

## Mabion – skonwertować oferty na sprzedaż

Mabion opublikował bardzo dobre wyniki za 2023. Większość działań spółki była i jest skoncentrowana na realizacji nowej strategii, czyli wejściu w obszar CDMO. Na największą uwagę zasługuje istotny wzrost złożonych przez spółkę ofert, co pozwala oczekiwać, że wkrótce Mabion pozyska zlecenia od innych klientów niż Novavax. Procesy ofertowania i pozyskiwania nowych zleceń są jednak długotrwałe, pozyskiwanie zleceń trwa wolniej niż zakładaliśmy, dlatego korygujemy w dół nasze prognozy na 2024 rok i lata kolejne, co głównie wpływa na spadek wyceny porównawczej. Aktualizujemy wycenę spółki w horyzoncie 9-mies. z 23,6 zł do 19,0 zł.

### Wyniki 2023 – bardzo dobre wyniki mimo negatywnego one-offa

W 2023 roku Mabion wypracował 142,9 mln zł przychodów (bez przychodów z zakupu materiałów, +48% r/r), 62,3 mln zł EBITDA (74,5 mln zł po korekcie o zdarzenie jednorazowe w postaci odpisu z tytułu aktualizacji wartości aktywów trwałych w budowie w kwocie 12,2 mln zł i 41,3 mln zł zysku netto (53,5 mln po korekcie, +131% r/r). Poziom środków pieniężnych na koniec 2023 roku wyniósł 47,8 mln zł. Warto dodać, że po dniu bilansowym spółka otrzymała od Novavax płatności w kwocie 13,2 mln USD. W naszej ocenie sytuacja finansowa spółki jest stabilna.

### II połowa 2024 roku pod znakiem zapytania

W maju kończy się okres gwarantowany współpracy z Novavax, dlatego jeszcze w I połowie 2024 roku oczekujemy dobrych wyników finansowych. Sporą niewiadomą pozostaje jednak sytuacja w II połowie 2024 roku oraz w kolejnych kwartałach. Szacujemy poziom kosztów stałych w Mabionie na ok. 50 mln zł rocznie, co sugeruje, że spółka musi wygenerować przychody ponad 15 mln zł kwartalnie, aby pokryć koszty działalności. Wartość zleceń, które spółka będzie realizować dla Novavax po maju nie została ujawniona, ale bazowo zakładamy, że są to wartości poniżej wspomnianej wyżej kwoty. Dużo zależy od efektywności konwertowania przez spółkę składanych ofert na realne zlecenia. Ostrożnościowo zakładamy, że w II połowie roku spółka będzie wykazywać straty. Zakładamy, że sytuacja ta poprawi się w 2025 roku, kiedy to spółce ponownie uda się osiągnąć rentowność na poziomie operacyjnym.

### Wartość złożonych ofert wynosi 213 mln USD

Mabion w minionym roku rozbudował zespół odpowiedzialny za rozwój biznesu i pozyskiwanie zleceń do 8 osób. Spółka zatrudniła również osoby z wieloletnim doświadczeniem w branży odpowiedzialne za rozwój biznesu w USA oraz Europie. Nade wszystko warto zwrócić uwagę na skumulowaną liczbę i wartość złożonych przez spółkę ofert, która według stanu na 16 kwietnia 2024 roku wzrosła do 213 mln USD, podczas gdy w listopadzie 2023 roku ofertowana wartość usług spółki wyniosła nieco poniżej 30 mln USD. Przyspieszenie i zwiększenie ofertowania pozwala oczekiwać, że część z ofert zostanie skonwertowana na realne 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 (18,6 zł, waga 75%) i porównawczą (14,3 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na poziomie 19,0 zł.

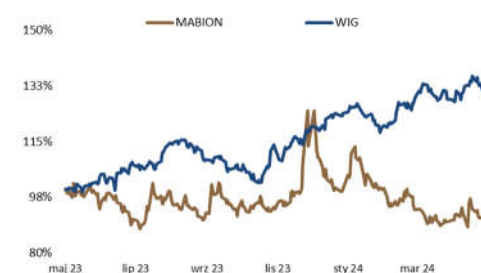
mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	57	164	152	83	80
EBITDA	-1	37	62	16	16
zysk netto	2	23	41	7	7
P/E (x)	nd	11,3	6,4	37,6	37,0
EV/EBITDA (x)	nd	5,6	4,0	14,2	14,1

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 29.04.2024 o godz. 17:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 29.04.2024 o godz. 17:10.



Kurs akcji	16,2 zł
Wycena (9M)	19,0 zł
Potencjał wzrostu	17%
Kapitalizacja	262 mln zł
Free float	51,76%
Śr. wolumen 6M	54 387



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

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

### STRUKTURA AKCJONARIATU

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

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

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

---

## SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	6
RYNEK CDMO.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
ZASADY ESG.....	9

**WYCENA**

Akcje Mabionu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im wagi odpowiednio 75% i 25% (wagi bez zmian), wyznaczając wycenę w horyzoncie 9-miesięcznym równą 19,0 zł (poprzednio 23,6 zł).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
DCF	75%	301	18,6	18,8	-1%
wycena porównawcza	25%	232	14,3	30,6	-53%
średnia wycena		284	17,5	21,7	-19%
<b>Cena docelowa (9M)</b>			<b>19,0</b>	<b>23,6</b>	<b>-19%</b>
Cena aktualna			16,2	17,0	-4%
Potencjał			17%	39%	

Źródło: Noble Securities

**WYCENA METODĄ DCF**

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek maja 2024 r. (poprzednio na początek października 2023 r.),
- Dług netto na dzień 31.12.2023 roku: -16 mln zł (gotówka netto),
- Efektywna stopa podatkowa: w okresie 2024-2026 zakładamy ją na poziomie zero – spółka na koniec 2023 roku oprócz rozpoznanego aktywa z tytułu podatku odroczonego w wysokości 4,7 mln zł miała nieujęta w księgach ulgę podatkową dostępną na podstawie zezwoleń strefowych w wysokości 41 mln zł; po 2026 roku zakładamy stopę 19%,
- CAPEX: 15 mln zł rocznie, nie zakładamy budowy nowego zakładu,
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1%,
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,62% (poprzednio 5,68%; średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,84% (poprzednio 6,28%).

DCF (tys. zł)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	83 000	80 000	100 000	120 000	130 000	141 000	153 100	166 410	181 051	197 156
NOPAT	8 000	8 000	15 131	23 102	25 207	27 457	29 850	32 383	43 274	46 726
Amortyzacja	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000	8 000
Zmiany KON	19 792	167	-1 115	-1 115	-558	-613	-675	-742	-816	-898
CAPEX	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	8 000	8 000
<b>FCFF</b>	<b>20 792</b>	<b>1 167</b>	<b>7 016</b>	<b>14 986</b>	<b>17 650</b>	<b>19 844</b>	<b>22 175</b>	<b>24 641</b>	<b>42 458</b>	<b>45 828</b>
WACC	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,68	0,61	0,55	0,50	0,45	0,41	0,37
DFCFF	19 387	980	5 303	10 213	10 844	10 991	11 073	11 093	17 232	16 769
SUMA DFCFF do 2033	113 886									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2033	466 530									
Zdyskontowana wartość rezydualna	170 703									
Wartość Firmy (EV)	284 588									
Dług netto 31.12.2023	-16 289									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	300 877									
Liczba akcji (w mln.)	16 162									
Wartość na 1 akcję	18,6									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	18,7	19,8	21,3	23,0	25,3
WACC - 0,5%	17,6	18,6	19,9	21,4	23,3
WACC	16,7	17,6	18,6	19,9	21,5
WACC + 0,5%	15,8	16,6	17,5	18,6	20,0
WACC + 1,0%	15,0	15,7	16,5	17,5	18,7

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%
Premia za ryzyko	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,5%</b>
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%
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>

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. Wycenie porównawczej przypisujemy wagę 25% (bez zmian). Uwzględniono wskaźniki P/E, EV/EBITDA – z uwagi na efekt dźwigni operacyjnej, istotnie spadła wycena przy wykorzystaniu wskaźnika P/E, dlatego większą wagę przypisaliliśmy wskaźnikowi EV/EBITDA (poprzednio równy udział metod P/E i EV/EBITDA oraz nacisk na 2025 rok). **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę na jedną akcję na poziomie 14,3 zł (poprzednio 30,6 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
LONZA GROUP AG-REG	173 182	42,3	34,2	27,7	22,0	18,5	15,7
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	883 544	26,5	23,5	21,0	22,8	20,8	18,9
MEDPACE HOLDINGS INC	1 230	67,0	27,0	18,0	15,9	10,8	9,2
CHARLES RIVER LABORATORIES	47 508	20,8	18,4	16,3	13,2	11,9	10,8
EUROFINS SCIENTIFIC	48 347	19,3	16,7	14,7	10,0	9,1	8,3
IQVIA HOLDINGS INC	172 698	21,1	18,8	16,5	14,6	13,4	12,3
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	67 423	13,4	12,4	11,3	9,8	9,2	8,6
WUXI APPTTEC CO LTD-A	70 522	12,5	11,0	10,4	8,1	7,2	6,7
EUROFINS SCIENTIFIC	48 347	19,3	16,7	14,7	10,0	9,1	8,3
SELVITA CRO SA	1 230	67,0	27,0	18,0	15,9	10,8	9,2
<b>Mediana</b>		<b>21,0</b>	<b>18,6</b>	<b>16,4</b>	<b>13,9</b>	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>
Implikowana wycena/akcję Mabion		9,1	0,0	14,6	14,8	12,9	17,4
Waga		3%	3%	3%	30%	30%	30%
Implikowana wycena/akcję Mabion					<b>14,3</b>		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 29.04.2024 r. godz. 11:13

## PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ

Dostrzegając wolniejszy proces pozyskiwania nowych zleceń od zakładanego oraz przyjmując niższe od zakładanych przychody od Novavax (poza gwarantowanymi), korygujemy przychody, a tym samym i inne pozycje wynikowe na kolejne lata.

(mln zł)	2021	2022	2023	zmiana	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana
<b>Przychody</b>	<b>57</b>	<b>164</b>	<b>152</b>	<b>-8%</b>	<b>140</b>	<b>83</b>	<b>-41%</b>	<b>140</b>	<b>80</b>	<b>-43%</b>
ze sprzedaży	20	91	140	55%	116	69	-41%	116	80	-31%
inne	37	73	11	-84%	24	14	-42%	24	0	-100%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>36</b>	<b>66</b>	<b>115</b>	<b>74%</b>	<b>77</b>	<b>56</b>	<b>-28%</b>	<b>76</b>	<b>56</b>	<b>-26%</b>
koszty badań i rozwoju	14	15	6	-59%	8	4	-50%	8	4	-50%
koszty ogólnego zarządu	30	29	40	40%	49	44	-10%	51	44	-14%
<b>EBIT</b>	<b>-10</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>95%</b>	<b>21</b>	<b>8</b>	<b>-61%</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>-52%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1</b>	<b>37</b>	<b>62</b>	<b>67%</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>-54%</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>-54%</b>
<b>zysk netto</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>78%</b>	<b>21</b>	<b>7</b>	<b>-66%</b>	<b>17</b>	<b>7</b>	<b>-58%</b>

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

## Analiza wrażliwości EBITDA na prognozowany poziom przychodów – efekt dźwigni operacyjnej

Zarząd wskazał podczas ostatniej telekonferencji, że poziom 25% marży EBITDA w branży CDMO jest założeniem konserwatywnym. Zwracamy jednak uwagę, że z racji wysokiego poziomu kosztów stałych – koszty ogólnego zarządu w 2023 roku wyniosły 40,2 mln zł, koszty badań i rozwoju 6,3 mln zł, a koszty produkcyjne (bez zakupu materiałów), z których prawdopodobnie część to również koszty stałe wyniosły 28,3 mln zł, w spółce widoczny może być efekt dźwigni operacyjnej przy spadku przychodów wyższym od zakładanego. Jeżeli założymy, że poziom kosztów stałych to ok. 50 mln zł, amortyzacja wynosi ok. 8 mln zł, a marża brutto na sprzedaży wynosi 70%, to poniżej przedstawiamy analizę wrażliwości szacowanego wyniku EBITDA w 2024 i 2025 roku w spółce w zależności od poziomu przychodów. **Przy takich założeniach spółka musi generować ponad 60 mln zł przychodów, aby osiągnąć break even na poziomie EBITDA i ponad 70 mln zł, aby osiągnąć break even na poziomie zysku operacyjnego.**

	2024P			2025P				
Przychody (mln zł)	80	100	120	20	40	60	80	100
Marża brutto %	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Marża brutto (mln zł)	56	70	84	14	28	42	56	70
Koszty stałe (mln zł)	50	50	50	50	50	50	50	50
EBIT (mln zł)	6	20	34	-36	-22	-8	6	20
marża EBIT	8%	20%	28%	-180%	-55%	-13%	8%	20%
Amortyzacja (mln zł)	8	8	8	8	8	8	8	8
EBITDA (mln zł)	14	28	42	-28	-14	0	14	28
marża EBITDA	18%	28%	35%	-140%	-35%	0%	18%	28%

Źródło: Szacunki Noble Securities

## Sytuacja płynnościowa w spółce jest stabilna

Przepływy z działalności operacyjnej w 2023 roku były ujemne i wyniosły -2,3 mln zł, natomiast wynikało to głównie z przesunięcia w kapitale obrotowym na dzień bilansowy (zmiana stanu zobowiązań zmniejszyła środki pieniężne w 2023 roku o ok. 52 mln zł, a zmiana stanu należności o 18 mln zł. Spółka podała, że po dniu bilansowym do dnia publikacji raportu rocznego (16 kwietnia 2024 roku) otrzymała od Novavax płatności w kwocie 13,2 mln USD.

Środki pieniężne na koniec 2023 roku wyniosły w spółce 48 mln zł. Natomiast główne zobowiązania to przychody przyszłych okresów z tytułu dotacji w kwocie 32 mln zł, w tym ok. 25 mln zł związane z projektem MabionCD20, na który spółka poszukuje licencjodawcy oraz kredyt od EBOR w kwocie 31 mln zł (8,4 mln USD) na sfinansowanie rozbudowy i modernizacji zakładu spółki zlokalizowanego w Konstancynie Łódzkiej. Zgodnie z harmonogramem określonym w umowie kredytu spłata ostatniej raty ma nastąpić do 30 czerwca 2024 roku.

**Uwzględniając płatność od Novavax po dniu bilansowym, w naszej ocenie sytuacja płynnościowa spółki jest stabilna w perspektywie co najmniej 18-24 miesięcy. W I połowie roku oczekujemy pozytywnych wyników finansowych, które powinny dodatkowo wzmocnić poduszkę płynnościową na II połowę 2024 roku i kolejne kwartały, w których w zależności od skali pozyskanych zleceń oraz wielkości faktycznie zrealizowanych prac dla Novavax istnieje ryzyko generowania przez spółkę strat i ujemnych przepływów z działalności operacyjnej.**

## OSTATNIE WYDARZENIA

## Wyniki za 4Q23 i 2023 rok

W 4Q23 Mabion opublikował dobre wyniki finansowe za 2023 rok wskutek regularnej realizacji usług CDMO dla Novavax. W całym 2023 roku Mabion wypracował 142,9 mln zł przychodów (bez przychodów z zakupu materiałów), co oznacza wzrost o +48% r/r, 62,3 mln zł EBITDA raportowanej i 74,5 mln zł EBITDA (+100% r/r) skorygowanej o zdarzenie jednorazowe (12,2 mln zł odpisu z tytułu aktualizacji wartości aktywów trwałych w budowie – projektu Mabion II), 55,1 mln zł EBIT raportowanego i 67,3 mln zł EBIT skorygowanego (+139% r/r) oraz 41,3 mln zł zysku netto raportowanego i 53,5 mln zł zysku netto skorygowanego (+131% r/r). W 4Q 2023 roku Mabion wypracował po korekcie o zdarzenie jednorazowe 40,2 mln zł przychodów (bez przychodów z zakupu materiałów, +6% r/r), 22,6 mln zł EBITDA (-14% r/r) i 20,9 mln zł EBIT (-14% r/r) oraz 10,9 mln zł zysku netto (-30% r/r). Ostatecznie zrealizowane przychody w 2023 roku były zgodne z zapowiedziami zarządu, a marża EBITDA wyraźnie powyżej zapowiedzi – osiągnięte 49% vs zapowiadane ponad 35% (EBITDA po korekcie o zdarzenie jednorazowe, marża kalkulowana w stosunku do całkowitych raportowanych przychodów). Poziom środków pieniężnych na koniec 2023 roku wyniósł 47,8 mln zł, po dniu bilansowym do dnia 16 kwietnia 2024 roku spółka otrzymała od Novavax płatności w kwocie 13,2 mln USD.

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	r/r
Przychody	42 947	39 545	36 030	29 579	46 524	163 982	151 678	-8%
ze sprzedaży	36 525	38 156	34 301	27 952	39 880	90 587	140 289	55%
z zakupu materiałów	5 295	228	628	1 593	6 321	67 711	8 770	-87%
inne	1 127	1 161	1 100	34	3 389	2 619	5 684	117%
Koszt własny sprzedaży	7 342	8 858	7 968	4 828	6 670	29 914	28 324	-5%
Koszt własny zakupionych materiałów	5 665	228	628	1 593	6 321	67 711	8 771	-87%
Koszty badań i rozwoju	2 487	2 090	1 693	1 314	1 149	15 115	6 246	-59%
Koszty ogólnego zarządu	9 271	10 424	8 459	10 950	10 342	28 663	40 175	40%
Pozostałe przychody operacyjne	5 150	164	219	187	-70	7 588	500	-93%
Pozostałe koszty operacyjne	-1 119	73	25	225	13 279	1 582	13 602	760%
<b>EBIT</b>	<b>24 452</b>	<b>18 036</b>	<b>17 475</b>	<b>10 855</b>	<b>8 695</b>	<b>28 215</b>	<b>55 061</b>	<b>95%</b>
Amortyzacja	1 910	1 790	1 719	1 976	1 715	8 977	7 200	-20%
<b>EBITDA</b>	<b>26 362</b>	<b>19 826</b>	<b>19 194</b>	<b>12 831</b>	<b>10 410</b>	<b>37 192</b>	<b>62 261</b>	<b>67%</b>
Przychody finansowe	-5 185	219	212	275	148	287	854	198%
Koszty finansowe	4 726	1 785	2 443	275	1 517	6 462	6 020	-7%
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>4 419</b>	<b>16 470</b>	<b>15 244</b>	<b>10 856</b>	<b>7 324</b>	<b>22 040</b>	<b>49 894</b>	<b>126%</b>
Podatek	1 152	0	0	0	-8 625	1 152	-8 625	-849%
<b>Zysk netto</b>	<b>3 267</b>	<b>16 470</b>	<b>15 244</b>	<b>10 856</b>	<b>-1 301</b>	<b>23 192</b>	<b>41 269</b>	<b>78%</b>

Źródło: Mabion (4Q22-4Q23, 2022-2023)

## Zmodernizowany zakład, inwestycje w IT w trakcie

Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka w 2023 roku przeprowadziła modernizację przestrzeni wytwórczej oraz jednocześnie doposażyła park maszynowy o nowe urządzenia, zwiększając tym samym elastyczność i wydajność jako dostawca usług kontraktowych, nie zmieniając powierzchni użytkowej zakładu. Spółka zawarła umowy na wdrożenie systemów IT jak: eQMS (ang. Quality Management System) oraz LIMS(ang. Laboratory Information Management System). Pierwszy z nich umożliwia prowadzenie nadzoru nad dokumentacją Farmaceutycznego Systemu Jakości, odchyłeń, kontroli zmian, szkoleń, OOS (wyników poza specyfikacją) oraz CAPA (działań korygujących i zapobiegawczych). Wdrożenie systemu LIMS pozwala na przyspieszenie procesów kontroli jakości, zapewnia zgodność z najnowszymi standardami w zakresie gromadzenia dokumentacji, archiwizowania, integralności danych, a także umożliwia zwiększenie zakresu działań prewencyjnych, co jest doceniane przez klientów CDMO. W 2023 roku spółka poniosła na modernizację zakładu wydatki w wysokości ok. 36,8 mln zł. Planowane są dalsze nakłady na ten cel w 2024 roku.

## Strategiczny cel budowy zakładu Mabion II pozostaje aktualny

Mimo dokonanego odpisu, projekt Mabion II pozostaje elementem długoterminowej strategii Mabionu. W 2024 roku spółka chce zaktualizować koncepcję projektu zakładu Mabion II, wykorzystując aktualnie posiadaną dokumentację projektową oraz dostosować ją do oczekiwań rynku CDMO. Spółka będzie również pracować nad zabezpieczeniem finansowania na rozpoczęcie jego budowy. Okres budowy i uruchomienia nowego zakładu jest obecnie szacowany na lata 2025-2027 i jest w znacznej mierze uzależniony od tempa rozwoju działalności spółki jako CDMO, które będzie miało kluczowy wpływ na zdolność pozyskania finansowania niezbędnego do uruchomienia budowy Mabion II. Jednocześnie spółka zakłada, że budowa nowego zakładu może być realizowana etapami, a tempo uzbrojenia zakładu może być dostosowane do tempa budowy portfela klientów i kontraktów.

## Rozszerzenie zarządu

Rada Nadzorcza Spółki podjęła uchwałę o powołaniu Pani Julity Balcerek z dniem 8 listopada 2023 roku w skład Zarządu Spółki na stanowisko Członka Zarządu ds. Operacyjnych. Tytuł doktora nauk medycznych uzyskała w zakresie biologii molekularnej i komórkowej uczestnicząc w programie doktoratu wdrożeniowego Uniwersytetu Medycznego w Łodzi. Pani Julita Balcerek jest od 15 lat związana z Mabion S.A., gdzie zbudowała zespół i jego kompetencje w zakresie rozwoju, wytwarzania i kontroli biologicznych produktów leczniczych.

**BUSINESS DEVELOPMENT****Zbudowanie zespołu business development**

Równoległe do procesu modernizacji i rozbudowy istniejącego zakładu spółka zrealizowała proces wzmacniania obszaru Business Development. Na przestrzeni 2023 roku skompletowany został zespół ekspertów z obszaru BD, który liczy obecnie 10 osób – aktywnie nawiązujących relacje biznesowe z nowymi potencjalnymi klientami. Ważnym wzmocnieniem dla dalszych działań sprzedażowych jest rozbudowa struktur na kluczowych rynkach: amerykańskim i europejskim. W ostatnich miesiącach spółka zatrudniła dedykowane osoby na stanowiskach Business Development Director w USA (Marty Henehan, 20 lat doświadczenia w branży, w tym m.in. w Pharmaron, Hospira, Therapure, August Bioservices) i w Europie (dr Nigel Stapleton, 16 lat doświadczenia w branży leków biologicznych, w tym ponad 10 lat w rozwoju biznesu dla CDMO, w tym w KBI Biopharma, Halix BV i w grupie Eurofins Scientific), które odpowiadają za strategie sprzedażowe oraz nawiązywanie partnerstw biznesowych w oparciu o posiadane wieloletnie doświadczenie i rozbudowane sieci kontaktów. Dodatkowo spółka aktywnie poszukuje zleceń poprzez uczestnictwo w najważniejszych konferencjach branżowych, czy wykorzystanie dostępnych narzędzi online.

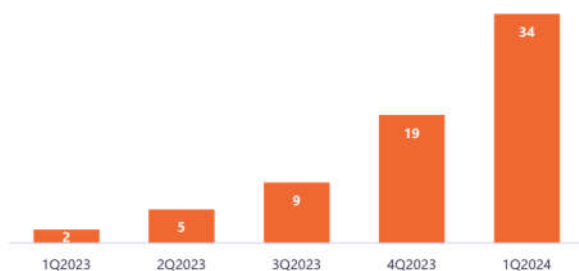
**Przyspieszenie procesu ofertowania i 213 mln USD złożonych ofert**

Spółka istotnie przyspieszyła i usprawniła proces ofertowania, co w efekcie umożliwia przygotowanie kompleksowej oferty dla klienta w ciągu dwóch tygodni. Podejmowane dynamiczne działania w obszarze ofertowania spowodowały, że na dzień 16 kwietnia 2024 r., skumulowana wartość złożonych przez Mabion ofert wzrosła do 213 mln USD, podczas gdy w listopadzie 2023 roku ofertowana wartość usług spółki wyniosła nieco poniżej 30 mln USD. Skokowy wzrost wynika w ocenie zarządu przede wszystkim z rosnącą rozpoznawalnością Mabion na arenie międzynarodowej jako kompetentnego podmiotu gotowego do świadczenia szerokiego zakresu usług CDMO.

**Wartość złożonych ofert przez Mabion w ostatnich kwartałach**

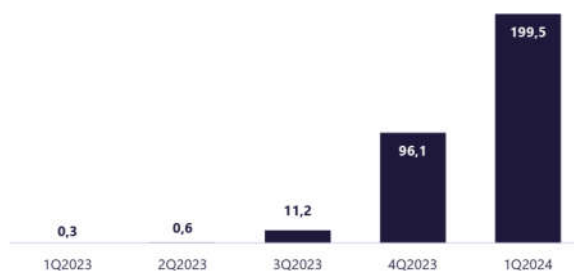
Skumulowana liczba wysłanych ofert

(stan na 1Q 2024)



Skumulowana wartość wysłanych ofert (mln USD)

(stan na 1Q 2024)



Źródło: Mabion

**Współpraca z Novavax – zmiana formy współpracy po okresie gwarantowanym (maju 2024 roku)**

Warto przypomnieć, że po II kwartale 2024 roku zmianie ulega tryb współpracy z Novavax (obecny to take or pay), co oznacza, że perspektywa na II połowę 2024 roku (od maja) jest znacznie mniej przewidywalna niż do tej pory. Spółka wskazuje, że wartość przychodów rozpoznana w sprawozdaniu finansowym za 2023 rok z tym podmiotem odpowiadała za 99,93% przychodów ze sprzedaży spółki. Z racji wyżej wskazanego udziału, Mabion jest zależny od firmy Novavax w zakresie generowanych przychodów. Zarząd spółki oczekuje, że współpraca z Novavax po okresie gwarantowanym będzie mieć nadal miejsce jednak w mniejszej skali niż obecnie.

**Novavax – poszukiwanie oszczędności**

W sprawozdaniu rocznym za 2023 roku opublikowanym 28 lutego 2024 roku, Novavax, drugi rok z rzędu, wyraziła wątpliwości co do swojej zdolności do kontynuacji działalności w ciągu 12 miesięcy od daty publikacji sprawozdania. Nie dziwi więc poszukiwanie przez Novavax oszczędności we wszelkim możliwych obszarach. Novavax poinformowała, że zredukowała zatrudnienie o 30% w stosunku do 1Q23 a wydatki na badania i rozwój zostały zmniejszone o 500 mln USD w stosunku do 2022 roku. Spółka planuje wydać na R&D oraz koszty ogólnego zarządu i sprzedaży 700-800 mln USD w 2024 roku i wygenerować przychody na poziomie 800-1000 mln USD. Oczekiwane przychody na 1Q24 to 100 mln USD. Novavax wspomina też o poprawie w zakresie długoterminowej wydajności łańcucha dostaw, w tym bada możliwości sprzedaży zakładu produkcyjnego w Czechach.

## RYNEK CDMO

### **Novo Nordisk przejmuje Catalent**

5 lutego br. Novo Nordisk poinformował o przejściu Catalentu za 16,5 mld USD. Cena transakcyjna stanowi 47,5% premii w stosunku do średniej ceny z ostatnich 60 dni. Catalent jest dużym graczem na rynku CDMO, a dla Novo Nordiska jest producentem kontraktowym m.in. analogów GLP-1. W 2022 roku Catalent miał 4,8 mld USD przychodów, z czego na Europę przypadało 30%. W rozbiciu na obszary – 55% przychodów stanowiły leki biologiczne, a w rozbiciu na obszary – produkcja odpowiadała za 43% przychodów. Ocenia się, że transakcja ma na celu zabezpieczenie przez Novo Nordisk mocy produkcyjnych w szybko rosnącym obszarze analogów GLP-1. W tym kontekście warto wspomnieć, że Novo Nordisk nie był w ostatnim czasie w stanie zaspokoić popytu na swój najnowszy flagowy bestseller – Wegovy, analog GLP-1 nowej generacji. Transakcja wskazuje, że moce wytwórcze w obszarze CDMO są istotnym aktywem na rynku. Na chwilę obecną trudno wskazać, jak transakcja zmieni rynek CDMO w Europie. Niemniej jednak wydaje się, że jest to szansa dla Mabionu. W tym kontekście trzeba jednak zauważyć, że Mabion nie posiada zdolności do produkcji analogów GLP-1, gdyż są one produkowane w systemach bakteryjnych, a Mabion operuje w systemach ssacznych. Nie miesza się tych dwóch systemów w ramach jednego zakładu produkcyjnego.

### **Selvita przejmuje Pozlab**

W kontekście rynku CDMO warto też wspomnieć o transakcji dotyczącej mniejszego podmiotu dokonanej przez spółkę Selvita. Selvita pod koniec marca br. podpisała warunkową umowę nabycia Pozlabu za 25 mln zł. Selvita współpracuje z Pozlabem od lat. Pozlab wygenerował w 2023 roku 15,3 mln zł przychodów i 1,7 mln zł EBITDA, z czego 36% sprzedaży przypada na produkcję/formulację i CDMO, 41% na kontrolę jakości, 11% na testy mikrobiologiczne. 10 największych klientów Pozlabu odpowiada za ok. 80% obrotów, i większość z nich pochodzi z Polski.

### **Spółka otwarta na rozmowy z inwestorami, ale powrót do aktywnej postawy po zdywersyfikowaniu biznesu CDMO**

Koncentracja na obszarze wpłynęła na plany związane z pozyskaniem długoterminowego inwestora strategicznego. Wraz z ogłoszeniem strategii na lata 2023-2027, spółka podjęła decyzję o pozostaniu otwartym na potencjalne zainteresowanie i rozmowy z inwestorami strategicznymi, koncentrując się, jednakże w pierwszej kolejności na realizacji celów takich jak dokończenie transformacji, dywersyfikacja biznesu w obszarze CDMO i budowie wartości apółki. Powrót do aktywnej postawy w zakresie prowadzonych rozmów będzie uzasadniony wraz z systematycznym osiąganiem tych celów. Mabion w dalszym ciągu prowadzi też rozmowy na temat pozyskania licencjonobiorcy dla projektu CD20, ale ze względu na konkurencję i wydłużający się czas od wygaśnięcia patentu jest to projekt wyjątkowo trudny i ma niski priorytet dla spółki.

## GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

**Ryzyko spadku przychodów i zysków po zakończeniu okresu gwarantowanego z Novavax** – okres gwarantowany w umowie trwa do maja 2024 roku; po tym okresie Novavax może istotnie lub całkowicie ograniczyć zamówienia produkcyjne 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. NCBR wyraziło zgodę na zmianę sposobu wdrożenia z wprowadzenia wyników prac B+R do własnej działalności gospodarczej spółki poprzez rozpoczęcie produkcji lub świadczenia usług na bazie uzyskanych wyników projektu na udzielenie licencji (na zasadach rynkowych) na korzystanie z przysługujących spółce praw do wyników prac B+R. Niemniej pomimo podejmowanych działań należy wskazać na ryzyko braku realizacji scenariusza w zakresie pozyskania licencjobiorcy. W przypadku niezrealizowania wskaźnika rezultatu do czasu zakończenia okresu trwałości projektu spółka może zostać wezwana przez NCBR do zwrotu części lub całości wypłaconego dofinansowania wraz z należnymi odsetkami. Spółka nie jest w stanie wykluczyć takiego ryzyka w przyszłości (po zakończeniu okresu trwałości projektu), natomiast na tę chwilę ocenia je jako niskie.

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



---

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

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

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

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

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
EPS, Adj+	-4,06	0,13	1,44	2,55	0,43	0,44
Revenue	0	57	164	152	83	80
Gross Margin %	n.d.	63%	82%	81%	80%	70%
Operating Profit	-55	-10	28	55	8	8
EBIT	-55	-10	28	55	8	8
EBITDA	-45	-1	37	62	16	16
Pre-Tax Profit	-56	-10	22	50	7	7
Net Income Adj+	-56	2	23	41	7	7
Net Debt	4	-33	-53	-16	-36	-36
BPS	-5,6	3,6	4,7	7,3	7,7	8,2
CPS	-2,8	-2,2	2,4	-0,1	2,2	0,9
DPS	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	n.d.	n.d.	36%	42%	6%	6%
Return on Assets %	n.d.	n.d.	13%	21%	3%	3%
Depreciation	10	9	9	7	8	8
Amortization	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-42	-65	22	-40	20	0
CAPEX	3	32	17	38	15	15

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>0</b>	<b>57</b>	<b>164</b>	<b>152</b>	<b>83</b>	<b>80</b>
Koszt własny sprzedaży	0	21	30	28	17	24
Koszt własny zakupionych materiałów	0	15	68	9	10	0
Koszty badań i rozwoju	36	14	15	6	4	4
Koszty ogólnego zarządu	20	30	29	40	44	44
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	6	-13	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-55</b>	<b>-10</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-1	0	-6	-5	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	-56	-10	22	50	7	7
Podatek dochodowy	0	12	1	-9	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>-56</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
Amortyzacja	10	9	9	7	8	8
<b>EBITDA</b>	<b>-45</b>	<b>-1</b>	<b>37</b>	<b>62</b>	<b>16</b>	<b>16</b>

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

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
<b>Aktywa</b>	<b>78</b>	<b>184</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>214</b>	<b>221</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>67</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>118</b>	<b>125</b>	<b>132</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	65	89	90	112	119	126
Inne aktywa trwałe	1	13	14	5	5	5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>12</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>89</b>	<b>89</b>
Zapasy	6	8	8	7	4	4
Należności handlowe	3	12	8	26	7	7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2	49	54	48	68	68
Inne aktywa obrotowe	1	13	12	10	10	10
<b>Pasywa</b>	<b>78</b>	<b>184</b>	<b>186</b>	<b>208</b>	<b>214</b>	<b>221</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>-77</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>118</b>	<b>125</b>	<b>132</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>51</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>105</b>	<b>96</b>	<b>74</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	31	15	0	31	31	31
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18	23	13	8	6	6
Inne	55	58	61	16	16	16

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Zysk netto przed opodatkowaniem	-56	2	23	41	7	7
Amortyzacja	10	9	9	7	8	8
Inne	0	-58	-2	18	0	0
Zmiana kapitału obrotowego	8	15	8	-68	20	0
<b>CF operacyjny</b>	<b>-38</b>	<b>-33</b>	<b>39</b>	<b>-2</b>	<b>35</b>	<b>15</b>
CAPEX	3	32	17	38	15	15
Dezynwestycje i inne	0	0	1	0	0	0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-3</b>	<b>-31</b>	<b>-16</b>	<b>-38</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
Podwyższenie kapitału	0	117	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	15	0	-15	38	0	0
Inne	-2	-7	-2	-3	0	0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
<b>CF finansowy</b>	<b>13</b>	<b>111</b>	<b>-18</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CF</b>	<b>-29</b>	<b>46</b>	<b>5</b>	<b>-6</b>	<b>20</b>	<b>0</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	21	22	69	74	68	88
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	-7	69	74	68	88	88

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

## Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Bioton	md	4,5	3,5	3,50	27%	18.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	md	11,5	7,2	7,41	55%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	82,40	59%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	31,80	-29%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	28,60	42%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0	32,05	11%	19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	360,30	24%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,87	13%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	112,70	71%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4	32,05	-2%	05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,00	70%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	2,92	6%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	15590,00	24%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forté	Akumuluj	25,2	23,8	22,70	11%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1			18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	72,00	52%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	23,75	34%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7	14,50	-15%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	15,20	49%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8			30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	82,40	66%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	326,00	20%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	61,20	11%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	69,10	5%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	16,9	14,9	14,60	16%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	15,00	57%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,00	27%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	18,88	1%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	53,00	47%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	25,40	33%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	532,00	33%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0	17,20	37%	02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	7,99	28%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8			19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	10,10	24%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,94	76%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3			07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forté	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0			09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6			08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski

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

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

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE****PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

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

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpłyną i wypłyną z 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.

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

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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

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

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

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

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

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

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 29.04.2024, godz. 17.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 29.04.2024, godz. 17.10.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Mabion SA

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

**DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**

**Sobiesław Kozłowski, MPW**  
[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 39  
Modelowe portfele, strategia i banki

**Krzysztof Radojewski**  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 36  
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

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

**Krzysztof Ojczyk, MPW**  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

**Mateusz Chrzanowski**  
[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
Przemysł, automotive, gaming, XTB

**Dariusz Nawrot**  
[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel. +48 783 391 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**  
[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
Analiza techniczna

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**

**Jacek Paszkowski, CFA**  
[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 02  
mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**  
[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 244 13 04