

Mabion – opcja na ponad rok

Doświadczenia Mabionu z ostatnich 12 miesięcy pokazują, jak trudnym i długotrwałym procesem jest zbudowanie pozycji na rynku CDMO nowemu podmiotowi. Poduszka płynnościowa (ok. 50 mln zł), którą spółka zgromadziła w ostatnich kwartałach dzięki współpracy z Novavax oraz potencjalnie wsparcie finansowe ze strony głównych akcjonariuszy, pozwolą Mabionowi kontynuować działalność w ciągu co najmniej kolejnych 12 miesięcy. Tym samym Mabion ma jeszcze co najmniej rok na wypełnienie portfela nowymi zleceniami i udowodnienie słuszności obranej strategii. W obliczu wolniejszego od wcześniej zakładanego pozyskiwania kontraktów, dokonujemy korekty w dół naszych prognoz na kolejne lata. Szacujemy, że spółka będzie generować straty w kolejnych kilku kwartałach, przy czym będą one systematycznie maleć. Aktualizujemy wycenę spółki w horyzoncie 9-mies. z 19,0 zł do 17,3 zł.

Dobre wyniki I półrocza 2024 roku, ale druga połowa pod presją

Mabion maksymalnie wykorzystał okres gwarantowanego kontraktu z Novavax raportując w 2Q24 wyniki powyżej naszych oczekiwań. Przychody w 2Q24 wyniosły 29,8 mln zł (-17% r/r), EBITDA 12,9 mln zł (-33% r/r), zysk netto 10,3 mln zł (-32% r/r). W naszej ocenie był to jednak ostatni tak dobry wynikowo kwartał dla spółki w tym roku. W kolejnych kwartałach oczekujemy strat operacyjnych. W całym roku oczekujemy przychodów na poziomie 74 mln zł i wyniku EBITDA 5 mln zł.

Zlecenia dodatkowe dla Novavax i nowe zlecenie dla klienta z Wielkiej Brytanii

W komentarzu do sprawozdania półrocznego spółka podała, że na dzień 10 września, brak planów wznowienia współpracy z Novavax w zakresie umowy produkcyjnej w roku bieżącym, ale Mabion kontynuuje realizację zleceń dodatkowych. Biorąc dodatkowo pod uwagę fakt, że Mabion pozyskał i realizuje od września br. zlecenia CDMO dla nowego klienta z Wielkiej Brytanii o wartości około 5,5 mln zł – oczekujemy, że zlecenia dodatkowe dla Novavax oraz kontrakt dla wspomnianego nowego klienta to dwa główne źródła przychodów Mabionu w 3Q24, a jeśli spółka nie pozyska nowych zleceń, to i w kolejnych kwartałach. Dla przypomnienia koszty operacyjne w 2Q24 wyniosły ok. 19 mln zł i oczekujemy, że taki poziom utrzyma się w kolejnych kwartałach, a spółka nie będzie w stanie w pełni ich pokryć przychodami z realizacji zleceń.

Opcja na ponad 12 miesięcy

Zarząd wskazuje, że oczekiwany kwartalny poziom kosztów operacyjnych w kolejnych kwartałach w spółce to ok. 19-20 mln zł. Poziom gotówki na koniec I półrocza 2024 roku wynosił ok. 50 mln zł plus deklaracja głównych akcjonariuszy, że będą oni potencjalnie w stanie wspomóc spółkę finansowo w zakresie bieżącej działalności operacyjnej spółki, pozwala przyjąć założenie, że Mabion będzie w stanie kontynuować działalność przez najbliższe co najmniej 12 miesięcy. W tym okresie musi zbudować bazę przychodową, aby pokryć koszty organizacji i stworzyć perspektywę powrotu do rentowności.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko braku pozyskania zleceń, które docelowo zastąpiłyby kontrakt z Novavax.

Wartość akcji Mabion oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (16,8 zł, waga 75%) i skorygowanych aktywów netto (13,7 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na poziomie 17,3 zł.

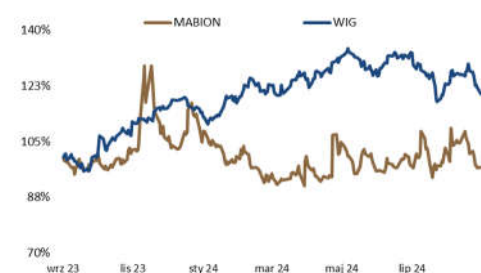
mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	57	164	152	74	52
EBITDA	-1	37	62	5	-16
zysk netto	2	23	41	0	-26
P/E (x)	nd	11,8	6,6	nd	nd
EV/EBITDA (x)	nd	5,9	4,1	45,2	nd

Źródło: Mabion (wyniki 2021-2023), Noble Securities (prognozy 2024P-2025P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 18.09.2024 o godz. 8:35. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 18.09.2024 o godz. 8:45.



Kurs akcji	16,9 zł
Wycena (9M)	17,3 zł
Potencjał wzrostu	2%
Kapitalizacja	273 mln zł
Free float	51,76%
Śr. wolumen 6M	40 101



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Mabion jest firmą biotechnologiczną posiadającą własny zakład produkcyjny w Konstantynowie Łódzkim. Spółka pracuje nad rozwojem oferty i budową pozycji na rynku CDMO biologicznego. Na koniec 2023 r. Mabion zatrudniał 247 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Twiti Investments Ltd.	16,0%
Polfarmex S.A.	9,1%
Glatton sp. z o.o.	6,8%
Celon Pharma	3,8%
Pozostali	64,2%

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

Krzysztof Radojewski
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	5
RYNEK CDMO.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
ZASADY ESG.....	9

WYCENA

Akcje Mabionu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz skorygowanych aktywów netto przypisując im wagi odpowiednio 75% i 25%, wyznaczając wycenę w horyzoncie 9-miesięcznym równą 17,3 zł (poprzednio 19,0 zł). Metodę porównawczą zastąpiliśmy metodą skorygowanych aktywów netto, gdyż przy istotnym prognozowanym pogorszeniu wyników finansowych, wycena porównawcza jest trudna lub wręcz niemożliwa do zastosowania.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
DCF	75%	272	16,8	18,6	-10%
wycena skorygowanych aktywów netto	25%	222	13,7	nd	
średnia wycena		259	16,0	17,5	-9%
Cena docelowa (9M)			17,3	19,0	-9%
Cena aktualna			16,9	16,2	4%
Potencjał			2%	17%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek października 2024 r. (poprzednio na początek maja 2024 r.),
- Dług netto na dzień 31.12.2023 roku: -16 mln zł (gotówka netto),
- Efektywna stopa podatkowa: w okresie 2024-2026 zakładamy ją na poziomie zero – spółka na koniec 2023 roku oprócz rozpoznanego aktywa z tytułu podatku odroczonego w wysokości 4,7 mln zł miała nieujęta w księgach ulgę podatkową dostępną na podstawie zezwoleń strefowych w wysokości 41 mln zł; po 2026 roku zakładamy stopę 19%,
- CAPEX: 15 mln zł rocznie, nie zakładamy budowy nowego zakładu,
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1%,
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,34% (poprzednio 5,62%; średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,15% (poprzednio 5,84%).

DCF (tys. zł)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	73 753	52 000	80 000	120 000	143 000	157 300	173 030	190 333	209 366	230 303
NOPAT	-3 255	-25 066	-7 191	11 385	19 807	23 068	26 512	30 137	41 894	46 784
Amortyzacja	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660
Zmiany KON	20 308	1 213	-1 561	-2 230	-1 282	-797	-877	-965	-1 061	-1 167
CAPEX	16 273	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	8 660
FCFF	9 440	-30 193	-15 092	2 815	12 184	15 930	19 295	22 832	34 493	45 616
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,89	0,80	0,73	0,66	0,60	0,55	0,50	0,45	0,41
DFCFF	9 214	-26 743	-12 131	2 056	8 087	9 607	10 573	11 369	15 606	18 754
SUMA DFCFF do 2033	46 392									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2033	509 020									
Zdyskontowana wartość rezydualna	209 276									
Wartość Firmy (EV)	255 667									
Dług netto 31.12.2023	-16 289									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	271 956									
Liczba akcji (w mln.)	16 162									
Wartość na 1 akcję	16,8									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	16,6	18,1	20,0	22,4	25,7
WACC - 0,5%	15,4	16,7	18,3	20,4	23,0
WACC	14,3	15,4	16,8	18,6	20,8
WACC + 0,5%	13,3	14,3	15,5	17,0	18,9
WACC + 1,0%	12,4	13,3	14,3	15,6	17,3

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%	5,34%
Premia za ryzyko	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%	5,15%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Koszt długu po tarczy	7,50%	7,50%	7,50%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą opartą o wybranych zagranicznych producentów kontraktowych (CDMO), zagraniczne CRO oraz polską Selvitę działającą również w obszarze CRO przedstawiamy jedynie w celach obrazowych, gdyż prognozowane przez nas pogorszenie wyników finansowych wpływa istotnie negatywnie na wycenę wskaźnikową. Dlatego postanowiliśmy ją wyłączyć z naszej analizy. Dla porównania w poprzednim raporcie z kwietnia br. implikowana wycena porównawcza wynosiła 14,3 zł/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
LONZA GROUP AG-REG	181 985	40,1	33,1	27,8	22,3	18,5	16,0
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	896 713	28,1	25,5	22,8	24,1	22,2	20,3
MEDPACE HOLDINGS INC	41 875	30,2	27,0	23,2	23,2	20,9	18,2
CHARLES RIVER LABORATORIES	39 386	20,0	18,5	16,3	12,3	11,7	10,7
EUROFINS SCIENTIFIC	43 288	17,1	14,9	13,0	9,1	8,3	7,6
IQVIA HOLDINGS INC	167 137	21,3	19,2	17,1	14,8	13,6	12,6
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	71 313	15,1	14,0	12,6	10,5	10,1	9,4
WUXI APPTTEC CO LTD-A	61 633	12,0	10,9	9,9	8,1	7,5	6,7
EUROFINS SCIENTIFIC	43 288	17,1	14,9	13,0	9,1	8,3	7,6
SELVITA CRO SA	1 443	101,4	31,8	19,9	21,1	14,9	12,4
Mediana		20,6	18,8	16,7	13,6	12,7	11,5
Implikowana wycena/akcję Mabion		0,0	0,0	0,0	5,5	0,0	0,0
Waga		nd	nd	nd	nd	nd	nd
Implikowana wycena/akcję Mabion					nd		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.09.2024 r. godz. 12:39

WYCENA METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Z uwagi na prognozowane przez nas pogorszenie wyników finansowych i w związku z tym istotne pogorszenie wyceny wskaźnikowej, która opiera się na bieżącym roku i dwóch najbliższych latach, postanowiliśmy wyznaczyć również wartość spółki metodą skorygowanych aktywów netto. Mabion, nawet w przypadku pogorszenia wyników finansowych stanowić będzie w dalszym ciągu aktywo w postaci zakładu produkującego leki biologiczne, doświadczonego zespołu kadr oraz wiedzy i doświadczenia w obszarze czy to przeciwciał monoklonalnych czy produkcji szczepionki białkowej. Z uwagi na fakt, iż zakład produkcyjny został w ostatnim czasie zmodernizowany, zastosowaliśmy uproszczone podejście polegające na skorygowaniu wartości aktywów netto o skumulowaną amortyzację. Od tej wartości odejmujemy zobowiązania spółki. Tak wyznaczamy wartość w wysokości 222 mln zł, czyli 13,7 zł na akcję. Poniżej przedstawiamy nasze obliczenia.

Podsumowanie wyceny metodą skorygowanych aktywów netto

Aktywa trwale netto	121
Skumulowana amortyzacja (bez odpisu z tytułu utraty wartości Mabion II)	76
Aktywa trwale skorygowane	197
Aktywa obrotowe	75
Zobowiązania razem	51
Wartość skorygowanych aktywów netto	222
Wartość skorygowanych aktywów netto/akcję	13,7

OSTATNIE WYDARZENIA**Wyniki za 1H2024**

Przychody w 2Q24 wyniosły 29,8 mln zł (-17% r/r, vs 20,1 mln zł nasze oczekiwania), EBITDA 12,9 mln zł (-33% r/r, vs 4,6 mln zł nasze oczekiwania), zysk netto 10,3 mln zł (-32% r/r, vs 2,1 mln zł oczekiwania). Poziom gotówki netto na koniec 1H24 wyniósł ok. 50 mln zł. W komentarzu do sprawozdania spółka podała, że na dzień publikacji sprawozdania, brak planów wznowienia współpracy z Novavax w zakresie umowy produkcyjnej w roku bieżącym, ale Mabion kontynuuje realizację zleceń dodatkowych. Przypominamy, że Mabion pozyskała i realizuje od września br. zlecenia CDMO dla nowego klienta z Wielkiej Brytanii o wartości około 5,5 mln zł. Spółka podała w komunikacie prasowym, że intensyfikację działań z zakresu business development odzwierciedla wartość aktywnych ofert, która zwiększyła się do 320 mln USD na dzień publikacji sprawozdania. Mabion otrzymuje obecnie średnio około 2 zapytania ofertowe tygodniowo, a od początku roku złożyła 29 ofert na usługi CDMO.

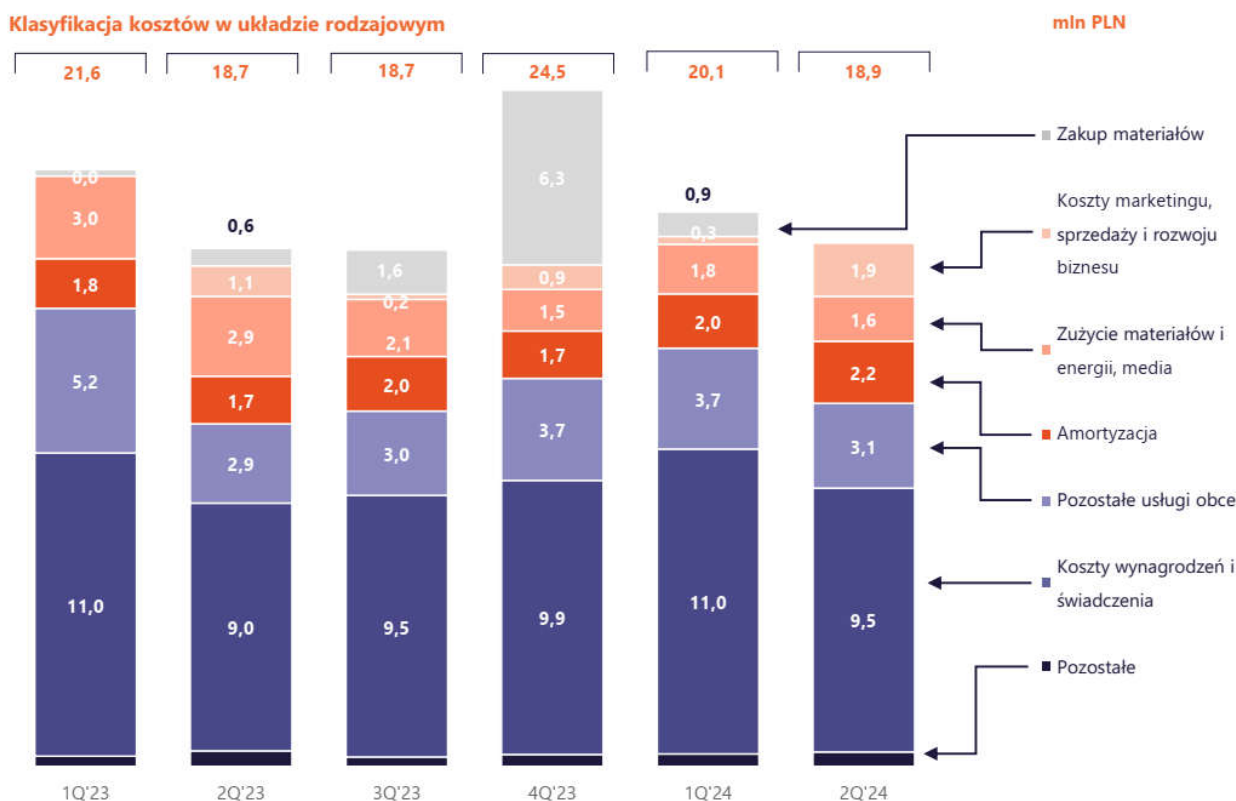
	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	r/r	2Q24P	1H23	1H24	r/r
Przychody	36 030	29 579	46 524	33 974	29 779	-17%	20 100	75 575	63 753	-16%
ze sprzedaży	34 301	27 952	39 880	32 222	29 192	-15%	20 000	72 457	61 414	-15%
z zakupu materiałów	628	1 593	6 321	859	0	-100%	100	856	859	0%
inne	1 100	34	3 389	893	587	-47%		2 261	1 480	-35%
Zysk brutto na sprzedaży	27 433	23 158	33 534	26 426	26 388	-4%	15 634	57 892	52 814	-9%
EBIT	17 475	10 855	8 695	13 537	10 608	-39%	2 634	35 511	24 145	-32%
EBITDA	19 194	12 831	10 410	15 499	12 856	-33%	4 634	39 020	28 355	-27%
Zysk netto	15 244	10 856	-1 301	17 541	10 291	-32%	2 134	31 714	27 832	-12%

Źródło: Mabion (2Q23-2Q24), Noble Securities (prognoza 2Q24P)

Struktura kosztowa – utrzymanie dyscypliny kosztowej mimo wzrostu wydatków marketingowych

Spółka wskazuje, że w układzie rodzajowym zachowała dyscyplinę kosztową pomimo presji inflacyjnej. Poziom kosztów operacyjnych w 2Q'24 był wyższy o 4,5% r/r głównie za sprawą zwiększonych wydatków na rozwój biznesu (business development) – widoczne to jest w pozycji koszty sprzedaży, marketingu i rozwoju biznesu (wzrost o 75% r/r w 2Q24). W obszarze zużycia materiałów i energii w 2Q'24 spółka zanotowała spadek o 44% r/r, a w 1H'24 spadek o 42% r/r w związku z działaniami optymalizacyjnymi w tym głównie spadku zakontraktowanych cen energii i gazu. Wzrost amortyzacji o 31% r/r do 2,2 mln PLN w 2Q'24 i o 20% r/r w 1H'24 związany jest ze zwiększeniem wartości aktywów trwałych na skutek modernizacji zakładu produkcyjnego. Wydatki pracownicze są pod kontrolą – spółka zanotowała w 2Q'24 ich wzrost o 6% r/r a w 1H'24 wzrost o 3% r/r.

Koszty rodzajowe Mabion w okresie 1Q23-2Q24



Źródło: Mabion

PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ

Pozyskiwanie zleceń w dalszym ciągu przebiega wolniej niż zakładaliśmy, dlatego po raz kolejny obniżamy prognozy na 2024 i 2025 rok.

(młn zł)	2021	2022	2023	zmiana	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana
Przychody	57	164	152	-8%	83	74	-11%	80	52	-35%
ze sprzedaży	20	91	140	55%	69	71	3%	80	52	-35%
inne	37	73	11	-84%	14	2	-83%	0	0	
Zysk brutto na sprzedaży	36	66	115	74%	56	59	5%	56	36	-35%
koszty badań i rozwoju	14	15	6	-59%	4	1	-73%	4	1	-73%
koszty ogólnego zarządu	30	29	40	40%	44	60	37%	44	60	37%
EBIT	-10	28	55	95%	8	-3	-141%	8	-25	-413%
EBITDA	-1	37	62	67%	16	5	-66%	16	-16	-203%
zysk netto	2	23	41	78%	7	0	-100%	7	-26	-467%

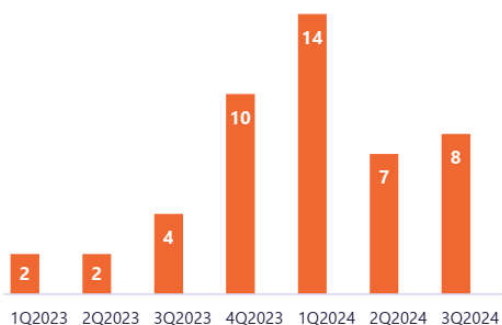
Źródło: Mabion (wyniki 2021-2023), Noble Securities (prognozy 2024-2025)

Sytuacja płynnościowa pozwala na funkcjonowanie przez najbliższe co najmniej 12 miesięcy

W ocenie spółki realizacja kontraktów i zleceń w obszarze podstawowej działalności spółki, tj. CDMO, finansowanie dłużne, w tym leasing, granty, dotacje, środki celowe na realizację nowych projektów oraz ewentualna emisja kapitałów powinny być wystarczające, aby pokryć nakłady i koszty związane z finalizacją transformacji spółki w pełni zintegrowaną firmę CDMO świadczącą usługi dla klientów. Ponadto, na dzień publikacji sprawozdania finansowego za I półrocze 2024 roku spółka posiada listy wspierające od kluczowych akcjonariuszy (Twiti Investments Limited, Glatton Sp. z o. o., Polfarmex S. A.), z treści których wynika, iż wyrażają oni wolę i możliwość kontynuowania finansowego wsparcia w zakresie bieżącej działalności operacyjnej spółki w najbliższej przyszłości, obejmującej okres co najmniej kolejnych 12 miesięcy od dnia podpisania sprawozdania finansowego w przypadku, gdyby sytuacja finansowa spółki tego wymagała.

BUSINESS DEVELOPMENT**Uczestnictwo w wydarzeniach branżowych i intensywne oferowanie**

Spółka buduje swoją rozpoznawalność na globalnych rynkach poprzez uczestnictwo w kluczowych wydarzeniach branżowych w 2024 roku. Sumaryczna wartość wszystkich ofert, obecnie w trakcie rozstrzygnięcia, na dzień 10 września wynosiła 320 mln USD. Wartość ta uwzględnia zarówno wartość usług, jak i materiałów oraz surowców wymaganych do realizacji zleceń. Na dzień 10 września spółka miała otwarte 20 procesy sprzedażowe. Zarząd wskazuje, że średni czas obserwowany w branży od rozpoczęcia ofertowania do decyzji związanej z zatwierdzeniem lub odrzuceniem propozycji wynosi około 12 miesięcy. Jednostkowa wartość oferty waha się w przedziale 0,1 – 75 mln USD (uwzględniając również wartość materiałów) z czasem realizacji od kilku tygodni do kilku lat. Spółka jest już po kilku pierwszych wizytacjach zainteresowanych współpracą podmiotów w zmodernizowanym zakładzie w Konstancynie Łódzkim, kolejne wizytacje zakładu są w planie.

Liczba i wartość aktywnych ofert złożonych przez Mabion w ostatnich kwartałach**Liczba złożonych ofert w danym kwartale***(stan na dzień prezentacji)***Wartość aktywnych ofert***(mln USD; stan na dzień prezentacji)*

Źródło: Mabion prezentacja z dnia 10.09.2024

Novavax podpisał umowę z Sanofi – co dalej z kontraktem Mabionu?

Dla przypomnienia 10 maja 2024 roku Novavax i Sanofi poinformowały o podpisaniu umowy licencyjnej w celu wspólnej komercjalizacji szczepionki przeciwko COVID-19, opracowania nowych szczepionek skojarzonych przeciwko COVID-19 i grypie oraz opracowania wielu nowych szczepionek wykorzystujących adiuwant Matrix-MTM firmy Novavax. Na mocy umowy Novavax otrzyma 500 mln USD płatności upfront, ok. 70 mln USD w postaci wpływów z emisji nowych akcji, które obejmie Sanofi oraz do 700 mln USD w płatnościach związanych z osiągnięciem bliskich dalszych kamieni milowych. 8 sierpnia Novavax poinformowało, że otrzymało już 570 mln USD wpływu z Sanofi, a z dniem 1 stycznia 2025 r. Sanofi przejmie główną odpowiedzialność handlową za zaktualizowaną formułę szczepionki Novavax przeciwko COVID-19 (NVX-CoV2705) w Stanach Zjednoczonych, Europie i na wybranych głównych rynkach, które nie są obecnie objęte umowami zakupu z wyprzedzeniem (APA) lub istniejącymi umowami partnerskimi.

W naszej ocenie współpraca Novavax z Sanofi jest bardzo istotnym kamieniem milowym w dalszym rozwoju Novavax z uwagi na fakt, iż Sanofi jest globalnym liderem w obszarze sprzedaży szczepionek (7,5 mld EUR w 2023 roku, w tym 2,7 mld USD przypada na grype) – ewolucja szczepionki covidowej w kierunku szczepionki kombinowanej przeciw grypie i covid jest w naszej ocenie naturalnym kierunkiem, w jakim będzie zmierzał rynek, a Sanofi będące liderem globalnym w obszarze szczepionek przeciwgrypowych jest naturalnym kandydatem do zbudowania swojej pozycji w tym obszarze.

Umowa dotycząca komercyjnej produkcji z Novavax obowiązuje do końca 2026 roku, jednak w naszym odczuciu dla Mabionu informacja o współpracy wspomnianych powyżej podmiotów oznacza, że przyszła współpraca Mabionu z Novavax po maju 2024 roku (okresie gwarantowanym) będzie raczej marginalna, co wynika z faktu, iż Sanofi posiada własne zakłady produkcyjne, a nade wszystko poinformowało 13 maja 2024 roku o planowanym zwiększeniu kwoty inwestycji w rozbudowę mocy produkcyjnych na terenie Francji z obecnych 2,5 mld EUR o dodatkowy 1 mld EUR celem zapewnienia bezpieczeństwa zdrowotnego. W obszarze szczepionek w czasie pandemii covid Sanofi rozpoczęło w Neuville-sur-Saône budowę pierwszego na świecie ewolucyjnego obiektu do produkcji leków biologicznych i szczepionek, w tym mRNA za 500 mln EUR. Po uruchomieniu w 2025 r. obiekt będzie niskoemisyjny i będzie spełniał standardy certyfikacji LEED. Tym samym można oczekiwać, że moce produkcyjne Sanofi w obszarze szczepionek będą w pełni zaspokojone.

Program motywacyjny – motywacją cele finansowe lub sprzedaż spółki

ZWZA spółki po przerwie 15 lipca 2024 roku podjęło uchwałę w sprawie wprowadzenia Programu Motywacyjnego na lata 2025-2029 zakładającego emisję do ok. 1 mln warrantów subskrypcyjnych uprawniających do objęcia takiej samej liczby akcji. Dla zarządu przypadać będzie 75%, a dla pozostałych osób uprawnionych 25% wielkości programu. Cena emisyjna będzie równa cenie nominalnej akcji (0,1 zł). Oferta objęcia warrantów subskrypcyjnych skierowana zostanie do osób uprawnionych po spełnieniu kryterium finansowego, przy czym każdorazowo wartości kryterium finansowego będą równe wartościom przychodów oraz zysku brutto na sprzedaży zgodnie z przyjętym przez Zarząd budżetem na dany rok obrotowy, pozytywnie zaopiniowanym przez Radę Nadzorczą. Osobnym kryterium, dającym prawo do objęcia wszystkich nieobjętych wcześniej warrantów subskrypcyjnych bez względu na osiągnięcie celów w postaci kryteriów finansowych, jest wystąpienie zmiany kontroli, rozumianej jako dzień, gdy udział jednego z akcjonariuszy lub grupy akcjonariuszy działających w porozumieniu, przekroczy 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki, lub dzień podjęcia przez walne zgromadzenie spółki uchwały o wycofaniu akcji spółki z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW. **Tym samym zarząd i kadra są zmotywowani zarówno aby poprawić wyniki finansowe, a tym samym wartość spółki, jak również znaleźć dla niej inwestora.**

RYNEK CDMO**Najwięksi gracze CRO wskazują na słabą koniunkturę, ale niektóre obszary wykazują rosnący popyt**

Wśród negatywnych informacji opublikowanych w połowie sierpnia przez Evotec, europejskiego gracza na rynku CRO, który poinformował, że zwolni 400 osób wskazując na trudne otoczenie w obszarze R&D wczesnych faz, można też znaleźć pewne pozytywne – np. wzrost sprzedaży w 1H24 na poziomie 50% w spółce Just – Evotec skoncentrowanej na lekach biologicznych (przeciwciałach i lekach biopodobnych). Podczas ostatniej telekonferencji wynikowej zarząd Charles River Laboratories wskazał na brak ożywienia popytu u swoich biotechnologicznych klientów oraz wdrażane u nich programy restrukturyzacyjne. W tym kontekście zarząd CRL ocenił, że wcześniej oczekiwane ożywienie popytu w drugiej połowie roku nie zmaterializuje się. Bardziej optymistycznie na rynek spogląda zarząd Selvity, który wskazuje na rosnące zainteresowanie big pharma ofertą spółki wynikające m.in. z planowanego wejścia w życie Biosecure Act. Został on przyjęty 9 września przez amerykańską Izbę Reprezentantów i stanowi, że współpraca z niektórymi chińskimi spółkami, w tym WuXi AppTec i jej spółki zależne może być prowadzona tylko do stycznia 2032 roku.

Fuzje i przejęcia

Thermo Fisher Scientific w lipcu sfinalizował przejęcie za 3,1 mld USD Olink Holding w lipcu. Transakcja dodała platformę proteomiczną Olink z siedzibą w Uppsali w Szwecji do oferty nabywcy. Szwajcarski CDMO Siegfried w czerwcu sfinalizował przejęcie od Curia Global ośrodka CDMO we wczesnej fazie produkcji w amerykańskim stanie Wisconsin, wzmacniając możliwości i zasięg geograficzny firmy Siegfried w zakresie substancji leczniczych. Siegfried, w prezentacji kwartalnej wskazał, że przesłanką do transakcji były oczekiwania klientów usług CDMO na wczesnym etapie rozwoju w celu unikania przechodzenia z CRO do CDMO na dużą skalę w fazie II. Siegfried wskazuje również, że zintegrowana oferta jest atrakcyjna dla małych i średnich firm farmaceutycznych, którym brakuje zasobów do zmiany dostawcy później. Recipharm sprzedał siedem swoich lokalizacji amerykańskiemu Blue Wolf Capital Partners, żeby skupić się na swoich najmocniejszych stronach.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko spadku przychodów i zysków po zakończeniu okresu gwarantowanego z Novavax – okres gwarantowany w umowie trwał do maja 2024 roku. Oczekujemy, że po tym okresie Novavax całkowicie ograniczy zamówienia produkcyjne od Mabionu, co w naszej ocenie w najbliższych kwartałach skutkować będzie istotnym pogorszeniem sytuacji fundamentalnej w spółce.

Ryzyko konieczności zwrotu dotacji – w ramach projektu rozwoju MabionCD20 spółka otrzymała dofinansowanie w wysokości ok. 25 mln zł. Projekt w maju 2022 roku rozpoczął trzyletni okres trwałości. Spółka jest zobligowana do końca okresu trwałości projektu (maj 2025 roku) osiągnąć zakładany wskaźnik rezultatu. NCBR wyraziło zgodę na zmianę sposobu wdrożenia z wprowadzenia wyników prac B+R do własnej działalności gospodarczej spółki poprzez rozpoczęcie produkcji lub świadczenia usług na bazie uzyskanych wyników projektu na udzielenie licencji (na zasadach rynkowych) na korzystanie z przysługujących spółce praw do wyników prac B+R. Niemniej pomimo podejmowanych działań należy wskazać na ryzyko braku realizacji scenariusza w zakresie pozyskania licencjobiorcy. W przypadku niezrealizowania wskaźnika rezultatu do czasu zakończenia okresu trwałości projektu spółka może zostać wezwana przez NCBR do zwrotu części lub całości wypłaconego dofinansowania wraz z należnymi odsetkami. Spółka nie jest w stanie wykluczyć takiego ryzyka w przyszłości (po zakończeniu okresu trwałości projektu).

Ryzyko odpisu zapasów – Saldo zapasów obejmuje również leki referencyjne (MabThera oraz Rituxan) i na dzień 31 grudnia 2023 r. wyniosło 6,8 mln zł. Istnieje ryzyko, że w przypadku braku możliwości ich wykorzystania spółka będzie zmuszona do odpisu ich wartości.

ZASADY ESG**Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)**

W komunikacie z dnia 6 marca 2024 roku Mabion poinformował o stosowaniu zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW. Według tego, Mabion nie stosował następujących zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021: 2.1., 2.2., 3.3., 4.1., 4.3, 4.8., 4.9.1., 6.2., 6.3., a ponadto spółki nie dotyczyły 2 zasady: 3.2 i 3.7.

Nie stosowane zasady dotyczą m.in. braku sformalizowanej polityki różnorodności, braku w swojej strukturze wyodrębnionych jednostek audytu wewnętrznego, braku udostępnienia możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej oraz powszechnie dostępnej transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym. Spółka nie stosuje również dwóch zasad w zakresie konstrukcji programów motywacyjnych dla członków zarządu i kluczowych pracowników.

Spółka przedstawiła również i wdraża strategię w obszarze ESG na lata 2024-2027. W ramach Strategii Mabion chce być najlepszym partnerem biznesowym w branży biotechnologicznej, który w świadomy sposób zarządza swoim wpływem środowiskowym i społecznym, zapewnia bezpieczne, przyjazne i umożliwiające rozwój miejsce pracy oraz przestrzega najwyższych standardów zarządzania.

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	-4,06	0,13	1,44	2,55	0,00	-1,61	-0,50
Revenue	0	57	164	152	74	52	80
Gross Margin %	n.d.	63%	82%	81%	81%	70%	68%
Operating Profit	-55	-10	28	55	-3	-25	-9
EBIT	-55	-10	28	55	-3	-25	-9
EBITDA	-45	-1	37	62	5	-16	0
Pre-Tax Profit	-56	-10	22	50	0	-26	-10
Net Income Adj+	-56	2	23	41	0	-26	-8
Net Debt	4	-33	-53	-16	-29	2	18
BPS	-5,6	3,6	4,7	7,3	7,3	5,7	5,2
CPS	-2,8	-2,2	2,4	-0,1	1,8	-1,0	-0,1
DPS	0	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	n.d.	n.d.	36%	42%	0%	-25%	-9%
Return on Assets %	n.d.	n.d.	13%	21%	0%	-14%	-5%
Depreciation	10	9	9	7	9	9	9
Amortization	0	0	0	0	0	0	1
Free Cash Flow	-42	-65	22	-40	13	-31	-16
CAPEX	3	32	17	38	16	15	15

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	0	57	164	152	74	52	80
Koszt własny sprzedaży	0	21	30	28	14	16	26
Koszt własny zakupionych materiałów	0	15	68	9	1	0	0
Koszty badań i rozwoju	36	14	15	6	1	1	1
Koszty ogólnego zarządu	20	30	29	40	60	60	62
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	6	-13	-1	0	0
EBIT	-55	-10	28	55	-3	-25	-9
Koszty i przychody finansowe netto	-1	0	-6	-5	3	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	-56	-10	22	50	0	-26	-10
Podatek dochodowy	0	12	1	-9	0	0	2
Zysk netto	-56	2	23	41	0	-26	-8

Amortyzacja	10	9	9	7	9	9	9
EBITDA	-45	-1	37	62	5	-16	0

Źródło: Mabion (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	78	184	186	208	206	178	172
Aktywa trwałe	67	102	104	118	125	132	138
Rzeczowe aktywa trwałe	65	89	90	112	120	126	133
Inne aktywa trwałe	1	13	14	5	5	5	5
Aktywa obrotowe	12	82	82	90	81	47	34
Zapasy	6	8	8	7	4	3	4
Należności handlowe	3	12	8	26	6	4	7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2	49	54	48	61	29	13
Inne aktywa obrotowe	1	13	12	10	10	10	10
Pasywa	78	184	186	208	206	178	172
Kapitał własny razem	-77	53	77	118	118	92	84
Zobowiązania długookresowe	51	35	35	35	35	35	35
Zobowiązania krótkookresowe	105	96	74	55	53	51	54
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	31	15	0	31	31	31	31
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18	23	13	8	6	4	6
Inne	55	58	61	16	16	16	16

Źródło: Mabion (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk netto przed opodatkowaniem	-56	2	23	41	0	-26	-8
Amortyzacja	10	9	9	7	9	9	9
Inne	0	-58	-2	18	0	0	0
Zmiana kapitału obrotowego	8	15	8	-68	20	1	-2

CF operacyjny	-38	-33	39	-2	29	-16	-1
----------------------	------------	------------	-----------	-----------	-----------	------------	-----------

CAPEX	3	32	17	38	16	15	15
Dezynwestycje i inne	0	0	1	0	0	0	0
CF inwestycyjny	-3	-31	-16	-38	-16	-15	-15

Podwyższenie kapitału	0	117	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	15	0	-15	38	0	0	0
Inne	-2	-7	-2	-3	0	0	0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	13	111	-18	34	0	0	0

CF	-29	46	5	-6	13	-31	-16
Stan środków pieniężnych na początek okresu	21	22	69	74	68	80	49
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	-7	69	74	68	80	49	33

Źródło: Mabion (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Aparator	Akumuluj	21,4	18,3	19,50	10%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	4,3	3,5	3,40	27%	09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,9	21,2	21,60	15%	30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,0	587,0	595,50	-7%	28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22500,0	14820,0	14540,00	55%	19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,3	22,2	22,25	63%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,7	485,0	501,00	65%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,7	24,0	29,90	33%	17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,0	22,5	20,60	12%	09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,0	8,4	7,27	65%	28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,3	7,5	6,50	12%	28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,8	9,4	9,30	38%	27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,7	14,0	14,06	40%	25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	23,7	22,6	21,50	10%	24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,5	68,1	62,44	11%	18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,6	65,0	64,20	18%	12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,9	16,0			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,1	17,2	19,24	20%	10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,8	7,7	6,50	5%	31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0	299,00	26%	23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0	635,00	50%	22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,5	54,5	54,10	40%	21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0	32,90	6%	16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Pepco Group	Trzymaj	21,9	21,4	17,20	27%	14.05.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	35,0	28,5			10.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	nd	12,0	9,5			09.05.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	15,8	15,0	16,25	-3%	06.05.2024	9M	Michał Sztabler
Mabion	nd	19,0	16,2	17,02	12%	29.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,5	3,5	3,40	31%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	nd	11,5	7,2			11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	77,60	69%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	21,24	7%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	25,30	61%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0			19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	303,30	47%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	9,72	62%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	172,90	12%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4			05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9			05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	3,39	-9%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0			16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8			12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7			12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answer.com	Trzymaj	31,8	31,2			07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7			05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2			04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8			29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0			23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0			23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3			22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9			21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9			20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4			17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8			15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0			10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8			04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0			04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0			02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	w aktualizacji	10,2	8,4			19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8			19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji; Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocen, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne.

NS ani Analityk nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpłyną i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub

Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z 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. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analiza2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 18.09.2024, godz. 8.35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 18.09.2024, godz. 8.45.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Mabion SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd
Data wydania	08.09.2023 godz. 8:20	02.10.2023 godz. 9:30	29.04.2024 godz. 17:10
Kurs z dnia rekomendacji	18,0	17,0	16,2
Cena docelowa	22,9	23,6	19,0
WIG w dniu rekomendacji	65 932,92	65 397,43	85 375,3

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel: +48 22 660 24 83
mobile: +48 781 910 497
Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW
krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 391 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04