

Trzymaj, 65,00 PLN

Obniżona

19 lutego 2020 r., 07:30

Bolesne opóźnienie

Opóźnienie rejestracji przez EMA okazuje się mieć znacznie poważniejsze konsekwencje, niż poprzednio oczekiwaliśmy. Mabionowi grozi utrata czwartej pozycji w europejskim wyścigu, a szybko kurczący się kapitał prosi się o pilny zastrzyk wspomagający. W oparciu o zakładane wycofanie wniosku do EMA obniżamy naszą rekomendację dla Mabiononu do Trzymaj, a cenę docelową do 65 PLN/akcję. Aktualnie uważamy profil inwestycyjny akcji za zbyt ryzykowny, by rozważać możliwość ich zakupu. Pozytywna opinia CHMP na spotkaniu w lutym/marcu może jednak zapewnić atrakcyjny potencjał wzrostu ponad aktualny poziom ceny docelowej.

Wprowadzenie MabionCD20 opóźnione do 2022 r.... Poślizg w uzyskaniu zgody EMA i dłuższy od oczekiwanego proces upscalingu skutkują opóźnieniem daty wprowadzenia MabionCD20. Według zarządu lek wejdzie na rynek europejski dopiero w 2022 r., ale data sama w sobie nie jest największym problemem.

...wypycha projekt na piąte miejsce w europejskim wyścigu ... Istnieje uzasadnione ryzyko, że po złożeniu wniosku do FDA Amgen wystąpi o rejestrację także do EMA. Jego lek podobny do rytuksymabu (ABP 798) może wejść na rynek europejski już w 2021 r. Na skutek utraty czwartej pozycji na rzecz Amgenu obniżamy potencjalny udział rynkowy Mabionu do 8% (z 14% poprzednio).

...i zmniejsza jego atrakcyjność dla potencjalnych partnerów. Naszym zdaniem postęp w procesie rejestracji w USA zależełby głównie od terminu podpisania umowy partnerskiej. Wprawdzie prawo wyłączności Mylanu wkrótce wygasa, spodziewamy się, że potencjalni partnerzy zachowają wobec projektu Mabionu ostrożność do momentu uzyskania zgody EMA. Jednocześnie umowa Coherus-Innovent przypomina, że w grze pozostają inne podmioty opracowujące leki biopodobne do rytuksymabu.

Napięty bilans prosi się o pilny zastrzyk kapitałowy. Przy spodziewanych 15 mln PLN w gotówce pod koniec 2019 r. Mabion ma zapewnione finansowanie na zaledwie kilka kolejnych miesięcy. Zakładając ograniczoną dostępność 30 mln EUR kredytu z EBI sugerujemy kilka dodatkowych źródeł finansowania. W naszej wycenie zakładamy przyływ środków pieniężnych rzędu 81 mln PLN z emisji akcji (wg wartości godziwej), co powinno zapewnić Mabionowi większą elastyczność gotówkową do momentu zakończonej sukcesem rejestracji MabionCD20 przez EMA.

mln PLN	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	0	0	0	0	73
EBITDA	-54	-52	-51	-56	16
EBIT	-58	-67	-64	-67	3
Zysk netto	-58	-67	-64	-67	3
P/E	nm	nm	nm	nm	334,5
P/BV	-21,0	34,3	-38,6	-109,5	-162,9
EPS	-4,91	-4,91	-4,56	-4,32	0,18
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	-66	-75	-27
CAPEX	-7	-7	-12	-20	-40

P - Prognozy DM PKO BP

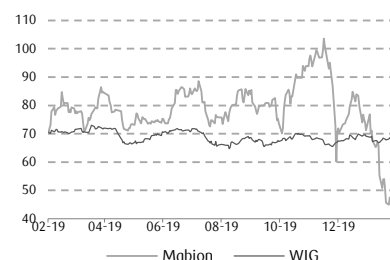
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	60,70
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	14,12
Kapitalizacja (mln PLN)	857,30
Free float	55%
Free float (mln PLN)	475
Free float (mln USD)	120
EV (mln PLN)	-
Dług netto (mln PLN)	-0,06

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

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

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Kupuj	16-12-19 100,00
Kupuj	26-07-19 105,00

Kurs akcji



	WIG	Spółka
1 miesiąc	-1,2%	-14,7%
3 miesiące	-1,5%	-35,4%
6 miesięcy	3,3%	-19,9%
12 miesięcy	-2,8%	-13,9%
Min 52 tyg. PLN		43,90
Max 52 tyg. PLN		103,60
Średni dzienny obrót mln PLN		0,81

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

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

ARGUMENTY INWESTYCYJNE

Roczny poślizg we wprowadzeniu MabionCD20 na rynek...

Po niespodziewanym grudniowym ogłoszeniu dodatkowych pytań Mabion złożył wymagane odpowiedzi pod koniec stycznia br., a teraz ma przedstawić dodatkowe ustne wyjaśnienia na nadchodzącym posiedzeniu CHMP (24-27 lutego). W zależności od informacji zwrotnej od CHMP możliwe są dwa scenariusze dalszego toku procesu rejestracji:

Scenariusz bazowy Mabionu

- 1) EMA udzieli zgody na rejestrację i sprzedaż MabionCD20 dla małej (klinicznej) skali wytwarzania.

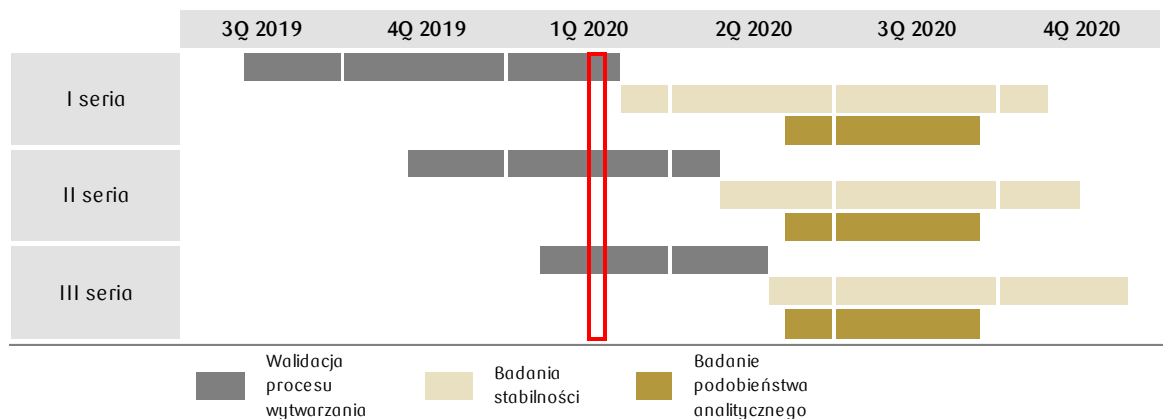
Pozytywna decyzja EMA powinna 1) skutkować płatnością 15 mln USD (szacunki PKO) przez Mylan na skutek wykonania wyznaczonego etapu, ograniczając w dużym stopniu ryzyko emisji akcji, a także 2) poprawić profil ryzyka Mabionu dzięki zatwierdzeniu jego pierwszego leku biopodobnego. Aby móc wprowadzić lek na rynek Mabion musiałby jednak i tak otrzymać drugą zgodę na sprzedaż MabionCD20 w dużej (komercyjnej) skali.

Scenariusz bazowy PKO

- 2) EMA zaproponuje wycofanie aktualnego wniosku i jego ponowne złożenie z uwzględnieniem danych z produkcji na dużą skalę po zakończeniu procesu upscalingu.

Naszym zdaniem wycofanie wniosku skutkowałoby większą niepewnością co do jakości produktu Mabionu, a niezrealizowanie wyznaczonego przez Mylan kamienia milowego zmusiłoby spółkę do szukania dodatkowego finansowania. Wycofanie wniosku z EMA to nasz scenariusz bazowy.

Mabion: harmonogram procesu up-scalingu



Źródło: Mabion, BM PKO BP

Zwracamy uwagę, że oba scenariusze zakładają tę samą potencjalną datę wprowadzenia leku na rynek (1Q22 r. wg zarządu spółki), a ziszczenie się pierwszego scenariusza (wcześniejsze zatwierdzenie) implikuje znaczny potencjał wzrostu względem naszej aktualnej ceny docelowej (65 PLN/akcję)

Amgen może prześcignąć Mabion w Europie

Oczekujemy, że po złożeniu wniosku o licencję biologiczną dla własnego leku biopodobnego do rytuksymabu (ABP 798) do FDA w grudniu 2019 r. Amgen powtórzy ten sam manewr w Europie pod koniec 1H20. W efekcie spółka powinna uzyskać zgodę na wprowadzenie go do obrotu w połowie 2021 r. i rozpocząć sprzedaż jeszcze w 2021 r. Jednocześnie spodziewamy się, że MabionCD20 zostanie wprowadzony na rynek w 1H22.

Szacujemy, że wskutek utraty czwartego miejsca na rzecz Amgen potencjalny udział rynkowy Mabionu zmniejszy się do 8% (z 14% poprzednio).

PROJEKTY BIOPODOBNE DO RYTUKSYMABU

Nazwa spółki	Nazwa leku	Status w Europie	Status w USA
Celltrion	Truxima	Zarejestrowany (lutym 2017)	Zarejestrowany (listopad 2018)
Sandoz	Rixathon	Zarejestrowany (czerwiec 2017)	Wniosek odrzucony (maj 2018)
Mabion	MabionCD20	Wniosek złożony (czerwiec 2018)	Wymagane badanie pomostowe
Pfizer	Ruxience	Wniosek złożony (wrzesień 2017)	Zarejestrowany (lipiec 2019)
Amgen	ABP 798	Pozytywne wyniki P-III w RZS (styczeń 2019) oraz w chłoniaku (sierpień 2018)	Wniosek złożony (grudzień 2019)
Innovent Biologics / Coherus*	IBI301	b.d.	Wymagane badanie pomostowe

Źródło: EMA, Amgen, Pfizer, BM PKO BP

*Coherus posiada opcję komercjalizacji leku w USA i Kanadzie

Wzloty i upadki rejestracji w USA

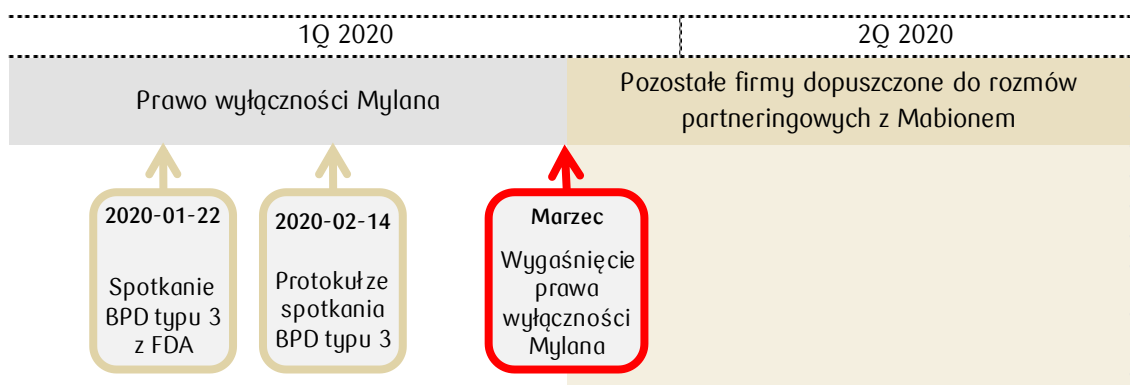
Mabion w dalszym ciągu pracuje nad realizacją wytycznych regulacyjnych na potrzeby rejestracji MabionCD20 w USA. Według ostatnich sygnałów z FDA, przed wystąpieniem o zgodę na wprowadzenie do obrotu spółka powinna przeprowadzić badanie pomostowe, obejmujące ok. 200 pacjentów z Europy i USA. Głównym jego celem będzie dowiedzenie bioekwiwalencji MabionCD20, MabThery i Rituxanu.

14 lutego spółka otrzymała wnioski z ostatniego spotkania BPD Typu 3 z FDA. Podsumowanie spotkania nie zostało jeszcze ujawnione inwestorom, ale jego prezentacja może rzucić nowe światło na dalszy kurs postępowania rejestracyjnego MabionCD20 w USA. Zgoda FDA na przeprowadzenie przyspieszonego badania pomostowego (w porównaniu do typowego badania klinicznego P-III) może także stanowić dla potencjalnych amerykańskich partnerów zachętę do rozpoczęcia rozmów z Mabionem.

Ostrzejsza konkurencja o partnerstwo w USA... Jak na razie wyłączne prawa do przedłużenia umowy partnerskiej i praw na rynek amerykański przysługują Mylanowi. Jak jednak Mabion komunikował wcześniej, prawo wyłączności wygasa 30 dni od daty otrzymania wniosków ze spotkania BPD Typu 3, tj. w połowie marca. Po upływie tego terminu innym zainteresowanym stronom będzie wolno rozpocząć z Mabionem negocjacje w sprawie partnerstwa.

Komentarz: Decyzja Mylanu może zależeć od: 1) wytycznych ze spotkania BPD Typu 3 z FDA oraz 2) wyników zbliżającego się spotkania CHMP w dniach 24-27 lutego. W naszym scenariuszu podstawowym Mabion będzie zmuszony wycofać wniosek, choć niekoniecznie na tym spotkaniu. W obliczu braku informacji o zgodzie FDA na badanie pomostowe nie spodziewamy się, by Mylan podpisał umowę partnerską przed połową marca – raczej umożliwi Mabionowi rozważenie innych ofert.

Wygaśnięcie prawa wyłączności Mylana



Źródło: Mabion, BM PKO BP

...ale wartość umowy może być niższa od oczekiwanej. 13 stycznia spółka Coherus Biosciences zawarła umowę z chińskim Innovent Biologics w celu sprzedaży leku biopodobnego (do bewacyzumabu) Avastin na rynku amerykańskim i kanadyjskim. Wartość umowy (biodollar value) wynosi 45 mln USD, a opłatę licencyjną ustalono na poziomie dwucyfrowym. Co najważniejsze, **umowa przyznaje Coherus możliwość poszerzenia jej o prawa do sprzedaży leku biopodobnego do rytuksymabu Innovent na tych samych warunkach transakcyjnych.** Opracowany przez Innovent lek biopodobny do rytuksymabu (IBI301) przeszedł już badania kliniczne w Chinach i został zarejestrowany przez tamtejszy organ regulacyjny.

Komentarz: Umowa Coherus/Innovent ma dwie istotne implikacje:

- 1) Może źle wróżyć dla potencjalnej wartości umowy partnerskiej Mabionu w USA. Naszym zdaniem, w celu uzyskania zgody FDA na dopuszczenie do obrotu, zarówno Mabion, jak i Innovent będą musiały przeprowadzić badanie pomostowe, ich atrakcyjność dla potencjalnych partnerów jest więc podobna. W efekcie obniżamy szacowaną wartość umowy do 60 mln USD (ze 100 mln USD poprzednio).
- 2) Innovent to przykład rosnącej atrakcyjności projektów opracowywanych w Chinach dla sektora farmaceutycznego. Poza IBI301 w Chinach zarejestrowany jest jeszcze jeden lek biopodobny do rytuksymabu (HLX01, Henlius), a kolejne są na etapie badań. Mogą stanowić potencjalne cele zakupu, a tym samym konkurencję dla Mabionu CD20 na globalnym rynku transakcyjnym.

Dobre wyniki sprzedaży już wprowadzonych leków biopodobnych. Jednocześnie wyniki sprzedaży jedyne jak na razie leku biopodobnego do rytuksymabu na rynku USA są bardzo obiecujące. Według prezesa koncernu Teva (partnera Celltrionu) udział Truximy w rynku sięgnął 12-15% zaledwie dwa miesiące od rozpoczęcia sprzedaży. Lek ten wprowadzono na rynek po cenie 10% niższej od ceny Rituxanu. Premiera drugiego zatwierdzonego przez FDA leku biopodobnego (Ruxience, Pfizer) planowana jest na ten tydzień, a oferowane dyskonto względem Rituxanu powinno wynieść 24%.

Komentarz: wyniki sprzedaży i obniżki cen są zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami. Na rok 2020P przewidywaliśmy: 1) osiągnięcie przez Truximę 10% udziału w rynku oraz 2) spadek średniej ceny rytuksymabu o 20%.

Napięty bilans to największy problem

Oczekiwaliśmy, że Mabion ogłosi na koniec 2019 r. ok. 15 mln PLN w gotówce, a kwartalne potrzeby finansowe wynoszą ok. 13-16 mln. W efekcie bieżący bilans jest bardzo napięty i nie wystarczy na sfinansowanie całego kolejnego kwartału działalności.

Ograniczona dostępność kredytu z EBI. Umowa kredytowa na 30 mln EUR z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym, zawarta w październiku zeszłego roku, zabezpieczyła potrzeby finansowe Mabionu tylko w pewnym stopniu. Celem kredytu jest sfinansowanie do 30% wartego 97 mln EUR planu inwestycyjnego spółki, który obejmuje: 1) dalszy rozwój leków biopodobnych i innowacyjnych oraz 2) rozbudowę centrum B&R i zakładu produkcyjnego. Naszym zdaniem:

- kredyt pokryje jedynie część planowanej inwestycji (30%) i powinien zostać wykorzystany wraz z własnymi środkami Mabionu;
- z uwagi na ryzykowny proces inwestycyjny spółki umowa może przewidywać klauzule wykonalności. Istnieje ryzyko, że finansowanie zostanie udostępnione dopiero po spełnieniu pewnych warunków, a „uzyskanie zgody EMA na rejestrację MabionCD20” prawdopodobnie się do nich zalicza.

Emisja akcji – ostatnia deska ratunku ale z największym prawdopodobieństwem Zakładając ograniczoną dostępność kredytu z EBI szacujemy, że Mabion potrzebuje ok. 80-100 mln PLN dodatkowego finansowania na zakończenie upscalingu i procesu rejestracji MabionCD20 przez EMA. Kolejna emisja akcji wydaje się być scenariuszem ostatecznym, ale jednocześnie najbardziej prawdopodobnym. W naszym modelu wyceny zakładamy zastrzyk kapitałowy rzędu 82 mln PLN z emisji (wg wartości godziwej akcji) w 2020 r. Oczekujemy także przyznania aktualnym akcjonariuszom praw subskrypcji, jako że udział głównych akcjonariuszy utrzymuje się aktualnie na poziomie bliskim 50%.

Poniżej przedstawiamy kilka potencjalnych źródeł finansowania, które spółka może rozważyć zamiast emisji akcji:

- 1) **Pożyczka od głównych akcjonariuszy** – należą do nich p. Maciej Wieczorek (przewodniczący rady nadzorczej, 7.3% akcji) i Celon Pharma lub Twiti Investment (fundusz inwestycyjny skoncentrowany na biotechnologiach, kontrolowany przez p. Roberta Aleksandrowicza, poprzedniego przewodniczącego rady nadzorczej Mabionu; Twiti posiada 17,3% akcji Mabionu). *Naszym zdaniem prawdopodobieństwo tego scenariusza jest niewielkie – potrzebna kwota (80-100 mln PLN) prawdopodobnie przekracza możliwości głównych akcjonariuszy.*
- 2) **Dodatkowe finansowanie bankowe** – Mabion ma jak na razie linię kredytową w Santander Bank Polska (15 mln PLN), którą najprawdopodobniej wykorzysta do końca 2019 r. *Naszym zdaniem uzyskanie dodatkowego finansowania bankowego będzie bardzo trudne z uwagi na ryzykowny profil inwestycyjny Mabionu.*
- 3) **Płatność z góry z tytułu amerykańskiej umowy partnerskiej** – w celu zawarcia umowy partnerskiej na rynek USA w ciągu najbliższych miesięcy Mabion musiałby zaakceptować bardzo niską wartość umowy, stąd spodziewamy się, że zarząd spółki wybierze emisję akcji.

WYCENA – co się zmieniło?

Założenia DCF:

- **Wzrost współczynnika beta z 1,4 do 1,6** z uwagi na wyższy profil ryzyka inwestycyjnego i ewentualne problemy płynnościowe
- **Obniżenie stopy wolnej od ryzyka z do 2,7% 3,0%** w oparciu o nasze zaktualizowane założenia makro

Prognozy przychodów (rynek UE):

- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji obniżone do 75%** z 85% – spodziewamy się wycofania wniosku o rejestrację z EMA i jego ponowne złożenie po zakończeniu upscalingu w 4Q20
- **Wartość szczytowa udziału rynkowego MabionCD20 spada do 8%** (z 14% poprzednio), ponieważ zakładamy, że będzie to piąty (a nie czwarty) lek biopodobny do rytuksymabu wprowadzony na rynek europejski
- **Wypłata 15 mln USD za zakończoną sukcesem rejestrację odroczone do 4Q21** (z 1Q20)
- **Wprowadzenie leku do sprzedaży odroczone na połowę 2022 r.** (z 1Q21)

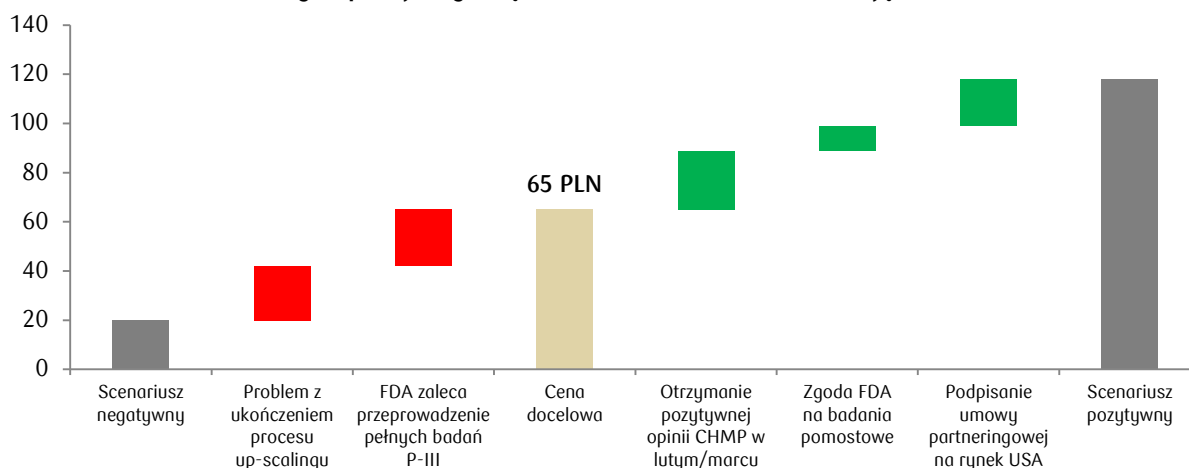
Prognozy przychodów (rynek USA):

- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji obniżone do 50%** z 55% poprzednio z uwagi na zwiększone ryzyko rejestracji w UE i opóźnione podpisanie umowy partnerskiej
- **Wartość szczytowa udziału rynkowego MabionCD20 spada do 10%** (z 12% poprzednio), ze względu na wcześniejszą od oczekiwań rejestrację leku Amgena
- **Wartość umowy partnerskiej na USA (biodollar value) obniżona do 60 mln USD** (z 100 mln USD poprzednio), w tym 15 mln USD płatności z góry na skutek negatywnych implikacji transakcji między Coherus BioSciences a Innovent Biologics (45 mln USD)

Finansowanie:

- **Założenia:** 1) z 81 mln PLN pozyskane z emisji akcji (57.3 PLN/akcja) oraz 2) udostępnienie i wykorzystanie pierwszej transzy kredytu z EBI (10 mln EUR) – oba w 2020 r.

Analiza scenariuszy implikuje wycenę od 20 PLN do 118 PLN za akcję



Źródło: BM PKO BP

Model DCF												
mIn PLN	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
EBIT	-62.1	-67.1	3.3	-11.5	48.7	115.4	130.8	158.6	172.3	171.5	180.2	
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.5	-1.7	7.3	17.3	19.6	23.8	25.8	25.7	27.0	
NOPLAT	-62.1	-67.1	2.8	-9.8	41.4	98.1	111.2	134.8	146.4	145.8	153.2	153.2
CAPEX	11.9	20.0	40.0	50.0	30.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Amortyzacja	11.1	11.1	12.5	16.9	22.2	23.5	22.1	21.0	20.0	19.2	18.5	15.0
Zmiany w kapitale obrotowym	2.9	-1.0	2.0	2.0	8.8	22.1	18.4	17.3	3.8	0.0	2.5	2.0
FCF	-65.8	-75.0	-26.7	-44.9	24.8	84.4	100.0	123.5	147.6	150.0	154.2	151.2
WACC	10.6%	10.3%	10.1%	9.8%	9.8%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Współczynnik dyskonta	0.00	0.91	0.83	0.75	0.69	0.62	0.56	0.51	0.46	0.42	0.38	
DFCF	0.0	-47.0	-23.0	-20.8	5.1	105.8	120.8	132.9	87.3	79.8	72.8	
Wzrost w fazie II	0.0%											
Suma DFCF - Faza I	253.6											
Suma DFCF - Faza II	560.4											
Wartość Firmy (EV)	814											
Dług netto	-0.1											
Udziały mniejszości	0.0											
Wartość godziwa	814											
Liczba akcji (mln szt.)	14.1											
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019	57.6											
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	65.0											
Cena bieżąca	60.7											
Dywidenda												
Oczekiwana stopa zwrotu	7%											

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	29F<
Stopa wolna od ryzyka	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Premia za ryzyko długu	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
Stopa podatkowa	15.0%	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	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
Koszt długu	4.3%	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	98.1%	93.7%	90.0%	86.5%	86.5%	89.2%	90.1%	91.0%	91.9%	92.4%	92.4%	92.4%
Waga długu	1.9%	6.3%	10.0%	13.5%	13.5%	10.8%	9.9%	9.0%	8.1%	7.6%	7.6%	7.6%
WACC	10.6%	10.3%	10.1%	9.8%	9.8%	10.0%	10.1%	10.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
WACC	9.1%	65.0	67.0	70.0	73.0	76.0
	9.6%	63.0	65.0	67.0	70.0	73.0
	10.1%	61.0	63.0	65.0	67.0	70.0
	10.6%	59.0	61.0	63.0	65.0	67.0
	11.1%	58.0	59.0	61.0	63.0	65.0

Źródło: DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	-	0	0	0	0	0	73	60
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-	0	0	0	0	0	0	9
Zysk brutto ze sprzedaży	-	0	0	0	0	0	73	51
EBITDA	-	-49	-54	-52	-51	-56	16	5
Koszty ogólnego zarządu	-	14	21	21	24	27	30	30
Pozostałe koszty operacyjne	-	3	2	3	2	0	0	0
Zysk z działalności operacyjnej	-	-56	-58	-67	-64	-67	3	-12
Saldo działalności finansowej	-	0	4	-4	-2	0	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	-	-56	-58	-67	-64	-67	3	-12
Podatek dochodowy	-	0	0	0	0	0	0	-2
Zysk (strata) netto	-	-56	-58	-67	-64	-67	3	-10
Bilans		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa Trwałe	-	68	72	72	69	78	106	139
Rzeczowe aktywa trwałe	-	68	72	72	69	78	106	139
Aktywa Obrotowe	-	23	10	72	31	82	99	100
Zapasy	-	4	7	10	10	12	16	20
Należności	-	4	2	3	4	4	4	7
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	-	0	0	1	1	1	1	1
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	-	15	1	58	16	65	78	72
Aktywa razem	-	91	82	145	100	161	204	239
Kapitał Własny	-	4	-54	42	-22	-9	-6	-16
Zobowiązania	-	88	137	103	122	169	210	254
Zobowiązania długoterminowe	-	14	16	36	57	101	140	179
Kredyty i pożyczki	-	0	4	3	13	57	96	135
Zobowiązania krótkoterminowe	-	73	120	67	65	68	70	75
Kredyty i pożyczki	-	13	62	2	2	2	2	2
Zaliczki	-	44	36	44	44	44	44	44
Zobowiązania handlowe i pozostałe	-	14	18	17	15	18	20	25
Pasywa razem	-	91	82	145	100	161	204	239
Rachunek Przepływów Pieniężnych		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-	-15	-54	-39	-44	-55	13	5
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-	-2	-7	-7	-12	-20	-40	-50
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-	26	47	103	10	125	39	39
Wskaźniki (%)		2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
ROE	-	-	229,6%	1 121,0%	-645,4%	435,8%	-39,2%	91,8%
Dług netto	-	-2,1	65,0	-52,8	-0,1	-5,7	20,9	65,8

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Artur Iwański (Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego) (022) 521 79 31 artur.iwanski@pkobp.pl

Biuro Analiz Rynkowych

Tomasz Kasowicz	(dyrektor BAR, sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Górczyński	(sektor farmaceutyczny, spożywczy i rolniczy)	(022) 521 97 69	dawid.gorczynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gaming, przemysł)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor wydobywczy i energetyka)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicia.zaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor budowlany, sektor deweloperski)	(022) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz Technicznych

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

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Michał Sergejev	(head of sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(022) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującego), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzenie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez BM PKO BP.

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.

BM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody BM PKO BP jest zabronione.

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

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

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

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

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

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

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

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwane zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

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

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

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	28 (37%)
Trzymaj	38 (50%)
Sprzedaj	10 (13%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Mabion	-

Objaśnienia:

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

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Mabion.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

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

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

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „CEE Equity Daily”.

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	1484.18	9.5	17.2	15.7	4.0	8.8	7.9	Małgorzata Żelazko
Aparator	Trzymaj	2019-07-22	24.30	24.3	620.5	10.7	9.3	9.5	7.0	6.2	6.12	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-07-26	105.00	85.5	857.30	nm	nm	nm	0.00	0.00	0.00	Dawid Górzyski
ZE PAK	Trzymaj	2019-07-26	7.50	7.0	374.90	nm	4.0	4.2	5.1	0.9	0.8	Andrzej Rembelski
Asseco SEE	Trzymaj	2019-11-19	25.00	23.8	1484.18	9.5	17.2	15.7	4.0	8.8	7.9	Małgorzata Żelazko
ZE PAK	Trzymaj	2019-12-04	7.80	7.4	379.98	nm	4.0	4.2	5.1	0.9	0.8	Andrzej Rembelski
Aparator	Trzymaj	2019-12-05	22.5	21.10	620.5	10.7	9.3	9.5	7.0	6.2	6.12	Piotr Łopaciuk
Mabion	Kupuj	2019-12-16	100.00	60.2	857.30	nm	nm	nm	0.00	0.00	0.00	Dawid Górzyski