

## Trzymaj, 23,00 PLN

Podtrzymana

29 kwietnia 2020 r., 07:30

### Tak blisko, a tak daleko

Pomimo rosnących ryzyk inwestycyjnych, takich jak: 1) niepewność dotycząca rejestracji MabionCD20 przez EMA; 2) opcja Mylan w zakresie wypowiedzenia umowy partnerskiej po 2020 r.; oraz 3) nierozwiązana kwestia pozyskania dodatkowego finansowania, zwracamy uwagę na znaczący potencjał wzrostowy, który wynika z nadal prawdopodobnego scenariusza uzyskania zgody EMA w przyszłym roku. Przy aktualnej wycenie Mabionu uznajemy stosunek potencjalnych korzyści do ryzyka za dobrze odzwierciedlony przez rynek. Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ i obniżamy cenę docelową w horyzoncie 12M do 23 PLN za akcję (vs 65 PLN poprzednio).

**Podkopane zaufanie do jakości MabionCD20.** Zgodnie z niedawnym ogłoszeniem spółki, poziom reszt afukozylowanych w MabionCD20 jest jedynym niespełnionym kryterium biopodobieństwa do preparatu MabThera. Dane uzyskane w produkcji dużej skali są bardziej optymistyczne i dają nadzieję na sukces rejestracji. W dalszym ciągu niepokoi nas jednak, że w przyszłości mogą się pojawić dalsze problemy związane z jakością MabionCD20 (np. z procesem produkcji lub niewłaściwym systemem kontroli jakości w procesie rozwoju leku). Na skutek zwiększonej niepewności obniżamy prawdopodobieństwo rejestracji przez EMA do 50%, a rejestracji w USA do 30%.

**Niepewna przyszłość umowy partneringowej z Mylanem.** Umowa z Mylanem przewiduje możliwość jej wypowiedzenia, jeżeli Mabion nie zakończy procesu rejestracji MabionCD20 w Europie do końca 2020 r. Taka decyzja zmusiłaby Mabion do: 1) zwrotu otrzymanej od Mylanu zaliczki w wysokości 40 mln PLN oraz 2) rozejrzenia się za nowym partnerem (co spowodowałoby dalsze opóźnienie we wprowadzeniu produktu na rynek). Ponadto postanowienia umowy mogą wskazywać na ograniczony potencjał sprzedaży leku, jeżeli jego premiera odbędzie się po 2020 r.

**Malejące zapasy gotówki wymagają uzupełnienia.** Na koniec 2019 r. Mabion dysponował 28 mln PLN gotówki, co w naszej ocenie, zapewnia finansowanie do połowy 2020 r. W celu zakończenia procesu rejestracji MabionCD20 spółka potrzebuje ok. 100 mln PLN dodatkowych funduszy. Szacujemy, że niezależnie od środków od głównych akcjonariuszy w wysokości przynajmniej 15 mln PLN Mabion będzie zmuszony przeprowadzić kolejną emisję akcji. Po zabezpieczeniu dodatkowych środków dostrzegamy też możliwość dodatkowego finansowania długiem.

**Wszystkie negatywy są już zdyskontowane.** W obliczu spadku ceny akcji o 70% od początku roku uważamy, że większość ryzyk inwestycyjnych została już zdyskontowana przez rynek. Z drugiej strony potencjalny pozytywny feedback od EMA lub uzyskanie dodatkowego finansowania mogą spowodować znaczny wzrost ceny akcji. W związku z tym jesteśmy zdania, że aktualna wycena odpowiednio odzwierciedla trudne perspektywy Mabionu

mln PLN	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	0	0	0	50	42
EBITDA	-52	-51	-51	9	5
EBIT	-63	-62	-62	-3	-13
Zysk netto	-67	-63	-62	-3	-11
P/E	nm	nm	nm	nm	nm
P/BV	29,5	-50,6	-222,8	-86,9	-25,9
EPS	-5,71	-4,57	-3,49	-0,16	-0,62
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-73	-43	-45
CAPEX	7	9	15	50	50

P - Prognozy DM PKO BP

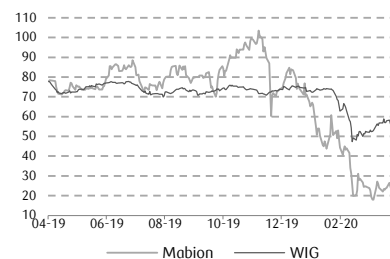
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	22,80
Upside	1%
Liczba akcji (mn)	14,12
Kapitalizacja (mln PLN)	322,02
Free float	55%
Free float (mln PLN)	178
Free float (mln USD)	42
EV (mln PLN)	-
Dług netto (mln PLN)	-15,96

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

Akcjonariusze	% Akcji
Twiti Investments	17,35
Generali OFE	13,40
Maciej Wieczorek	11,85
Polfarmex	10,48

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

#### Kurs akcji



	WIG	Spółka
1 miesiąc	9,5%	-6,6%
3 miesiące	-22,0%	-65,0%
6 miesięcy	-23,0%	-73,4%
12 miesięcy	-26,2%	-70,6%
Min 52 tyg. PLN		17,96
Max 52 tyg. PLN		103,60
Średni dzienny obrót mln PLN		1,08

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

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

**WYCENA – co się zmieniło?**Założenia DCF:

- **Wzrost beta z 1,6 do 2,0** z uwagi na wyższy profil ryzyka inwestycyjnego i ewentualne problemy płynnościowe
- **Wzrost premii za ryzyko rynkowe do 6,0% z 5,0%**
- **Stopa wolna od ryzyka obniżona do 2,5% z 2,7%**

Prognozy przychodów:

- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji przez EMA obniżone do 50% z 75%** na skutek wycofania pierwszego wniosku rejestracyjnego i wątpliwości EMA co do jakości leku
- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji w USA obniżone do 30% z 50%** w związku z wyższym ryzykiem dotyczącym jakości leku i opóźnieniem rozpoczęcia badań pomostowych

Finansowanie:

Założenia: 1) emisja akcji 70 mln PLN (17,5 PLN/akcja) oraz 2) udostępnienie i wykorzystanie pierwszej transzy kredytu z EBI (10 mln EUR) po zapewnieniu finansowania kapitałowego

Model DCF											
mln PLN	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
EBIT	-61.9	-3.3	-12.9	22.8	63.6	74.3	92.2	104.0	103.3	108.7	
Podatek dochodowy	0.0	-0.5	-1.9	3.4	9.5	11.1	13.8	15.6	15.5	16.3	
<b>NOPLAT</b>	<b>-61.9</b>	<b>-2.8</b>	<b>-11.0</b>	<b>19.4</b>	<b>54.0</b>	<b>63.2</b>	<b>78.4</b>	<b>88.4</b>	<b>87.8</b>	<b>92.4</b>	<b>92.4</b>
CAPEX	15.0	50.0	50.0	35.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	20.9
Amortyzacja	11.3	11.9	18.0	23.1	25.0	23.4	22.1	20.9	20.0	19.2	20.9
Zmiany w kapitale obrotowym	7.3	2.0	2.0	3.4	16.7	12.3	11.5	2.5	0.0	1.6	2.0
<b>FCF</b>	<b>-72.9</b>	<b>-43.0</b>	<b>-45.0</b>	<b>4.2</b>	<b>47.4</b>	<b>59.3</b>	<b>74.0</b>	<b>91.8</b>	<b>92.8</b>	<b>95.0</b>	<b>90.4</b>
WACC	13.1%	12.5%	11.9%	11.9%	12.4%	12.5%	12.7%	12.8%	12.9%	12.9%	12.9%
Współczynnik dyskonta	0.88	0.79	0.71	0.64	0.56	0.49	0.43	0.38	0.34	0.30	
DFCF	-64.5	-33.9	-32.1	2.6	26.5	29.2	32.1	35.0	31.1	28.2	
Wzrost w fazie II	0.0%										
Suma DFCF - Faza I	54.2										
Suma DFCF - Faza II	<b>207.8</b>										
Wartość Firmy (EV)	<b>262</b>										
Dług netto	-6.0										
Udziały mniejszości	0.0										
Faktoring i korekta długu netto	0.0										
<b>Wartość godziwa</b>	<b>268</b>										
Liczba akcji (mln szt.)	13.7										
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	19.5										
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>23.0</b>										
Cena bieżąca	22.8										
Oczekiwana stopa zwrotu	1%										

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC											
	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
Stopa wolna od ryzyka	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
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	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Stopa podatkowa	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.3%</b>
Waga kapitału własnego	86.7%	80.4%	74.9%	74.9%	79.1%	80.6%	82.1%	83.7%	84.5%	84.5%	84.5%
Waga długu	13.3%	19.6%	25.1%	25.1%	20.9%	19.4%	17.9%	16.3%	15.5%	15.5%	15.5%
<b>WACC</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.9%</b>

Źródło: prognozy DM PKO BP

### Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
WACC	11.9%	23.0	24.0	25.0	26.0	27.0
	12.4%	23.0	23.0	24.0	25.0	26.0
	12.9%	22.0	23.0	23.0	24.0	25.0
	13.4%	21.0	22.0	23.0	23.0	24.0
	13.9%	21.0	21.0	22.0	23.0	23.0

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	50	42	80	
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-	0	0	0	0	0	6	18	
Zysk brutto ze sprzedaży	-	0	0	0	0	50	36	62	
EBITDA	-	-49	-54	-51	-51	9	5	46	
Koszty ogólnego zarządu	-	14	21	24	26	28	29	30	
Pozostałe koszty operacyjne	-	3	2	3	0	0	0	0	
Zysk z działalności operacyjnej	-	-56	-62	-62	-62	-3	-13	23	
Saldo działalności finansowej	-	0	4	0	0	0	0	0	
Zysk przed opodatkowaniem	-	-56	-58	-63	-62	-3	-13	23	
Podatek dochodowy	-	0	0	0	0	-1	-2	3	
Zysk (strata) netto	-	-56	-58	-63	-62	-3	-11	19	
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
Aktywa Trwałe	-	68	72	73	76	114	146	158	
Wartości niematerialne i prawne	-	0	0	1	1	1	1	1	
Rzeczowe aktywa trwałe	-	68	72	72	74	112	144	156	
Pozostałe aktywa długoterminowe	-	0	0	0	0	0	0	0	
Aktywa Obrotowe	-	23	10	72	99	99	100	108	
Zapasy	-	4	4	4	4	4	4	4	
Należności	-	4	2	3	4	4	7	11	
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	-	0	0	1	1	1	1	1	
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	-	15	1	58	82	78	72	76	
Aktywa razem	-	91	82	145	174	213	246	266	
Kapitał Własny	-	4	-54	42	-2	-5	-16	4	
Zobowiązania	-	88	137	103	176	217	261	262	
Zobowiązania długoterminowe	-	14	16	36	93	132	171	171	
Kredyty i pożyczki	-	0	4	3	48	87	126	126	
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	174	213	246	266	
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-	-15	-54	-39	-58	7	5	39	
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-	-2	-7	-9	-15	-50	-50	-35	
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-	26	47	103	126	39	39	0	
Wskaźniki (%)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	
ROE	-	-	229,6%	1 121,0%	-610,1%	529,4%	87,8%	108,2%	-329,5%
Dług netto	-	-2,1	65,0	-52,8	-6,0	-16,0	27,0	72,0	67,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biurowe 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 Górzyński	(sektor farmaceutyczny)	(022) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl

### Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

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

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Niniejsza 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.

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

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

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

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

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

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

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

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% 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. Modelem 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 nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

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

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

#### 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 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.

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 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 i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

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

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „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	Kupuj	2019-07-19	20,50	16,8	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	322,02	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,50	7,0	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25,00	23,8	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7,80	7,4	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2019-12-05	22,5	21,10	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100,00	60,2	322,02	nm	nm	nm	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Trzymaj	2020-03-16	27,20	25	1567,21	9,5	10,0	15,9	4,0	7,3	8,2	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Sprzedaj	2020-04-24	6,50	7,66	375,92	nm	nm	12,5	5,1	1,7	2,9	Andrzej Rembelski
Apator	Trzymaj	2020-04-29	19,5	19,00	556,1	10,7	13,1	8,8	7,0	6,5	5,85	Piotr Łopaciuk
<b>Mabion</b>	<b>Trzymaj</b>	<b>2020-04-29</b>	<b>23</b>	<b>22,80</b>	<b>322,0</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,00</b>	<b>Dawid Górzyński</b>

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu