

Rejestracja leku uwolni potencjał

Mabion to spółka biotechnologiczna, której główny lek biopodobny próbuje zaważyć o wart 7,5 mld USD rynek rytuksymabu. Po ponad 10 latach prac rozwojowych spółka jest na ostatniej prostej do wprowadzenia produktu na rynek europejski w 4Q19. Jego premiera na rynku amerykańskim powinna nastąpić w ciągu kolejnych 3 lat. Co więcej, portfel pozostałych projektów zapewnia spory potencjał wzrostu naszej aktualnej wyceny. Biorąc pod uwagę odpowiedni timing oraz profil zwrotu do ryzyka, uważamy aktualną cenę akcji Mabionu za atrakcyjną. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Mabion od zlecenia KUPUJ z ceną docelową 105 PLN (23% potencjał wzrostu).

Przeżywający trudności, lecz nadal atrakcyjny rynek rytuksymabu

Od momentu wprowadzenia leków biopodobnych do rytuksymabu w Europie wartość rynku zmniejszyła się o 30% z uwagi na wojnę cenową rozpoczętą przez nowych graczy (Celltrion i Sandoz). Mimo pogarszającej się sytuacji uważamy, że ogromna wielkość rynku w dalszym ciągu pozwoli Mabionowi na osiągnięcie satysfakcjonującego poziomu sprzedaży. Przy założeniu prawdopodobieństwa sukcesu rejestracji na poziomie 95% dla UE i 50% dla USA uważamy, że potencjał wzrostu kursu wynosi obecnie 23%.

4Q19 zmieni postrzeżenie spółki przez inwestorów i zepchnie ryzyka na bok

Po 5 latach licznych rozczarowań i opóźnień uważamy, że udana rejestracja MabionCD20 przez EMA (której oczekujemy w 4Q19) w widoczny sposób zmieni postrzeżenie spółki przez inwestorów. Z czasem, Mabion powinien zmienić się w stabilną spółkę o atrakcyjnych możliwościach rozwoju. Zanikną również obecne ryzyka (nieudana rejestracja w EMA, brak partnera w USA i ryzyko płynności).

W 2020 uwaga skierowana będzie na pozostałe projekty z portfela spółki.

Rejestracja produktu przez EMA uwolni większość mocy B&R, które zostaną przekierowane na: 1) rejestrację w USA, 2) MabionMS oraz 3) nowe projekty. Za sprawa pierwszych przychodów ze sprzedaży, ich rozwój powinien być szybszy niż miało to miejsce w przypadku MabionCD20. Wraz ze stopniowymi postępami prac możliwe będzie zwiększenia prawdopodobieństwa sukcesu MabionCD20 w USA oraz uwzględnianie wartości MabionMS i innych nowych projektów w wycenie.

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	0	0	0	157	103
EBITDA	-54	-52	-52	101	-2
Skorygowana EBITDA	-54	-52	-52	101	-2
EBIT	-62	-63	-63	89	-17
Zysk netto	-58	-67	-65	74	-17
P/E	nm	nm	nm	15,9	nm
P/BV	-21,0	34,3	-51,6	22,9	34,2
EPS	-4,91	-4,91	-4,73	5,38	-1,23
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-73	55	-33
CAPEX	7	7	19	30	20

P - Prognozy DM PKO BP

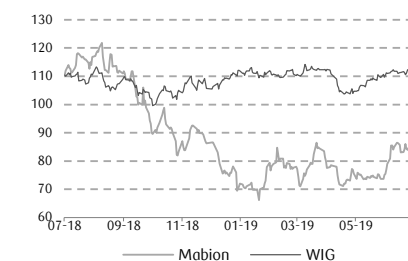
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	85,50
Upside	23%
Liczba akcji (mn)	13,72
Kapitalizacja (mln PLN)	1 173,13
Free float	54%
Free float (mln PLN)	635
Free float (mln USD)	166
EV (mln PLN)	-
Dług netto (mln PLN)	-39,22

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

Akcjonariusze	% Akcji
Twiti Investments	19,45
Maciej Wieczorek	13,86
Polfarmex	12,56
Generali OFE	10,66

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa

Kurs akcji



	WIG	Spółka
1 miesiąc	1,3%	13,8%
3 miesiące	-0,7%	6,9%
6 miesięcy	-0,7%	18,8%
12 miesięcy	2,2%	-23,1%
Min 52 tyg. PLN		66,10
Max 52 tyg. PLN		121,80
Średni dzienny obrót mln PLN		0,86

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

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

ARGUMENTY INWESTYCYJNE

W ciągu ostatnich 12 miesięcy cena akcji Mabionu spadła o 30% z uwagi na i) pogorszenie się otoczenia konkurencyjnego na rynku rytuksymabu, ii) stagnację w procesie rejestracji w USA oraz iii) wątpliwości dotyczące płynności spółki (ryzyko emisji akcji). Naszym zdaniem, mimo znacznej presji na ceny i intensywnej konkurencji tak rynek unijny, jak i amerykański jest na tyle duży, by Mabion mógł zdobyć w nich spory udział. Oczekujemy też, że proces rejestracji produktu w USA przyspieszy w FY20 z powodu zawarcia umowy partnerskiej, do którego dojdzie w 2H20. Uważamy też, że rynek przeszacowuje większość bieżących ryzyk. Co więcej, pozostałe projekty stanowią znaczny potencjał dalszego wzrostu naszej ceny docelowej. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Mabion od zlecenia KUPUJ z ceną docelową 105 PLN (potencjał wzrostu 23%).

(1) MabionCD20 na ostatniej prostej do rejestracji przez EMA

Po 10 latach rozwoju głównego produktu ze swego portfela Mabion jest na ostatniej prostej do rejestracji przez EMA (oczekujemy w październiku 2019). Na dzień dzisiejszy spółka ma za sobą większą część obejmującego 210 dni procesu rejestracji. Po dostarczeniu odpowiedzi na dodatkowe pytania EMA ostateczna decyzja w sprawie rejestracji leku zapadnie w ciągu 30 dni. Naszym zdaniem **zaawansowany etap rozwoju leku sugeruje 95% prawdopodobieństwo skutecznej rejestracji**, przy czym zdefiniowane ramy czasowe procedury nie zostawiają dużego marginesu na opóźnienia.

Sukces procesu rejestracji **utorowałby spółce drogę do wartego 1,6 mld EUR rynku rytuksymabu**. MabionCD20 będzie czwartym lekiem biopodobnym dostępnym dla pacjentów i oczekujemy, że w ciągu 5 lat od wprowadzenia na rynek uzyska udział na poziomie 13% (135 mln EUR). Jednocześnie **wartość całego rynku zmniejszy się do ok. 1,1 mld EUR**, głównie z uwagi na stałą presję cenową.

(2) Proces rejestracji w USA nabierze tempa w kolejnych miesiącach

Rynek USA może zaoferować Mabionowi niemal 300 mln USD potencjału sprzedaży (2x więcej niż rynek UE). Do dnia dzisiejszego proces rejestracji MabionCD20 w USA rozbił się o dwie przeszkody: **i) ograniczone możliwości B&R** (zaledwie 50 osób w dziale B&R) i zasoby finansowe, a także **ii) brak partnera**, który wsparłby cały proces. Po premierze MabionCD20 w Europie spółka przekieruje wolne moce B&R na proces rejestracji w Stanach, oraz prawdopodobnie zachęci swojego europejskiego partnera (Mylana) do poszerzenia zakresu geograficznego umowy partnerskiej na rynki globalne.

Amerykański rynek biopodobnych nie zdążył jeszcze rozkwitnąć – dostępnych jest zaledwie 8 leków, których penetracja rynkowa wynosi niskie 5%. Wytyczne wydane w grudniu 2018 r. przez FDA poprawiły jednak politykę refundacji leków biopodobnych i usprawniły procedurę rejestracyjną. Podjęto też pierwsze kroki, by zachęcić pacjentów do przejścia na leki biopodobne oraz budować świadomość ich bezpieczeństwa. **Dotychczasowy zastój rynku jest korzystny dla Mabionu, gdyż blokuje wejście konkurencyjnych leków**. Uważamy, że w chwili wprowadzenia MabionCD20 na rynek w 2023P r. warunki do sprzedaży biopodobnych powinny być dużo bardziej sprzyjające.

(3) Pozostałe projekty w pipeline oferują spory potencjał wzrostu

Poza lekiem MabionCD20, spółka posiada portfel projektów na wczesnym etapie rozwoju, z których na uwagę zasługuje szczególnie MabionMS. Ponadto w 2H19 r. spółka poszerzy portfel przygotowywanych projektów o kolejne trzy leki biopodobne na etapie przedklinicznym do wskazań onkologicznych, autoimmunologicznych i metabolicznych. Póki co, nie uwzględniamy żadnego z nich w wycenie, ale zwracamy uwagę że ich dalszy rozwój daje margines wzrostu naszej ceny docelowej.

(4) Potrzeby finansowe zabezpieczone do końca 2021 r.

Zważywszy na: 1) 41 mln PLN gotówki na koniec 1Q19, 2) 19 mln PLN oczekiwanych dotacji, 3) dostępną linię kredytową do 30 mln PLN, 4) wypłatę 57 mln PLN przez Mylan po rejestracji leku w EMA w 4Q19, oraz 5) kwartalne potrzeby gotówkowe w wysokości ok. 15 mln PLN, uważamy bieżącą płynność Mabionu za bezpieczną. Opóźnienie rejestracji przez EMA o przynajmniej dwa kwartały mogłoby skutkować pewnymi problemami, ale ryzyko takiego scenariusza wydaje się bardzo niskie.

WYCENA

Model DCF złożony jest z dwóch faz. W pierwszej fazie prognozujemy szczegółowy FCFF w latach 2019-29P ważony prawdopodobieństwem sukcesu rejestracji. Stosujemy także CAPEX netto skorygowany o granty rządowe przyznane projektom inwestycyjnym Mabionu. W drugiej fazie (po 2029 r.) zakładamy stałą stopę wzrostu na poziomie 1,0% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 3,2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,4x.

Stosujemy też liczbę akcji oczekiwaną na koniec 2019 r. (13,7 mln).

Nasza wycena DCF wskazuje na cenę docelową w wysokości 105 PLN za akcję (potencjał wzrostu względem ceny bieżącej na poziomie 23%).

Model DCF												
mln PLN	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
EBIT	-62.9	88.9	-16.8	-1.7	61.4	200.2	242.2	286.7	201.0	200.6	199.8	
Podatek dochodowy	0.0	13.3	0.0	-0.3	9.2	30.0	36.3	43.0	30.1	30.1	30.0	
NOPLAT	-62.9	75.6	-16.8	-1.4	52.2	170.2	205.8	243.7	170.8	170.5	169.8	171.5
CAPEX	18.7	30.0	20.0	37.0	37.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Amortyzacja	11.0	12.2	15.0	15.8	19.2	22.1	20.9	20.0	19.2	18.5	18.0	15.0
Zmiany w kapitale obrotowym	2.0	2.6	11.4	21.7	15.1	17.0	18.9	14.2	0.9	0.1	0.0	2.0
FCF	-72.5	55.1	-33.2	-44.3	19.3	160.2	192.9	234.4	174.1	174.0	172.8	169.5
WACC	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
Współczynnik dyskonta	0.00	0.91	0.83	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43	0.39	
DFCF	0.0	50.1	-27.6	-33.7	13.4	100.8	110.3	122.1	82.6	75.2	68.1	
Wzrost w fazie II	1.0%											
Suma DFCF - Faza I	561.3											
Suma DFCF - Faza II	758.2											
Wartość Firmy (EV)	1,320											
Dług netto	-39.2											
Udziały mniejszości	0.0											
Wartość godziwa	1,359											
Liczba akcji (mln szt.)	13.7											
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	99.0											
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	105.0											
Cena bieżąca	85.5											
Dywidenda												
Oczekiwana stopa zwrotu	23%											

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC											
	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	29F<
Stopa wolna od ryzyka	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko długu	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Stopa podatkowa	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Koszt kapitału własnego	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Koszt długu	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Waga kapitału własnego	99.5%	97.0%	93.2%	89.6%	91.0%	92.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%	93.4%
Waga długu	0.5%	3.0%	6.8%	10.4%	9.0%	7.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
WACC	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.8%	105.0	108.0	112.0	117.0	122.0
	9.3%	102.0	105.0	108.0	112.0	117.0
	9.8%	99.0	102.0	105.0	108.0	112.0
	10.3%	96.0	99.0	102.0	105.0	108.0
	10.8%	94.0	96.0	99.0	102.0	105.0

Źródło: DM PKO BP

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI: TP PRZY RÓŻNYCH POZIOMÓW PRAWD. REJESTRACJI W USA

0%	25%	50% prawdopodobieństwo rejestracji	75%	100%
50 PLN	77 PLN	105 PLN	133 PLN	160 PLN
42% downside	10% downside	23% upside	56% upside	87% upside

Źródło: DM PKO BP

ANALIZA RYNKU

LEKI BIOPODOBNE

EMA definiuje leki biopodobne jako leki biologiczne podobne do innych leków (zwanymi referencyjnymi). W porównaniu do leków generycznych – które zawierają dokładnie tę samą substancję chemiczną, co lek wyjściowy – leki biopodobne produkowane są z żywych komórek lub organizmów, a w efekcie mogą się nieco różnić od produktu oryginalnego. W celu uzyskania pozwolenia na dopuszczenie do obrotu regulator wymaga, by leki biopodobne nie wykazywały żadnych znaczących różnic pod względem bezpieczeństwa, jakości i skuteczności w porównaniu do produktu referencyjnego. Podobnie jak w przypadku leków generycznych, główną ideą leżącą u podstaw rozwoju leków biopodobnych jest ich niższa cena i zwiększona dostępność dla pacjentów.

- **Europa oferuje atrakcyjne warunki do rozwoju leków biopodobnych**

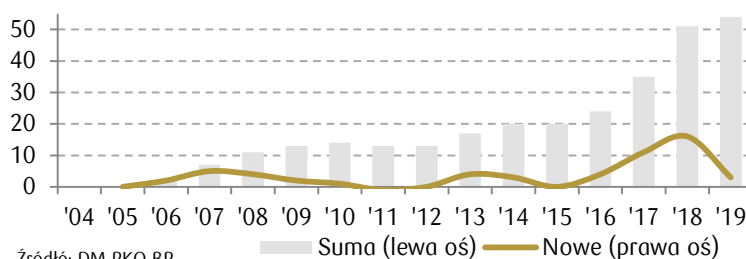
Unia Europejska jest pierwszym na świecie regionem, w którym ustanowiono ramy prawne dla leków biopodobnych. Wydane w 2004 r. wytyczne pozwoliły na rozpoczęcie rozwoju i badania kliniczne jeszcze przed wygaśnięciem patentu na produkt oryginalny. Przyspieszyło to proces wprowadzania na rynek pierwszych leków biopodobnych, co miało miejsce już w 2006 r. Na dzień dzisiejszy już 54 różnych leków zostało dopuszczonych przez EMA do użytku. Ponadto liczba nowych wydawanych zgód rośnie z roku na rok – w 2018 r. zatwierdzono 16 nowych produktów (+45% r/r).

Pierwszym lekiem biopodobnym stosowanym w chorobach nowotworowych, zarejestrowanym w UE była rytuksymab produkcji Celltriona, Truxima. Lek ten został dopuszczony przez EMA do obrotu w lutym 2017 r. Kilka miesięcy później, w czerwcu 2017 r., dołączył do niego Rixathon firmy Sandoz.

EMA: LICZBA ZAAKCEPTOWANYCH LEKÓW BIOPODOBNYCH

Substancja aktywna	Grupa	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19
somatropin	HGH				2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
epoetin	EPO				5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
filgrastim	G-CSF					4	6	7	6	6	7	8	8	8	8	8	8
pegfilgrastim	G-CSF															5	6
infiximab	Anti-TNF										2	2	2	3	3	4	4
etanercept	Anti-TNF													1	1	1	1
adalimumab	Anti-TNF														4	8	9
insulin glargine	Insuliny											1	1	1	2	3	3
Insulin lispro	Insuliny														1	1	1
rituximab	Onkologia															2	2
trastuzumab	Onkologia															1	5
bevacizumab	Onkologia																1
follitropin alfa	Pozostałe										1	2	2	2	2	2	2
enoxaparin sodium	Pozostałe														2	2	2
teriparatide	Pozostałe															2	2

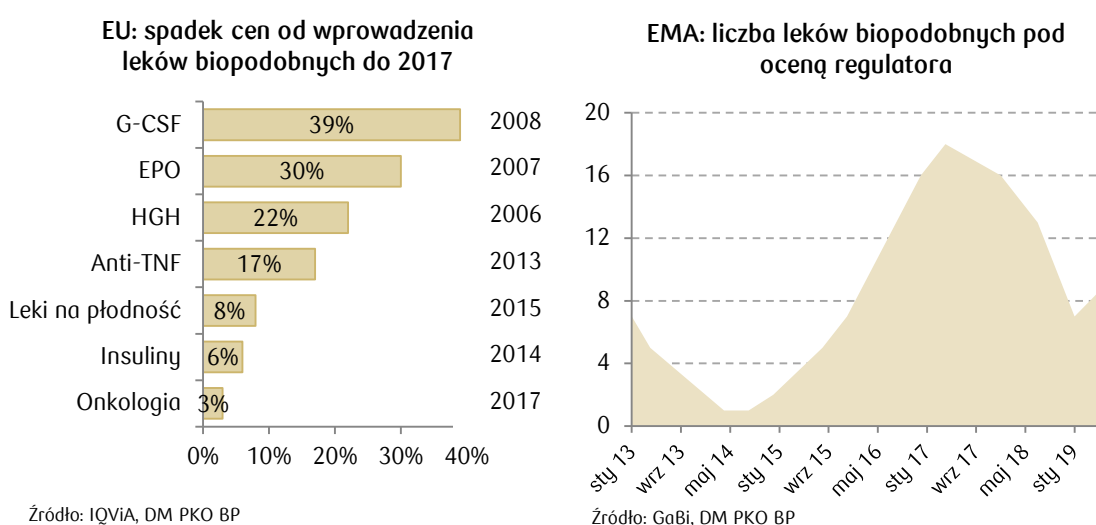
Źródło: DM PKO BP



Źródło: DM PKO BP

Zgodnie z danymi IQVIA spadek średnich cen rynkowych od daty wprowadzenia pierwszego leku biopodobnego wyniósł na koniec 2017 r. nawet 39%. Skala redukcji cen jest ściśle powiązana z: 1) czasem, który upłynął od daty wprowadzenia pierwszego leku biopodobnego oraz 2) liczbą produktów biopodobnych dostępnych na rynku. Na tej podstawie wnioskujemy, że spadek cen w latach 2018-2019 był jeszcze większy z uwagi na rekordową liczbę leków biopodobnych zatwierdzonych przez EMA (19 produktów).

Rytuksymab należy do grupy leków onkologicznych, która doświadczyła bardzo niewielkiego spadku cen (3%) do końca 2017 r. Zważywszy jednak na fakt, że pierwsze onkologiczne leki biopodobne wprowadzono dopiero w połowie 2017 r., uważamy, że lata 2018-2019 były przełomowe pod względem redukcji cen. W oparciu o nasze analizy **uważamy, że średnia cena rynkowa rytuksymabu spadła do dnia dzisiejszego nawet o 40%**.



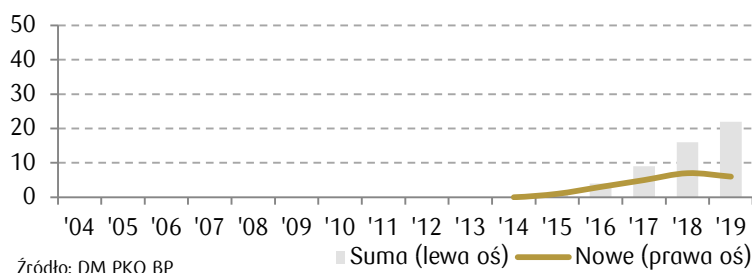
▪ Rynek USA nabiera rozpędu

W porównaniu z Europą rynek amerykański jest znacznie mniej zaawansowany pod względem rozwoju leków biopodobnych. Na dzień dzisiejszy FDA wydała pozwolenie na dopuszczenie do obrotu dla 22 produktów, z czego zaledwie 8 dostępnych jest dla pacjentów. Ponadto, nawet po wprowadzeniu na rynek leki biopodobne mają trudności z jego penetracją.

FDA: LICZBA ZAAKCEPTOWANYCH LEKÓW BIOPODOBNYCH

Substancja aktywna	Grupa	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19
filgrastim	G-CSF												1	1	1	2	2
pegfilgrastim	G-CSF															2	2
infliximab	Anti-TNF													1	3	3	3
etanercept	Anti-TNF													1	1	1	2
adalimumab	Anti-TNF													1	2	3	3
trastuzumab	Onkologia														1	2	5
bevacizumab	Onkologia														1	1	2
rituximab	Onkologia															1	2
epoetin	EPO															1	1

Źródło: DM PKO BP



1) Poprawa otoczenia regulacyjnego w ostatnich latach

Podczas gdy wprowadzone w 2004 r. regulacje europejskie wspierały rozwój leków biopodobnych od samego początku, w USA stworzenie dobrego otoczenia dla producentów leków biopodobnych zajęło długie lata.

Amerykańska ustawa o konkurencji cenowej i innowacjach w zakresie leków biologicznych (BPCI) wprowadzona w marcu 2010 r. stworzyła warunki regulacyjne do rejestracji pierwszych leków biopodobnych, ale pozostawiła wiele niejasności dotyczących zasad stosowanych przez FDA w procesie rejestracyjnym. W 2012 r. ustawę BPCI uzupełniono trzema wytycznymi, które wyjaśniły część wątpliwości i umożliwiły pierwszym spółkom ukończenie procesu rejestracji. Wytyczne te:

- opisywały drogę do wykazania biopodobieństwa leków, w tym i) kompleksową analizę strukturalną i funkcjonalną, ii) badania na zwierzętach w celu dokonania oceny toksyczności oraz iii) badania kliniczne w zakresie farmakokinetyki, farmakodynamiki i immunogenności;
- umożliwiały ekstrapolację wskazań leku przy założeniu odpowiednich podstaw naukowych;
- przedstawiały dodatkowe wymogi, które mogą być istotne dla uzyskania pozytywnej opinii regulacyjnej (np. proces produkcji, zanieczyszczenia i stabilność produktu)

Mimo uproszczenia procedury regulacyjnej, FDA podtrzymywała w kolejnych latach bardzo restrykcyjne podejście w ocenie wniosków o rejestrację leków biopodobnych.

Sytuacja ta zmieniła się po powołaniu **Scotta Gottlieba** na komisarza FDA w maju 2017 r. Od tego czasu agencja wydała 17 pozwoleń na dopuszczenie do obrotu produktów biopodobnych (z łącznej liczby 22 wydanych do dnia dzisiejszego). W kwietniu 2018 r. FDA **ograniczyła wielkość badań klinicznych niezbędnych do wykazania biopodobieństwa**. W grudniu 2018 r. agencja wydała nowy zestaw czterech wytycznych celem dalszego złagodzenia zasad rejestracji leków biopodobnych. Jej głównym celem było zwiększenie efektywności procesu rozwojowego biopodobnych poprzez poprawę przejrzystości regulacyjnej. Ponadto **FDA zajęła się także innymi problemami w sektorze**, np. 1) niską świadomością istoty leków biopodobnych wśród pacjentów, świadczeniodawców i płatników oraz 2) utrudnionym dostępem leków biopodobnych do rynku (np. poprzez ograniczenie strategii obronnych stosowanych przez producentów leków oryginalnych).

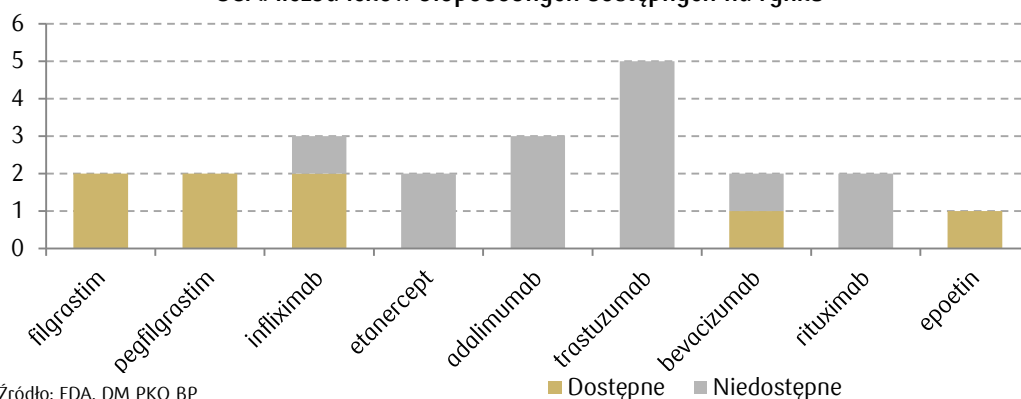
2) Zarejestrowane leki z trudem docierają na rynek

Z ogólnej liczby 22 leków biopodobnych zarejestrowanych do tej pory przez FDA, na rynek i do oferty dla pacjentów wprowadzono do tej pory zaledwie 8. Sytuacja ta wynika z szeregu czynników:

- **Oczekiwanie na wygaśnięcie patentów.** Niektóre leki biologiczne z grupy blockbusterów są nadal chronione patentami, które uniemożliwiają wprowadzenie konkurencyjnych produktów biopodobnych. W USA przykładem takiej sytuacji jest Enbrel (etanercept) produkcji Amgen, któremu przedłużono patent do 2028 r., a także Herceptin (trastuzumab), dla którego patent kończy się w tym roku. W przypadku produktu Enbrel, Sandoz spróbował podważyć wyłączność patentową w 2009 r., ale przegrał przed sądem federalnym.

- **Uwikłanie w sprawach patentowych.** Podpisana w 2010 r. Ustawa BPCI ustanowiła wyjątkowe ramy prawne w zakresie postępowań sądowych, zwane „tańcem patentowym”. Ze względu na typowo stosowany gąszcz patentów (poszczególne dotyczą konkretnych związków chemicznych, procesu produkcji, składu i tworzenia leków), producenci leków oryginalnych mają szansę na opóźnienie wprowadzenia na rynek konkurencyjnych produktów biopodobnych o wiele lat dzięki wszczynaniu postępowań. Na koniec marca br. przedmiotem postępowań przed FDA były 32 patenty związane z lekami biopodobnymi.
- **Producenci leków oryginalnych opóźniają konkurencyjne leki biopodobne.** Mimo że amerykański patent na lek Humira (adalimumab) wygaśnie w 2016 r., AbbVie (producent) udało się opóźnić wprowadzenie czterech produktów biopodobnych na rynek do 2023 r. Z uwagi na siłę pozostałych patentów na Humirę, które stanowią ryzyko przedłużenia tańca patentowego, producenci leków biopodobnych zgodzili się opóźnić wprowadzenie swoich produktów na rynek amerykański w zamian za prawa do sprzedaży ich w Europie.

USA: liczba leków biopodobnych dostępnych na rynku



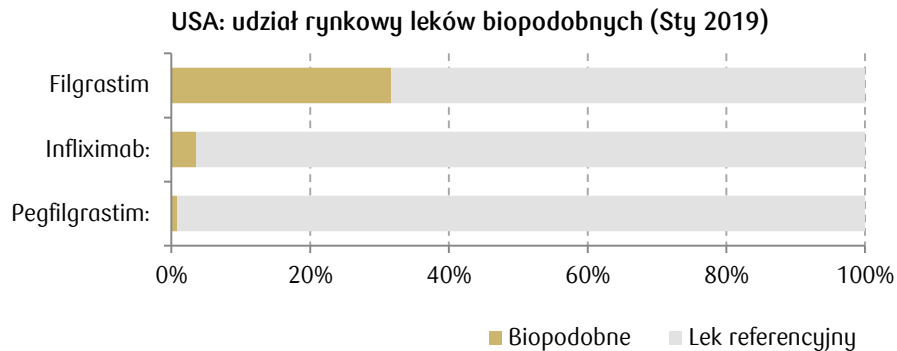
Źródło: FDA, DM PKO BP

3) Po wprowadzeniu do sprzedaży leki biopodobne zdobywają niewielki udział rynkowy

W styczniu 2019 r. penetracja rynkowa leków biopodobnych wyniosła i) 32% w przypadku filgrastymu (3 lata od wprowadzenia), ii) 4% dla infliksymabu (2 lata od wprowadzenia) oraz iii) 1% dla pegfilgrastymu (6 miesięcy od wprowadzenia). Wskazuje to na minimalne wykorzystanie leków biopodobnych w porównaniu z rynkiem europejskim, gdzie ich udział rynkowy po dwóch latach od wprowadzenia często przekracza 50%. Poniżej wskazujemy na możliwe przyczyny tego stanu rzeczy:

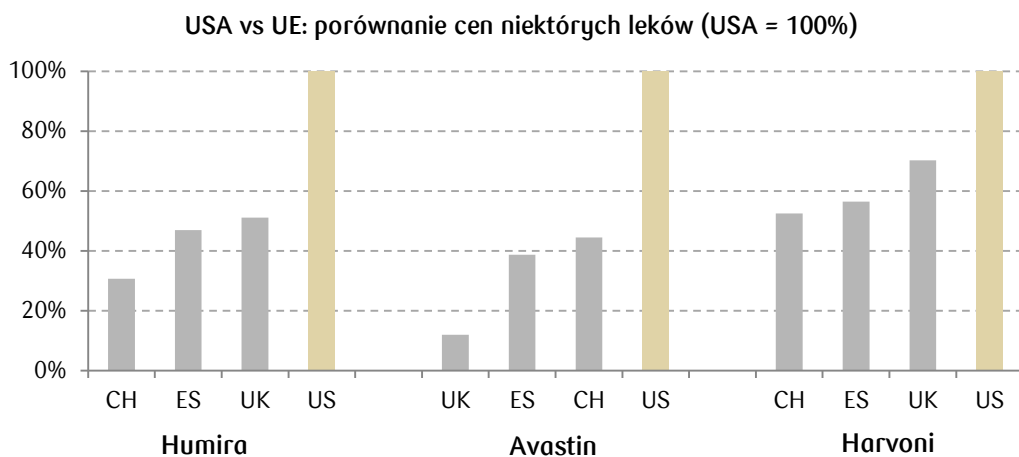
- **Polityka rabatów wspiera oryginalne leki biologiczne.** Tak zwani Pharmacy Benefit Managers, (PBM) odgrywają w amerykańskim systemie opieki zdrowotnej istotną rolę, negocjując ceny leków z producentami i przygotowując listy leków refundowanych. PBM często zatrzymują część obniżki, stąd chętniej umieszczają leki z dużym rabatem w górnej części list refundacyjnych. Producenci leków zaś oferują najwyższe rabaty w odniesieniu do najdroższych produktów oryginalnych, co działa na niekorzyść leków biopodobnych.
- **Dopłaty rządowe wesprą leki biopodobne dopiero od 2019 r.** Przed wdrożeniem nowych wytycznych w grudniu 2018 r. amerykańska polityka dopłat sprawiała, że leki biopodobne o niskich cenach były niekonkurencyjne względem produktów oryginalnych. Wynikało to z faktu, że te ostatnie objęte były rabatem producenta w wysokości 50%, a leki biopodobne nie. Od początku 2019 r. zarówno leki biopodobne, jak i oryginalne traktowane są tak samo, a rabat producentów wzrósł do 70%. Powinno to w widoczny sposób wesprzeć penetrację rynków przez leki biopodobne.
- **Brak zachęt dla lekarzy.** Aby zwiększyć penetrację leków biopodobnych, branżę należy zachęcić oszczędnościami kosztowymi dla pacjentów lub bezpośrednimi korzyściami dla

przepisujących leki lekarzy. Problem oszczędności kosztowych rozwiązano na początku 2019 r., ale obecne otoczenie regulacyjne w dalszym ciągu nie oferuje lekarzom żadnych korzyści. Inicjatywy podziału zysków są wprawdzie rozważane, ale żadnej z nich jeszcze nie wdrożono.



Źródło: Center for Biosimilars, DM PKO BP

Średnia cena najpopularniejszych leków oryginalnych w USA jest ok. 2-3 razy wyższa niż w Europie, czy w większości krajów na świecie. Wynika to z faktu, że w wielu krajach poza USA ceny leków negocjowane są na poziomie centralnym przez agencję rządową. Podmiot taki może zdecydować, czy zaakceptować dany lek, czy też go odrzucić, na podstawie relacji jego ceny do korzyści. Z kolei w USA producenci leków mogą ustalać dowolne ceny, które następnie negocjują z PBM. Różnica w tym zakresie polega na tym, że PBM: 1) mają znacznie słabszą pozycję negocjacyjną niż krajowe agencje w Europie z uwagi na mniejszą skalę ich działania oraz 2) mają związane ręce, ponieważ władze centralne zlecają im zakupienie wyznaczonych leków niezależnie od ceny. Uważa się, że wysokie ceny na rynku amerykańskim wspierają rozwój innowacyjnych terapii, lecz do tej pory nie jest jasne, czy firmy farmaceutyczne faktycznie reinwestują ponadprzeciętne zyski w projekty badawczo-rozwojowe.



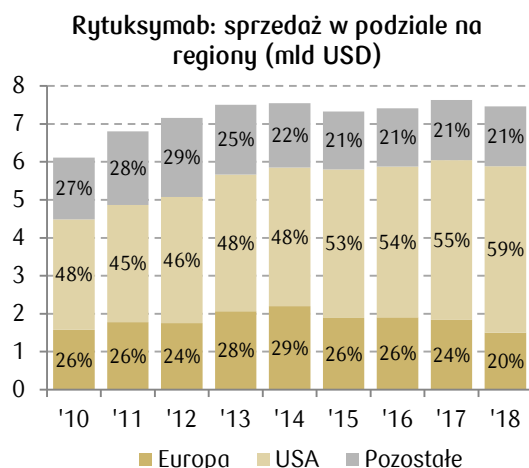
Źródło: DM PKO BP

Naszym zdaniem wyższe ceny w USA sprawiają, że rynek ten doświadczy większych obniżek cen w porównaniu do UE. W obliczu jedynie nieco wyższych kosztów rozwoju leków w USA producenci mają większe pole do manewru w zakresie cięcia cen przy zachowaniu atrakcyjnych marż.

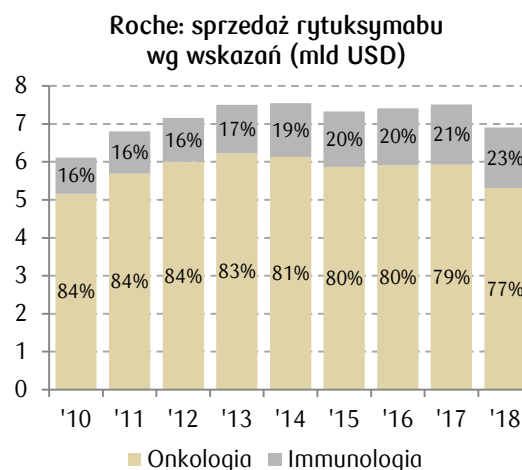
Lekcją dla rynku, był Zarxio (biopodobny do Neupogenu od Sandoza), który nie był w stanie przejąć udziału z uwagi na zaledwie 15%-ową obniżkę ceny. Drugi w kolejności, lek Pfizer (Nivestym) został wprowadzony ze znacznie wyższą obniżką (30%). Renflexis (biopodobny do Remicade) wszedł na rynek z 35% dyskontem. Uważamy, że trend oferowania wyższych obniżek będzie kontynuowany, a na podstawie reakcji producenta oryginału (który powinien rozpocząć wojnę cenową) szacujemy, że oszczędności cenowe wynikające z leków biopodobnych mogą sięgnąć nawet 60% do 2025P r.

ANALIZA RYNKU LEKU RYTUKSYMAB

Rituksymab to lek biologiczny opracowany przez Roche, wykorzystywany w leczeniu niektórych rodzajów nowotworów krwi i chorób autoimmunologicznych. Lek ten zaklasyfikowano jako globalny blockbuster w 2016 r. ze sprzedażą na poziomie 7,4 mld USD (czwarty lek na świecie pod względem wielkości sprzedaży). Od 2017 r. (UE) i 2019 r. (USA) rituksymab zmagają się jednak z konkurencją ze strony leków biopodobnych i zaczyna tracić znaczną część udziału rynkowego.



Źródło: Roche, DM PKO BP



Źródło: Roche, DM PKO BP

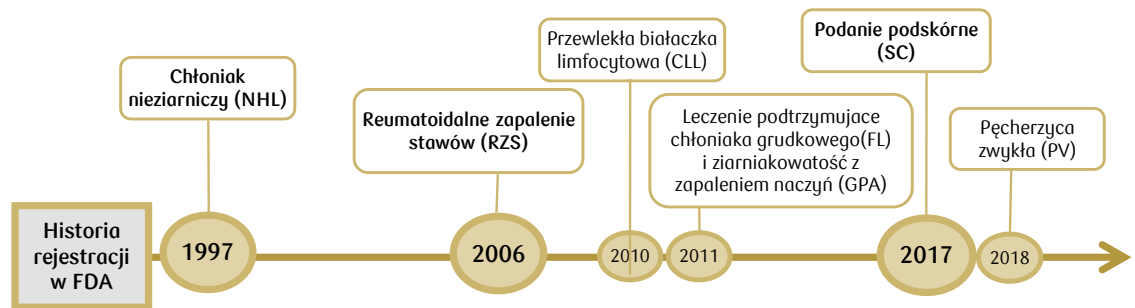
Rytuksymab zarejestrowany jest dla następujących wskazań:

- **Chłoniak nieziarniczy (NHL)** – grupa nowotworów krwi, które dotyczą ok. 4,3 mln ludzi na całym świecie (700 tys. w USA), głównie z grupy wiekowej 55-84. NHL to najczęstszy rodzaj nowotworu (4% wszystkich pacjentów z nowotworem). 72% pacjentów przeżywa pięć lat od momentu diagnozy. NHL było pierwszym wskazaniem, dla którego zarejestrowano rituksymab zarówno w USA, jak i w Europie (odpowiednio w 1997 i 1998 r.). Była to wówczas pierwsza terapia przeciwciałami monoklonalnymi zatwierdzona w leczeniu chorób nowotworowych w USA. W ramach terapii NHL pacjent przyjmuje standardowo rituksymab od 6 do 8 razy co ok. 3 tygodnie. Każdy wlew obejmuje dawkę leku w wysokości 600-800 mg. Okres remisji jest bardzo zróżnicowany – od kilku do kilkunastu miesięcy.
- **Reumatoidalne zapalenie stawów (RZS)** – choroba autoimmunologiczna, skutkująca bólem i opuchlizną stawów dłoni, stóp i innych części ciała. Nieleczona może prowadzić do ograniczenia sprawności i przedwczesnego zgonu. RZS dotyka ok. 1,3 mln osób w USA; kobiety są bardziej zagrożone wystąpieniem tego schorzenia. Dokładny mechanizm choroby nie jest znany, ale uważa się, że RZS powodowany jest przez czynniki genetyczne i środowiskowe. W 2006 r. rituksymab został zarejestrowany przez FDA w leczeniu RZS w procedurze **priorytetowej weryfikacji**. Kilka miesięcy później został również zatwierdzony przez EMA. Warto zauważyć, że sprzedaż rytuksymabu **rosła w latach 2010-17 z 7,5% CAGR w segmencie RZS, podczas gdy wzrost sprzedaży dla wskazań nowotworowych sięgnął zaledwie 2,0%**. Standard leczenia przewiduje podawanie pacjentowi czterech dawek po 500mg leku w ciągu 2 tygodni w pojedynczym cyklu leczenia. Kolejny cykl przepisywany jest dopiero po nawrocie choroby, do którego dochodzi zwykle od 6 miesięcy do 2 lat później.
- **Przewlekła białaczka limfocytowa (CLL)** – odmiana białaczki, w której komórki nowotworowe tworzą się w limfocytach. W przypadku białaczki komórki nowotworowe zlokalizowane są głównie w szpiku kostnym i krwi, podczas gdy w chłoniaku limfocytowym rozrastają się w węzłach chłonnych i innych tkankach. CLL to najpowszechniejszy rodzaj

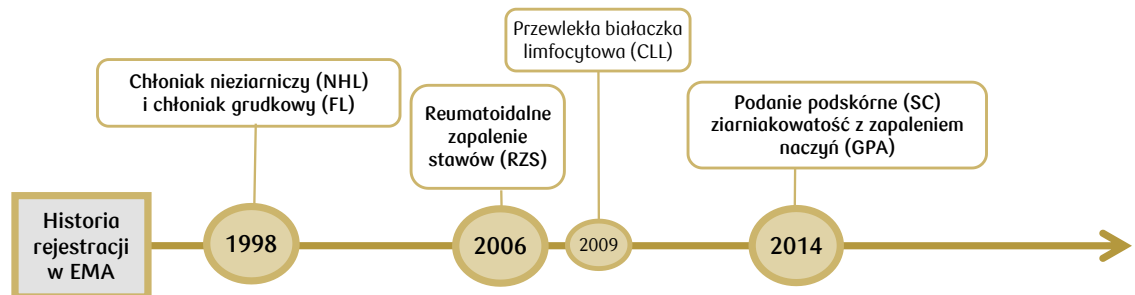
białaczki występujący u dorosłych i dotyka ok. 900 tys. ludzi na świecie. Przeżywalność po 5 lat od diagnozy sięga 83%. Rytuksymab zyskał rejestrację w leczeniu CLL w latach 2009-10.

- **Chłoniak grudkowy (FL)** – rejestracja rytuksymabu przez FDA i EMA we wskazaniach dla leczenia chłoniaka grudkowego miała miejsce odpowiednio w 1997 r. i 1998 r. (w ramach NHL). Oryginalna rejestracja obejmowała jednak wyłącznie wstępne leczenie choroby. W styczniu 2011 r. w USA zastosowanie leku rozszerzono o leczenie podtrzymujące.
- **Ziarniakowatość z zapaleniem naczyń (GPA)** – tzw. ziarniakowatość Wegenera – to choroba autoimmunologiczna, która charakteryzuje się stanem zapalnym naczyń krwionośnych prowadzącym do uszkodzenia organów wewnętrznych, najczęściej układu oddechowego i nerek. Objawy to chroniczny katar, ból zatok i przewlekła infekcja ucha środkowego. Szacuje się, że w USA GPA dotyka rocznie 3 osoby na 100 000 ludzi. FDA dopuściła rytuksymab w leczeniu GPA w kwietniu 2011 r., a EMA podjęła analogiczną decyzję trzy lata później.

STANY ZJEDNOCZONE: HISTORIA REJESTRACJI RYTUKSYMABU



EUROPA: HISTORIA REJESTRACJI RYTUKSYMABU



Chłoniak nieziarniczny jest zarówno pierwszym, jak i najważniejszym wskazaniem do stosowania rytuksymabu. W 2006 r., kiedy NHL był jeszcze jedynym wskazaniem do stosowania leku, rytuksymab generował sprzedaż o wartości 4,8 mld USD. W szczytowym okresie sprzedaż związana z chorobami autoimmunologicznymi, tj. RZS i GPA, wynosiła dalsze 1,6 mld USD. Szacujemy, że pozostałe wskazania onkologiczne (CLL i FL) historycznie przynosiły do 1 mld USD łącznej sprzedaży. Należy zauważyć, że ochrona patentowa dla stosowania rytuksymabu w leczeniu NHL wygasła w 2013 r. (UE) i 2016 r. (USA), podczas gdy na niektórych rynkach jest nadal chroniony w zakresie leczenia RZS i innych wskazań.

Z zasady zarejestrowane leki biopodobne mogą być wykorzystywane we wszystkich wskazaniach, w których produkt referencyjny utracił ochronę patentową. W przypadku rytuksymabu jest to RZS (w niektórych krajach) i NHL. Oznacza to, że penetracja leków biopodobnych do rytuksymabu powinna stopniowo rosnąć, wraz z wygasaniem ochrony patentowej dla innych wskazań.

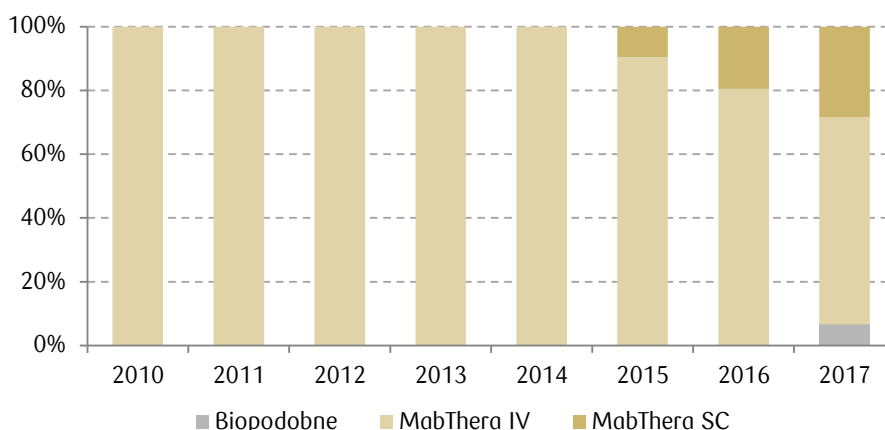
STRATEGIA OBRONNA ROCHE

W obliczu konkurencji ze strony leków biopodobnych firma Roche postanowiła wyróżnić swój produkt, oferując dodatkową metodę jego podania. Spółka opracowała i włączyła do swojej oferty podawaną podskórnie wersję MabThera, która weszła na rynek europejski pod koniec 2014 r. Roche zastosowało strategię zmiany sposobu podania leku pacjentom ze standardowej aplikacji dożylniej (IV) na podskórną na podstawie dwóch głównych korzyści płynących z tej ostatniej:

- 1) podanie podskórne oferuje oszczędności czasowe. W podaniu dożylnym pacjent zgłasza się do szpitala i poświęca ok. 1,5 godziny na wlew. Z kolei podanie podskórne zajmuje 5-7 minut.
- 2) Podanie podskórne oferowana jest z ok. 10% dyskontem do wersji dożylniej leku MabThera.

MabThera SC zarejestrowana jest dla następujących wskazań rytuksymabu: NHL, RZS, CLL i FL.

Rytuksymab: penetracja rynku podania podskórnego w Europie



Źródło: Roche, IQViA, Celltrion, DM PKO BP

Szacujemy, że w okresie trzech lat od wprowadzenia na rynek **wersja podskórna leku uzyskała niemal 30%-owy udział w rynku**. Ponadto wersja podskórna leku MabThera objęta jest dodatkowym patentem, który wygasa dopiero w 2025 r. Do tego czasu Roche powinno być w stanie utrzymać spory udział w rynku (18%), z czego podskórna wersja leku MabThera generować będzie ok. 12%.

W czerwcu 2017 r. FDA zarejestrowała podskórną wersję Rituxanu (pod nazwą Rituxan Hycela) dla celów leczenia NHL i CLL. Oczekujemy, że wersja podskórna powtórzy w USA sukces swojego europejskiego odpowiednika i zapewni Roche dwucyfrowy udział w rynku do 2026P r. Spodziewamy się, że po roku 2026P producenci leków biopodobnych wprowadzą na rynek własne wersje do stosowania podskórnego po cenach znacznie niższych niż produkt Roche.

LEKI BIOPODOBNE DOPROWADZIŁY DO SPADKU WARTOŚCI RYNKU UE O 30%

Agresywna polityka cenowa Celltrionu doprowadziła do pogorszenia rynku. Po wygaśnięciu europejskiego patentu na rytuksymab w 2013 r. pierwszy konkurencyjny produkt biopodobny – Truxima firmy Celltrion – został zarejestrowany przez EMA w lutym 2017 r. W chwili wejścia na rynek w niektórych krajach UE lek oferowano po cenie niższej o 30% od oryginalnej MabThery. Szacujemy, że w ciągu kolejnych miesięcy średni poziom obniżki wzrośnie do ok. 45%. Umożliwiło to Celltrionowi zdobycie niemal 30-proc. udziału w rynku do końca 2018 r., ale jednocześnie spowodowało znaczne pogorszenie rynku, ponieważ wzrost wolumenu nie był w stanie pokryć obniżki cen.

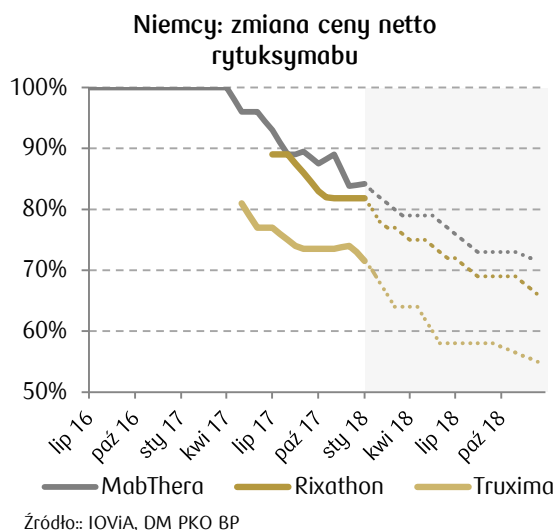
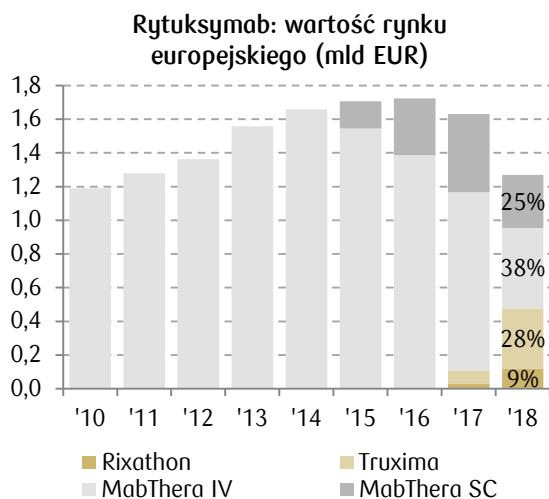
Lek Sandozu odrabia straty z ostatnich miesięcy. W czerwcu 2017 r. Rixathon firmy Sandoz został zarejestrowany przez EMA jako drugi lek biopodobny do rytuksymabu. Pomimo zaledwie czterech miesięcy opóźnienia do produktu Celltrionu Rixathonowi udało się zdobyć zaledwie 9% rynku w 2018

r. z uwagi na mniej agresywną politykę cenową (cena niższa o ok. 10-20% względem MabThery). Naszym zdaniem Sandoz, który wchodzi w skład dużego koncernu farmaceutycznego Novartis, stosuje strategię ochrony rynku przed erozją cen, oczekując zwycięstwa nad koreańskim Celltrionem dzięki lepszej renomie własnej marki i wyższej jakości. Mimo że strategia ta zawiodła na krótką metę, w ostatnich miesiącach Sandoz wydaje się zwiększać penetrację rynkową. Oczekujemy, że w 2019 r. Rixathon podwoi swój udział w rynku do 18%.

Szacowana wartość rynku rituksymabu w 2018 r. Z uwagi na:

- spadek sprzedaży rituksymabu przez Roche w Europie o 792 mln EUR (-48% r/r) w 2018 r.
- osiągnięcie przez Celltrion i Sandoz łącznie 38% udziału w rynku pod względem wartości

... szacujemy wartość rynku rituksymabu w 2018 r. na **1.269 mln EUR**. Sugeruje to **spadek o 26%** w porównaniu z wartością 1.724 mln EUR zgłoszoną przez Roche w 2016 r. (przed wprowadzeniem na rynek leków biopodobnych). Na dzień dzisiejszy średnia cena (ważona udziałem rynkowym) spadła o 35%, a wolumen zwiększył się o 14%.



Poza Mabionem, który znajduje się na ostatnim etapie procesu rejestracji w Europie (oczekiwany w 4Q19), swoje leki biopodobne do rytuksymabu na rynek europejski wprowadzić chcą również Pfizer oraz Amgen. Poniżej prezentujemy podsumowanie otoczenia konkurencyjnego:

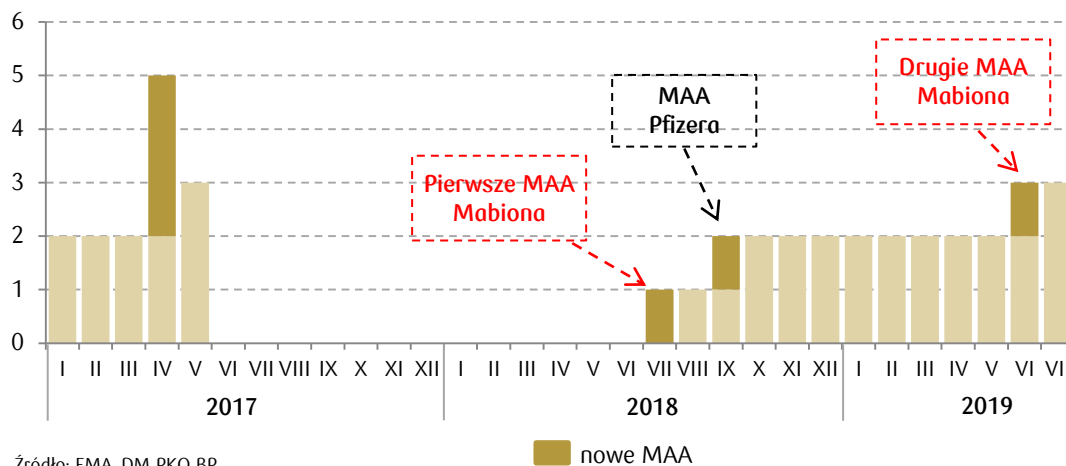
EU: PROJEKTY BIOPODOBNE RYTUKSYMABU

Nazwa spółki	Nazwa biopodobnego	Status	Oczekiwana rejestracja
Celltrion	Truxima	Zarejestrowany (Lut 2017)	-
Sandoz	Rixathon	Zarejestrowany (Cze 2017)	-
Mabion	MabionCD20	Wniosek złożony (Cze 2017)	paź-19
Pfizer	PF-05280586	Wniosek złożony (Wrz 2017)	4Q 2019
Amgen	ABP 798	Pozytywne wyniki F-III w NHL (Sty 2018) Trwające badania F-III w RZS	1H 2022

Źródło: EMA, Amgen, Pfizer, DM PKO BP

Pfizer tuż przed Mabionem. Pfizer ukończył fazę P-III badań klinicznych w styczniu 2018 r., a wniosek o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu (MAA) złożył we wrześniu 2018 r. (dwa miesiące po Mabionie). Po udanej rejestracji leku w FDA w tym miesiącu, oczekujemy że rejestracja w EMA nastąpi w przeciągu 2-3 miesięcy. Pfizer powinien rozpocząć sprzedaż ok. 6 ms przed Mabionem.

Rytuksymab: liczba biopodobnych pod oceną EMA



Amgen nadal czeka na wyniki P-III. Amgen ukończył z sukcesem fazę P-III badań klinicznych w NHL w styczniu 2019 r. Spółka w dalszym ciągu prowadzi badania kliniczne fazy P-III dla reumatoidalnego zapalenia stawów (wskazanie to jest głównym determinantem wykazania biopodobieństwa). Spodziewamy się, że wniosek o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu złożony zostanie w połowie 2020P r. Następnie Amgen powinien otrzymać od EMA pozwolenie na dopuszczenie do obrotu w połowie 2021P r. i wprowadzić lek na rynek na początku 2022P r.

Naszym zdaniem wprowadzenie kolejnych leków biopodobnych dodatkowo pogłębi presję cenową. Spadki nie powinny być jednak tak intensywne, jak w 2018 r., ponieważ widzimy jedynie niewielką możliwość dalszej redukcji marży. Naszym zdaniem ceny poszczególnych wersji leków biopodobnych zaczną się z czasem wyrównywać, co będzie wspierać pojawiające się w dalszej kolejności leki w walce o udział w rynku.

RYNEK AMERYKAŃSKI NADAL NIETKNIĘTY

Sandoz wycofał się z rejestracji w USA. Po otrzymaniu wezwania do uzupełnienia danych od FDA w maju 2018 r. Sandoz nie zdecydował się kontynuować procesu rejestracji swojego leku biopodobnego do rytuksymabu na rynku amerykańskim. Zważywszy na szeroki zakres badań klinicznych Sandozu (629 pacjentów w fazie P-III) może się to wiązać z cechami jakościowymi produktu. Leki biopodobne uzyskiwane są w procesie bioinżynierii prowadzonym na żywym organizmie, co może wpływać na strukturę cząsteczek, a w efekcie odróżniać je od produktu oryginalnego. Naszym zdaniem sytuacja Sandoza 1) posuwa Mabion naprzód w walce o udziały rynkowe oraz 2) wskazuje na wyższe ryzyko rozwoju leków biopodobnych w porównaniu z lekami generycznymi.

Co opóźnia sprzedaż produktu Celltrionu? Celltrion wraz z Tevą otrzymał zgodę FDA na sprzedaż Truximy w listopadzie 2018 r. Lek jednak do tej pory nie trafił na rynek, co sugeruje, że istnieją czynniki utrudniające ten proces. Jednym z nich może być spór patentowy z producentem oryginału, jednak 1 listopada Genentech (podmiot zależny Roche) ogłosił, że wycofał pozew z tytułu potencjalnego naruszenia patentu i doprowadził do „ugody” z Celltrionem. Warunki tego porozumienia są nieznane, ale można zakładać, że obejmują zapisy powodujące opóźnienie wprowadzenia produktu na rynek. Nasz scenariusz podstawowy w dalszym ciągu zakłada jednak premierę leku biopodobnego Celltrionu w 2H19.

USA: PROJEKTY BIOPODOBNE RYTUKSYMABU

Nazwa spółki	Nazwa biopodobnego	Status	Oczekiwana rejestracja
Celltrion	Truxima	Zarejestrowany (Lis 2018)	-
Sandoz	Rixathon	Otrzymał CRL (Maj 2018)	-
Pfizer	Ruxience	Zarejestrowany (Lip 2019)	-
Mabion	MabionCD20	Trwające rozmowy z FDA	2H 2022
Amgen	ABP 798	Pozytywne wyniki F-III w NHL (Sty 2019) Trwające badania F-III w RZS	2H 2022

Źródło: EMA, Amgen, Pfizer, DM PKO BP

Pfizer na drugim miejscu. Mabion walczy z Amgenem o trzecią pozycję. Pfizer złożył wniosek o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu w FDA we wrześniu 2018 r. i otrzymał zgodę regulatora w tym miesiącu. Amgen prowadzi fazę P-III badań jednocześnie na rynek amerykański i unijny. Trudno będzie określić dokładną kolejność wejścia tych dwóch produktów dopóki FDA nie zdefiniuje wyglądu badań klinicznych Mabionu. W naszym scenariuszu podstawowym zakładamy jednak, że Amgen zarejestruje swój produkt w 2H20, kilka miesięcy przed Mabionem.

Cięcia cenowe na rynku USA mogą być jeszcze większe niż w UE. Szacujemy, że w 2015 r. średnia cena MabThery w Europie wynosiła ok. 1.350 EUR. W tym samym czasie w USA Rituxan sprzedawano po 3700 USD. Zważywszy na zaledwie nieco wyższe nakłady na B&R oraz koszty produkcji w USA uważamy, że na tym rynku istnieje znacznie większy potencjał obniżki cen niż w UE.

Produkt Celltrionu nie trafił jeszcze na rynek amerykański, ale spodziewamy się, że spółka zastosuje równie agresywną politykę cenową co w Europie. Konkurencja wzrośnie w 2020P r. po premierze produktu Pfizer. Kolejne leki biopodobne produkcji Amgenu i Mabionu powinny pojawić się na rynku w 2023P r.

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Założony w marcu 2017 r. Mabion jest polską spółką biotechnologiczną, która rozwija portfel leków biopodobnych stosowanych w leczeniu chorób nowotworowych, autoimmunologicznych i metabolicznych. Spółka oferuje zintegrowany model biznesowy i doświadczenie w rozwoju leków zarówno na etapie przedklinicznym, jak i klinicznym, realizuje proces rejestracji produktów na rynku UE i USA, a także zwiększa swoje moce produkcyjne. Mabion zatrudnia obecnie niemal 200 pracowników i posiada centrum B&R o powierzchni 6,500 m² w Konstancynie Łódzkiej. Portfel projektów Mabion obejmuje:

MABION: LISTA PROJEKTÓW

Nazwa projektu	Region	Status	Rynek docelowy (mld USD)	Prawdopodobieństwo sukcesu
MabionCD20	UE	Rejestracja	1.5	95%
	USA	P-III / Registration	4.4	50%
	Pozostałe	Rejestracja	1.6	80%
MabionMS	Świat	Przedkliniczny	c. 20.0	0%
MabionEGFR	Świat	Przedkliniczny	c. 2.0	0%
MabionVEGF	-	Przedkliniczny	-	0%

Źródło: Mabion, DM PKO BP

W 2H19 spółka planuje poszerzyć portfel projektów o trzy projekty w stadium badań przedklinicznych w zakresie chorób onkologicznych, autoimmunologicznych i metabolicznych. Jak na razie nie ujawniono dalszych informacji na ich temat.

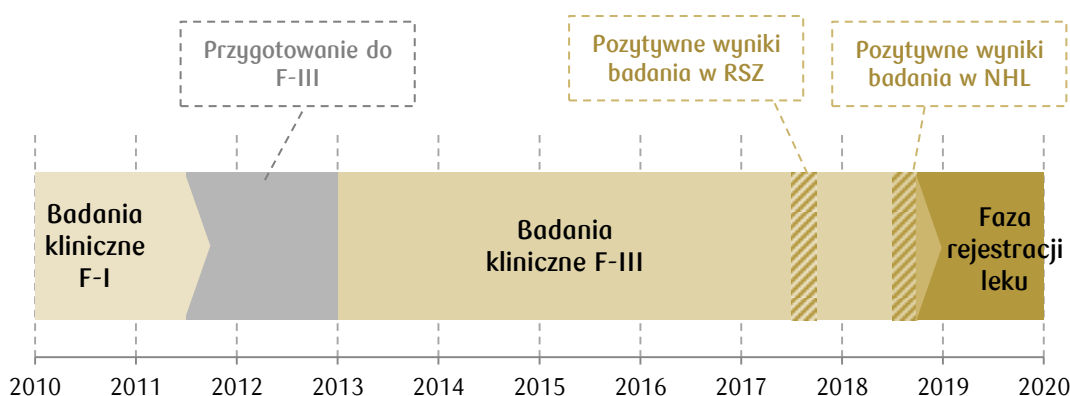
Z perspektywy inwestorów najbardziej zaawansowanym i najważniejszym projektem jest MabionCD20. Rynek monitoruje również MabionMS, ale nie uwzględniamy go w naszej wycenie z uwagi na jego wczesny etap (faza badań przedklinicznych). Pozostały projektom w fazie badań przedklinicznych także przypisujemy wartość zerową, ale wskazujemy na ich potencjał zwiększenia naszej ceny docelowej w przyszłości.

MabionCD20

MabionCD20 to projekt leku biopodobnego do leku referencyjnego Rituxan/MabThera (rituksymab) produkcji Roche, ukierunkowany na wart 7,5 mld USD rynek pacjentów z chłoniakiem nieziarniczym i reumatoidalnym zapaleniem stawów.

Z uwagi na dodatkowe wymogi w zakresie badań klinicznych produktów biopodobnych spółka zakończyła fazę badań P-I w 2011 r. (wraz z oceną PK/PD) i przeszła bezpośrednio do badań P-III, które obejmowały grupę 709 pacjentów z RZS i 140 pacjentów z NHL.

MabionCD20: harmonogram rozwoju leku

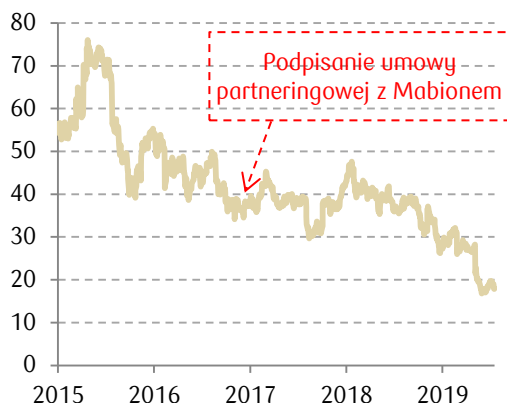


Źródło: Mabion, DM PKO BP

Mylan – pomoc czy przeszkoda? W listopadzie 2016 r. Mabion osiągnął porozumienie w sprawie partnerstwa z Mylanem. Zgodnie z umową Mylan uzyskał wyłączne prawa do obrotu produktem MabionCD20 w Europie z możliwością poszerzenia zakresu geograficznego umowy na cały świat. W zamian za to Mabion otrzymał z góry 15 mln USD i w sumie 30 mln USD po zakończeniu kolejnych etapów. Ponadto po wprowadzeniu leku na rynek Mabion przysługiwałyby opłaty licencyjne w wysokości kilku procent (jako odsetek sprzedaży netto Mylanu) i marża produkcyjna.

Na dzień dzisiejszy Mylan z sukcesem zarejestrował 6 produktów biopodobnych (2 w USA i 4 w Europie). Pierwszy z nich – Ogivri (trastuzumab) – uzyskał od FDA pozwolenie na dopuszczenie do obrotu w grudniu 2017 r. ale jest w dalszym ciągu niedostępny na rynku w oczekiwaniu na wygaśnięcie patentu na trastuzumab. Pierwszym produktem biopodobnym Mylanu, który faktycznie wszedł na rynek, była Fulphila (pegfilgrastim), której premiera na rynku amerykańskim miała miejsce w lipcu 2018 r. Celem Mylanu dla każdego produktu biopodobnego w ofercie jest udział rynkowy na poziomie 15%, przy czym nie są dostępne dane, które pozwalałyby na ocenę realizacji tej strategii. Uważamy jednak, że udział rynkowy na poziomie 15% w przypadku MabionCD20 wydaje się zbyt optymistyczny, biorąc pod uwagę, że wejdzie on na rynek UE jako czwarty produkt biopodobny.

Mylan: zmiana kursu akcji



Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

MYLAN: REJESTROWANE LEKI BIOPODOBNE

Związek	Nazwa BS	Data rejest.	Partner	Region
insulin glarg.	Semglee	Mar'18	Biocon	EU
adalimumab	Hulio	Wrz'18	Fujifilm K.	EU
pegfilgrastim	Fulphila	Lis'18	Biocon	EU
trastuzumab	Ogivri	Gru'18	Biocon	EU
rituximab	-	Trwa	Mabion	EU
etanercept	-	Trwa	Biocon	EU
trastuzumab	Ogivri	Gru'17	Biocon	US
pegfilgrastim	Fulphila	Sty'18	Biocon	US

Źródło: Mylan, Biocon, DM PKO BP

Poza wsparciem finansowym przy osiąganiu kolejnych kamieni milowych Mylan wziął na siebie część obowiązków związanych z badaniami klinicznymi i rejestracją MabionCD20, co naszym zdaniem znacząco przyspieszyło rozwój leku oraz ograniczyło ryzyko porażki. Warto odnotować, że Mylan posiada wyłączne prawa do poszerzenia zakresu stosowania umowy z rynku europejskiego do praw obejmujących cały świat – opcja ta pozostaje w mocy przez okres 30 dni od daty otrzymania ostatecznego sprawozdania ze spotkania BPD (Biosimilar Biological Product Development) Typu 3 z FDA. Data spotkania nie została jeszcze wyznaczona, więc **przysługujące Mylan prawo uniemożliwia Mabionowi rozpoczęcie rozmów dotyczących współpracy partnerskiej z innymi podmiotami.**

Na podstawie strategii Mylana w odniesieniu do umowy licencyjnej z japońskim partnerem (Fujifilm Kyowa Kirin Biologics) w odniesieniu do leku Hulio (adalimumab) **oczekujemy, że poszerzenie umowy partnerskiej z Mabionem obejmie rynek USA i resztę świata dopiero po udanej rejestracji MabionCD20 przez EMA.** Dla porównania, w chwili rejestracji Hulio był piątym lekiem biopodobnym do Humiry w UE i trzecim na rynku amerykańskim; tymczasem MabionCD20 będzie trzecim w Europie i czwartym w USA, a przy tym skierowany jest na mniej znaczący rynek rytuksymabu.

Proces rejestracji przez EMA. W 3Q18 Mabion przedstawił doskonałe wyniki badań klinicznych P-III w głównym wskazaniu dla stosowania leku (tj. RZS). W czerwcu 2018 r. spółka złożyła wniosek do EMA, która przyjęła lek do oceny w tym samym miesiącu. Proces rejestracji EMA obejmuje okresy 210 dni i wygląda następująco:

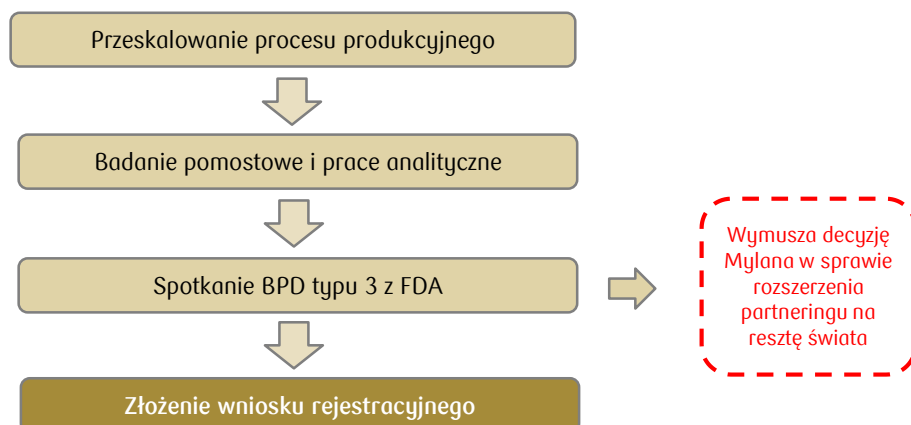
- złożenie wniosku o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu
- **Dzień 1** – rozpoczęcie procedury
- **Dzień 120** – wnioskodawca dostaje pierwszą listę pytań i ma 3 miesiące na przedstawienie odpowiedzi. Za zgodą EMA okres ten można wydłużyć maksymalnie do 6 miesięcy. W przypadku Mabion szacujemy, że trwał on 178 dni (niemal 6 miesięcy).
- **Dzień 121** – złożenie dokumentów z odpowiedziami.
- **Dzień 180** – wnioskodawca drugą listę dodatkowych pytań i ma do 1 miesiąca na przedstawienie odpowiedzi. Za zgodą EMA okres ten można wydłużyć maksymalnie do 3 miesięcy. Z drugiej strony, jeżeli wnioskodawca nie musi udzielać żadnych dodatkowych wyjaśnień, EMA może wydać ostateczną decyzję już w Dniu 180.
- **Dzień 181** – złożenie dokumentów z odpowiedziami.
- **Dzień 210** – przyjęcie opinii Komitetu ds. Produktów Leczniczych Stosowanych u Ludzi (CHMP) (w większości przypadków jest ona zgodna z ostateczną decyzją Komisji Europejskiej, która podejmowana jest ok. 2 miesiące później).

Na obecnym etapie rejestracji cały proces jest jasno ustrukturyzowany i istnieje niewielki margines na dodatkowe opóźnienia. Mabion znajduje się obecnie na etapie Dnia 180 procedury rejestracji i naszym zdaniem spółka ma trzy miesiące na przedstawienie odpowiedzi. Po otrzymaniu dodatkowych pytań Mabion ogłosił jednak, że jest zadowolony z liczby pytań; spółka twierdzi, że czas niezbędny na złożenie odpowiedzi będzie znacznie krótszy. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że odpowiedzi zostaną złożone do końca września 2019 r. W efekcie oczekujemy decyzji CHMP w październiku bieżącego roku, zgodnie z prognozami zarządu (4Q19).

Proces rejestracji w FDA. Jeżeli chodzi o rynek amerykański, nie wiadomo jeszcze, jak może przebiegać proces rejestracji i jakich danych wymagać będzie regulator. Do niedawna pod rozważenie brano dwa scenariusze:

- 1) **Pełne badanie kliniczne P-III** przeprowadzone w USA, skupione na porównaniu MabionCD20 do Rituxanu (amerykańskiej wersji rytuksymabu). *Scenariusz ten wymaga bardzo kosztownego i czasochłonnego procesu klinicznego. Przypominamy, że pełne badania kliniczne P-III w Europie zajęły 5 lat i pochłonęły 200 mln PLN.*
- 2) **Badanie uzupełniające** w celu dowiedzenia biopodobieństwa między MabTherą a Rituxanem. *W tym scenariuszu badania kliniczne P-III przeprowadzone już w Europie uznane zostałyby za wystarczający dowód bioekwiwalencji między MabionCD20 a Rituxanem.*

Spółka w dalszym ciągu znajduje się na etapie procedury przed złożeniem wniosku. W 2Q18 doszło do dwóch spotkań BPD Typu 2 z FDA. Celem spotkania było przedstawienie zgromadzonych przez Mabion danych. Także w 2Q18 Mabion otrzymał ostateczne sprawozdanie ze spotkania BPD Typu 2, w którym **FDA zaproponowała znacznie krótszą ścieżkę badania uzupełniającego**. Proces prowadzony przez FDA ma następującą strukturę:



Oczekujemy zakończenia procesu zwiększania skali produkcji w 1Q20, zakończenia badania uzupełniającego w 2021P r. i złożenia dokumentacji rejestracyjnej (BLA) w 1H22. Aby zapewnić moce produkcyjne wystarczające na zaspokojenie popytu na rynku amerykańskim, Mabion musi zakończyć budowę drugiego zakładu produkcyjnego (Mabion II) w Konstantynowie Łódzkim. Oczekuje się, że koszt inwestycji sięgnie 170-180 mln PLN, a w ok. 35% finansowany będzie z dotacji rządowych.

Zwiększenie skali wytwarzania. Dla celów badań klinicznych spółka wykorzystwała partie leku wytwarzane w małej skali (250 l). Aby móc dostarczać produkt na rynek w odpowiedniej ilości, Mabion musi także zwiększyć skalę procesu produkcyjnego (do 2.500 l). W dalszej kolejności spółka

ma obowiązek dowieść bioekwiwalencji przeciwciał monoklonalnych uzyskanych w produkcji niskiej skali z przeciwciałami wytwarzanymi w wysokiej skali. Proces ten obejmuje:

- wytworzenie trzech partii rytuksymabu w produkcji wysokiej skali;
- 3-miesięczne badanie stabilności dla każdej z trzech wytworzonych partii.

Na chwilę obecną Mabion wytwarza w wysokiej skali partię techniczną, która ma na celu wykazać jakość procesu produkcyjnego na potrzeby wewnętrzne spółki (nie będzie oceniana w ramach systemu regulacyjnego EMA). Po skutecznym zwiększeniu skali wytwarzania Mabion złoży wniosek o zmianę porejestrycyjną jako aneks do wniosku o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu.

Szacujemy, że wliczając czas niezbędny na zwiększenie skali wytwarzania może to opóźnić faktyczne wprowadzenie MabionCD20 o ok. 6 miesięcy do 4Q20.

ZMIANY W ZARZĄDZIE

Prezes Artur Chabowski, który kierował Mabionem przez ostatnie 2,5 roku, zrezygnował ze stanowiska 25 kwietnia br., co zostało przyjęte negatywnie przez rynek. Dołączając do zespołu Mabionu p. Chabowski miał ponad 20 lat doświadczenia w branży bankowości inwestycyjnej, a także kilka lat doświadczenia w zarządzaniu spółką biotechnologiczną Petsulina jako jej CEO.

Z obecnej perspektywy dostrzegamy, że rola p. Chabowskiego skupiała się głównie na:

- podtrzymywanie relacji z rynkiem kapitałowym i zapewnianie dodatkowego finansowania kapitałowego (w 2Q18 przeprowadził emisję akcji o wartości 175 mln i otrzymał z tego tytułu 0,4% jej wartości, tj. 0,656 mln PLN).
- promowanie marki Mabion na arenie międzynarodowej, negocjowanie warunków i zawieranie umów partnerskich, szczególnie na rynku amerykańskim
- komunikacja z organami regulacyjnymi (EMA i FDA) w związku z procesem rejestracji MabionCD20.
- monitorowanie otoczenia konkurencyjnego, w szczególności w USA.

Z uwagi na **1)** stabilną kondycję finansową spółki i ewolucję w kierunku finansowania długiem (czego dowodzi powołanie p. Grzegorza Grabowicza na członka zarządu kilka miesięcy wcześniej), **2)** finalizację procesu rejestracji przez EMA oraz **3)** blokadę negocjacji umów partnerskich przez Mylan uważamy decyzję p. Chabowskiego za rozsądną. Naszym zdaniem zakończył realizację najważniejszej części swoich zadań i prawdopodobnie zdecydował się zaangażować w bardziej atrakcyjny projekt w innym przedsiębiorstwie.

Przyznajemy, że rezygnacja p. Chabowskiego mogła być zaskoczeniem tak dla spółki, jak i dla rynku kapitałowego, ale uważamy, że może spowodować pozytywny rozwój wypadków w kolejnych miesiącach. **Naszym zdaniem Mabion powinien wybrać na to stanowisko osobę o dużym doświadczeniu naukowym, która wesprze rozwój kolejnych projektów** (MabionMS, MabionEGFR) oraz powiększy aktualny portfel projektów (trzy nowe projekty zostaną ogłoszone w 2H19). Mamy świadomość, że poszukiwania właściwej osoby mogą być czasochłonne (być może przekroczą rok), ale przedłużający się proces (na dzień dzisiejszy 3 miesiące) wskazuje, że Mabion dąży do zwiększenia poziomu know-how wśród członków zarządu.

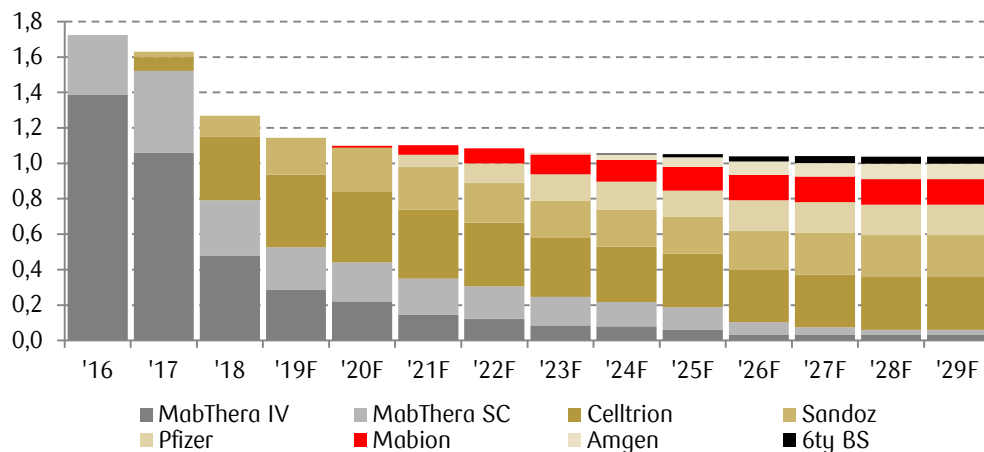
PROGNOZY FINANSOWE

PRZYCHODY

Europejski rynek rytuksymabu doświadczył już największego spadku wartości (o 22%) w 2018 r. Na dzień dzisiejszy Roche i jego konkurenci produkujący leki biopodobne oferują cenę niższą od ceny oryginalnej o 35-48%. Z drugiej strony jednak dostrzegamy, że za tą zmianą nie poszła równie szybka zmiana wolumenu.

Naszym zdaniem rosnący wolumen rytuksymabu jest zjawiskiem bardziej długotrwałym niż spadek ceny i powinna wspierać rynek w nadchodzących latach. Jednocześnie ceny konkurencyjnych produktów biopodobnych powinny obniżyć się o ok. 5% rocznie (z uwagi na wejście produktów Pfizera i Amgen), a cena MabThera do aplikacji dożylnych powinna zachować stabilność, co zapewni temu produktowi udział w rynku na poziomie zaledwie 4% w 2025P r. Z uwagi na brak konkurencyjnych produktów do stosowania podskórnego MabThera SC powinna utrzymać 12-procentowy udział w rynku do momentu wygaśnięcia patentu w 2025P r.

UE: struktura rynku rytuksymabu (mld EUR)



Źródło: Mabion, DP PKO BP

Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji w UE szacujemy na 95% w oparciu o następujące fakty:

- Procedura rejestracji MabionuCD20 jest mocno zaawansowana. Wniosek o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu został przyjęty do oceny, produkt przeszedł badanie wystarczalności danych klinicznych oraz ocenę jakości dossier, a spółka odpowiedziała na pierwszy zestaw pytań. Procedura jest obecnie na etapie Dnia 180 i ryzyko opóźnień jest bardzo niewielkie.
- Większość decyzji odmownych w odniesieniu do leków biopodobnych wydawana jest na wczesnym etapie procesu rejestracji. Dla przykładu Sandoz wycofał wniosek dotyczący Zioxtenzo sześć miesięcy od daty jego złożenia z uwagi na pytania dotyczące GMP; Cavoley firmy Stady został wycofany w Dniu 120, a lek Pfizera Fyzoclad na wstępnym etapie oceny.
- Mabion przeprowadził największe badanie kliniczne P-III w głównym wskazaniu RZS (709 pacjentów). Powinno to być gwarantem istotności statystycznej pozytywnych wyników P-III.

Mabion powinien wprowadzić swój produkt na rynek europejski w 4Q20 jako czwarty w kolejności po Celltrionie i Sandozie. Z uwagi na spore opóźnienie względem konkurentów spółka powinna być w stanie zdobyć **13% rynku**. Oczekujemy, że osiągnięcie szczytowej wartości sprzedaży zajmie 5 lat. Na skutek oczekiwanej przez nas premiery MabionCD20 do stosowania podskórnego po 2027P r. spółka powinna zacząć nieco przekraczać szacowaną szczytową wartość sprzedaży. Ponadto nasze prognozy przychodów generowanych na rynku UE obejmują:

	19F	20F	21F	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F
Wartość rynku (mln EUR)	1,144	1,100	1,102	1,084	1,061	1,056	1,053	1,040	1,042	1,038	1,038
Udział Mabiona		1%	5%	8%	11%	12%	13%	14%	14%	14%	14%
Tantiemy jako % sprzedaży		8%	9%	10%	12%	13%	14%	14%	15%	15%	15%
Tantiemy (mln PLN)		4	20	38	58	70	80	90	94	94	94
Pokrycie kosztów (mln PLN)		12	58	92	122	132	144	155	157	157	157
Marża producenta (mln PLN)		1	7	11	15	16	17	19	19	19	19
Przychody ważone ryzykiem (mln PLN)		16	81	134	185	207	229	250	256	256	256

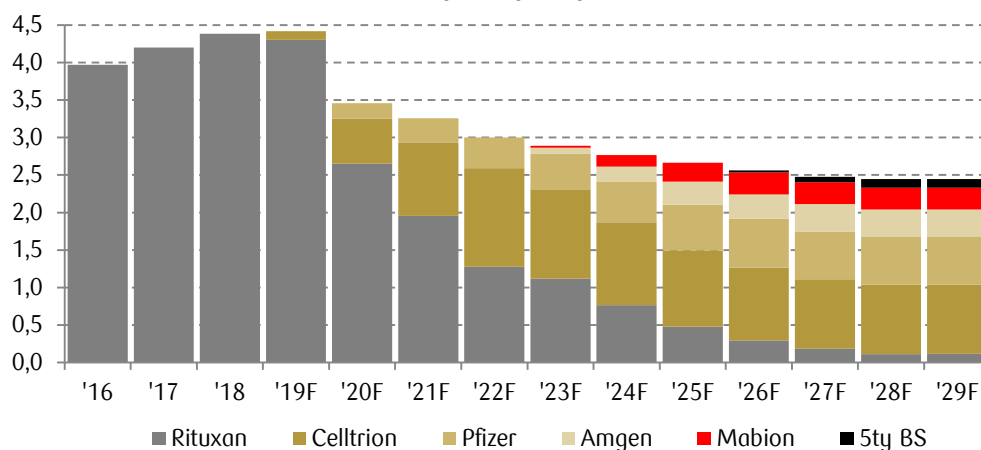
- **Tantiemy:** wzrost do 15% sprzedaży netto Mylanu wraz z rosnącym udziałem rynkowym
- **Koszt sprzedanych towarów:** Mabion odpowiada za produkcję leku i zakładamy, że COGS sięgnie 25% sprzedaży. Mylan zobowiązał się jednak pokryć 100% kosztów produkcji, co należy rozpoznać jako przychód z marży Mabionu na poziomie 0%.
- **Marża produkcyjna:** w ramach umowy z Mylan Mabion otrzyma również w związku z produkcją leku narzut w niskiej jednocyfrowej wysokości. Zakładamy 2% sprzedaży netto.
- Dyskontujemy przychody z użyciem **prawdopodobieństwa rejestracji na poziomie 95%**.

Sprzedaż Mabionu na terytorium UE powinna generować marżę brutto na poziomie ok. 42%.

W odniesieniu do amerykańskiego rynku rytuksymabu oczekujemy, że pierwszy lek biopodobny (Truxima produkcji Celltrionu) wejdzie na rynek jeszcze w tym roku. Powinno się to uwidocznić w spadku sprzedaży Roche począwszy od 4Q19. Prognozujemy, że w kolejnych latach rynek amerykański będzie tracił wartość w znacznie wolniejszym tempie niż rynek UE, ponieważ: **1)** kolejni konkurenci w segmencie produktów biopodobnych będą wolniej wprowadzać produkty (drugi lek biopodobny Pfizera dostępny będzie od 1Q20P r., a trzeci od Amgen dopiero w 2023P r.), **2)** cięcia cen będą bardziej stopniowe oraz **3)** warunki rynkowe mniej sprzyjają produktom biopodobnym, niż w UE. W efekcie oczekujemy zmniejszenia się wartości rynku o ok. 40% do końca 2025P r.

Celltrion powinien zdobyć wiodącą pozycję na rynku z udziałem na poziomie ok. 40% w długim terminie z uwagi na bardzo wczesną premierę leku i brak konkurencji na etapie formowania się rynku. Udział rynkowy Pfizera prognozujemy na ok. 25%, a Amgen i Mabionu na zbliżonym poziomie kilkunastu procent. Podobnie jak w przypadku rynku UE, wprowadzenia wersji rytuksymabu do stosowania podskórnego oczekujemy po 2026P r.

USA: struktura rynku rytuksymabu(mln USD)



Źródło: Mabion, DM PKO BP

Po zawarciu umowy partnerskiej obejmującej rynek amerykański, zakończeniu badań uzupełniających w 2021P r. oraz rejestracji przez FDA w 2022 r. **oczekujemy, że Mabion wejdzie na rynek USA w 2H23 jako czwarty gracz** za Celltrionem, Pfizerem i Amgenem. W efekcie spółka powinna być w stanie zdobyć **udział w rynku na poziomie 12%**. Oczekujemy, że osiągnięcie szczytowej wartości sprzedaży zajmie 5 lat. Dodatkowe założenia dla rynku amerykańskiego obejmują:

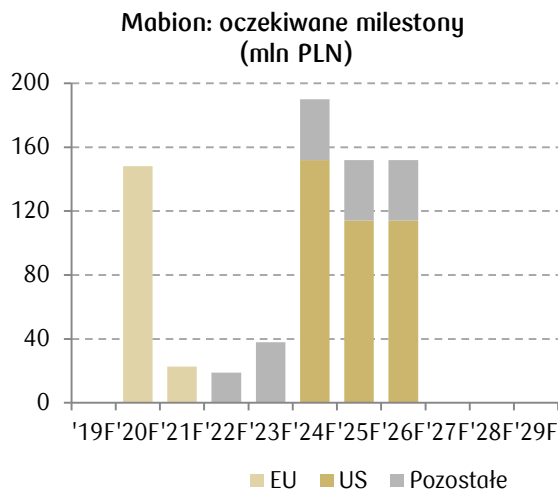
	19F	20F	21F	22F	23F	24F	25F	26F	27F	28F	29F
Wartość rynku (mln USD)	4,420	3,457	3,259	3,002	2,890	2,767	2,666	2,561	2,475	2,448	2,448
Udział Mabiona					1%	6%	9%	12%	12%	12%	12%
Tantiemy jako % sprzedaży					11%	15%	18%	20%	20%	20%	20%
Tantiemy (mln PLN)					11	85	172	222	219	220	219
Pokrycie kosztów (mln PLN)					1	6	10	11	11	11	11
Marża producenta (mln PLN)					0	0	0	0	0	0	0
Przychody ważone ryzykiem (mln PLN)					6	46	91	117	115	115	115

- **Tantiemy:** wzrost do 20% sprzedaży netto Mylanu w ślad za rosnącym udziałem rynkowym. Podział zysków może być wyższy niż w przypadku UE, ponieważ umowa zostanie zawarta na bardziej zaawansowanym etapie rozwoju leku.
- **Koszty sprzedanych towarów:** oczekujemy, że produkcję leku przejmie Mylan, ponieważ Mabion nie ma w USA własnych zakładów produkcyjnych. Polska spółka odpowiedzialna będzie wyłącznie za dostawy API (o wartości 1% kosztu leku).
- **Marża produkcyjna:** nie zakładamy żadnej marży produkcyjnej po stronie Mabionu.
- Dyskontujemy przychody z użyciem **prawdopodobieństwa rejestracji na poziomie 50%**.

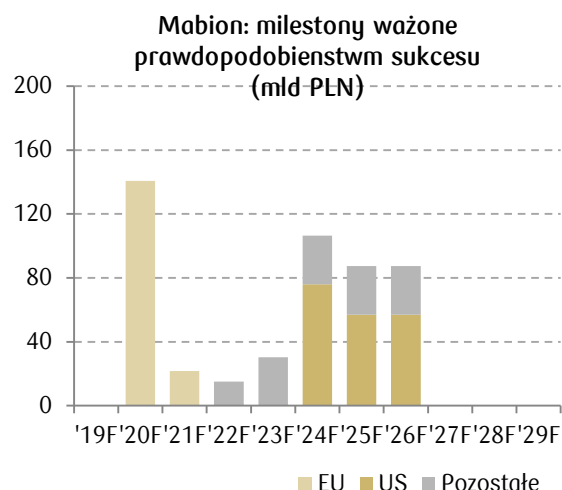
Z uwagi na produkcję jedynie API marża brutto na sprzedaży Mabionu w USA wyniesie ok. 95%.

W odniesieniu do **reszty świata** szacujemy, że Mabion wygeneruje pierwsze przychody w 2022P r. i osiągnie udział w rynku na poziomie 5% w ciągu pięciu lat od wprowadzenia leku. Przychody i struktura kosztów powinny być zbliżone z rynkiem amerykańskim. Prawdopodobieństwo sukcesu zakładamy na poziomie 80%.

Oprócz przychodów licencyjnych poniżej prezentujemy nasze założenia dotyczące harmonogramu płatności z tytułu osiągnięcia kamieni milowych:



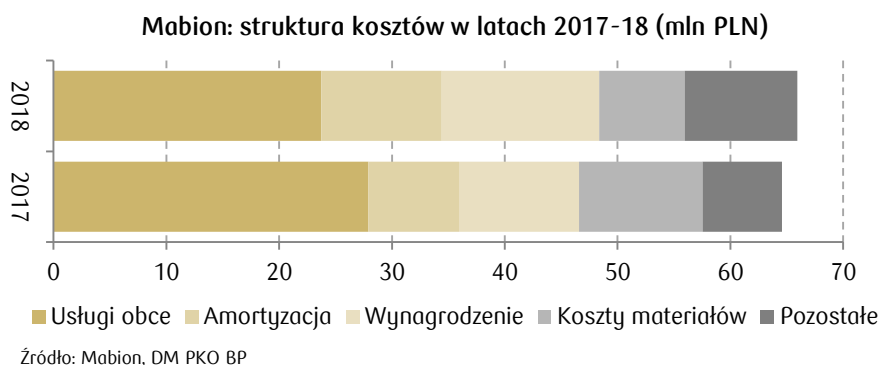
Źródło: Mabion, DM PKO BP



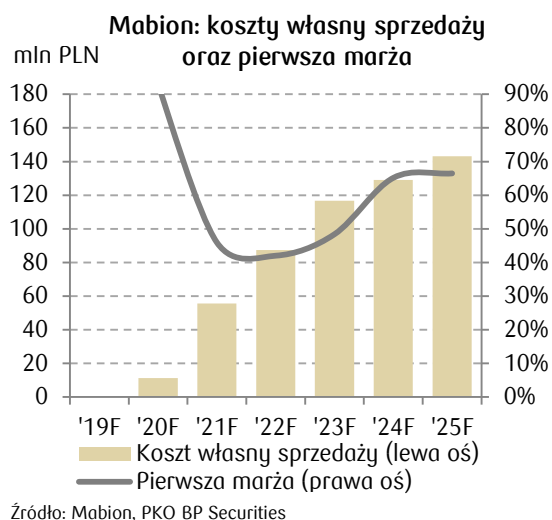
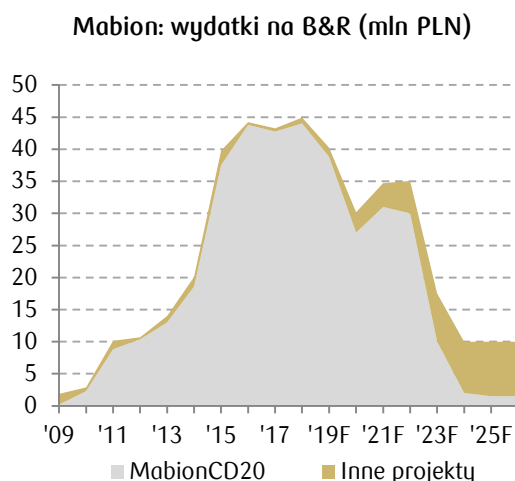
Źródło: Mabion, DM PKO BP

KOSZTY

Poniżej przedstawiamy strukturę kosztów Mabionu według danych spółki z lat 2017-2018. Oczekujemy jej widocznej zmiany po wprowadzeniu MabionCD20 do sprzedaży w 2020 r. Dominującą pozycją powinny być materiały i energia, podczas gdy koszty zewnętrzne powinny się zmniejszać z czasem.



Po 2020P r. **spodziewamy się wzrostu COGS w związku z produkcją MabionCD20** na rynek europejski. Zgodnie z umową z Mylan całość COGS pokrywa jednak amerykański partner. **Koszty B&R powinny się zmniejszać w najbliższych latach** z uwagi na finalizację procesu rejestracji MabionCD20. Naszym zdaniem nakłady na B&R wymagane do zakończenia badań uzupełniających i rejestracji w USA będą znacznie niższe, niż koszty badań klinicznych P-III prowadzonych w 2014-2018 r. W kolejnych latach szacujemy udział kosztów B&R skorygowanych o współfinansowanie z budżetu (granty) na 33%. Do 2022P r. koszty ogólnego zarządu powinny wzrosnąć do ok. 30 mln PLN rocznie (w porównaniu z 21 mln PLN obecnie).



Stabilna kondycja finansowa, zapotrzebowanie na gotówkę pokryte do końca 2021P r. Na koniec 1Q19 Mabion raportował niemal 41 mln PLN w gotówce. Zważywszy na:

- 1) uzyskany w 2Q19 grant rządowy w wysokości 7,1 ml PLN oraz dalsze 11,7 ml PLN z tytułu kolejnych grantów związanych z projektem MabionCD20,
- 2) dostępną linię kredytową w wysokości 30 mln PLN (z czego 15 mln PLN zostanie zwolnione po rejestracji przez EMA) oraz fakt, że w przeszłości Mabion uzyskał linię

kredytową w wysokości 75 mln PLN, zabezpieczoną na nieruchomości spółki w Konstancynie Łódzkim,

3) 57 mln PLN (15 mln USD) oczekiwane od Mylan w 4Q19 po osiągnięciu kamienia milowego w postaci rejestracji przez EMA,

4) pojawienie się pierwszych przychodów ze sprzedaży MabionCD20 w 4Q20,

... uważamy kondycję finansową Mabion za stabilną. Poniżej przedstawiamy skróconą analizę prognozowanych przepływów pieniężnych na koniec 2021P r. Ponadto podkreślamy, że począwszy od 4Q20 spółka powinna zacząć generować przychody, a tym samym uzyskać dostęp do innych form finansowania długiem.

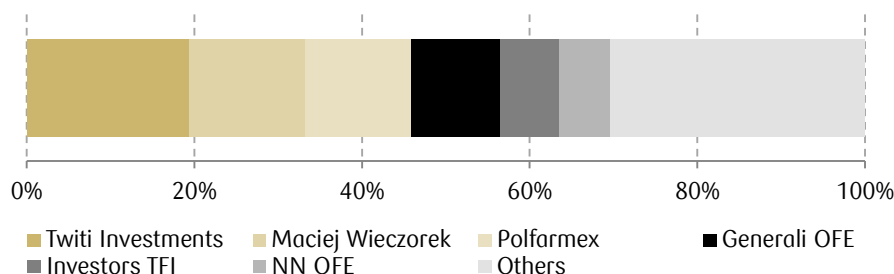
PLN m	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
Gotówka (początek)	58	41	31	18	55	48	38	30	40	28	19	13
CFO, w tym:	-14	-6	-10	46	-8	-5	-8	10	-7	-4	-1	2
Przychody								17	9	17	26	34
Milestoney				57				11				
Inne (np. dotacje)	0	7	3	3	3	3						
OPEX (bez D&A)	-12	-13	-13	-14	-10	-7	-7	-18	-13	-18	-24	-29
Zmiany w KON	-2	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-3	-3	-3	-3
CFI	-4	-4	-4	-8	-15	-10	-5	-5	-5	-5	-5	-5
CFF	0				15	5	5	5				
Gotówka (koniec)	41	31	18	55	48	38	30	40	28	19	13	10
Dostępna linia kred.	30	30	30	30	15	10	5	0	0	0	0	0
Gotówka + linia kred.	71	61	48	85	63	48	35	40	28	19	13	10

Przy przedstawionym wyżej scenariuszu, potencjalne problemy z płynnością mogą wystąpić wyłącznie w momencie przedłużania się rejestracji MabionCD20 w EMA o co najmniej dwa kwartały.

STRUKTURA UDZIAŁOWA

20% udziałów w Mabion jest w posiadaniu Twiti Investments (prywatnej spółki inwestycyjnej), 14% należy do założyciela i poprzedniego CEO Macieja Wieczorka, 13% do Polfarmexu, a 24% do polskich funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Pozostali inwestorzy kontrolują 30% akcji.

Mabion: struktura udziałowa



Źródło: Mabion, DM PKO BP

RYZYKA

- Na dzień dzisiejszy spółka narażona jest na ryzyko problemów finansowych związanych z zapewnieniem dodatkowego finansowania. W przypadku negatywnej opinii EMA w sprawie rejestracji leku MabionCD20 w 4Q19 oraz przedłużającego się o co najmniej dwa kwartały proces rejestracji, Mabion może stanąć przed koniecznością kolejnej emisji akcji, która zostałaby z pewnością negatywnie odebrana przez rynek.
- Ze względu na specyficzny charakter branży w której działa Mabion, spółka narażona jest na znaczne ryzyko regulacyjne związane m.in. z decyzjami na temat wprowadzenia swoich leków do obrotu, sporami patentowymi oraz spełnianiem wymogów bezpieczeństwa dla swoich leków. Tego rodzaju ryzyka są najczęściej niemożliwe do zabezpieczenia oraz występują przez cały czas działania biznesu.
- W związku z tym, że większość przyszłych przychodów ze sprzedaży generowane będzie w walucie obcej (EUR oraz USD), spółka narażona będzie na znaczne ryzyko zmiany kursów walutowych. W przypadku znacznych zmian kursu, efekt ten może w widoczny sposób wpłynąć na wyniki finansowe spółki
- Ze względu na znaczną liczbę założeń przyjętych dla celu wyceny spółki metodą DCF, szczególnie związanych z docelowym udziałem leku spółki w rynku rytuksymabu, wartością tantiem zapisaną w umowie z partnerem oraz rozwojem całego rynku rytuksymabu, zwracamy uwagę na znaczne ryzyko związane z tym, że faktyczny rozwój sytuacji będzie istotnie różnił się od przyjętych przez nas założeń.
- Mabion działa w bardzo konkurencyjnej branży leków biopodobnych. W rezultacie, spółka narażona jest na ryzyko wchodzenia kolejnych graczy na rynek oraz niestabilnej sytuacji w kontekście rozwoju cen leków i udziału w rynku. Wszystkie wymienione czynniki mogą istotnie wpływać na wysokość generowanych przez spółkę wyników finansowych.
- Specyfiką branży ochrony zdrowia jest duże znaczenie kapitału ludzkiego dla rozwoju biznesu. Mabion narażony jest na stałe ryzyko utraty kluczowej kadry zarządczej.

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-	-	0	0	0	157	103	151
Pozostałe przychody operacyjne	-	-	-3	-2	-3	-1	0	0
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-	-	-56	-62	-63	-63	89	-17
Saldo działalności finansowej	-	-	0	-4	4	2	2	0
Zysk przed opodatkowaniem	-	-	-56	-58	-67	-65	87	-17
Podatek dochodowy	-	-	0	0	0	13	0	0
Zysk (strata) netto	-	-	-56	-58	-67	-65	74	-17
Bilans		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa Trwałe	-	-	68	72	73	76	94	99
Wartości niematerialne i prawne	-	-	0	0	0	0	0	0
Rzeczowe aktywa trwałe	-	-	68	72	72	76	94	99
Pozostałe aktywa długoterminowe	-	-	0	0	0	0	0	0
Aktywa Obrotowe	-	-	23	10	72	61	42	45
Zapasy	-	-	4	7	10	12	16	16
Należności	-	-	4	2	3	3	4	16
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	-	-	0	0	1	1	1	1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	-	-	15	1	58	45	21	11
Aktywa razem	-	-	91	82	145	138	136	144
Kapitał Własny	-	-	4	-54	42	-23	51	34
Zobowiązania	-	-	88	137	103	160	85	109
Zobowiązania długoterminowe	-	-	14	16	36	137	60	83
Kredyty i pożyczki	-	-	0	4	3	3	33	83
Pozostałe rezerwy	-	-	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	-	-	14	12	33	134	27	0
Zobowiązania krótkoterminowe	-	-	73	120	67	23	25	26
Kredyty i pożyczki	-	-	13	62	2	2	2	2
Zaliczki	-	-	47	40	48	4	4	4
Zobowiązania handlowe i pozostałe	-	-	14	18	17	18	19	20
Pasywa razem	-	-	91	82	145	138	136	144
Rachunek Przepływów Pieniężnych		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-	-	-15	-54	-39	14	-23	-40
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-	-	-2	-7	-7	-19	-30	-20
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-	-	26	47	103	0	30	50
Wskaźniki (%)		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
ROE	-	-	-	229,6%	1 121,0%	-668,4%	520,0%	-39,4%
Dług netto	-	-	-2,1	65,0	-52,8	-39,2	14,2	74,2

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 Górzyński	(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 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 Wysomirski		(022) 521 78 39	ewald.wysomirski@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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM 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 DM 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM 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. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM 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. DM 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. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM 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 DM 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 DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM 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 DM 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 Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM 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 DM 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM 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 DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczalnym 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”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Mabion	-

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM 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 DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM 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 DM 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 DM 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 DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM 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.

Ilekość 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 DM 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	908,15	9,51	12,34	11,79	4,01	5,58	5,11	Małgorzata Żelazo
Apator	Trzymaj	2019-07-22	24,30	24,3	711,19	10,56	9,36	9,51	6,88	6,47	6,22	Piotr Łopaciuk
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7,00	7	355,60	nm	3,51	4,26	5,12	1,11	1,10	Andrzej Rembelski
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105,00	85,5	1173,13	nm	nm	15,88	0,00	0,00	0,00	Dawid Górzynski

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu