już być podzielony między konkurentów Mabionu. Obniżamy docelowy udział rynkowy spółki do 6% (z 8% poprzednio). Jednocześnie udział Mabionu w mniej dojrzałym rynku USA szacujemy nadal na 8%.

Czy Mylan pozostaje w grze?

Mylanowi przysługuje prawo do rozwiązania umowy partnerskiej z Mabionem (i zażądania zwrotu 42 mln PLN zaliczek od polskiej spółki) na początku 2021 r. Nasza wycena MabionCD20 dla Mylanu sugeruje, że prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest dość wysokie. Stanowi to istotne ryzyko dla projektu i związanych z nim przyszłych płatności od Mylanu na zakończenie poszczególnych etapów.

Za wcześniej na wycenę projektu szczepionki na Covid-19

We wrześniu Mabion podpisał wstępne porozumienie z australijską firmą biotechnologiczną Vaxine Pty, która opracowuje szczepionkę na Covid-19. Na tym etapie uwzględniamy jeszcze tego projektu w naszej wycenie, ponieważ: 1) podpisanie ostatecznej umowy zależy od wyników wzajemnego badania due diligence, 2) projekt Vaxine jest obecnie w fazie pierwszej badań klinicznych i nadal oczekuje na pierwsze dane dotyczące skuteczności, oraz 3) sukces bardziej zaawansowanych projektów (Pfizer, AstraZeneca, Moderna) może w dużym stopniu zaspokoić popyt na kolejne szczepionki.

Pożyczka od udziałowców zapewnia jedynie krótkotrwałą ulgę

Otrzymana niedawno od głównych akcjonariuszy (Glatton i Twiti Investments) pożyczka w wysokości do 30 mln PLN powinna zmniejszyć nieco presję finansową w spółce. Oczekujemy, że na koniec 3Q20 Mabion zaraportuje środki pieniężne w wysokości 28 mln PLN. Szacujemy jednak, że łączne potrzeby finansowe do momentu otrzymania zgody EMA (oczekiwanej w 4Q23) mogą sięgać nawet 155 mln PLN, co sugeruje, że planowana przez zarząd emisja do 1,91 mln akcji może nie wystarczyć na pokrycie potrzeb spółki.

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	0	0	0	0	2
EBITDA	-52	-51	-47	-53	-50
EBIT	-63	-62	-58	-63	-59
Zysk netto	-67	-63	-62	-64	-61
P/E	nm	nm	nm	nm	nm
P/BV	34,3	-50,6	-5,2	-3,0	-2,1
EPS	-4,91	-4,57	-4,51	-4,67	-4,44
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-59	-60	-57
CAPEX	7	9	5	5	5

Informacje

Kurs akcji (PLN)	31,80
Upside	-47%
Liczba akcji (mn)	13,73
Kapitalizacja (mln PLN)	436,62
Free float	55%
Free float (mln PLN)	242
Free float (mln USD)	64
EV (mln PLN)	-
Dług netto (mln PLN)	55,36

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

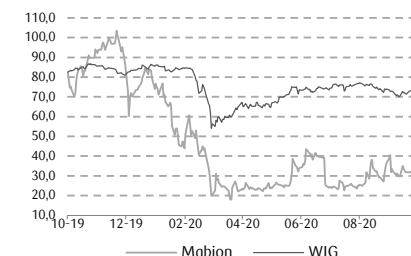
Akcjonariusze

Akcjonariusze	% Akcji
Twiti Investments	17,33
Generali OFE	13,11
Maciej Wieczorek	11,85
Polfarmex	10,47

Poprzednie rekom.

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	29-04-20 23,00
Trzymaj	19-02-20 65,00

Kurs akcji



	WIG	Spółka
1 miesiąc	-3,5%	-12,6%
3 miesiące	-4,4%	27,2%
6 miesięcy	10,0%	43,9%
12 miesięcy	-14,0%	-61,2%
Min 52 tyg. PLN		17,96
Max 52 tyg. PLN		103,60
Średni dzienny obrót mln PLN		1,76

Analitik

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

Adres:

BM PKO BP
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

ARGUMENTY INWESTYCYJNE

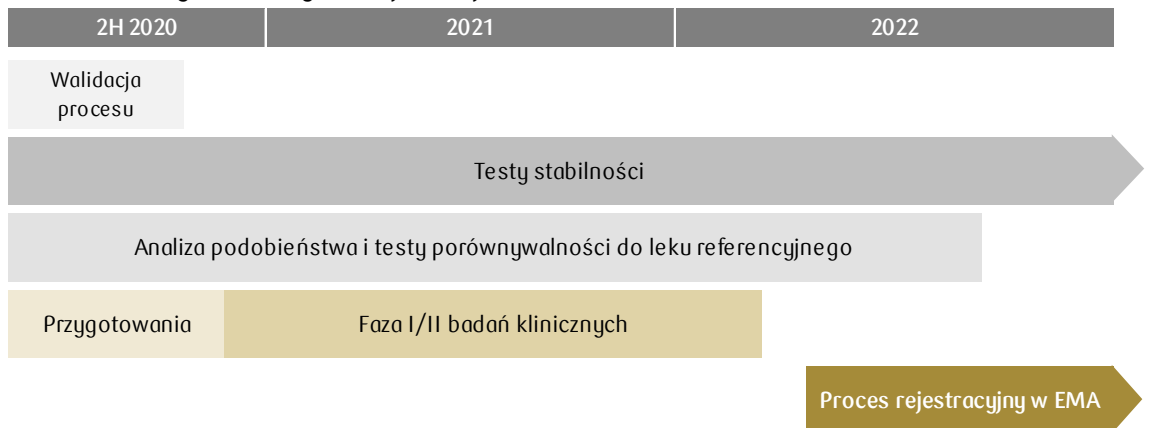
Po wycofaniu poprzedniego wniosku o zgodę na dopuszczenie MabionCD20 na obrotu z EMA w marcu 2020 r. Mabion musi zgromadzić dodatkowe dane kliniczne dla swojego leku biopodobnego do rytuksymabu. Spółka planuje przeprowadzić jeszcze jedno badanie fazy I/II, co prawdopodobnie będzie się wiązać z dodatkowymi kosztami ponad 100 mln PLN oraz opóźnieniem projektu o kolejne dwa lata. Spodziewamy się zobaczyć pierwsze przychody z MabionCD20 w 2024 r. (prawdopodobieństwo 50%) i obniżamy nasze szacunki dotyczące szczytowej wartości sprzedaży do 270 mln USD (spadek o 10%). W 2023-2024 r. pozycję gotówkową spółki powinny wspierać płatności na zakończenie poszczególnych etapów od Mylanu w łącznej wysokości 30 mln USD, przy czym przyszłość tej umowy partnerskiej stoi obecnie pod znakiem zapytania.

Opóźnienie ponownego złożenia wniosku o dopuszczenie do obrotu generuje dodatkowe koszty

W oparciu o informacje otrzymane od Europejskiej Agencji Leków (EMA) w związku z procedurą konsultacji naukowych Mabion zdecydował się przeprowadzić dodatkowe badanie kliniczne wczesnego etapu (fazy I/II), aby uzupełnić wniosek o dopuszczenie do obrotu o brakujące dane dotyczące bezpieczeństwa leku i profilu farmakokinetycznego.

Według spółki badanie powinno się rozpocząć pod koniec 2020 r. i zakończyć na początku 2022 r. Będzie obejmować trzy grupy, każdą z 80 pacjentami cierpiącymi na reumatoidalne zapalenie stawów. Badanie ma na celu przedstawić porównanie działania MabionCD20, MabThera (unijnego produktu referencyjnego) i Rituxanu (amerykańskiego produktu referencyjnego).

Zaktualizowany harmonogram rejestracji MabionCD20 w EMA

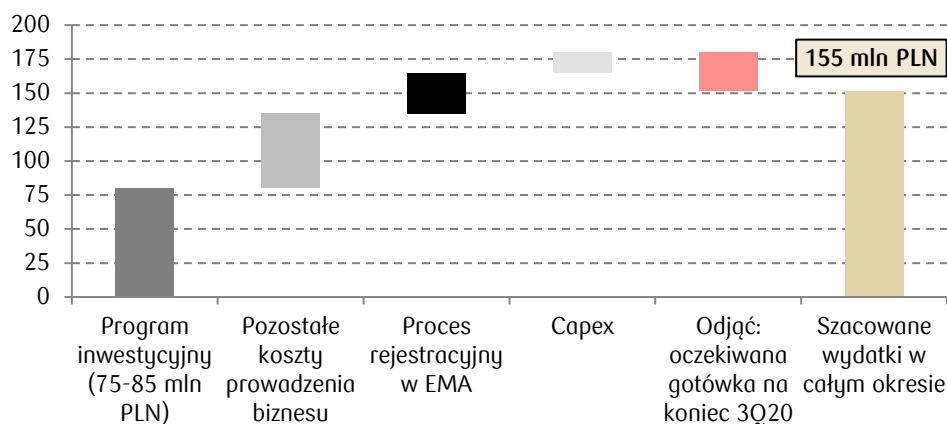


Źródło: Mabion, BM PKO BP

Decyzja o przeprowadzeniu dodatkowego badania fazy I/II oznacza dodatkowe koszty. Mabion szacuje, że poza zwykłymi kosztami operacyjnymi i CAPEX do momentu ponownego złożenia wniosku o dopuszczenie leku do obrotu do EMA będzie musiał wydać 75-85 mln PLN. Kwota ta powinna obejmować: 1) ukończenie testów stabilności dla pięciu partii MabionCD20 produkowanych w dużej skali (spółka planowała uprzednio przygotowanie tylko trzech partii), 2) przeprowadzenie oceny analitycznej produktu wytwarzanego w dużej skali oraz 3) realizację badania klinicznego fazy I/II.

Oczekujemy jednak, że łączne wydatki będą znacznie wyższe. Nasze szacunki przedstawiamy poniżej:

Mabion: szacowane wydatki do momentu otrzymania zgody EMA
(4Q 2023)



Źródło: Mabion, BM PKO BP

W naszym modelu szacujemy, że:

- Na koniec 3Q20 Mabion będzie dysponować 28 mln PLN środków pieniężnych (dzięki pożyczkom od głównych akcjonariuszy Glatton i Twiti Investments w łącznej wysokości 30 mln PLN).
- Zakończenie badania klinicznego fazy I/II opóźni się do 3Q22 z uwagi na spowolnienie badań klinicznych spowodowane pandemią. Jego szacowany koszt powinien wynieść 80 mln PLN (zgodnie z prognozami zarządu).
- Pozostałe koszty prowadzenia działalności (głównie wynagrodzenia i koszty ogólnego zarządu) powinny sięgnąć 58 mln PLN (zasadniczo zgodnie z bieżącym poziomem wydatków).
- Proces rejestracji przez EMA zacznie się w 4Q22 i będzie kosztować 30 mln PLN.
- Nakłady inwestycyjne poniesione do momentu dopuszczenia leku przez EMA wyniosłyby zaledwie 15 mln PLN, zaś powiększenie mocy produkcyjnych (niezbędne w celu zaspokojenia popytu rynkowego) zostanie przełożone na okres po uzyskaniu zgody EMA.

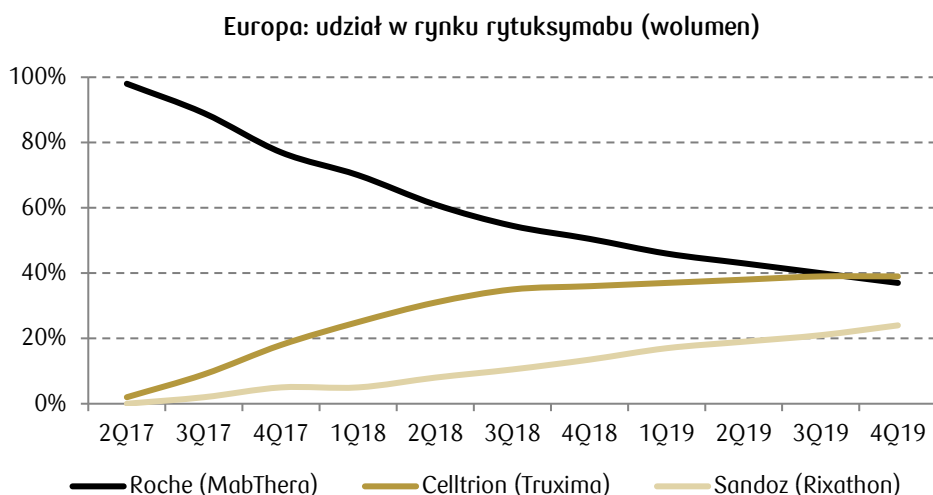
Zasadniczo oczekujemy, że Mabion uzyska zgodę EMA na dopuszczenie leku do obrotu w 4Q23, a łączne wydatki do tego czasu powinny sięgnąć 155 mln EUR.

Brak większych opóźnień w USA. Dane zgromadzone podczas badania klinicznego fazy I/II powinny też zostać wykorzystane do badania pomostowego na potrzeby rejestracji w USA. W związku z tym opóźnienie procesu rejestracji przez EMA nie powinno znacząco wpłynąć na termin rejestracji przez FDA. Oczekujemy, że MabionCD20 wejdzie na rynek amerykański w 3Q24.

Prowadzone na bieżąco testy analityczne MabionCD20 na podstawie procesu produkcyjnego na dużą skalę potwierdzają, że lek może w przyszłości spełnić wymogi regulacyjne. Istnieje wprawdzie marginalne ryzyko porażki projektu podczas dodatkowego badania fazy I/II, ale wynik pozytywny powinien stanowić dodatkową zaletę i ograniczyć ryzyko dla procedury rejestracyjnej. **W efekcie nie zmieniamy naszych założeń dotyczących współczynnika sukcesu ani dla rynku UE (50%), ani dla USA (30%).**

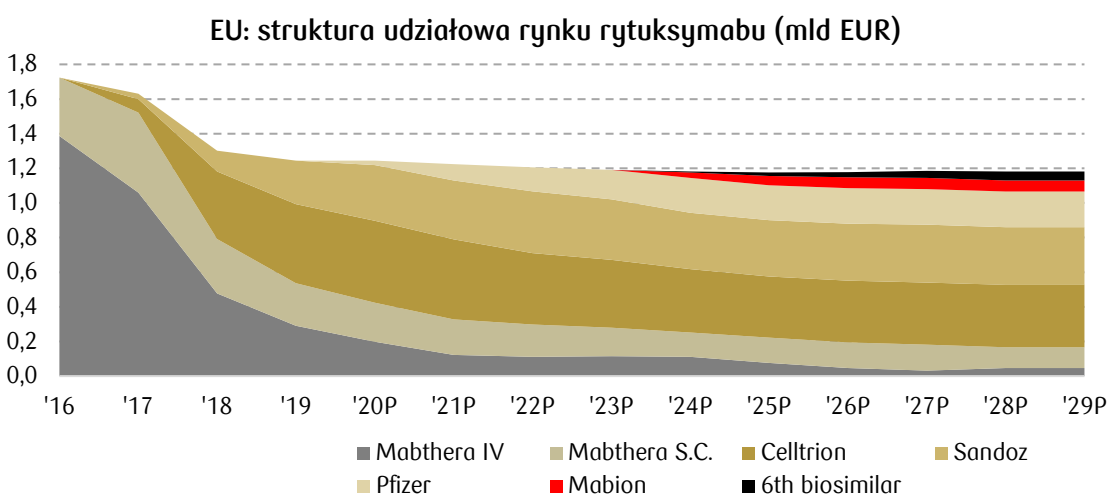
Gorszy potencjał sprzedażowy MabionCD20 w Europie

Na podstawie poniższego wykresu widać, że europejski rynek rytuksymabu wydaje się w dużym stopniu podzielony między konkurentów Mabionu.



Źródło: Celltrion, BM PKO BP

Dwóch głównych graczy – Celltrion (nazwa rynkowa: Truxima) i Sandoz (nazwa rynkowa: Rixathon) – przekroczyło nasze wcześniejsze oczekiwania i na koniec 2019 r. przejęło niemal 65% rynku od producenta leku oryginalnego Roche. Trzeci konkurent (Pfizer) przygotowuje się do wprowadzenia swojego leku biopodobnego na rynek europejski za kilka miesięcy. Co więcej, Roche wprowadził alternatywną aplikowaną podskórną wersję rytuksymabu i powinien w dłuższym terminie utrzymać udział w rynku na poziomie ok. 10%. Z drugiej strony Amgen nie złożył do dnia dzisiejszego wniosku o dopuszczenie do obrotu do EMA, co prowadzi do pytania, czy spółka w ogóle planuje występować o zgodę na obrót w Europie.



Źródło: Mabion, BM PKO BP

W obliczu 7-letniego opóźnienia względem Truximy i Rixathonu oraz oczekiwanego 3-letniego opóźnienia względem leku Pfizera, a także przewyższających oczekiwania wyników konkurencyjnych produktów, **oczekujemy, że udział MabionCD20 w rynku europejskim sięgnie 6% w szczytowym okresie (w porównaniu do 8% poprzednio).**

Czy Mylan pozostaje w grze?

Zgodnie z warunkami umowy partnerskiej z Mabionem Mylan ma prawo rozwiązać porozumienie, jeżeli Mabion nie uzyska zgody EMA do końca 2020 r. Z uwagi na pogarszające się perspektywy sprzedaży MabionCD20 w Europie dostrzegamy rosnące ryzyko wykonania tego prawa.

Poniżej przedstawiamy uproszczony model wyceny MabionCD20 dla Mylanu. Nasze założenia:

- **Udział MabionCD20 w rynku europejskim:** wzrost z 0,5% w 2023 r. do docelowego poziomu 6% w 2026 r.
- **Marża EBITDA:** wzrost z 0% w 2023 r. (z uwagi na wysokie wstępne koszty budowy pozycji rynkowej) do docelowego poziomu 31% w 2026 r. (średnia marża EBITDA Mylanu).
- **Wzrost w okresie końcowym:** -5% z uwagi na oczekiwane wejście na rynek nowych konkurentów oraz stałą presję cenową ze strony władz państwowych dofinansowujących leki biopodobne.
- Brak CAPEX i kosztów kapitału obrotowego, ponieważ procesem produkcji zarządza Mabion
- **Efektywna stawka podatkowa 19%**
- **Stopa dyskontowa:** 12%, co odzwierciedla nadal obecne wysokie ryzyko związane z projektem (ryzyko procesu rejestracji i komercjalizacji).

Mylan: NPV praw do MabionCD20 w Europie

mln USD	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody		0	0	31	53	63	64	64	64
- odjąć: płatności milestone dla Mabionu		15	15	2	6	9	10	10	10
Przychody netto		-15	-15	29	47	54	54	54	54
<i>Szacowana marża EBITDA</i>		<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>15%</i>	<i>25%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>
Implikowany wynik EBITDA		-15	-15	4	12	17	17	17	17
NOPLAT		-15	-15	3	9	14	14	14	14
Stopa dyskontowa	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Mnożnik dyskontowy	87%	78%	69%	62%	55%	49%	44%	39%	35%
DFCF	0	-12	-10	2	5	7	6	5	5

Suma DFCF (2020-2029P)	8
Wartość końcowa	28
NPV projektu (mln USD)	36

Nasz model wyceny MabionCD20 (z perspektywy Mylanu) zakłada NPV projektu wysokości 36 mln USD i okres zwrotu 3,2 roku. Większość wartości (78%) przypisana jest jednak do okresu końcowego (po 2029P r.), do którego Mylan może podchodzić z dużo większą niepewnością.

Poniżej przedstawiamy także analizę wrażliwości przy założeniu różnych docelowych udziałów rynkowych MabionCD20 w Europie oraz założeń dotyczących kosztów kapitału projektu:

MabionCD20: analiza wrażliwości wartości dla Mylana

Docelowy udział w runku MabionCD20

	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	
Koszt kapitału	15%	1	8	15	23	30	37	45
	14%	2	10	18	27	35	42	50
	13%	4	13	22	31	40	48	57
	12%	6	16	26	36	46	55	65
	11%	9	19	30	42	52	63	73
	10%	12	24	36	48	60	72	84
	9%	16	29	42	56	69	83	96

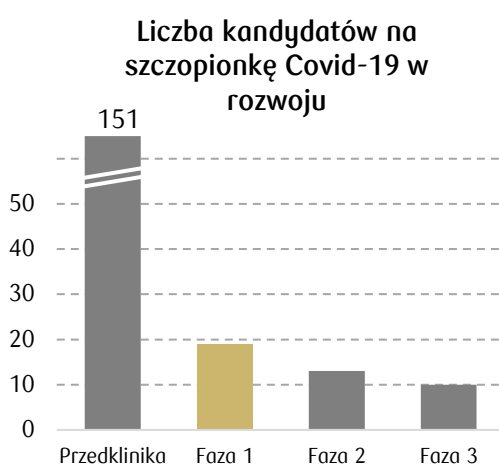
Źródło: BM PKO BP

Projekt pozostaje rentowny nawet przy niskim potencjalnym udziale rynkowym. Jednakże jego wysoki profil ryzyka i poważne nakłady, które są nadal potrzebne przed wprowadzeniem leku na rynek (płatności na rzecz Mabion na zakończenie poszczególnych etapów), a także stosunkowo niskim NPV (poniżej 0,5% kapitalizacji rynkowej Mylanu) mogą naszym zdaniem skłonić spółkę do porzucenia MabionCD20 na rzecz atrakcyjniejszych projektów.

Ewentualna współpraca z Vaxine przy rozwoju szczepionki na Covid-19

14 września Mabion podpisał porozumienie z australijską spółką Vaxine Pty w sprawie ewentualnego partnerstwa w zakresie rozwoju, produkcji i dystrybucji szczepionki na Covid-19 w Polsce i innych państwach europejskich. Strony prowadzą obecnie wzajemne badania due diligence, a transakcja ma zostać sfinalizowana do 30 października 2020 r.

Jak mówi prezes Vaxine Nikolai Petrovsky, pierwsza faza badań klinicznych (bezpieczeństwa) projektu o nazwie Covax-19 przeprowadzona na 40 zdrowych ochotnikach zakończyła się pod koniec lipca 2020 r., a obecnie trwa druga faza na ok. 500 pacjentach z Covid-19. Petrovsky ma nadzieję, że szczepionka będzie dostępna na początku 2021 r. Jednocześnie dane ze strony clinicaltrials.gov ([here](#)) [wskazują, że nadal prowadzona jest rekrutacja do fazy pierwszej.](#)



Źródło: WHO, BM PKO BP

Najbardziej zaawansowane projekty

Spółka	Typ	Start fazy 3	Oczekiwane wyniki
Pfizer / BioNTech	RNA	Lipiec	Październik
Moderna	RNA	Lipiec	Listopad
AstraZeneca / Oxford University	Adenovirus	Sierpień	Grudzień
Johnson & Johnson	Adenovirus	Sierpień	-
China National Biotech	Inactivated vaccine	Lipiec	koniec 2020
CanSino Biologics	Adenovirus	Sierpień	-

Źródło: BM PKO BP, Bloomberg, Reuters

Według informacji wydanych przez większość organów regulacyjnych (w tym FDA i EMA), aby uzyskać regulacyjną potencjalną szczepionka musi wykazywać: **1)** ograniczenie liczby infekcji Covid-19 o przynajmniej 50% względem placebo w kluczowym badaniu (fazie III) oraz **2)** korzystny profil bezpieczeństwa.

Naszym zdaniem Mabion to dla Vaxine racjonalny partner z uwagi na dostęp do europejskiego systemu grantów, wystarczające moce produkcyjne do prowadzenia badań klinicznych oraz pewne doświadczenie w komunikacji z EMA. Jak na razie jednak preferujemy ostrożne podejście do projektu szczepionki na Covid-19 i nie uwzględniamy go w naszej wycenie Mabionu, ponieważ:

- Obie spółki podpisały jak na razie jedynie porozumienie, a ostateczna umowa partnerska zależy od prowadzonego obecnie badania due diligence.
- Spółka Vaxine długo walczyła o dofinansowanie od australijskiego rządu ([here](#)), co może wskazywać na niski poziom zaufania do projektu. Ostatecznie uzyskane finansowanie jest niewysokie i wynosi zaledwie 1 mln USD.
- Na świecie prowadzonych jest ponad 20 bardziej zaawansowanych projektów szczepionki na Covid-19 i istnieje ryzyko, że pierwsza szczepionka na rynku w pełni zaspokoi popyt.

Jak na razie Vaxine Pty podpisała podobne umowy o współpracy w Wielkiej Brytanii (Oxford Expression Technologies), Irlandii (APC partners), Korei Płd. (Medytox), Kazachstanie (Państwowy Uniwersytet Rolniczy), Nepalu (Państwowe Centrum Badań Medycznych) i amerykańskim stanie Georgia (University of Georgia).

Pożyczka od udziałowców zapewni jedynie krótkotrwałą ulgę

Dzięki otrzymanym niedawno od głównych akcjonariuszy (Glatton i Twiti Investments) pożyczkom Mabion powinien na koniec 3Q20 zaraportować środki pieniężne w wysokości 28 mln PLN. Da to spółce chwilę oddechu, ale jak wskazaliśmy wcześniej, całkowite potrzeby finansowe do końca 2023 r. (oczekiwana data otrzymania zgody EMA, uruchamiająca kolejną płatność od Mylanu) mogą wynosić nawet 155 mln PLN.

Wcześniej w ciągu roku Mabion ogłosił ofertę sprzedaży do 1,91 mln nowych akcji na rynku wtórnym, co w oparciu o aktualną cenę akcji może przynieść spółce 62 mln PLN. Może to jednak nie zaspokoić jej potrzeb finansowych, przez co konieczne będzie znalezienie innych źródeł finansowania. Sytuacja ta może się dodatkowo pogorszyć w przypadku rozwiązania umowy z Mylanem, co zmusiłoby Mabion do zwrotu ok. 43 mln PLN.

Jak na razie, nie uwzględniamy ewentualnej emisji akcji w naszym modelu wyceny z uwagi na brak szczegółowych informacji.

WYCENA – co się zmieniło w naszym modelu?

Założenia DCF:

- Stopa wolna od ryzyka obniżona do 2,0% z 2,5% poprzednio
- Premia za ryzyko (6%) i beta (2,0x) pozostają bez zmian

Prognozy zysków i start

- **Udział MabionCD20 w rynku europejskim został ograniczony do 6%** (z 8% poprzednio) z uwagi na decyzję o przeprowadzeniu dodatkowego badania klinicznego fazy I/II. Udział w rynku amerykańskim pozostaje bez zmian (10%)
- **Płatności od Mylan na zakończenie poszczególnych etapów (łącznie 30 mln USD) odroczone do 2023-24P** (z 2021-22P)
- Wskaźnik sukcesu rejestracji w UE (50%) i USA (30%) pozostaje bez zmian.
- **Łączne koszty wprowadzenia MabionCD20 na rynek wzrosły o 70 mln PLN.**

Model DCF											
mln PLN	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
EBIT	-58,1	-63,0	-59,2	5,0	70,4	71,4	71,5	82,3	81,9	81,4	
Podatek dochodowy	0,0	0,0	0,0	0,8	10,6	10,7	10,7	12,3	12,3	12,2	
NOPLAT	-58,1	-63,0	-59,2	4,3	59,8	60,7	60,8	70,0	69,6	69,2	69,2
CAPEX	4,7	5,0	5,0	5,0	50,0	50,0	20,0	10,0	10,0	10,0	17,3
Amortyzacja	11,3	10,2	9,4	8,7	8,1	14,8	20,4	20,4	18,7	17,3	17,3
Zmiany w kapitale obrotowym	7,3	2,0	2,0	-5,7	14,8	11,7	11,8	2,2	0,0	0,0	2,0
FCF	-58,7	-59,8	-56,8	13,6	3,1	13,8	49,4	78,2	78,3	76,6	67,2
WACC	13,9%	13,4%	12,8%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,1%	11,9%	11,6%	11,4%
Współczynnik dyskonta	0,00	0,89	0,79	0,70	0,63	0,56	0,50	0,46	0,41	0,38	
DFCF	0,0	-53,0	-45,0	9,6	2,0	7,7	24,9	35,7	32,5	29,0	
Wzrost w fazie II	0,0%										
Suma DFCF - Faza I	43,3										
Suma DFCF - Faza II	223,9										
Wartość Firmy (EV)	267										
Dług netto	55,4										
Udziały mniejszości	0,0										
Wartość godziwa	212										
Liczba akcji (mln szt.)	13,7										
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	15,4										
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	17,0										
Cena bieżąca	31,8										
Oczekiwana stopa zwrotu	-47%										

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC											
	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Premia za ryzyko długu	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Stopa podatkowa	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Koszt kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Koszt długu	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Waga kapitału własnego	97,3%	88,5%	78,9%	71,2%	71,2%	71,2%	71,2%	65,8%	61,2%	57,2%	52,4%
Waga długu	2,7%	11,5%	21,1%	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%	34,2%	38,8%	42,8%	47,6%
WACC	13,9%	13,4%	12,8%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,1%	11,9%	11,6%	11,4%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	10,0%	18,0	19,0	20,0	21,0	22,0
	11,0%	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0
	11,4%	16,0	16,0	17,0	18,0	19,0
	12,0%	15,0	15,0	16,0	17,0	18,0
	13,0%	14,0	14,0	15,0	15,0	16,0

Źródło: DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-	0	0	0	0	0	2	61	
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-	0	0	0	0	0	0	0	
Zysk brutto ze sprzedaży	-	0	0	0	0	0	2	60	
EBITDA	-	-49	-54	-52	-47	-53	-50	14	
Koszty ogólnego zarządu	-	14	21	24	19	18	18	19	
Pozostałe koszty operacyjne	-	3	2	3	0	0	0	0	
Zysk z działalności operacyjnej	-	-56	-62	-62	-58	-63	-59	5	
Saldo działalności finansowej	-	0	4	0	-4	-1	-2	-2	
Zysk przed opodatkowaniem	-	-56	-58	-63	-62	-64	-61	3	
Podatek dochodowy	-	0	0	0	0	0	0	1	
Zysk (strata) netto	-	-56	-58	-63	-62	-64	-61	3	
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
Aktywa Trwałe	-	68	72	73	66	60	56	52	
Wartości niematerialne i prawne	-	0	0	1	1	1	1	1	
Rzeczowe aktywa trwałe	-	68	72	72	64	59	54	51	
Pozostałe aktywa długoterminowe	-	0	0	0	0	0	0	0	
Aktywa Obrotowe	-	23	10	72	18	21	30	37	
Zapasy	-	4	7	10	12	16	20	20	
Należności	-	4	2	3	4	4	7	2	
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	-	0	0	1	1	1	1	1	
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	-	15	1	58	2	1	2	14	
Aktywa razem	-	91	82	145	84	82	86	90	
Kapitał Własny	-	4	-54	42	-83	-148	-209	-206	
Zobowiązania	-	88	137	103	167	229	294	295	
Zobowiązania długoterminowe	-	14	16	36	84	144	204	204	
Kredyty i pożyczki	-	0	4	3	39	99	159	159	
Zobowiązania handlowe i pozostałe	-	14	12	33	45	45	45	45	
Zobowiązania krótkoterminowe	-	73	120	67	83	85	90	91	
Kredyty i pożyczki	-	13	62	2	18	18	18	18	
Zaliczki	-	44	36	44	44	44	44	44	
Zobowiązania handlowe i pozostałe	-	17	22	20	21	23	28	29	
Pasywa razem	-	91	82	145	84	82	86	90	
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-	-15	-54	-39	-58	-56	-54	17	
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-	-2	-7	-9	-5	-5	-5	-5	
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-	26	47	103	35	60	60	0	
Wskaźniki (%)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
ROE	-	-	229,6%	1 121,0%	-610,1%	117,8%	55,5%	34,2%	-1,4%
Dług netto	-	-2,1	65,0	-52,8	-6,0	55,4	116,3	174,9	162,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@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 farmaceutyczny)	(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 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 następujących 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 majątkowe tych raportów.

Ilekczo 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 uchyła 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. 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 wycenić 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
Mabion	-

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 sporządzenia 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.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 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 i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileć 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 w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P	
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	2387,1	9,5	10,0	21,2	4,0	7,3	10,7	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	543,6	nm	nm	nm	5,1	1,3	5,0	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	602,9	10,7	13,1	9,9	7,0	6,5	6,4	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	436,6	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	2387,1	9,5	10,0	21,2	4,0	7,3	10,7	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	543,6	nm	nm	nm	5,1	1,3	5,0	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	570,7	10,7	13,1	9,4	7,0	6,5	6,1	Piotr Łopaciuk
Mabion	Trzymaj	2020-04-29	23	22,80	436,6	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40,40	2387,1	9,5	10,0	21,2	4,0	7,3	10,7	Małgorzata Żelazko
MLP Group	Kupuj	2020-07-31	95	72,50	1249,8	8,6	6,5	7,2	21,2	27,4	25,3	Piotr Żybała
Asseco SEE	Trzymaj	2020-08-25	48,5	48,40	2387,1	9,5	10,0	21,2	4,0	7,3	10,7	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2020-09-18	21,50	21,2	570,71	10,74	13,11	9,40	6,97	6,51	6,11	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	Trzymaj	2020-10-01	10,2	10,00	543,6	nm	nm	nm	5,1	1,3	5,0	Andrzej Rembelski
Mabion	Sell	2020-10-13	17	31,80	436,6	nm	nm	nm	0,0	0,0	0,0	Dawid Górzyński

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu