

Sprzedaj, 38,00 PLN

Podtrzymana

07 maja 2021 r., 07:30

Wciąż przewartościowany

Pomimo znacznej wyprzedaży w ostatnich dniach, wciąż postrzegamy akcje spółki Mabion jako przewartościowane. Po pierwsze, szacujemy, że projekt szczepionki wygeneruje łączną EBITDA w latach 2021-25F na poziomie około 250 mln PLN (co stanowi zaledwie 1/3 kapitalizacji). Po drugie, rozwiązanie umowy partneringowej z Mylanem na rynek europejski zwiększa ryzyko związane z komercjalizacją MabionCD20. Ponadto, co niemniej ważne, uważamy że sytuacja finansowa spółki będzie w znacznej mierze zależeć od sukcesu projektu szczepionki. W poniższym raporcie, zwiększamy naszą cenę docelową dla akcji spółki Mabion do 38 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację Sprzedaj.

Kontrakt na szczepionkę wciąż przewartościowany. W naszej opinii, oczekiwane podpisanie umowy z Novavaxem (do czego przyjmujemy prawdopodobieństwo 80%) powinno zapewnić Mabionowi stabilne źródło finansowania w kolejnych latach, jednakże rynek wciąż zdaje się przeceniać perspektywę tej umowy. Zakładamy, że Mabion będzie głównie odpowiedzialny za produkcję szczepionki na Covid-19 na rynek polski (15 mln dawek rocznie). W rezultacie, oczekujemy że ważona ryzykiem kontrybucja projektu do wyniku EBITDA spółki sięgnie 71 mln PLN w latach 2022-23F, a następnie spadnie do 29 mln PLN w ciągu kolejnych 5 lat ze względu na: 1) spadek marży produkcyjnej Mabionu oraz 2) presję na ceny szczepionek wywołaną wejściem na rynek nowych graczy.

MabionCD20 w trudnej sytuacji. Po olbrzymim opóźnieniu projektu (oczekujemy wprowadzenia leku na rynek w 2024F), lek biopodobny do rytuksymabu rozwijany przez Mabion napotyka kolejne przeszkody. W ostatnim czasie rozwiązana została umowa partneringowa z Mylanem na rynek europejski, co naszym zdaniem: 1) zmniejsza szanse na sukces projektu (do 30% z 50% szacowanych poprzednio) oraz 2) oznacza, że Mabion będzie musiał zwrócić część zaliczek otrzymanych od partnera (szacujemy tę kwotę na 30 mln PLN). W naszej opinii, przyszłość projektu będzie zależeć od zdolności spółki do pozyskania nowego partnera.

Emisja akcji daje jedynie chwilę wytchnienia. Udana emisja akcji zapewniła spółce 117 mln PLN dodatkowej gotówki, co zaspokaja potrzeby finansowe do połowy 2022. Niemniej, biorąc pod uwagę znaczne wydatki związane z: 1) ukończeniem badań pomostowych i procesu rejestracji dla MabionCD20, 2) planowaną inwestycją w nowe moce produkcyjne oraz 3) zwrotem zaliczki od Mylana, sytuacja finansowa spółki zdaje się zależeć głównie od sukcesu projektu szczepionki.

mln PLN	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	0	0	8	286	270
EBITDA	-51	-44	-50	69	72
EBIT	-62	-54	-59	59	56
Zysk netto	-63	-55	-59	59	48
P/E	nm	nm	nm	12,6	15,5
P/BV	-50,6	-5,9	-249,3	13,3	7,1
EPS	-4,57	-4,03	-3,67	3,64	2,97
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-74	30	18
CAPEX	9	3	32	53	57

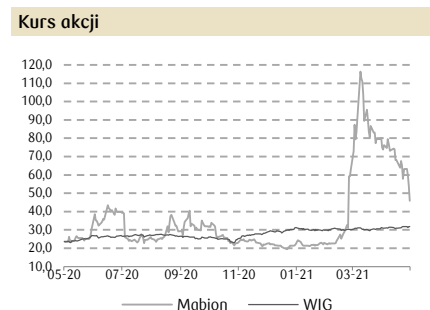
P - Prognozy DM PKO BP

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	45,90
Upside	-17%
Liczba akcji (mn)	16,16
Kapitalizacja (mln PLN)	741,78
Free float	70%
Free float (mln PLN)	520
Free float (mln USD)	137
EV (mln PLN)	-
Dług netto (mln PLN)	20,82

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

Akcjonariusze	% Akcji
Twiti Investments	14,73
Generali OFE	8,28
Maciej Wieczorek	6,23
Polfarmex	8,90

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Sprzedaj	13-10-20 17,00
Trzymaj	29-04-20 23,00



	WIG	Spółka
1 miesiąc	1,5%	-42,8%
3 miesiące	6,0%	100,4%
6 miesięcy	26,1%	100,0%
12 miesięcy	36,0%	106,3%
Min 52 tyg. PLN		19,50
Max 52 tyg. PLN		116,40
Średni dzienny obrót mln PLN		8,68

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

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

ARGUMENTY INWESTYCYJNE

1) PRZEwartościowana szczepionka

Poniżej prezentujemy podsumowanie głównych założeń związanych z produkcją antygenów na potrzeby szczepionki na Covid-19 dla spółki Novavax. Zwracamy uwagę, że spółka nie zdecydowała się na publikację jakichkolwiek szacunków co do potencjalnych wolumenów zamówień, cen oraz marży możliwych do osiągnięcia przez polską spółkę.

Główne założenia PKO do umowy z Novavaxem

mIn PLN	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Liczba dawek sprzedana przez Novavax w Europie (mln)	5	150	150	150	150	150	150	150	150
Liczba dawek wyprodukowana przez Mabion (mln)	1	19	19	19	19	19	19	19	19
Polska	1	15	15	15	15	15	15	15	15
Reszta Europy	0	4	4	4	4	4	4	4	4
Cena szczepionki (USD / dawkę)	16.0	16.0	16.0	14.4	13.0	11.7	10.5	10.0	10.0
Marża produkcyjna Mabionu (% przychodów Novavaxa)	10%	10%	10%	10%	7%	7%	7%	7%	7%
Prawdopodobieństwo podpisania umowy	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Rachunek zysków i strat (ważony ryzykiem)									
Przychody (COGS + marża produkcyjna)	7.7	231.6	231.6	208.5	165.1	148.6	133.7	127.4	127.4
COGS (15% sprzedaży Novavaxa realizowana przez Mabion)	4.6	139.0	139.0	125.1	112.6	101.3	91.2	86.9	86.9
Koszty sprzedaży i zarządu (10% sprzedaży)	0.8	23.2	23.2	20.8	16.5	14.9	13.4	12.7	12.7
Amortyzacja	0.7	1.1	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EBITDA	3.0	70.6	70.9	64.1	37.6	34.0	30.7	29.4	29.4
Nakłady inwestycyjne	22.4	8.0	4.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

Źródło: BM PKO BP

Bazując na naszych prognozach, kontrybucja projektu do wyniku EBITDA osiągnie 71 mln PLN rocznie w latach 2022-23 oraz zacznie spadać do poziomu 29 mln PLN w długim terminie, ze względu na: 1) presję na ceny szczepionek oraz 2) obniżoną marżę produkcyjną Mabionu od 2025 roku.

Zakładamy 80%-owe prawdopodobieństwo podpisania finalnej umowy co uwzględnia następujące ryzyka: 1) proces transferu technologii oraz produkcji szarzy walidacyjnych wciąż trwa i może zakończyć się niepowodzeniem, 2) jak wspomniano w raporcie rocznym, Mabion zidentyfikował ryzyka związane z niemożliwością wykorzystania swojej linii technologicznej do produkcji szczepionki oraz 3) zgodnie z naszą wiedzą, Novavax posiada wystarczające moce produkcyjne by dostarczyć dotychczasową liczbę zamówionych dawek szczepionki. Na stronie 5 raportu, prezentujemy analizę wrażliwości, która bierze pod uwagę różne prawdopodobieństwa podpisania umowy.

Ogólny zarys umowy

3 marca 2021 Mabion podpisał umowę ramową ze spółką Novavax, która zakłada potencjalną produkcję antygenów do kandydata na szczepionkę przeciwko wirusowi Covid-19 (NVX-CoV2373) rozwijanego przez amerykańską spółkę.

Współpraca ma obejmować dwa etapy:

Etap 1: transfer technologii, prace przygotowawcze oraz przygotowanie szarży technicznych. Ten etap będzie obejmował: 1) transfer technologii do Mabionu, 2) przygotowanie szarży walidacyjnych i technicznych antygenów oraz 3) optymalizację procesu produkcyjnego. Większość kosztów etapu 1 będzie pokrywana przez Novavax a niezbędne nakłady kapitałowe powinny być minimalne.

Etap 2: produkcja komercyjna. Novavax podejmie decyzję odnośnie rozpoczęcia etapu 2 po otrzymaniu wyników etapu 1.

Projekt produkcji szczepionki na Covid-19 będzie współfinansowany przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR) w formie inwestycji w akcje na kwotę 10 mln PLN (przy okazji emisji zorganizowanej w marcu) oraz potencjalnie w formie pożyczki w kwocie 30 mln PLN (warunkiem jest decyzja Novavaxu o rozpoczęciu etapu 2 projektu).

Potencjalny harmonogram:

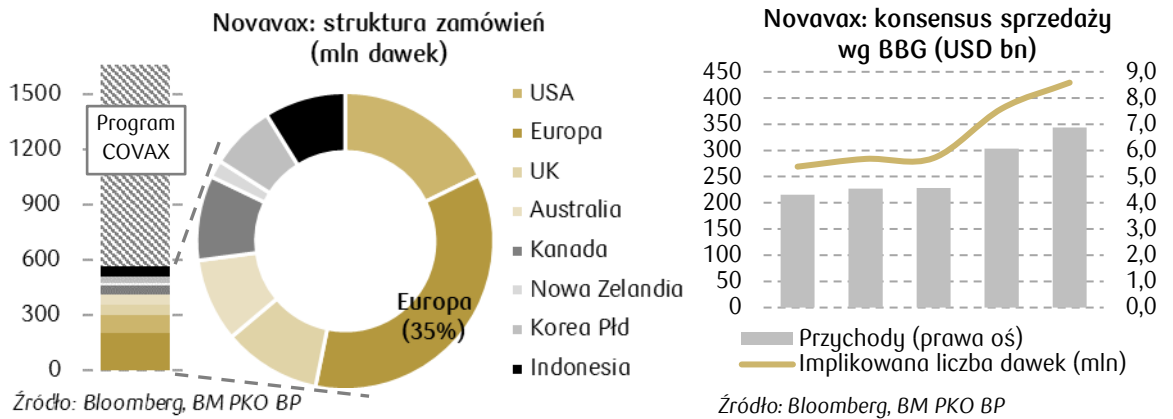
- 2 kwartał 2021: zakończenie transferu technologii oraz przygotowania szarży walidacyjnych
- 3 kwartał 2021: rozpoczęcie komercyjnej produkcji antygenów
- 4 kwartał 2021: pierwsze dostawy antygenów do spółki Novavax

Ile dawek może sprzedawać Novavax w Europie?

- Wstępny kontrakt z Unią Europejską został podpisany w grudniu 2020 i opiewał na 100 mln dawek z możliwością rozszerzenia o kolejne 100 mln. Jednakże, **podpisanie finalnej umowy do tej pory nie miało miejsca** (przypuszczalnie ze względu na problemy z dostawą materiałów do szczepionki).
- Zgodnie z informacją agencji Reuters, finalna umowa ma zostać podpisana w przeciągu kilku dni oraz może opiewać na 200 mln dawek (około 10% łącznych zamówień Unii Europejskiej do tej pory).
- W sierpniu 2020 Novavax zawarł umowę na dostawę 60 mln dawek szczepionki z Wielką Brytanią, lecz kwestia produkcji antygenów została powierzona spółce FUJIFILM Diosynth Biotechnologies.

Z drugiej strony, prognozy bazujące na konsensusie Bloombergu wynoszą około 4.3-4.6 mld USD w latach 2021-23, co implikuje dostawy rządu 270-290 mln dawek rocznie na skalę świata (przy cenie 16 USD za sztukę; adekwatnej do umowy z USA).

Udział rynku europejskiego w strukturze zamówień Novavaxu (nie wliczając programu COVAX, który zorientowany jest na kraje o niskim dochodzie rozporządzalnym) wynosi 35%. To implikuje dostawy około 100 mln dawek rocznie do Europy.



Podsumowując, **pozycjonujemy nasze oczekiwania na poziomie 150 mln dawek rocznie**, tj. na środku przedziału między dwoma wspomnianymi estymacjami (200 mln dawek bazujących oczekiwanej umowie z Unią Europejską oraz 100 mln dawek, na które wskazuje konsensus Bloomberg).

Biorąc pod uwagę rosnącą liczbę mutacji wirusa oraz wstępne dowody sugerujące efektywność szczepionki w okresie od 6 do 12 miesięcy od zaszczepienia, nasz scenariusz bazowy zakłada, że szczepienia na Covid-19 będą odbywać się co roku.

Z drugiej strony, widzimy ryzyko, że rosnąca liczba szczepionek na Covid-19 wywoła presję na ich ceny. **Oczekujemy spadku ceny szczepionki Novavaxu z 16 USD za dawkę to 10 USD do 2028 roku.**

Mabion może zagwarantować dominujący udział w polskim rynku

Bazując na analogii z umów na produkcję szczepionki podpisanych przez Novavax z innymi podmiotami (np. SK Bioscience w Korei Południowej, Takeda w Japonii oraz Serum Institute w Indiach), oczekujemy że Mabion będzie głównie odpowiedzialny za produkcję antygenu na potrzeby rynku polskiego. W naszej opinii, taki ruch może zagwarantować Novavaxowi znaczny udział w szóstym co do wielkości rynku w Europie, jako że rząd polski z dużym prawdopodobieństwem powinien wspierać krajowych producentów.

Zakładamy, że 10% wszystkich szczepionek sprzedawanych przez Novavax w Europie będzie realizowana na polskim rynku (kraj odpowiada za 8% populacji Europy). To implikuje 15 mln dawek rocznie. Zakładając, że połowa osób dorosłych będzie w kolejnych latach szczepiona na Covid-19, Novavax powinien osiągnąć 48% udziału w rynku.

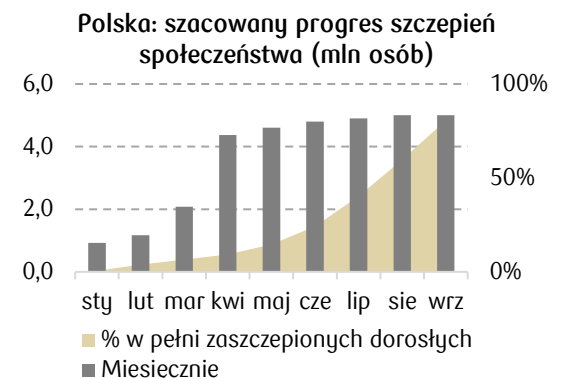
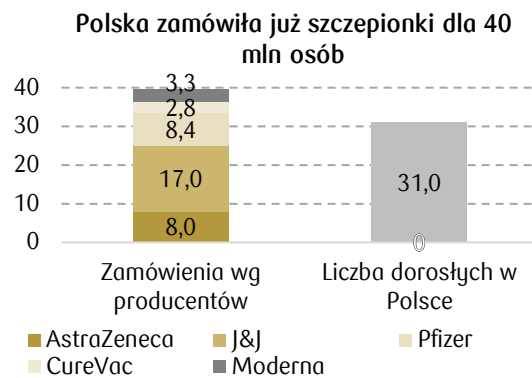
Równocześnie zakładamy 3%-owy udział Mabionu w sprzedaży do innych krajów europejskich (4 mln dawek rocznie), biorąc pod uwagę wystarczające moce produkcyjne Novavaxu w Europie (ponad 1,000 mln dawek rocznie może być produkowane w zakładzie w Czechach a ponadto spółka posiada dwa inne zakłady o nieznanych mocach).

Kiedy możemy spodziewać się pierwszych dostaw?

- Proces rejestracyjny został rozpoczęty w lutym 2021. Decyzja odnośnie do rejestracji miała być podjęta w kwietniu-maju, lecz prawdopodobne jest pewne opóźnienie.
- Novavax planuje dostarczyć pierwsze małe ilości szczepionki pod koniec 2021 roku.

W teorii, dostawa antygenów przez Mabion może mieć miejsce wcześniej niż sprzedaż pierwszych szczepionek przez Novavax, lecz zakładamy, że polska spółka będzie w stanie wyprodukować pierwsze partie antygeny na cele komercyjne w 4 kwartale 2021. W rezultacie, oczekujemy dostawy minimalnych wolumenów antygeny w tym roku oraz osiągnięcia pełnych mocy w 2022.

Biorąc pod uwagę, że zarówno Polska jak większość krajów europejskich planuje osiągnąć odporność stałą w 2021 roku, szczepionka Novavaxu będzie prawdopodobnie wykorzystywana głównie jako druga dawka lub w celu odnowienia odporności po jej wygaśnięciu. To z kolei niesie ryzyko, że duża część osób zaszczepionych w 2021 będzie niechętna do zmiany producenta.



Zakładamy marżę produkcyjną Mabionu na poziomie 10%

Bazując na prognozach Bloomberg'a, Novavax powinien generować marżę EBIT ze sprzedaży szczepionki na poziomie ponad 50%. Nominalnie, marża ta powinna wynieść 8 USD (30.4 PLN) na dawkę.

Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, Novavax będzie oddawał nominalną marżę 10% (tj. 5.1 PLN na dawkę) jako wynagrodzenie Mabionu za usługi produkcyjne oraz gwarantowanie znacznego udziału w polskim rynku. Marża ta powinna spaść do 7% po trzech latach kontaktu, w związku z oczekiwanym uruchomieniem konkurencyjnych fabryk w Polsce. Oprócz tego, zakładamy że Novavax będzie zwracał koszty produkcji poniesione przez polską spółkę (15% ceny dawki).

Ze względu na dużą niepewność odnośnie do szacunku marży produkcyjnej Mabionu, poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości bazującą na różnych scenariuszach:

Analiza wrażliwości ceny docelowej

Marża produkcyjna dla Mabionu

	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
Cena docelowa	16	23	30	38	45	52	60	67
Upside	-65%	-50%	-35%	-17%	-2%	13%	31%	46%

Źródło: BM PKO BP

Prawdopodobieństwo podpisania umowy z Novavax

	0%	80%	100%
Cena docelowa	15	38	46
Upside	-67%	-17%	0%

Źródło: BM PKO BP

MABIONCD20 ZNÓW Z PROBLEMAMI

Główny projekt spółki, czyli biopodobna wersja rytuksymabu zwana MabionCD20 jest obecnie testowany w badaniu fazy 1/2 (tzw. badanie pomostowe), którego celem jest porównanie związku Mabionu do zarówno europejskiego jak i amerykańskiego odpowiednika. W przypadku jego pozytywnych wyników, wniosek o rejestrację powinien być powtórnie złożony do EMA w 2023 roku (prognoza PKO). W naszej opinii, łączne wydatki konieczne do ukończenia projektu mogą wynieść ponad 200 mln PLN (nie wliczając inwestycji w nowy zakład produkcyjny).

Równolegle, europejski rynek rytuksymabu jest już w dużej mierze „rozegrany” przez konkurencję Mabionu. Szacowany udział leku oryginalnego wyniósł w 2020 roku 25% i wciąż spada (-45% r/r w 1 kwartale 2021). Pozostała część została już zajęta przez inne wersje biopodobne.

W ostatnich dniach projekt napotkał nowe przeszkody – Polska firma ogłosiła rozwiązanie umowy partneringowej z dotychczasowym partnerem (Mylanem) oraz wygaśnięcie jego wyłączności na rynek amerykański. W naszej opinii, decyzja Mylana sugeruje, że amerykańska firma nie dostrzega wartości dodanej we wprowadzeniu wersji biopodobnej rytuksymabu w 2024 roku. Ponadto, Mabion został zobligowany do zwrotu części zaliczek otrzymanych od partnera w poprzednich latach. Ich wartość zaraportowana w bilansie spółki na koniec 2020 roku wyniosła około 45 mln PLN, a wg naszych oczekiwań 30 mln PLN będzie podlegać zwrotowi jeszcze w tym roku.

Podsumowanie głównych założeń PKO do projektu MabionCD20:

- **Rynek europejski:** 1) podpisanie nowej umowy partneringowej o wartości 30 mln USD (w tym 15 mln USD pierwszej płatności) w 2022 roku, 2) uzyskanie zgody EMA w 2023 z prawdopodobieństwem 30%, 3) wprowadzenie leku do sprzedaży w 2024, 4) docelowy udział rynkowy leku na poziomie 6% oraz 5) tantiemy rządu 15% dla Mabionu.
- **Rynek amerykański:** 1) podpisanie nowej umowy partneringowej o wartości 60 mln USD (w tym 15 mln USD pierwszej płatności) w 2023 roku, 2) uzyskanie zgody FDA w 2023 z

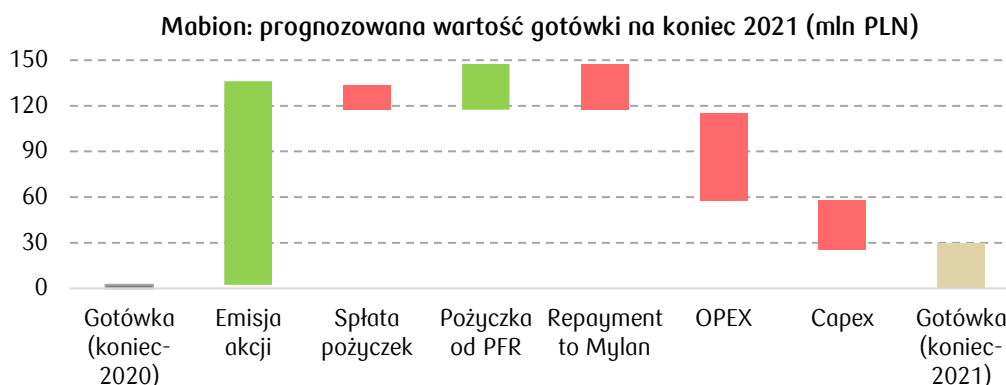
prawdopodobieństwem 30%, 3) wprowadzenie leku do sprzedaży w 2024, 4) docelowy udział rynkowy leku na poziomie 8% oraz 5) tantiemy rzędu 15% dla Mabionu.

- **Koszty:** łączna wartość kosztów w latach 2021-24 w wysokości 212 mln PLN, z czego: 1) koszty badań i rozwoju 133 mln PLN oraz 2) koszty ogólnego zarządu 79 mln PLN.
- **Nakłady inwestycyjne:** 10 mln PLN w 2021 roku oraz średnio 50 mln PLN w 2022-24 ze względu na budowę drugiego zakładu produkcyjnego.

SPO DAJE CHWILĘ WYTCNIENIA, LECZ PRZYSZŁOŚĆ ZALEŻY OD SUKCESU SZCZEPIONKI

W marcu 2021 Mabion z sukcesem przeprowadził emisję 2,43 mln nowych akcji na kwotę 117 mln PLN netto. Zapewniło to spółce chwilę wytchnienia, jednak znaczne wartości planowanych wydatków sprawia, że przyszłość Mabionu zależy w pełni od sukcesu projektu szczepionki.

Szacujemy, że spółka zakończy 2021 rok z 30 mln PLN w gotówce. Główne wydatki w tym roku związane będą z: 1) spłatą 16 mln PLN do głównych akcjonariuszy (dokonane w formie akcji), 2) spłata zaliczki w kwocie 30 mln PLN do Mylana, 3) operacyjne wypływy gotówki w kwocie 58 mln PLN (wzrost o 66% r/r ze względu na rozpoczęcie badań pomostowych MabionCD20 oraz inwestycje w kapitał obrotowy) oraz wydatki inwestycyjne na kwotę 32 mln PLN (zakup dwóch bioreaktorów o pojemności 2,000l; w większości finansowany przez PFR).



Source: Mabion, PKO BP Securities

Pomimo oczekiwanej płatności wstępnej za sprzedaż praw europejskich do MabionCD20 w 2022 roku (15 mln USD), wydatki konieczne w latach 2022-23 (włączając wydatki na proces rejestracji MabionCD20 oraz budowę nowego zakładu produkcyjnego) sprawiają, że pozycja finansowa spółki będzie w znacznej mierze zależeć od sukcesu projektu produkcji szczepionki.

WYCENA – co zmieniło się a naszym modelu?

Założenia do wyceny DCF:

- Premia za ryzyko rynkowe została zmniejszona do 5.5% (z 6.0% poprzednio)
- Beta została zmniejszona do 1.4x (z 2.0x poprzednio) ze względu na stabilność finansową jaką dała umowa z Novavaxem oraz udane zakończenie emisji akcji.
- Stopa wolna od ryzyka utrzymana na poziomie 2.0% (bez zmian).

Prognozy rachunku zysków i strat:

- Po raz pierwszy uwzględniono projekt produkcji antygenów do szczepionki na Covid-19
- Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji MabionCD20 w Europie obniżono do 30% (z 50% poprzednio) po rozwiązaniu umowy partneringowej z Mylanem.

Model DCF									
mIn PLN	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	-59.3	58.8	56.4	74.2	66.9	56.4	67.2	69.4	69.3
Podatek dochodowy	0.0	0.0	8.5	11.1	10.0	8.5	10.1	10.4	10.4
NOPLAT	-59.3	58.8	47.9	63.1	56.9	47.9	57.1	59.0	58.9
CAPEX	32.4	53.0	56.5	54.1	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
Amortyzacja	9.6	10.2	15.4	20.9	25.4	23.5	21.9	20.5	19.2
Zmiany w kapitale obrotowym	-8.2	-13.5	-11.0	0.5	1.6	-1.4	0.3	0.3	0.0
FCF	-73.9	29.5	17.9	29.3	69.1	61.2	67.1	67.6	66.5
WACC	9.6%	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Współczynnik dyskonta	0.00	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	0.59	0.54	0.49
DFCF	0.0	-60.9	-48.1	7.3	-5.8	-3.6	11.6	25.1	25.1
Wzrost w fazie II	0.0%								
Suma DFCF - Faza I	261.4								
Suma DFCF - Faza II	356.9								
Wartość Firmy (EV)	618								
Dług netto	20.8								
Udziały mniejszości	0.0								
Wartość godziwa	597								
Liczba akcji (mln szt.)	16.2								
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	37.0								
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	38.0								
Cena bieżąca	45.9								
Oczekiwana stopa zwrotu	-17%								

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC	2021	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%
Premia rynkowa	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko długu	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Stopa podatkowa	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Koszt kapitału własnego	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Koszt długu	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Waga kapitału własnego	97.3%	92.3%	91.1%	91.1%	91.1%	91.1%	91.1%	91.1%	91.1%	91.1%
Waga długu	2.7%	7.7%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
WACC	9.6%	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
WACC	8.2%	38.0	39.0	41.0	43.0	45.0
	8.7%	37.0	38.0	39.0	41.0	43.0
	9.2%	36.0	37.0	38.0	39.0	41.0
	9.7%	35.0	36.0	37.0	38.0	39.0
	10.2%	34.0	35.0	36.0	37.0	38.0

Źródło: DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	0	0	0	0	0	8	286	270	265
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	0	0	0	0	0	5	139	139	136
Zysk brutto ze sprzedaży	0	0	0	0	0	3	147	131	129
EBITDA	-49	-54	-52	-51	-44	-50	69	72	95
Koszty ogólnego zarządu	14	21	21	24	20	21	43	43	40
Pozostałe koszty operacyjne	-3	-2	-3	-3	-2	0	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	-56	-62	-63	-62	-54	-59	59	56	74
Saldo działalności finansowej	0	-4	4	0	1	0	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	-56	-58	-67	-63	-55	-59	59	56	74
Podatek dochodowy	0	0	0	0	0	0	0	8	11
Zysk (strata) netto	-56	-58	-67	-63	-55	-59	59	48	63

Bilans	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	68	72	73	73	67	89	132	173	206
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Rzeczowe aktywa trwałe	68	72	72	72	65	88	131	172	205
Pozostałe aktywa długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa Obrotowe	23	10	72	40	12	56	91	98	89
Zapasy	4	7	10	9	6	18	35	35	34
Należności	4	2	3	3	3	8	24	35	34
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0	0	1	1	1	1	1	1	1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	15	1	58	28	2	30	32	28	20
Aktywa razem	91	82	145	114	78	146	224	271	295
Kapitał Własny	4	-54	42	-22	-77	-3	56	104	128
Zobowiązania	88	137	103	135	156	149	168	168	167
Zobowiązania długoterminowe	14	16	36	49	57	87	87	87	87
Kredyty i pożyczki	0	4	3	4	3	33	33	33	33
Zobowiązania handlowe i pozostałe	14	12	33	45	54	54	54	54	54
Zobowiązania krótkoterminowe	73	120	67	86	99	61	81	81	80
Kredyty i pożyczki	13	62	2	18	34	17	17	17	17
Zaliczki	47	40	48	48	47	17	17	17	17
Zobowiązania handlowe i pozostałe	14	18	17	21	18	27	46	46	45
Pasywa razem	91	82	145	114	78	146	224	271	295

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-15	-54	-39	-34	-35	-88	55	52	84
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-2	-7	-7	-9	-3	-32	-53	-57	-54
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	26	47	103	12	13	147	0	0	-38

Wskaźniki (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	-	229,6%	1 121,0%	-610,1%	111,9%	147,5%	222,5%	60,1%	54,3%
Dług netto	-2,1	65,0	-52,8	-6,0	34,3	20,8	18,4	22,4	30,5

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: Rekomendującego), 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 nie trafne. 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 uchyliła 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 sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

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 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 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.

Ilekczo 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
						2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	
Asseco SEE	Trzymaj	2020-06-03	41	40.40	2034.3	10.0	16.5	16.2	7.3	9.6	8.0	Małgorzata Żelazko
MLP Group	Kupuj	2020-07-31	95	72.50	1479.0	6.5	7.8	7.4	26.9	31.4	28.6	Piotr Zybala
Asseco SEE	Trzymaj	2020-08-25	48.5	48.40	2034.3	10.0	16.5	16.2	7.3	9.6	8.0	Małgorzata Żelazko
Apator	Trzymaj	2020-09-18	21.50	21.2	711.19	13.11	9.78	7.52	6.46	6.83	4.74	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	Trzymaj	2020-10-01	10.2	10.00	528.3	nm	nm	15.6	1.2	4.8	3.6	Andrzej Rembelski
Mabion	Sprzedaj	2020-10-13	17	31.80	741.8	nm	nm	nm	0.0	0.0	0.0	Dawid Górzyński
Asseco SEE	Kupuj	2021-03-04	43.5	37.80	2034.3	10.0	16.5	16.2	7.3	9.6	8.0	Małgorzata Żelazko
Apator	Kupuj	2021-03-17	28	24.80	711.2	13.1	9.8	7.5	6.5	6.8	4.7	Piotr Łopaciuk
MLP Group	Kupuj	2021-04-08	92	76.20	1479.0	6.5	7.8	7.4	26.9	31.4	28.6	Piotr Zybala
Mabion	Sprzedaj	2021-05-07	38	45.90	741.8	nm	nm	nm	0.0	0.0	0.0	Dawid Górzyński

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu