

Mabion – niewykorzystany potencjał

Burzliwy okres pandemii COVID-19 miał swoje istotne przełożenie na sektor biotechnologiczny. Dla Mabionu stał się furtką do podpisania umowy z Novavax i całkowitej zmiany strategii dalszego rozwoju. Z firmy rozwijającej własny lek biopodobny, Mabion chce się przekształcić w wiodącego dostawcę usług CDMO na rynku europejskim w obszarze leków biologicznych. Rynek ku temu w długim okresie jest bardzo sprzyjający, gdyż popyt w obszarze biologicznego CDMO systematycznie rośnie. W naszej opinii podpisanie umów z nowymi klientami będzie katalizatorem zmiany postrzegania spółki. Bazując na naszych prognozach, wyceniamy spółkę w horyzoncie 9-mies. na 22,9 zł.

Wyniki 1H2023 – dobre półrocze przed planowanym postojem

W 1Q2023 Mabion zrealizował przychody 39,5 mln zł, zysk operacyjny 18 mln zł. Wynik na poziomie EBITDA wyniósł 19,8 mln zł, a zysk netto 16,5 mln zł. Oczekujemy, że 2Q23 będzie słabszy niż pierwszy kwartał, jednak całe I półrocze 2023 roku wynikowo będzie bardzo dobre. Biorąc pod uwagę, że w II połowie roku spółka planuje postój, wynik EBITDA I półrocza może stanowić główną część wyniku całorocznego. W 2Q23 oczekujemy przychodów 34,4 mln zł, zysku EBITDA 13 mln zł i 9,9 mln zł zysku netto.

Niewykorzystany potencjał

Mabion, specjalizujący się w obszarze przeciwciał monoklonalnych, po trwającej obecnie modernizacji zakładu będzie dysponował mocami produkcyjnymi na poziomie prawie 10 tys. l i nowoczesną aparaturą. Wartość majątku trwałego spółki (bez uwzględnienia umorzenia) po inwestycjach za 100 mln zł wzrośnie do 260 mln zł. Wartość rynkowa spółki 290 mln zł i wskaźnik EV/EBITDA nieco ponad 6x przy medianie wskaźników spółek porównywalnych na poziomie ponad 14x, sugeruje, że spółka posiada duży niewykorzystany potencjał wzrostu wartości i że jest wyceniana nieznacznie powyżej kosztu odtworzenia. Jednak aby wydobyć swój potencjał Mabion musi zdywersyfikować portfel klientów i udowodnić, że potrafi pozyskać inne zlecenia oprócz wynikającego z pandemicznej rzeczywistości kontraktu z Novavax.

Rynek biologicznego CDMO jest atrakcyjny, ale musi się otrząsnąć po pandemii

Analizy rynkowe wskazują, że długim okresie, rynek biologicznego CDMO jest bardzo atrakcyjny – Prophecy Market Insights szacuje średnioroczny wzrost tego rynku w latach 2023-2032 na 11,8%. Jednak Mabionowi przyszło budować swoją pozycję na nim i poszukiwać nowych klientów w wymagającym postpandemicznym okresie. Duże firmy europejskie takie, jak Lonza Group czy Catalent raportują obecnie presję na marżę i wskazują na spadek przychodów w związku z zakończeniem pandemii. W naszej opinii jednak, doświadczenie współpracy z Novavax wskazuje, że Mabion jest na tyle elastyczną organizacją, że będzie w stanie się dostosować do oczekiwań klientów i skutecznie pozyskać nowe zlecenia.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

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

Wartość akcji Mabion oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (18,3 zł, waga 75%) i porównawczą (29,1 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na poziomie 22,9 zł.

mln zł	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	57	164	149	140	140
EBITDA	-1	37	42	35	35
zysk netto	2	23	28	21	17
P/E (x)	nd	12,5	10,3	14,0	17,3
EV/EBITDA (x)	nd	6,4	6,3	7,1	6,7

Źródło: Mabion (wyniki 2021-2022), Noble Securities (prognozy 2023P-2025P)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 08.09.2023 o godz. 08:15. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 08.09.2023 o godz. 08:20.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	18,0 zł
Wycena (9M)	22,9 zł
Potencjał wzrostu	27%
Kapitalizacja	290 mln zł
Free float	51,76%
Śr. wolumen 6M	34 414



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Mabion jest firmą biotechnologiczną posiadającą własny zakład produkcyjny w Konstancynie Łódzkiej. Spółka pracuje nad rozwojem oferty i budową pozycji na rynku CDMO biologicznego. Na koniec 2022 r. Mabion zatrudniał 236 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Twiti Investments Ltd.	16,0%
Polfarmex S.A.	9,1%
Glatton sp. z o.o.	6,7%
Celon Pharma	3,8%
Pozostali	64,4%

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

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

SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	4
KRÓTKA HISTORIA SPÓŁKI.....	5
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	7
RYNEK SZCZEPIONEK NA COVID-19	8
RYNEK CDMO	9
MABIONCD20.....	12
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	14
ZASADY ESG.....	15

WYCENA

Akcje Mabionu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im wagi odpowiednio 75% i 25%, wyznaczając wycenę w horyzoncie 9-miesięcznym równą 22,9 zł. Przypisujemy niższą niż zazwyczaj wagę wycenie porównawczej ze względu na brak zdywersyfikowanej bazy klientów przez Mabion, a tym samym, w naszym odczuciu, mniejszą porównywalność ze spółkami z grupy porównawczej.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)
DCF	75%	296	18,3
wycena porównawcza	25%	470	29,1
średnia wycena		340	21,0
Cena docelowa (9M)			22,9
Cena aktualna			18,0
Potencjał			27%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek września 2023 roku,
- Dług netto na dzień 31.12.2022 roku: -53 mln zł (gotówka netto),
- Efektywna stopa podatkowa: w okresie 2023-2026 zakładamy ją na poziomie zero – spółka na koniec 2022 roku oprócz rozpoznanego aktywa z tytułu podatku odroczonego w wysokości 13,2 mln zł miała nieujęta w księgach ulgę podatkową dostępną na podstawie zezwoleń strefowych w wysokości 36,7 mln zł; po 2026 roku zakładamy stopę 19%,
- CAPEX: zakładamy wydatki inwestycyjne na poziomie 60 mln zł w 2023 roku, 20 mln zł w 2024 i 2025 roku oraz 15 mln zł rocznie po tym okresie, nie zakładamy budowy nowego zakładu,
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1%,
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,63% (średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6,28% (Damodoran dla Polski).

DCF (tys. zł)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	148 895	140 000	140 000	160 000	170 000	181 000	193 100	206 410	221 051	237 156
NOPAT	33 604	20 610	16 610	17 504	19 529	21 757	24 207	26 902	29 867	40 899
Amortyzacja	8 390	14 390	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390	18 390
Zmiany KON	-4 891	496	0	-1 115	-558	-613	-675	-742	-816	-898
CAPEX	60 000	20 000	20 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	18 390
FCFF	-22 897	15 496	15 000	19 779	22 362	24 533	26 922	29 550	32 441	40 001
WACC	11,5%	11,5%	11,5%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Współczynnik dyskonta	0,96	0,87	0,78	0,70	0,63	0,56	0,51	0,45	0,41	0,37
DFCFF	-22 083	13 407	11 643	13 790	14 005	13 802	13 605	13 413	13 227	14 651
SUMA DFCFF do 2032	99 461									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2032	391 237									
Zdyskontowana wartość rezydualna	143 293									
Wartość Firmy (EV)	242 753									
Dług netto 31.12.2022	-53 366									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	296 119									
Liczba akcji (w mln.)	16 162									
Wartość na 1 akcję	18,3									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	17,0	17,8	18,7	19,7	21,1
WACC - 0,5%	16,9	17,6	18,5	19,5	20,9
WACC	16,7	17,5	18,3	19,4	20,7
WACC + 0,5%	16,6	17,3	18,2	19,2	20,5
WACC + 1,0%	16,4	17,1	18,0	19,0	20,3

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
Premia za ryzyko	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Koszt długu po tarczy	7,50%	7,50%	7,50%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	11,5%	11,5%	11,5%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparto o wybranych zagranicznych producentów kontraktowych (CDMO), zagraniczne CRO oraz polską Selvitę działającą również w obszarze CRO. W naszym odczuciu, dyskonto w wycenie Mabionu w stosunku do spółek z grupy porównawczej jest uzasadnione ze względu na fakt, iż spółki porównywalne posiadają długą historię działalności w obszarze CDMO/CRO i zdywersyfikowaną bazę klientów, w przeciwieństwie do Mabionu, który w chwili obecnej bazuje na zleceniu od Novavax i dopiero próbuje zdobywać innych klientów. Dlatego przy wyznaczaniu ceny docelowej, ostatecznie wycenie porównawczej przypisujemy wagę 25%. Uwzględniono wskaźniki P/E, EV/EBITDA w wagach kładących największy nacisk na 2025 rok, czyli już po okresie gwarantowanych przychodów od Novavax. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę na jedną akcję na poziomie 29,1 zł.**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
CATALENT INC	33 521,4	11,9	44,3	35,4	10,0	17,8	16,0
LONZA GROUP AG-REG	163 058,7	31,6	36,4	28,7	18,5	19,5	16,2
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	841 402,8	23,1	23,6	21,4	19,9	21,0	19,1
MEDPACE HOLDINGS INC	35 043,1	38,2	33,0	28,9	27,3	23,7	20,7
CHARLES RIVER LABORATORIES	45 056,8	19,3	19,9	17,8	13,5	13,1	11,7
EUROFINS SCIENTIFIC	47 960,9	14,7	22,0	18,0	9,0	10,8	9,6
IQVIA HOLDINGS INC	172 218,9	22,1	21,8	19,3	16,0	14,8	13,7
SYNEOS HEALTH INC	18 575,6	9,1	12,4	10,8	8,8	10,2	9,2
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	76 731,6	10,4	15,1	13,9	7,3	10,1	9,7
WUXI APTEC CO LTD-A	138 417,7	28,0	24,4	19,5	21,7	18,1	14,4
EUROFINS SCIENTIFIC	47 960,9	14,7	22,0	18,0	9,0	10,8	9,6
SELVITA CRO SA	1 244,5	29,9	29,8	19,0	15,1	14,7	10,3
Mediana		20,7	22,8	19,1	14,3	14,7	12,7
Implikowana wycena/akcję Mabion		36,0	29,2	19,9	38,8	34,4	30,9
Waga		10%	10%	30%	10%	10%	30%
Implikowana wycena/akcję Mabion					29,1		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 05.09.2023 r. godz. 14:49

PROGNOZA WYNIKÓW FINANSOWYCH
Oczekiwania zarządu i założenia strategiczne

- Zarząd Mabionu podtrzymał w maju cel wypracowania 150 mln zł przychodów i rentowności EBITDA na poziomie 25%. Planowany CAPEX to 60-65 mln zł.
- Zarząd spółki w przyjętej w kwietniu strategii na lata 2023-2027, oszacował potencjał przychodowy spółki w okresie 2024-27 na 150-200 mln zł rocznie, przy marży EBITDA 20-30%.

Założenia Noble Securities
1. Przychody od Novavax:

Sytuacja finansowa Novavax uległa poprawie w 2Q23, dodatkowo spółka liczy na jesienne szczepienia sezonowe. Mimo, iż Novavax wskazała, że istnieje ryzyko kontynuacji działalności w ciągu 12 miesięcy od końca czerwca 2023 roku, to jednak to ryzyko wydaje się nam małe.

- w 2024:** zakładamy, że do II kwartału 2024 roku, przychody z tytułu realizacji umowy z Novavax są niezagrożone i przyjmujemy je w wysokości 100 mln zł w 2024 roku – 70 mln zł w 1H24 oraz po 15 mln zł kwartalnie od II połowy roku.
- od 2025 roku:** dokonany transfer technologii oraz dobra współpraca z Novavax skłania nas do przyjęcia założenia, że nawet po zakończeniu okresu gwarantowanego współpraca będzie utrzymywana. Jeżeli Novavax chce się dalej rozwijać w kierunku dostawcy szczepionek – na COVID lub innych wersji, będzie potrzebowała mocy wytwórczych, dlatego zakładamy, że współpraca z Novavax będzie kontynuowana na poziomie 15 mln zł kwartalnie.

2. Przychody od nowych klientów:

Mabion pracuje nad pozyskaniem nowych klientów. W tym celu spółka m.in. rozwija i będzie dalej rozwijać obszar business development. Zakładamy, że w 2024 roku spółka zrealizuje zlecenia dla innych klientów o wartości 40 mln zł, w 2025 roku 80 mln zł i w kolejnym 100 mln zł. W kolejnych latach zakładamy wzrost o 10% rocznie.

- Marża EBITDA:** zarząd w strategii ocenił potencjał spółki do realizacji rentowności EBITDA w przedziale 20-30%. Rentowność największych biologicznych CDMO, takich jak Lonza czy Catalent przekracza 30%, a więc przedział wskazany przez zarząd jest poniżej marży realizowanej przez konkurencję. Mabion z jednej strony ma bardziej elastyczną strukturę organizacyjną od tych dużych podmiotów, a z drugiej strony nie ma jeszcze zapewnionego pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych od II połowy 2024 roku. Dlatego założenie niższej rentowności od liderów rynkowych wydaje się być racjonalne. Tym bardziej, że spółka będzie musiała więcej wydawać na rozwój business development. Ostatecznie marża, którą spółka będzie realizować, będzie pochodną mixu zleceń. Usługi takie, jak rozwój procesu, doradztwo regulacyjne, analityka czy charakterystyka i zwalnianie serii mają mniejszą wartość, ale za to charakteryzują się większą rentownością. Zlecenia produkcyjne są większe, ale mają niższą rentowność.

- Amortyzacja:** modernizacja zakładu pociągnie za sobą zwiększenie bazy środków trwałych, dlatego zakładamy dość istotny wzrost amortyzacji – o 6 mln zł w 2024 roku (ok. 10% z przeprowadzonej inwestycji za 60 mln zł) i o 2 mln zł w 2025 i 2026 roku. Wzrost amortyzacji będzie mieć neutralny wpływ na wynik EBITDA, ale negatywny na EBIT i zysk netto, co odzwierciedlone jest w naszych prognozach.

- Mabion II:** nie zakładamy w naszych prognozach budowy nowego zakładu z dwóch powodów. Po pierwsze, jest to potencjalnie bardzo duża inwestycja (ponad 100 mln EUR), na którą Mabionu w tej chwili nie stać. Po drugie, decyzja o jej rozpoczęciu musi mieć biznesowe uzasadnienie. Mabion musi najpierw zbudować bazę klientów, którzy potencjalnie w miarę wzrostu ich potrzeb, byliby skłonni powierzyć spółce produkcję w większej skali, co byłoby przesłanką do rozwoju mocy produkcyjnych. Proces budowania bazy klientów i ich zaufania jest długotrwały.

PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ I PROGNOZY

(mln zł)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody razem	57	164	149	140	140	160	170	181	193	206	221	237
NovaVax		164	149	100	60	60	60	60	60	60	60	60
Inni klienci		0	0	40	80	100	110	121	133	146	161	177
EBITDA	-1	37	42	35	35	40	43	45	48	52	55	59
marża EBITDA	-2%	23%	28%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Amortyzacja	9	9	8	14	18	18	18	18	18	18	18	18
EBIT	-10	28	34	21	17	22	24	27	30	33	37	41

Źródło: Noble Securities

KRÓTKA HISTORIA SPÓŁKI

Początki spółki i wejście na New Connect w 2010 roku

Mabion został powołany w 2007 roku przez cztery firmy farmaceutyczne, w tym m.in. Celon Pharma i Polfarmex oraz dwie spółki doradcze prowadzące badania naukowe z zakresu biotechnologii. Celem powołania spółki było wprowadzenie na rynek światowy nowoczesnych leków w terapii chorób onkologicznych i autoimmunologicznych opartych na technologii humanizowanych przeciwciał monoklonalnych – w pierwszej kolejności – leków biopodobnych, a w dalszej kolejności leków innowacyjnych. W 2010 roku spółka przeprowadziła ofertę prywatną akcji serii I i zadebiutowała na New Connect. W 2013 roku Mabion przeprowadził ofertę publiczną o wartości 39 mln zł i przeniósł notowania na rynek główny GPW.

Rozwój MabionCD20 oraz ostatecznie zaniechanie projektu

W latach 2013-2018 Mabion przeprowadził badania kliniczne MabionCD20 na grupie 143 pacjentów onkologicznych z NHL (chłoniak nieziarnicy) oraz na grupie 709 pacjentów we wskazaniu reumatoidalne zapalenie stawów (RZS). Materiał użyty do badań pochodził z małej skali produkcyjnej (bioreaktory 250 l). W międzyczasie Mabion powiększył zakład produkcyjny, a następnie w wyniku uzgodnień z Europejską Agencją Leków (EMA), spółka przygotowała trójramienne pomostowe badanie kliniczne z użyciem MabionCD20 uzyskanego w dużej skali produkcyjnej (bioreaktory 2500 l) na grupie 280 pacjentów we wskazaniu RZS (ostatecznie badanie nie zostało rozpoczęte ze względu na zmianę strategii). W kontekście dystrybucji w 2016 roku Mabion podpisał umowę współpracy z Mylan, na mocy której Mylan m.in. nabył wyłączne prawo do sprzedaży leku MabionCD20 na obszarze Unii Europejskiej i krajów bałkańskich. W 2021 roku został podpisany aneks, na mocy którego wygasło prawo wyłączności Mylana, po czym nastąpiło rozliczenie finansowe obu stron. Ze względu na zmianę strategii, spółka w 2023 roku zaniechała dalszego rozwoju MabionCD20 i poszukuje partnera, który byłby odpowiedzialny za rejestrację i skuteczne wprowadzenie leku na rynek, a Mabion byłby odpowiedzialny za jego wytwarzanie.

Budowa zakładu produkcyjnego i jego modernizacja w 2023 roku

W 2015 roku Mabion zakończył budowę Kompleksu Naukowo-Przemysłowego Biotechnologii Medycznej w Konstancynie Łódzkiej, a pod koniec 2015 roku uzyskał zezwolenie Głównego Inspektoratu Farmaceutycznego na wytwarzanie badanych produktów leczniczych w tym nowo otwartym zakładzie. Skala produkcji przeciwciał monoklonalnych została zwiększona z 2×250 do 2×2500 litrów w ramach prowadzonej hodowli komórek. W 2023 roku zakład jest gruntownie modernizowany. W ramach tej inwestycji spółka m.in. wymieni obecnie używane dwa bioreaktory w technologii orbital shaking na dwa nowe bioreaktory w tej technologii o pojemności 2500 l każdy oraz zainstaluje zestaw 7 bioreaktorów z konwencjonalnym systemem mieszania (w odróżnieniu od stosowanej obecnie przez Mabion technologii orbital shaking) o łącznej pojemności 4.510 litrów, z których dwa największe mają pojemność po 2.000 litrów każdy. Zarząd spółki uważa, że nowa inwestycja pozwoli osiągnąć dywersyfikację technologiczną, zgodnie z założeniami Strategii 2023-2027 z kwietnia br.

Umowa z Novavax z 2021 roku o wartości 1,5 mld zł i aneks z września 2022 roku

W dniu 3 marca 2021 roku spółka zawarła z amerykańską firmą Novavax umowę ramową na transfer technologii procesu produkcyjnego antygeny kandydata na szczepionkę na COVID-19 o roboczej nazwie NVX-CoV2373. W kolejnych miesiącach spółki dokonały transferu technologii i metod analitycznych, a Mabion w pełni przygotował się do produkcji antygeny w skali komercyjnej. Finałem tego było podpisanie w październiku 2021 roku umowy, na podstawie której Mabion wytwarza na skalę komercyjną w standardzie GMP na rzecz Novavax antygen szczepionki na Covid-19. Łączna wartość umowy w latach 2022-2025 została oszacowana na 372 mln USD (ok. 1,46 mld zł). We wrześniu 2022 roku Mabion podpisał aneksy do umowy z NovaVax, który przedłużyły jej okres obowiązywania do końca 2026 roku oraz wprowadziły nową formułę wynagrodzenia. Kolejne aneksy rozszerzyły zakres współpracy również o kolejne antygeny. Spółka realizowała procesy wytwarzania antygenów Wuhan, Omicron i Kraken (subwariant Omicron). Zarząd wskazał, że nowa formuła wynagrodzenia umacnia stabilność finansową spółki co najmniej do 2Q2024, gwarantując comiesięczne płatności w oparciu o wskaźnik inflacji.

Nowa emisja akcji w 2021 roku

W marcu 2021 roku Mabion przeprowadził ofertę 2,4 mln akcji nowej emisji po 55 zł. Spółka pozyskała z emisji brutto ok. 117 mln zł (po konwersji pożyczek od akcjonariuszy na akcje) m.in. na bieżącą działalność operacyjną oraz doposażenie zakładu produkcyjnego w związku z podpisanym kontraktem z NovaVax. Emisja zapewniła spółce stabilność finansową co najmniej do czasu rozpoczęcia produkcji i sprzedaży dla Novavax.

Nowa strategia na lata 2023-2027

W kwietniu 2023 roku zarząd Mabionu przyjął Strategię Spółki na lata 2023-2027, która ma na celu transformację Mabion w kierunku w pełni zintegrowanej firmy CDMO o profilu biologicznym (ang. Contract Development and Manufacturing Organization) oraz zbudowanie pozycji rozpoznawalnego podmiotu na globalnym rynku kontraktowego rozwoju i wytwarzania leków na zlecenie. W celu realizacji strategii spółka ma uzupełnić i poszerzyć zbudowane przez lata kompetencje, aby dokonać zmiany modelu biznesowego spółki z produktowego do usługowego.

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Strategia 2023-2027 – w kierunku CDMO

Wyznaczona w strategii na lata 2023-2027 koncentracja na obszarze CDMO, transformacja spółki i zmiana modelu biznesowego, oznacza zaprzestanie budowy własnego portfolio produktowego, w tym samodzielnego rozwoju i wprowadzenia na rynek MabionCD20 oraz innych własnych projektów lekowych. Mabion będzie pozycjonował swoją ofertę szerokiego spektrum usług CDMO w segmencie małych i średniej wielkości projektów na różnych etapach rozwoju, co pozwoli spółce osiągnąć szereg korzyści w postaci m.in. dywersyfikacji przychodów, szybszego zwrotu z zainwestowanego kapitału i obniżenia profilu ryzyka regulacyjnego.

Rozwój MabionCD20 pozwolił zbudować kompetencje w przeciwciałach monoklonalnych...

Mabion był zbudowany i rozwiany w celu wprowadzenia na rynek swojego produktu – przeciwciała monoklonalnego MabionCD20, a docelowo również kolejnych produktów. Mimo, iż spółka ostatecznie zaniechała tego projektu, to jednak przez lata zbudowała kompetencje, które pozwoliły na wyprodukowanie przeciwciała w dużej skali i przejście do fazy badań klinicznych. Trzon tych kompetencji obejmuje operowanie w systemach ekspresyjnych ssaczych, wykorzystanie technologii single-use oraz bioreaktorów z systemem mieszania orbital shaking.

...a współpraca z Novavax pokazała elastyczność i kompetencje spółki

Spółka ma świadomość, że rozwój w kierunku CDMO wymagać będzie znacznego poszerzenia kompetencji oraz modernizacji i rozbudowy zakładu. Jednak możliwość działania jako CDMO to nie są tylko rozważania teoretyczne, ale również rzeczywistość, w której obecnie operuje spółka. Podpisanie umowy z Novavax na wytwarzanie substancji czynnej szczepionki na COVID-19, sprawny transfer technologii oraz pozyskanie od partnera szeregu dodatkowych zleceń świadczy o dużej elastyczności Mabionu i jest w naszej opinii dobrym prognostykiem w kierunku dalszego rozwoju na rynku CDMO w kolejnych latach. Dodatkowe zlecenia od Novavax w postaci Specyfikacji Warunków Zlecenia (SOW, ang. Statement of Work) obejmują takie działania, jak produkcję banków komórkowych w standardzie GMP, usługi analityczne w zakresie badań analitycznych związanych z kontrolą jakości substancji czynnej, realizowanie testu jakościowego, będącego jedną z najbardziej istotnych analiz produktu gotowego, przeprowadzenie badań stabilności złożeń chromatograficznych wykorzystywanych w procesie produkcji substancji czynnej, czy przeprowadzenie analizy mapowania peptydowego dla substancji czynnej (DS) jak i produktu gotowego (DP). Zakres realizowanych zadań pokazuje, że kompetencje spółki są rozbudowane.

Cele na lata 2023-2024 – Mabion jako w pełni zintegrowane CDMO

Zmiana strategii dalszego rozwoju i koncentracji na rynku CDMO oznacza, że spółka musi przygotować się do nowej roli i z firmy monoproduktowej, stać się organizacją, która może realizować wiele projektów równocześnie. Na tym spółka chce się skupić w tym i przyszłym roku. Podejmowane działania, to m.in. reorganizacja zasobów ludzkich obejmująca wzmocnienia w strukturach takich, jak business development, badania i rozwój, wytwarzanie, kontrola jakości, czy IT, reorganizacja strefy wytwarzania i wyposażenie laboratoriów oraz wdrożenie systemów skomputeryzowanych do zarządzania systemem jakości, danymi analitycznymi oraz zarządzania produkcją. Z racji rozszerzenia zakresu oferty o nowe produkty, planowane są również szkolenia obejmujące m.in. produkcję leków biologicznych, ADCs i BsAbs oraz nową technologię bioreaktorową.

Modernizacja zakładu i dywersyfikacja technologii – lata 2023-2024

Mabion posiada własny zakład wytwórczy zlokalizowany w Konstantynowie Łódzkim, certyfikowany GMP, który jest modernizowany w II połowie 2023 roku. Pozwoli to na rozszerzenie oferty usług CDMO oraz zapewni przestrzeń do obsługi jeszcze większej liczby klientów. Zakład zostanie wyposażony w m.in. zestaw bioreaktorów obejmujący 7 urządzeń o łącznej pojemności 4.510 litrów z klasycznym mieszaniem, w odróżnieniu od stosowanej obecnie przez Mabion technologii orbital shaking. Konwencjonalne mieszadło wykorzystuje ruch obrotowy wirnika, który generuje prądy płynu w bioreaktorze, natomiast mieszanie orbital shaking działa na zasadzie ruchu oscylacyjnego. Głównymi korzyściami z modernizacji będą zwiększenie mocy wytwórczych, zmiana charakteru zakładu z wytwórni jednoproduktowej na możliwość, prowadzenia różnych procesów w tym samym czasie. Instalacja zestawu bioreaktorów w nowej technologii powinna z kolei zwiększyć elastyczność Mabionu w zakresie świadczenia usług jako wytwórca kontraktowego (możliwość obsługi wielu klientów, szersza oferta, krótszy transfer i zwiększona przepustowość operacyjna). Nowe bioreaktory w technologii z konwencjonalnym mieszaniem dostarczy spółka z grupy Cytiva za 3,2 mln EUR na podstawie umowy z 11 lipca 2023 roku. Zakończenie modernizacji istniejącego zakładu planowane jest do końca 2023 roku, a jego operacyjne uruchomienie na przełom 2023/2024. Nakłady inwestycyjne, niezbędne do realizacji strategii, szacowane są na około 90-100 mln zł w latach 2023-2024, w tym około 60-65 mln zł w 2023 roku. Źródłem finansowania będą środki własne (saldo środków na koniec Q1 2023 wyniosło 69,5 mln zł), bieżące przepływy operacyjne oraz podpisany w lutym br. kredyt z EBOR na kwotę 15 mln USD, a także potencjalne dotacje.

Cele na lata 2025-2027 – przygotowania do skalowania biznesu i potencjalnie budowa Mabion II

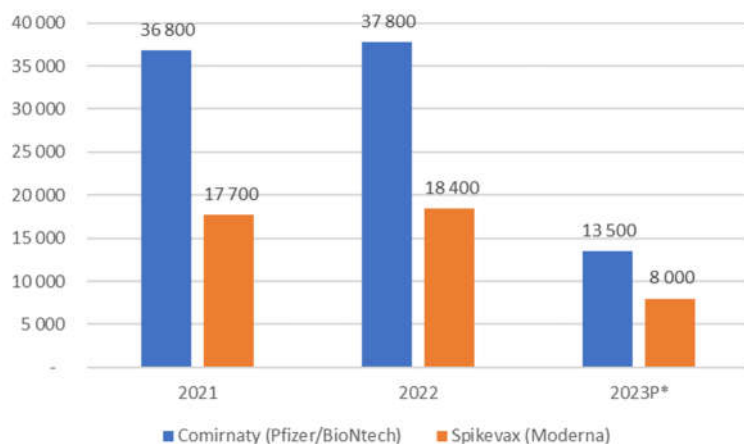
W ramach przygotowania do skalowania biznesu planowane jest doposażenie zakładu w dwa kolejne bioreaktory w nowej technologii, z klasycznym mieszaniem. Ma również powstać druga linia do oczyszczania białka oraz będą prowadzone prace B+R nad rozwojem technologii ADCs i BsAbs. Planowane nakłady inwestycyjne, niezbędne do realizacji strategii, bez uwzględniania nakładów na Mabion II, szacowane są na około 15-20 mln zł w latach 2025-2027. W latach 2023-2024 ma również powstać zaktualizowany plan budowy Mabion II oraz zostanie dokonany wybór optymalnej dla tego projektu struktury finansowania. Potencjalnie start budowy możliwy byłby w 2025 roku, a decyzja o rozpoczęciu inwestycji zostanie podjęta na podstawie czynników biznesowych.

Główne źródło przychodów do połowy 2024 roku – aneks do umowy z Novavax

Mimo planów dywersyfikacji klientów, trzeba zwrócić uwagę, że głównym odbiorcą usług i produktów Mabionu obecnie jest Novavax. Novavax w trakcie pandemii COVID-19 miała ambitne plany zaistnienia na rynku, ale mimo dobrych danych klinicznych z uwagi na późniejszą w stosunku do innych producentów rejestrację swojej szczepionki, nie zdążyła skomercjalizować swojego produktu w okresie silnego popytu rynkowego i niskiej podaży szczepionki. Novavax przygotowując się do startu rynkowego musiała mieć zapewnione moce produkcyjne celem zaspokojenia prognozowanego popytu. Mabion był trzecim po FujiFilm UK oraz Biofabri (Hiszpania) kontraktowym dostawcą antygenu dla Novavax na rynku europejskim (pierwotna umowa ramowa z marca 2021 roku). W październiku 2022 roku Novavax rozwiązał kosztem 185 mln USD umowę z Fujifilm Diosynth Corporation. Z kolei w sierpniu 2023 roku Novavax ogłosił, że rozliczył część zobowiązań w kwocie 85 mln USD wobec SK Bioscience w drodze konwersji na akcje nowej emisji. Ze specyfikacji produktu leczniczego Nuvaxovid zarejestrowanego w Europie wynika, że według stanu na 6 lipca 2023 roku zgłoszonych do EMA producentów substancji czynnej było trzech – indyjski Serum Institute of India Pvt. Ltd. koreański SK Bioscience Co. oraz Novavax CZ a.s.. Tym samym oprócz czeskiego zakładu Novavax nie było tam innych europejskich producentów, co sugeruje, że wszyscy oni, łącznie z Mabionem produkują na magazyn lub po prostu zapewniają dostępność mocy wytwórczych. Szczepionka Novavax o nazwie handlowej Nuvaxovid jest dopuszczona do użycia w ponad 40 krajach, w tym m.in. w USA, Kanadzie, Unii Europejskiej, Wielkiej Brytanii i Australii. Oprócz tego spółka pracuje również nad rejestracją szczepionek kombinowanych – np. na grype i COVID. W Mabionie obecnie trwa transfer technologii dotyczący produkcji wariantu Omikron XBB.1.5 – Kraken.

RYNEK SZCZEPIONEK NA COVID-19**Spadająca sprzedaż szczepionki**

W okresie największego popytu na szczepionkę na COVID, czyli w 2021 roku, według Światowej Organizacji Zdrowia, podano łącznie ok. 9 mld dawek szczepionki. W tym okresie Pfizer dostarczył 2,6 mld dawek, Moderna 807 mln dawek szczepionki, a AstraZeneca ponad 2 mld dawek. Po ok. 2 mld dawek dostarczyły chińskie Sinovac i Sinopharm. W 2022 roku istotnie wzrosła podaż szczepionki, a sprzedaż w dalszym ciągu utrzymywała się na bardzo wysokim poziomie, jednak już kolejne kwartały 2023 roku przyniosły jej załamanie, co dobrze obrazują dane liczbowe zaprezentowane poniżej. Liderem rynkowym, który dodatkowo w 2022 roku umocnił swoją pozycję, pozostaje Pfizer, a za nim jest Moderna. Pfizer w swojej prezentacji wynikowej za 2Q22 podał, że wg stanu na 20 lipca 2022 roku posiadał udział rynkowy na poziomie 63% w skali globalnej i 68% na rynkach rozwiniętych w porównaniu do odpowiednio 52%/59% na początku 2022 roku. Z kolei Moderna szacowała na różnych rynkach udział w rynku szczepień przypominających w lipcu 2022 roku na poziomie 28-55%. W 2Q23 roku AstraZeneca nie zarejestrowała już żadnych przychodów ze sprzedaży szczepionki, co wynika z przesunięcia się popytu w kierunku bezpieczniejszych szczepionek mRNA. Według informacji ze strony <https://covid19.trackvaccines.org/>, która przestała być aktualizowana w grudniu 2022 roku, na rynku zarejestrowanych było w przynajmniej jednym kraju 50 szczepionek przeciwko COVID-19. Według danych Światowej Organizacji Zdrowia, na dzień 27 sierpnia 2023 roku, podano łącznie 13,5 mld dawek szczepionki na COVID-19.

Sprzedaż szczepionki na COVID-19 przez Pfizer i Modernę w latach 2021-2023P (mln USD)

Źródło: Opracowanie Noble Securities na bazie informacji ze spółek, *Moderna – górny przedział oczekiwań spółki (6-8 mld USD)

Szczepionka białkowa nie przebiła się rynkowo

Mimo iż na korzyść szczepionki Novavax przemawiał fakt, że była to pierwsza zarejestrowana szczepionka białkowa na COVID-19 o zasięgu międzynarodowym i teoretycznie była łatwiejsza w przechowywaniu i transporcie od szczepionki mRNA (nie wymagała tak niskich temperatur, jak szczepionki mRNA) to jednak produkt ten nie przebił się rynkowo. Drugim przegranym tego rynku jest Sanofi Pasteur, który we współpracy z GSK zarejestrował w listopadzie 2022 roku szczepionkę proteinową w Unii Europejskiej. Warto dodać, że Sanofi w przeciwieństwie do Novavax jest mocnym graczem na rynku szczepionek, które w 2020 roku odpowiadały za 17% jego przychodów ze sprzedaży (7,2 mld USD).

RYNEK CDMO

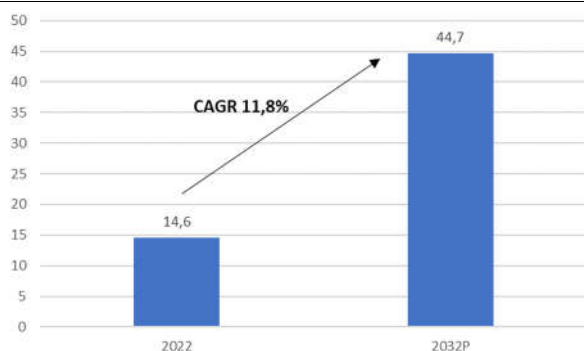
Istota rynku CDMO

Rynek kontraktowego wytwarzania i rozwoju produktów farmaceutycznych (CDMO) to sektor usług, w którym przedsiębiorstwa zlecają produkcję, badania i rozwój leków oraz innych produktów farmaceutycznych zewnętrznym firmom specjalizującym się w tych dziedzinach. CDMO zajmują się zarówno produkcją substancji czynnej (API), jak i gotowych form podania produktów farmaceutycznych. Oferują usługi obejmujące cały proces rozwoju i produkcji, począwszy od opracowywania procesów produkcyjnych, skalowania produkcji, aż po produkcję na większą skalę. Dodatkowo oferują usługi analityczne i szereg usług pomocniczych. Przesłanką do korzystania z usług CDMO są m.in. skrócenie czasu wprowadzenia produktów na rynek, obniżka kosztów (wyższa efektywność procesów, efekt skali) i koncentracja na swoich podstawowych działalnościach. Dynamiczny rozwój firm CDMO w ostatnich latach napędzany był wzrostem globalnego zapotrzebowania na nowe leki i złożone terapie. Istotnym wyzwaniem dla branży farmaceutycznej, który dodatkowo spowodował wzrost popytu na usługi CDMO była również pandemia COVID-19.

CDMO działające w obszarze leków biologicznych dynamicznie rosną

Rynek CDMO obejmuje zarówno podmioty skoncentrowane na małych cząsteczkach, jak i lekach biologicznych. Zwłaszcza ten drugi obszar intensywnie się rozwija z uwagi na systematyczny wzrost sprzedaży i rosnącą popularność leków biologicznych. Według szacunków Prophecy Market Insights z czerwca 2023 roku, wartość globalnego rynku usług CDMO biologicznego wyniosła w 2022 roku 14,6 mld USD i do 2032 roku ma wzrosnąć do 44,7 mld USD w średniorocznym tempie 11,8% rocznie. Szacuje się, że rynek CDMO biologicznego stanowi zaledwie 8% całego rynku CDMO, ale udział ten wzrośnie do 10% w 2027 roku.

Wartość rynku biologicznych CDMO (mld USD)



Źródło: Prophecy Market Insights (<https://finance.yahoo.com/news/strong-growth-projected-biologics-cdmo-163000875.html>)

Główne czynniki wzrostu dla rynku CDMO biologicznych

Głównymi przesłankami do wzrostu popytu na usługi CDMO biologicznych są: rosnące zapotrzebowanie na leki biologiczne i wzrost ich sprzedaży (wg szacunków Statista, globalna sprzedaż leków biologicznych ma wzrosnąć z 400 mld USD w 2023 roku do 975 mld USD w 2030 roku w średniorocznym tempie ok. 11%), rozwój nowych produktów i nowych technologii (szeroki pipeline leków biologicznych w fazie odkrywania i rozwoju), rosnący poziom zaawansowania nowych terapii, rozwój leków biopodobnych (wzrost dostępności vs leki referencyjne) w następstwie ustania ochrony patentowej, starzejące się społeczeństwa czy rosnące nakłady na ochronę zdrowia.

W CDMO biologicznym dominują przeciwciała monoklonalne

Szacuje się, że w 2021 roku z 13,2 mld USD, ponad połowę (7 mld USD) rynku CDMO biologicznego stanowiła produkcja substancji czynnej, w której dominującą rolę odgrywają przeciwciała monoklonalne. Wynika to również z dominującej pozycji przeciwciał monoklonalnych w całości sprzedawanych leków białkowych – szacuje się, że ich udział wzrósł z 50% do 80% w okresie 2011-2021. Mabion dzięki skutecznie zbudowanej ekspertyzie w technologii przeciwciał monoklonalnych jest doskonale spozycjonowany w największym segmencie rynkowym.

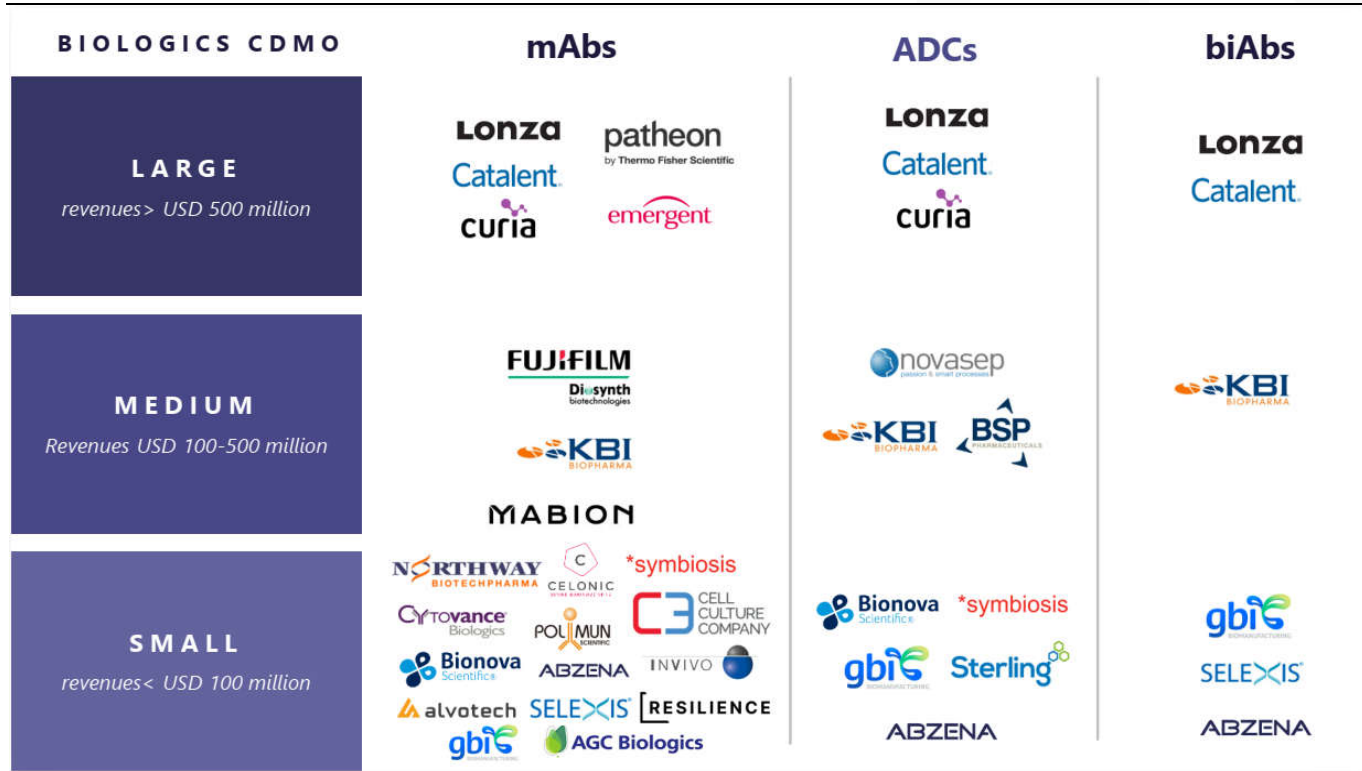
Oprócz przeciwciał monoklonalnych rozwijają się ADC i bispecyfiki

Warto jednak zaznaczyć, że mimo popularności przeciwciał monoklonalnych są też inne obszary rynku leków biologicznych, które dynamicznie się rozwijają. Należą do nich ADC, czyli koniugaty lek-przeciwciało oraz przeciwciała bispecyficzne. Trodelvy, jeden z prekursorów rynku ADC zarejestrowany w 2020 roku, osiągnął w 2022 roku sprzedaż na poziomie 680 mln USD i 482 mln USD w I połowie 2023 roku. Do innych blockbusterów w obszarze ADC należą Kadcyła ze sprzedażą 2,1 mld CHF w 2022 roku, Enhertu ze sprzedażą 181 mld JPY (ok. 1,5 mld USD) w 2022 czy Adcetris z roczną sprzedażą w 2022 roku na poziomie 1,5 mld USD. O skali zainteresowania każdym z segmentów tego rynku świadczy liczba prowadzonych badań przedklinicznych i klinicznych w różnych fazach na początku 2023 roku – dla przeciwciał monoklonalnych, ADC i przeciwciał bispecyficznych wartości te wynosiły odpowiednio 1900, 600 i 450 projektów.

Otoczenie konkurencyjne

Największe podmioty CDMO w Europie zlokalizowane są w takich krajach, jak Szwajcaria, Niemcy, Wielka Brytania, Francja, czy Holandia. Liderami na rynku europejskim są takie podmioty, jak szwajcarskie Lonza Group czy Catalent oraz holenderski Patheon, który od 2017 roku wchodzi w skład Grupy Thermo Fisher Scientific. Z amerykańskimi dużymi graczy warto wspomnieć Curia Global czy Emergent Biosolutions. Rynek CDMO ogółem jest bardzo rozdrobniony – w 2021 roku 10 największych firm CDMO w Europie generowało łączny przychód wynoszący około 7 mld USD, co odnosząc do całego rynku wycenianego na ok. 170 mld USD, odpowiada za kilka procent rynku. Nieco inaczej sytuacja prezentuje się w obszarze leków biologicznych, gdzie widoczna jest silna pozycja Lonza Group (ok. 3,3 mld USD sprzedaży w obszarze biologicznym w 2022 r.) i Catalentu (ok. 2,5 mld USD sprzedaży w segmencie biologics w 2022 roku). Poniżej prezentujemy zestawienie podmiotów działających w obszarze CDMO biologicznym w podziale na poszczególne jego podsegmenty. Mabion plasuje się w przedziale małych firm CDMO, ale aspiruje, żeby wejść do grupy średnich firm tego typu.

Podmioty działające na rynku CDMO



Źródło: Mabion za analizą EY-Parthenon

Przegląd rynku pod kątem technologii i produktów

Mabion operuje w nowym, ale już dojrzałym, ustabilizowanym technologicznie segmencie rynku leków biologicznych, który będzie rósł poprzez wolumen produktów biologicznych, jak też wprowadzanie nowych formatów produktów.

Przegląd technologii na rynku farmaceutycznym w kontekście kompetencji Mabionu

	Leki małowzrastkowe (small molecules)	Leki biologiczne (Biologics)			Nowe formaty (Novel Modalities)			
Technologia	Synteza chemiczna	Systemy ekspresyjne bakteryjne	Systemy ekspresyjne ssaczce	Systemy ekspresyjne ssaczce	Terapie komórkowe	Systemy ekspresyjne bakteryjne	Synteza chemiczna	Produkcja enzymatyczna
Klasy produktów (przykłady)	Leki małowzrastkowe	Peptydy	Przeciwciała monoklonalne mAbs), szczepionki białkowe	Przeciwciała bispecyficzne (BsAbs), koniugaty (ADCs)	Terapie oparte o komórki, CAR-T	Plazmidy	Antysensowne RNA, oligonukleotydy, RNAi	mRNA
Typowa skala zakładu	Często duże zakłady chemiczne API Ok. 100 tys. L pojemności	Produkcja na średnią i dużą skalę Do 10 tys. L pojemności	Produkcja na średnią i dużą skalę Do 10 tys. L pojemności	Produkcja na dużą skalę w progresie (duże inwestycje w ostatnich latach)	Produkcja na średnią skalę w progresie (duże inwestycje w ostatnich latach)	Obecnie nadal w średniej skali, dostawy pracują nad utowarowieniem skali kilogramowej	Obecnie na średnią skalę, ale możliwe jest zwiększenie skali	Produkcja na dużą skalę w toku (COVID-19)
Dojrzałość produkcji przemysłowej	●	●	●	◐	◐	◐	◐	◐
Komentarze	Nadal najważniejszy segment pod względem ilości i wartości	Ważny dla półproduktów do produkcji biotechnologicznej	Segment o dużym wzroście w ostatnich dekadach, spodziewany dalszy wzrost	Główny składnik terapii genowych ex i in-vivo	Obecne ilości są stosunkowo niskie z powodu głównie autologicznego charakteru produktów	Istotny jako prekursor np. mRNA i terapii genowych	Rosnące znaczenie wraz z liczbą zaawansowanych produktów w przygotowaniu	Skokowy wzrost dojrzałości dzięki szczepionkom COVID-19

Dojrzałość produkcji przemysłowej
◐ Niska
● Wysoka

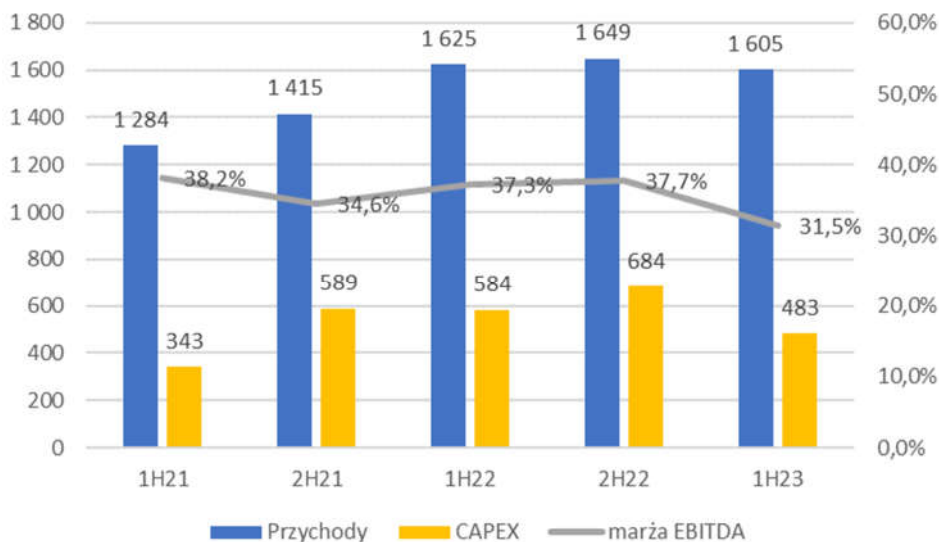
Zakres usług dla Mabion w horyzoncie Strategii

Źródło: Mabion za Analizy EY-Parthenon

RENTOWNOŚĆ CDMO – lekka presja na marżę

Czy to poprzez wpływ postpandemicznej normalizacji czy też wysokich stóp procentowych i ograniczonego finansowania branży biotechnologicznej, rentowność największych graczy europejskich w obszarze biologicznego CDMO jest pod lekką presją. Poniżej przedstawiamy wyniki półrocze Lonza Group i kwartalne Catalent raportowanych przez nich segmentów biologicznych. W obu przypadkach widoczny jest spadek marży EBITDA w ostatnim okresie. Lonza Group podała, że wpływ na marżę miała wysoka baza z pierwszej połowy 2022 r., a także rozwodnienie marży wynikające z realizacji projektów rozwojowych w pierwszej połowie 2023 r. W dalszym ciągu jest to jednak poziom powyżej 30%. W obu przypadkach marża EBITDA historycznie utrzymywała się na poziomie ponad 30%. Przy analizie warto zwrócić uwagę na wysokie wydatki inwestycyjne Lonza Group, co wydaje się być charakterystyczne dla branży CDMO, w której dążenie do zwiększania wolumenów produkcji czy skrócenia czasu realizacji zleceń prowadzi do ciągłego inwestowania w rozwój.

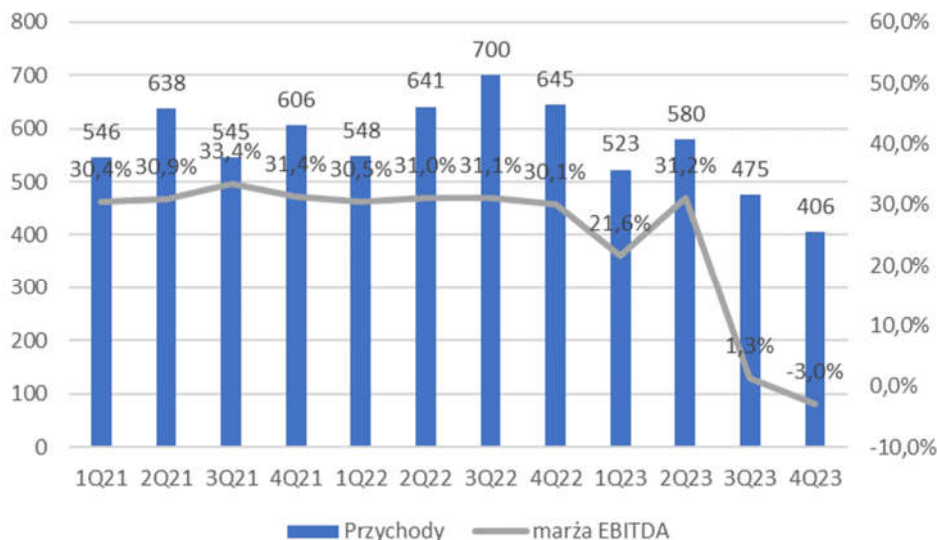
Przychody, marża EBITDA i CAPEX segmentu biologicznego w Lonza Group



Źródło: Raporty finansowe Lonza Group

Catalent w ostatniej swojej prezentacji wynikowej (przesunięty rok obrotowy - 3Q'23 zakończony 30 czerwca 2023, opublikowany 29 sierpnia 2023 roku) podał, że negatywny wpływ na sprzedaż w ostatnim raportowanym kwartale miało zmniejszenie przychodów związanych z pandemią o ok. 180 mln USD, którego nie udało się pokryć innymi przychodami, a negatywny wpływ na wynik EBITDA tymczasowe problemy z produktywnością i mniejsze przychody związane z pandemią COVID. Skutkowało to wygenerowaniem przez spółkę straty na poziomie EBITDA, ale można domniemywać, że taka sytuacja ma charakter przejściowy.

Przychody i marża EBITDA segmentu biologicznego w Catalent



Źródło: Raporty finansowe Lonza Group

MABIONCD20

Opis projektu

MabionCD20 jest projektem polegającym na produkcji rytuksymabu – leku biopodobnego do leku referencyjnego – Rituxan/MabThera. Rytuksymab jest jednym z pierwszych przeciwciał monoklonalnych, jakie pojawiły się na rynku. Został zarejestrowany w USA w 1997 roku przez Genentech, który nabył prawa do leku od Biogen Idec (IDEC Pharmaceuticals). W 2009 Genentech został przejęty przez koncern Roche. Mimo relatywnie długiego czasu od startu rynkowego, rytuksymab w dalszym ciągu jest na liście Podstawowych Lekarstw sporządzanej przez Światową Organizację Zdrowia. W 2016 roku wygasł patent na ten lek i w 2017 roku pojawiły się jego biopodobne wersje. Rytuksymab jest ludzko-mysim chimerycznym przeciwciałem monoklonalnym skierowanym przeciwko CD20. Lek jest stosowany w onkologii i chorobach autoimmunologicznych. W Stanach Zjednoczonych rytuksymab jest stosowany w leczeniu: chłoniaka niezziarnicznego (NHL), przewlekłej białaczki limfocytowej (Chronic Lymphocytic Leukemia, CLL), reumatoidalnego zapalenia stawów (RZS) przy niewystarczającej odpowiedzi na jeden lub więcej inhibitorów TNF, zapalenia naczyń, takie jak ziarniniakowatość z zapaleniem naczyń i mikroskopowe zapalenie naczyń, pęcherzyca zwykła o nasileniu umiarkowanym do ciężkiego.

Poszukiwanie partnera dla MabionCD20

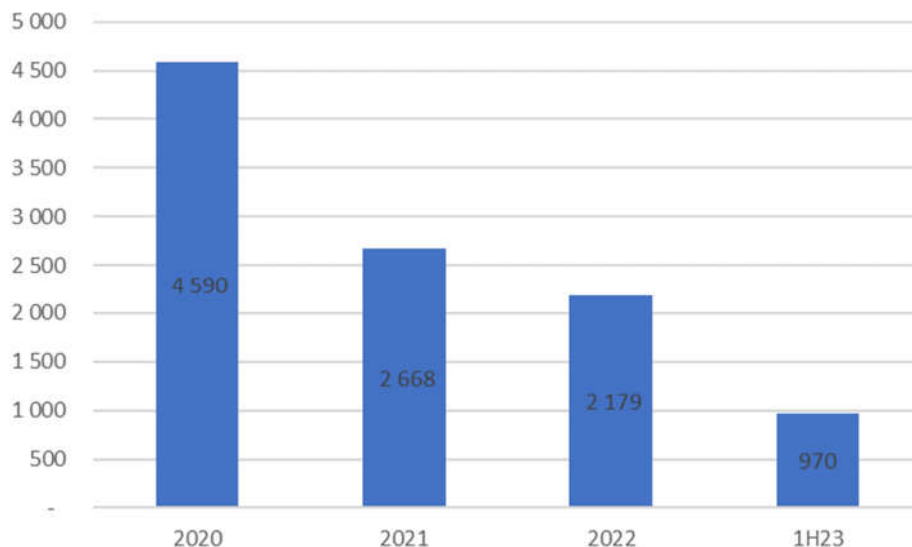
Przed zmianą strategii i skoncentrowaniem się głównie na aktywności w obszarze CDMO, Mabion planował dla swojego kandydata trójramienne badania pomostowe kliniczne oraz analityczne, które miały wykazać, że MabionCD20 pochodzący z dużej skali wytwarzania jest terapeutycznie równoważny leкови referencyjnemu MabThera (w Europie) i Rituxan (w USA). Podstawowym punktem końcowym badania miała być analiza parametrów farmakokinetycznych dla MabionCD20 pochodzącego z docelowej skali wytwarzania oraz dla MabThera i Rituxan. Badanie u pacjentów z RZS miało objąć docelową populację ok. 280 pacjentów, a jego koszt spółka wstępnie szacowała na ponad 100 mln zł. Z uwagi na zmianę strategii dalszego rozwoju spółka zaniechała ostatecznie tych planów i obecnie poszukuje partnera dla tego projektu.

Pozycja rynkowa rytuksymabu

Mimo ponad 20 lat obecności na rynku pozycja rynkowa rytuksymabu wydaje się być ugruntowana. Jeszcze w 2019 roku przed nasilonym wpływem wersji biopodobnych, sprzedaż Rituxanu/MabThera dla Roche'a wygenerowała 6,5 mld CHF (ok. 7,0 mld USD), a w 2022 roku z uwagi na konkurencję biopodobną spadła do 2,1 mld CHF (ok. 2,2 mld USD). W I połowie 2023 roku jego sprzedaż wyniosła 882 mln CHF (-21% r/r). Geograficznie – w 2021 roku sprzedaż w USA stanowiła ok. 60%, w Europie ok. 10,4%, a reszta przypadła na pozostałe rynki. Rytuksymab (lek referencyjny i wersje biopodobne) jest popularnym lekiem, co prawdopodobnie

wynika z wielości zastosowań i obowiązujących standardów leczenia. Dodatkowo też niższa od innowacyjnych cena terapii rytuksymabem jest argumentem wspierającym jego popularność. Liczba nowych terapii jako alternatyw dla rytuksymabu stale przybywa, jednak analogicznie, jak w przypadku leków generycznych, które latami utrzymują się na rynku, wydaje się, że podobnie będzie w przypadku rytuksymabu. Można oczekiwać, że będzie to stabilny rynek z lekką tendencją spadkową.

Sprzedaż Rituxan/MabThera w latach 2020-1H2023 (mln USD)



Źródło: Roche

Biopodobne wersje rytuksymabu

USA

28 listopada 2018 roku FDA zatwierdziła pierwszy lek biopodobny do Rituxanu/MabThera – Truxima opracowany przez Celltrion. 23 lipca 2019 roku Ruxience opracowany przez Pfizer, a 17 grudnia 2020 roku Riabni produkowany przez Amgen. W lipcu 2023 FDA zaakceptowała wniosek BLA dla rytuksymabu Dr Reddy's i rozpoczął się proces formalnej oceny. Według danych publikowanych przez Celltrion, po dwóch latach od rejestracji pierwszy biopodobny odpowiednik rytuksymabu Celltrionu osiągnął 20% udziału w rynku. Zdecydowanie szybszy był start rynkowy Ruxience Pfizera, który już po roku miał kilkanaście procent udziału w rynku. Ostatni wprowadzony na rynek lek biopodobny Amgenu ma śladowy udział w rynku. Wg danych publikowanych przez Celltrion w prezentacji kwartalnej, wg stanu na 1Q23 lek referencyjny miał ok. 30%, Ruxience Pfizera ok. 37% i Truxima Celtriona ok. 30% udziału w rynku.

Europa

W Europie wersje biopodobne leku referencyjnego Rituxan/MabThera pojawiły się rok wcześniej niż w USA – w 2017 roku Sandoz zarejestrował Rixathon, a Celltrion lek Truxima. Pfizer zarejestrował Ruxience w kwietniu 2020 roku. Penetracja rynkowa biopodobnych leków jest wyższa niż w USA i wynosi ponad 80%. Wg danych publikowanych przez Celltrion w prezentacjach kwartalnych, po osiągnięciu wysokiego udziału rynkowego przez Truximę po starcie, w kolejnych kwartałach zaczęła ona tracić udział na rzecz produktu Sandoza, który obecnie ma ponad 50% udziału w rynku. Truxima utrzymuje udział na poziomie ok. 20%. Pfizer ma kilka procent udziału w rynku, a udział leku referencyjnego spadł poniżej 20%.

Ile jest wart MabionCD20?

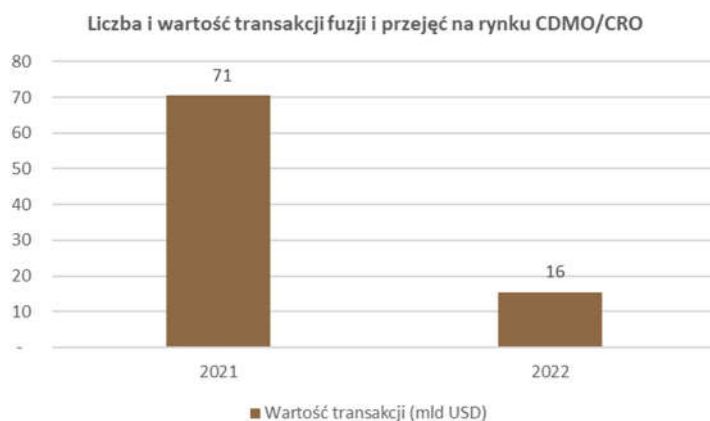
Mabion zainwestował wiele lat pracy i kapitału w MabionCD20. Niestety sam projekt nie został finalnie skomercjalizowany, jednak dał spółce ogromne doświadczenie m.in. w obszarze wytwarzania przeciwciał monoklonalnych, które Mabion chce obecnie wykorzystać w obszarze CDMO. Odpowiadając na pytanie o potencjalną wartość MabionuCD20 trzeba zwrócić uwagę na dwie fundamentalne kwestie. Po pierwsze, zarejestrowanie tego produktu wymaga jeszcze zainwestowania dodatkowego czasu i pieniędzy – według ostatnich szacunków spółki, które mogą być już nieaktualne, ponad 100 mln zł i ok. 2 lat czasu. Po drugie, rynek biopodpowiedników rytuksymabu jest już mocno podzielony, a zbudowanie pozycji rynkowej wymaga również dodatkowego czasu i środków finansowych. Na rynku istotna jest również pozycja dystrybutora, co widać choćby po przykładzie Pfizera, którego biopodpowiednik w USA zdobył 37% udziału w rynku, a w Europie zaledwie kilka procent. Dlatego obecnie znalezienie partnera dla tego projektu, który podjąłby się zainwestowania czasu i pieniędzy w rejestrację, a później dystrybucję MabionCD20 oceniamy jako bardzo niskie. W związku z powyższym nie uwzględniamy tego projektu w naszej wycenie. Podpisanie umowy partneringowej traktować będziemy jako wartość dodaną dla akcjonariuszy spółki.

MABION I POSZUKIWANIE INWESTORA

Mabion w styczniu 2021 roku podpisał umowę z doradcą finansowym Rothschild & Co. Zakres obowiązków doradcy obejmuje m.in. poszukiwanie potencjalnego inwestora strategicznego, doradztwo w zakresie struktury potencjalnej transakcji, wsparcie przy sporządzaniu dokumentacji transakcyjnej oraz w negocjacjach z potencjalnym inwestorem strategicznym. Podczas publikacji strategii na lata 2023-2027 spółka poinformowała, że proces pozyskania inwestora strategicznego pozostaje otwarty na potencjalne rozmowy z możliwymi partnerami, jednak priorytetem staje się koncentracja na realizacji strategii i transformacja Mabion w kierunku CDMO oraz dalsza budowa wartości firmy. W naszej opinii, Mabion musi najpierw zbudować pozycję rynkową na rynku CDMO i zdywersyfikować przychody poza Novavax. Dopiero wówczas jego atrakcyjność w oczach potencjalnego inwestora strategicznego istotnie wzrośnie.

Fundusze private equity postrzegają rynek CDMO jako atrakcyjny

Branża CRO czy CDMO zawsze były w centrum zainteresowania, a wybuch pandemii COVID-19 i wzrost zapotrzebowania na moce wytwórcze m.in. do produkcji szczepionek dodatkowo jeszcze zwiększył rentowność i atrakcyjność spółek z obszaru CDMO w oczach inwestorów private equity (PE). Ostatnie spowolnienie w branży biotechnologicznej ma też jednak swoje przełożenie na zmniejszenie liczby transakcji w tym obszarze i wpływa na normalizację w tym zakresie – wg szacunków Deloitte wartość transakcji w obszarze CDMO/CRO w 2022 roku spadła o 78% r/r. Historycznie fundusze PE najczęściej preferowały aktywa o dużej skali – spółki o wartości EV (Enterprise Value) na poziomie przekraczającym 200 mln USD, które miały przewagę nad mniejszymi graczami. Inwestorzy premią firmę CDMO oferującą pełen zakres usług (usługi rozwojowe, API i produkty lecznicze), które średnio otrzymują wyższą wycenę w porównaniu z firmami CDMO oferującymi wyłącznie API lub produkty lecznicze.

Liczba i wartość transakcji fuzji i przejęć na rynku CDMO

Źródło: Raport Deloitte "M&A trends in life sciences: Deal-making in 2022", 2023

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko spadku przychodów i zysków po zakończeniu okresu gwarantowanego z Novavax – okres gwarantowany w umowie trwa do II kwartału 2024 roku; po tym okresie jeśli Novavax nie będzie notowała wystarczająco wysokiego popytu na swoją szczepionkę, może istotnie lub całkowicie ograniczyć zamówienia od Mabionu, co przy braku innych zleceń skutkować może istotnym pogorszeniem sytuacji fundamentalnej w spółce.

Ryzyko konieczności zwrotu dotacji – w ramach projektu rozwoju MabionCD20 spółka otrzymała dofinansowanie w wysokości ok. 25 mln zł. Projekt w maju 2022 roku rozpoczął trzyletni okres trwałości. Spółka jest zobligowana do końca okresu trwałości projektu (maj 2025 roku) osiągnąć zakładany wskaźnik rezultatu tj. wdrożyć do własnej działalności wyniki prac B+R zrealizowanych w ramach projektu (komercyjne wytwarzanie leku MabionCD20) oraz uzyskać przychód z wdrożonych prac B+R (przychód ze sprzedaży leku). Z uwagi na szereg czynników o charakterze siły wyższej spółka zidentyfikowała ryzyko w zakresie wywiązania się z wyżej wskazanych wskaźników i niezwłocznie rozpoczęła dialog z NCBR. W przypadku braku realizacji scenariusza w zakresie pozyskania innego przedsiębiorcy i udzielenia mu licencji, spółka może zostać wezwana przez NCBR do zwrotu części lub całości wypłaconego dofinansowania w kwocie wraz z należnymi odsetkami.

Ryzyko odpisu zapasów – Saldo zapasów obejmuje materiały, w tym leki referencyjne (MabThera oraz Rituxan), i na dzień 31 grudnia 2022 r. wyniosło 8,5 mln zł. Szacujemy, że z tego ok. 5 mln zł mogą stanowić leki referencyjne (MabThera oraz Rituxan). Istnieje ryzyko, że w przypadku braku możliwości ich wykorzystania spółka będzie zmuszona do odpisu ich wartości.

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

W roku obrotowym 2022 Mabion nie stosował 10 zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021 (DPSN 2021): 1.4., 2.1., 2.2., 3.3., 4.1., 4.8., 4.9.1., 6.2., 6.3., 6.4., a ponadto spółki nie dotyczyły 2 zasady DPSN 2021: 3.2 i 3.7.

Nie stosowane zasady dotyczą m.in. braku przyjętego i sformalizowanego wyodrębnionego dokumentu regulującego kwestie ESG (jednak spółka w ramach swojej działalności uwzględnia tematykę ESG i uwzględni kryteria zasady 1.4. podczas opracowywania kolejnej strategii biznesowej i wówczas opublikuje je na stronie internetowej spółki), braku sformalizowanej polityki różnorodności, braku w swojej strukturze wyodrębnionych jednostek audytu wewnętrznego, braku udostępnienia możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej. Spółka nie stosuje również kilku zasad w zakresie konstrukcji programów motywacyjnych dla członków zarządu i zasad wynagrodzenia rady nadzorczej.

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS, Adj+	-4,06	0,13	1,44	1,74	1,28	1,04
Revenue	0	57	164	149	140	140
Gross Margin %	n.d.	63%	82%	70%	70%	68%
Operating Profit	-55	-10	28	34	21	17
EBIT	-55	-10	28	34	21	17
EBITDA	-45	-1	37	42	35	35
Pre-Tax Profit	-56	-10	22	28	21	17
Net Income Adj+	-56	2	23	28	21	17
Net Debt	4	-33	-53	-25	-41	-56
BPS	-5,6	3,6	4,7	6,5	7,8	8,8
CPS	-2,8	-2,2	2,4	2,0	2,2	2,2
DPS	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	n.d.	n.d.	36%	31%	18%	13%
Return on Assets %	n.d.	n.d.	13%	14%	9%	7%
Depreciation	10	9	9	8	14	18
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-42	-65	22	-28	16	15
CAPEX	3	32	17	60	20	20

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	0	57	164	149	140	140
Koszt własny sprzedaży	0	21	30	45	43	44
Koszt własny zakupionych materiałów	0	15	68	16	20	20
Koszty badań i rozwoju	36	14	15	8	8	8
Koszty ogólnego zarządu	20	30	29	46	49	51
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	6	0	0	0
EBIT	-55	-10	28	34	21	17
Koszty i przychody finansowe netto	-1	0	-6	-5	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	-56	-10	22	28	21	17
Podatek dochodowy	0	12	1	0	0	0
Zysk netto	-56	2	23	28	21	17
Amortyzacja	10	9	9	8	14	18
EBITDA	-45	-1	37	42	35	35

Źródło: Mabion (2020-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	78	184	186	213	233	250
Aktywa trwałe	67	102	104	156	161	163
Rzeczowe aktywa trwałe	65	89	90	141	147	149
Inne aktywa trwałe	1	13	14	14	14	14
Aktywa obrotowe	12	82	82	58	72	87
Zapasy	6	8	8	8	7	7
Należności handlowe	3	12	8	12	12	12
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2	49	54	25	41	56
Inne aktywa obrotowe	1	13	12	12	12	12
Pasywa	78	184	186	213	233	250
Kapitał własny razem	-77	53	77	105	125	142
Zobowiązania długookresowe	51	35	35	35	35	35
Zobowiązania krótkookresowe	105	96	74	73	72	72
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	31	15	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18	23	13	12	11	11
Inne	55	58	61	61	61	61

Źródło: Mabion (2020-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk netto przed opodatkowaniem	-56	2	23	28	21	17
Amortyzacja	10	9	9	8	14	18
Inne	0	-58	-2	0	0	0
Zmiana kapitału obrotowego	8	15	8	-5	0	0
CF operacyjny	-38	-33	39	32	36	35
CAPEX	3	32	17	60	20	20
Dezynwestycje i inne	0	0	1	0	0	0
CF inwestycyjny	-3	-31	-16	-60	-20	-20
Podwyższenie kapitału	0	117	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	15	0	-15	0	0	0
Inne	-2	-7	-2	0	0	0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	13	111	-18	0	0	0
CF	-29	46	5	-28	16	15
Stan środków pieniężnych na początek okresu	21	22	69	74	45	61
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	-7	69	74	45	61	76

Źródło: Mabion (2020-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0	32,30	30%	30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6	33,76	25%	31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0	17,22	31%	18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0	25,90	20%	17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	KUPUJ	4,2	2,8	3,69	13%	07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3	24,65	-34%	04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5	35,00	37%	04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3	21,35	18%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9	15,68	108%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0	123,00	49%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0	60,20	35%	30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2	15,60	23%	27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4	19,40	55%	18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6	11,50	12%	17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2	47,60	-13%	16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0	277,00	22%	09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6	66,50	25%	08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3	32,02	146%	26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3	22,80	-11%	21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5	3,92	36%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5	21,00	72%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	79,10	7%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	382,70	-6%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	16,25	15%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7			20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8			27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6			05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0			03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7			28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2			12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0			06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7			06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0			26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6			20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0			20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0			17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1			07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji

Mateusz Charznowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

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

Emitent miał możliwość zapoznania się z częścią Raportu w zakresie faktów prezentowanych w części opisowej dotyczących Emitenta. Weryfikacja przez Emitenta nie dotyczyła elementów ocennych.

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

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści

sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 08.09.2023, godz. 08.15. Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 08.09.2023, godz. 08.20.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

NS w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie wydał rekomendacji dla spółki Mabion S.A.

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 391 515

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

