

## Kupuj, 100,00 PLN

Podtrzymana

16 grudnia 2019 r., 07:30

### Zdrowe fundamenty

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla spółki Mabion oraz lekko obniżamy naszą 12M cenę docelową do 100 PLN za akcję (z 105 PLN poprzednio). Ostatnia decyzja EMA o odłożeniu rejestracji MabionCD20 w Europie poskutkowała dodatkowym okresem niepewności dla spółki oraz spadkiem kursu akcji o ponad 30% w ciągu ostatnich dni. W naszej opinii, fundamenty biznesu, tj. prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji leku, obraz rynku rytuksymabu oraz oczekiwany udział w rynku Mabionu, pozostaje w większości niezmieniony. W tym samym czasie, spółka była w stanie popchnąć naprzód proces rozwoju leku w USA oraz poprawić swoją sytuację finansową za sprawą pożyczki do kwoty 30 mln EUR z Europejskiego Banku Inwestycyjnego. W naszej opinii, obecna wycena spółki oferuje atrakcyjny moment inwestycyjny z potencjałem wzrostu kursu na poziomie 66%.

Poślizg w EMA, lecz proces jest wciąż na dobrej drodze. Wbrew naszym dotychczasowym oczekiwaniom, proces rejestracji MabionCD20 wciąż trwa, gdyż EMA zdecydowała się zaadresować nowe kwestie do wyjaśnienia. W przeciągu kilku dni Mabion powinien otrzymać kolejny zestaw pytań od regulatora, a do tego czasu niepewność co do powodów opóźnienia decyzji powinna się utrzymywać. W naszej ocenie, prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji (pomimo oczekiwanego 1-2 miesięcznego opóźnienia) w dalszym ciągu jest bardzo wysokie (85%), a ostatnie spadki kursu są w większym stopniu związane z kwestią utraty wiarygodności.

**Decyzja FDA zwiększa optymizm oraz prawdopodobieństwo sukcesu.** Niedawna decyzja FDA przyznająca Mabionowi spotkanie BPD Typu 3 w styczniu 2020 jest dużym i długo oczekiwanym krokiem naprzód dla procesu rejestracji MabionCD20 w USA. Decyzja niesie ze sobą dwa pozytywne aspekty: 1) pokazuje przychylnie nastawienie FDA do projektu spółki oraz 2) rozwiązuje problem z brakiem partnera na rynek USA. W rezultacie, podnosimy szacowane prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji leku w USA do 55% (z 50% poprzednio) oraz oczekujemy, że 2020 będzie przełomowym rokiem dla MabionCD20 na rynku amerykańskim.

**Pożyczka z EBI daje stabilność finansową.** Po ostatnim uzyskaniu zgodny NWZ, Mabion otrzymał dostęp do finansowania dłużnego w wysokości 30 mln EUR z EBI, do wykorzystania w przeciągu trzech kolejnych lat. W naszej opinii, pożyczka ta zabezpiecza potrzeby kapitałowe spółki na okres dodatkowego roku oraz widocznie poprawia profil ryzyka spółki.

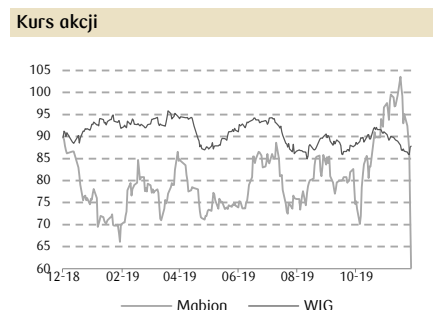
| mln PLN            | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021F |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody          | 0     | 0     | 0     | 37    | 122   |
| EBITDA             | -54   | -52   | -50   | -17   | 22    |
| Skorygowana EBITDA | -54   | -52   | -50   | -17   | 22    |
| EBIT               | -62   | -63   | -61   | -29   | 7     |
| Zysk netto         | -58   | -67   | -63   | -30   | 1     |
| P/E                | nm    | nm    | nm    | nm    | 703,4 |
| P/BV               | -21,0 | 34,3  | -40,6 | -16,7 | -17,1 |
| EPS                | -4,91 | -4,91 | -4,47 | -2,12 | 0,05  |
| DPS                | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| FCF                | -     | -     | -71   | -49   | -27   |
| CAPEX              | -7    | -7    | -19   | -30   | -40   |

| Informacje              |        |
|-------------------------|--------|
| Kurs akcji (PLN)        | 60,20  |
| Upside                  | 66%    |
| Liczba akcji (mn)       | 14,12  |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 850,24 |
| Free float              | 54%    |
| Free float (mln PLN)    | 460    |
| Free float (mln USD)    | 120    |
| EV (mln PLN)            | -      |
| Dług netto (mln PLN)    | 15,70  |

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

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

| Poprzednie rekom. | Data i cena docelowa |
|-------------------|----------------------|
| Kupuj             | 26-07-19 105,00      |



|                              | WIG   | Spółka |
|------------------------------|-------|--------|
| 1 miesiąc                    | -3,5% | -35,3% |
| 3 miesiące                   | -2,4% | -29,8% |
| 6 miesięcy                   | -4,5% | -19,6% |
| 12 miesięcy                  | -1,1% | -33,8% |
| Min 52 tyg. PLN              |       | 60,20  |
| Max 52 tyg. PLN              |       | 103,60 |
| Średni dzienny obrót mln PLN |       | 0,85   |

| Analityk                 |  |
|--------------------------|--|
| Dawid Górzyński          |  |
| +48 22 521 97 69         |  |
| dawid.gorzynski@pkobp.pl |  |

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

## ARGUMENTY INWESTYCYJNE

### (1) Co zakłada obecna wycena?

Od początku grudnia kapitalizacja spółki Mabion straciła ponad 40% wartości. Na ten moment, spółka jest notowana z ceną na poziomie tej z pierwszego półrocza 2016, czyli jeszcze przed podpisaniem umowy partneringowej z Mylanem (4Q16) oraz prezentacją pozytywnych wyników fazy III badania klinicznego w RZS (3Q17). Poniższa tabela podsumowuje prawdopodobieństwo rejestracji leku MabionCD20 w Europie oraz USA, które w naszej opinii wskazuje obecna wycena:

#### Analiza wrażliwości: TP przy założeniu różnych poziomów prawdopodobieństwa rejestracji

|                                      |      | Prawdopodobieństwo rejestracji w Europie |     |     |     |     |     |     |      |  |
|--------------------------------------|------|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|--|
|                                      |      | 0%                                       | 20% | 40% | 60% | 80% | 85% | 90% | 100% |  |
| Prawdopodobieństwo rejestracji w USA | 0%   | 0  | 0   | 9   | 23  | 36  | 39  | 43  | 49   |  |
|                                      | 20%  | 5  | 18  | 32  | 45  | 58  | 61  | 65  | 71   |  |
|                                      | 40%  | 27                                       | 40  | 54  | 67  | 80  | 84  | 87  | 93   |  |
|                                      | 50%  | 38                                       | 51  | 65  | 78  | 91  | 95  | 98  | 105  |  |
|                                      | 55%  | 43                                       | 57  | 70  | 83  | 97  | 100 | 103 | 110  |  |
|                                      | 60%  | 49                                       | 62  | 76  | 89  | 102 | 106 | 109 | 116  |  |
|                                      | 80%  | 71                                       | 84  | 98  | 111 | 124 | 128 | 131 | 138  |  |
|                                      | 90%  | 82                                       | 95  | 109 | 122 | 135 | 139 | 142 | 149  |  |
|                                      | 100% | 93                                       | 106 | 120 | 133 | 146 | 150 | 153 | 160  |  |

Źródło: Biuro Maklerskie PKO BP

W naszej opinii, założenia przyjmowane obecnie przez rynek są wysoce konserwatywne i, w dużej mierze, odzwierciedlają podważoną wiarygodność projektu Mabionu. W tym samym czasie, rejestracja leku w EMA wciąż trwa (bez poważnych zastrzeżeń ze strony regulatora) a rozwój leku w USA zanotował widoczny progres w ostatnich miesiącach.

### (2) Odroczone decyzja EMA – co to właściwie zmienia?

Zgodnie z programem ostatniego spotkania Komitetu ds. Produktów Leczniczych Stosowanych u Ludzi (CHMP) ([dostępnym tutaj](#)), złożony przez Mabion wniosek zaklasyfikowano w trybie tzw. dodatkowych zagadnień. Oznacza to, że Komitet postanowił zadać kolejną rundę pytań dotyczących projektu MabionCD20, zamiast podjąć ostateczną decyzję o rejestracji leku (czego, jak się wydaje, oczekiwał rynek). Spółka powinna otrzymać te pytania w ciągu kilku kolejnych dni. Oczekujemy, że Mabion skomentuje bardziej szczegółowo nowe kwestie podniesione przez EMA na krótko po ich otrzymaniu.

Dane historyczne dotyczące innych spółek rozwijających leki biopodobne (*przedstawionych w poniższej tabeli*), którym EMA zadała drugą rundę pytań, wskazują prawdopodobieństwo sukcesu takich projektów na 80% – 4 z 5 zostało zatwierdzonych. Dwie informacje ogłoszone przez Mabion wpływają jednak na naszą ocenę prawdopodobieństwa sukcesu:

- 1) kwestie podniesione przez EMA w drugiej rundzie pytań nie były prawdopodobnie sygnalizowane na wcześniejszych etapach procedury rejestracyjnej;
- 2) w oparciu o wstępne informacje otrzymane przez Mabion nowe pytania mogą dotyczyć zwiększenia skali procesu produkcyjnego MabionCD20, co stwarza szanse na przyspieszenie wprowadzenia produktu na rynek po jego rejestracji (scenariusz pozytywny)

## Projekty biopodobne w 2 rundzie pytań po Dniu 181 procedury rejestracyjnej w EMA (2014-2019)

| # | Biopodobny (spółka)            | Lista pytań (dzień przyjęcia) | Pierwsza lista niewyjaśnionych kwestii (dzień przyjęcia) | Ustne wyjaśnienie | Druga lista niewyjaśnionych kwestii (dzień przyjęcia) | Ostateczna decyzja w sprawie rejestracji leku | Data uzyskania zgody na rejestrację |
|---|--------------------------------|-------------------------------|--|-------------------|---|---|-------------------------------------|
| 1 | rituximab (Mabion)             | 18.10.2018                    | 27.06.2019   | -                 | 2019.12.12  | DECYZJA OCZEKIWANA                            | -                                   |
| 2 | pegfilgrastim (ERA Consulting) | 23.03.2017                    | 14.12.2017   | -                 | 28.06.2018  | POZYTYWNA                                     | Lipiec 2018                         |
| 3 | adalimumab (Sandoz)            | 14.09.2017                    | 22.02.2018   | 25.04.2018        | 26.04.2018  | POZYTYWNA                                     | Maj 2018                            |
| 4 | trastuzumab (Amgen)            | 20.07.2017                    | 09.11.2017   | 24.01.2018        | 22.02.2018  | POZYTYWNA                                     | Marzec 2018                         |
| 5 | pegfilgrastim (Gedeon Richter) | 01.04.2016                    | 21.07.2016   | -                 | 13.10.2016  | WYCOFANIE WNIOSKU                             | -                                   |
| 6 | infiximab (Samsung Bioepis)    | 23.07.2015                    | 17.12.2015   | 24.02.2016        | 25.02.2016  | POZYTYWNA                                     | Marzec 2016                         |

Źródło: Biuro Maklerskie PKO BP, EMA

Z uwagi na: 1) zwiększone ryzyko związane z rejestracją w UE w świetle dodatkowych pytań otrzymanych od EMA oraz 2) pewne prawdopodobieństwo, że najnowsze dodatkowe zagadnienia nie były wcześniej omawiane i mogą dotyczyć zwiększenia skali procesu produkcyjnego (którym miano się zająć dopiero w trybie zmian porejestracyjnych) ograniczamy naszą ocenę prawdopodobieństwa sukcesu rejestracji w UE do 85% (z 95% poprzednio). Niemniej jednak nasz scenariusz podstawowy zakłada, że po zakończonej sukcesem rejestracji w 1Q20 Mabion będzie zmuszony do złożenia wniosku o odrębne procedowanie zmian porejestracyjnych. Z tego powodu spodziewamy się, że wprowadzenie leku do obrotu produktu może zostać odroczone na 1Q21

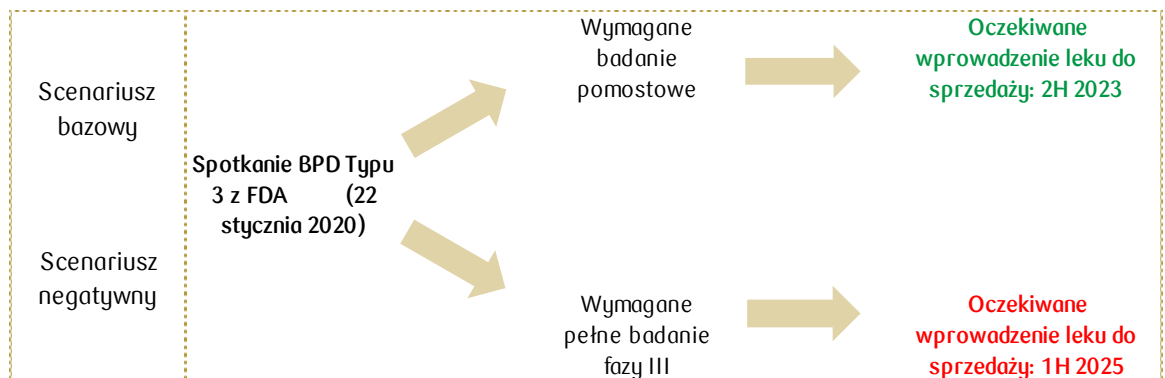
### (3) Przychylność FDA przyspiesza rejestrację produktu Mabion w USA

23 października Mabion otrzymał zgodę FDA na organizację spotkania BPD (Biosimilar Biological Product Development) Typu 3 ze spółką. Spotkanie wyznaczono na 22 stycznia 2020 r. Zwracamy uwagę, że decyzja ta ma dla Mabionu dwie istotne implikacje:

- Przede wszystkim, zgodnie z aktualnymi wytycznymi FDA dla rozwoju produktów biopodobnych ([here](#), s. 22) spotkanie tego rodzaju obejmuje zwykle ocenę pełnych protokołów z badań (w tym danych z badań klinicznych P-III lub z badań uzupełniających). Mabion nie zakończył jeszcze żadnych z nich, ale przygotował kompleksowe dane analizy podobieństw, porównujące MabionCD20, MabThera (wersję rytuksymabu na rynek UE produkcji Roche) i Rituxan (wersję rytuksymabu na rynek USA produkcji Roche). W związku z powyższym decyzję FDA postrzegamy jako ukłon na rzecz projektu i znak, że zaprezentowane do tej pory dane zostały przyjęte przez agencję z optymizmem. Skłania nas to do pozytywnego nastawienia wobec przyszłości projektu i sugeruje, że badania uzupełniające powinny wystarczyć do dowiedzenia bioekwiwalencji między MabionCD20 a Rituxanem.
- Po drugie, zgodnie z warunkami europejskiej umowy partnerskiej zawartej przez Mabion z Mylanem w 2016 r., Mylanowi przysługują wyłączne prawa do rozszerzenia umowy dystrybucyjnej na resztę świata. **Opcja ta wygasa jednak 30 dni od daty otrzymania ostatecznego protokołu ze spotkania Typu 3 z FDA.** Po tym terminie do negocjacji z Mabionem będą mogły przystąpić inne zainteresowane podmioty. Jako że data spotkania została już

ustalona, szacujemy, że wygaśnięcie opcji Mylana powinno mieć miejsce na przełomie marca i kwietnia 2020 r. Naszym zdaniem konkurencja przy stole negocjacyjnym umożliwi Mabionowi optymalizację warunków z umowy partneringowej na pozostałe rynku (co było wcześniej niemożliwe) i przyspieszyć jej zawarcie.

Na skutek dwóch niedawnych wydarzeń: 1) korzystnej decyzji FDA o organizacji spotkania Typu 3 z Mabionem oraz 2) nieco zwiększonego ryzyka towarzyszącemu procesowi rejestracji w UE podnosimy naszą ocenę prawdopodobieństwa sukcesu rejestracji w USA do 55% (z 50% poprzednio). Oczekujemy, że proces rozwoju MabionCD20 w USA przyspieszy widocznie w 2020 r., ponieważ moce spółki powinny zostać zwolnione po zakończeniu procesu rejestracji przez EMA oraz wsparcie ze strony amerykańskiego partnera (zawarcia umowy partnerskiej oczekujemy w przyszłym roku).



#### (4) Prognozy dla rynku rytuksymabu pozostają zasadniczo niezmiennie

Poniżej podsumowujemy zmiany na rynku unijnym i amerykańskim rytuksymabu od czasu naszego pierwszego raportu (lipiec 2019 r.):

##### Rynek europejski

- W oparciu o porządek obrad posiedzenia CHMP, na 180 dzień procedury rejestracyjnej EMA poza Mabionem pozostawiono jeszcze tylko jedną spółkę. Naszym zdaniem chodzi o Pfizer, co oznacza, że ten amerykański podmiot może uzyskać zgodę EMA w 1Q20 (kilka miesięcy później, niż początkowo oczekiwaliśmy). Tym niemniej, z uwagi na krótszy okres niezbędny na wprowadzenie leku na rynek, podtrzymujemy naszą opinię, że Pfizer będzie trzecim graczem na rynku unijnym (po Celltrionie i Sandozie) (**neutralnie dla wyceny**).
- Amgen zakończył badania kliniczne P-III leku biopodobnego do rytuksymabu (u pacjentów z NHL) na drugiej rundzie badań P-III, czyli wcześniej, niż wstępnie szacowaliśmy. W efekcie spółka może już złożyć wniosek do EMA o dopuszczenie produktu do sprzedaży. Jak na razie jednak EMA rozpatruje jedynie trzy wnioski o rejestrację leku biopodobnego do rytuksymabu (dwa Mabionu i jeden Pfizer), co oznacza, że Amgen nie złożył jeszcze odpowiednich dokumentów. W efekcie w dalszym ciągu oczekujemy, że spółka uzyska rejestrację EMA w połowie 2021 r. (**neutralnie dla wyceny**).

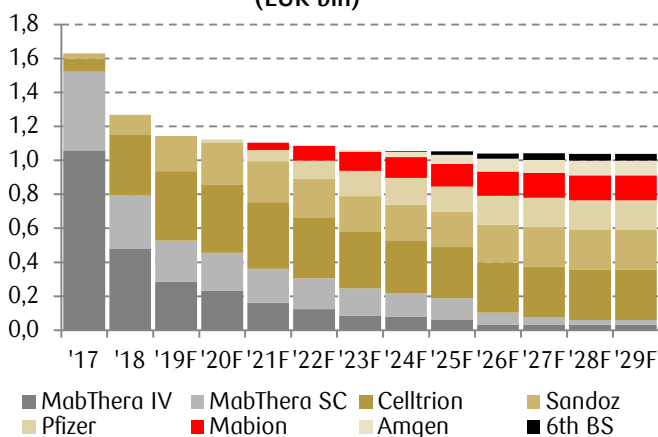
##### Rynek amerykański

- 7 listopada Celltrion wprowadził na rynek amerykański pierwszy lek biopodobny do rytuksymabu – Truximę. Pierwsza sprzedaż nastąpiła 12 miesięcy od rejestracji leku przez FDA. Celltrion ogłosił, że lek sprzedawany będzie z około 10%-owym dyskontem do ceny Rituxanu produkcji Roche, tj. 4227 USD za ampułkę 500 mg. Dyskonto jest mniejsze, niż się

spodziewaliśmy (20%), ale zwracamy uwagę, że ceny powinny zostać dodatkowo obniżone po wprowadzeniu kolejnego leku biopodobnego do rytuksymabu. **(neutralnie dla wyceny)**

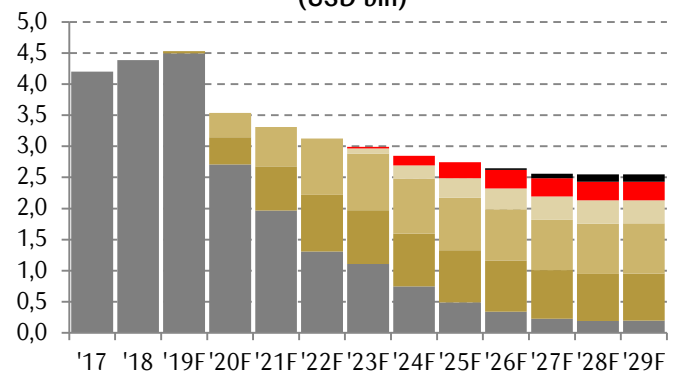
- Sprzedaż Rituxanu (oryginalnego produktu Roche) rosła w dalszym ciągu o 6% r/r w 1-3Q2019, wykazując tempo wyższe od pierwotnie oczekiwanego (+1% r/r). Może to wynikać zarówno z wzrostu cen (gambit wykorzystywany przez producentów oryginalnych leków na krótko przed wprowadzeniem produktów biopodobnych), jak i z wzrostu wolumenu. Ponieważ jednak rynek rytuksymabu w USA wart jest 100 mln USD więcej, niż oczekiwaliśmy, jego część do podziału między producentów produktów biopodobnych (w tym Mabion) jest znacznie większa, niż się spodziewaliśmy. **(pozytywnie dla wyceny)**

EU: struktura sprzedaży rytuksymabu (EUR bln)



Źródło: Mabion, Biuro Maklerskie PKO BP

USA: struktura sprzedaży rytuksymabu (USD bln)



Źródło: Mabion, Biuro Maklerskie PKO BP

## (5) Finansowanie długoterminowe zabezpieczone umową z EBI

Od czasu ostatniej rekomendacji Mabionowi udało się ograniczyć jedno z głównych ryzyk biznesowych – brak źródeł finansowania. 21 października spółka ogłosiła zawarcie umowy kredytowej z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym w sprawie pożyczki w wysokości do 30 mln EUR ze stałym oprocentowaniem (nie wyższym niż 2,7%), wypłacanej w trzech transzach w ciągu kolejnych trzech lat. Głównym wynagrodzeniem za tak atrakcyjne warunki finansowania będzie emisja nieopłaconych warrantów subskrypcyjnych, które zostaną objęte przez EBI i upoważnią bank do subskrypcji akcji reprezentujących 2,85% całkowitego kapitału akcyjnego (ok. 5,5 mln EUR przy aktualnym kursie akcji). Kredyt uzyskał akceptację Nadzwyczajnego Zgromadzenia Akcjonariuszy spółki i może zostać przeznaczony na pokrycie kosztów projektów B&R oraz zwiększenie mocy produkcyjnych.

Naszym zdaniem udzielony przez EBI kredyt zabezpiecza potrzeby kapitałowe Mabionu o ponad rok. Koszt kredytu zaoferowany przez nowego akcjonariusza (EBI) jest bardzo atrakcyjny i znacznie niższy od tego co Mabion mógłby otrzymać na rynku bankowym. Jednakże, z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych rozwodnienie na poziomie 2,85% można postrzegać jako część kosztów finansowych, co implikuje koszt finansowania rządu ok. 10% (zamiast 2,7%).

## WYCENA – co się zmieniło?

### Założenia do modelu DCF:

- Beta zostaje niezmieniona na poziomie 1.4 ze względu na: 1) lekko podwyższone ryzyko biznesowe po opóźnionej rejestracji w EMA (negatywnie), 2) niepewność, która narosła po połączeniu Mylana z Upjohnem (negatywnie) oraz 3) zabezpieczone finansowanie z EBI (pozytywnie)
- Prognozy Capexu podwyższone, ze względu na negatywną decyzję w sprawie udzielenia dotacji w wysokości 49 mln PLN od NCBiR na rozbudowę zakładu produkcyjnego
- Stopa wolna od ryzyka obniżona do 3.0% z 3.2% poprzednio

### Prognozy przychodów – rynek europejski:

- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji obniżone do 85%** z 95% poprzednio, po otrzymaniu drugiej listy dodatkowych pytań od EMA
- Milestone w wysokości 15 mln USD za udaną rejestrację przełożony na 1Q20 (z 4Q19)
- Wprowadzenie leku do sprzedaży przełożone na 1Q21 (z 4Q20)

### Prognozy przychodów – rynek amerykański:

- **Prawdopodobieństwo sukcesu rejestracji podwyższone do 55%** z 50% poprzednio, po otrzymaniu zgody na spotkanie BPD Typu 3 z FDA
- Wartość rezydualna amerykańskiego rynku rytuksymabu podwyższona o 4% do 2.55 bln USD, po wyższym od oczekiwanego wzroście w 1-3Q19

### Koszty operacyjne:

- Koszty B&R w latach 2020-21 zwiększone o średnio 33%, bazując na oczekiwaniach spółki zaprezentowanych podczas ostatniej telekonferencji z inwestorami (13 grudnia)

| WACC                           | 2019F        | 2020F        | 2021F        | 2022F        | 2023F        | 2024F        | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 29F<         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka          | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         |
| Premia rynkowa                 | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         | 5.0%         |
| Beta                           | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          | 1.4          |
| Premia za ryzyko długu         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         |
| Stopa podatkowa                | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b> |
| <b>Koszt długu</b>             | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  | <b>4.3%</b>  |
| Waga kapitału własnego         | 97.6%        | 92.4%        | 85.0%        | 80.2%        | 80.2%        | 82.5%        | 83.4%        | 84.2%        | 85.0%        | 85.4%        | 85.4%        | 85.4%        |
| Waga długu                     | 2.4%         | 7.6%         | 15.0%        | 19.8%        | 19.8%        | 17.5%        | 16.6%        | 15.8%        | 15.0%        | 14.6%        | 14.6%        | 14.6%        |
| <b>WACC</b>                    | <b>9.9%</b>  | <b>9.6%</b>  | <b>9.1%</b>  | <b>8.9%</b>  | <b>8.9%</b>  | <b>9.0%</b>  | <b>9.0%</b>  | <b>9.1%</b>  | <b>9.1%</b>  | <b>9.2%</b>  | <b>9.2%</b>  | <b>9.2%</b>  |

Źródło: prognozy DM PKO BP

| Model DCF                                 |              |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| mIn PLN                                   | 2019F        | 2020F        | 2021F        | 2022F        | 2023F       | 2024F        | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        | 29F<         |
| EBIT                                      | -61.1        | -29.0        | 7.1          | 34.2         | 54.0        | 204.1        | 248.9        | 295.6        | 203.4        | 202.8        | 201.9        |              |
| Podatek dochodowy                         | 0.0          | 0.0          | 1.1          | 5.1          | 8.1         | 30.6         | 37.3         | 44.3         | 30.5         | 30.4         | 30.3         |              |
| <b>NOPLAT</b>                             | <b>-61.1</b> | <b>-29.0</b> | <b>6.0</b>   | <b>29.0</b>  | <b>45.9</b> | <b>173.5</b> | <b>211.5</b> | <b>251.2</b> | <b>172.9</b> | <b>172.4</b> | <b>171.6</b> | <b>171.6</b> |
| CAPEX                                     | 18.6         | 30.0         | 40.0         | 50.0         | 40.0        | 15.0         | 15.0         | 15.0         | 15.0         | 15.0         | 15.0         | 15.0         |
| Amortyzacja                               | 11.2         | 12.1         | 15.0         | 19.0         | 24.0        | 26.5         | 24.7         | 23.1         | 21.8         | 20.7         | 19.8         | 15.0         |
| Zmiany w kapitale obrotowym               | 2.0          | 2.6          | 7.9          | 21.5         | 14.2        | 17.7         | 19.9         | 14.5         | 0.7          | 0.0          | -0.1         | 2.0          |
| <b>FCF</b>                                | <b>-70.5</b> | <b>-49.5</b> | <b>-26.8</b> | <b>-23.4</b> | <b>15.6</b> | <b>167.2</b> | <b>201.4</b> | <b>244.8</b> | <b>179.0</b> | <b>178.1</b> | <b>176.5</b> | <b>169.6</b> |
| WACC                                      | 9.9%         | 9.6%         | 9.1%         | 8.9%         | 8.9%        | 9.0%         | 9.0%         | 9.1%         | 9.1%         | 9.2%         | 9.2%         | 9.2%         |
| Współczynnik dyskonta                     | 0.00         | 0.91         | 0.84         | 0.78         | 0.71        | 0.65         | 0.59         | 0.54         | 0.50         | 0.45         | 0.42         |              |
| DFCF                                      | 0.0          | -45.2        | -22.5        | -18.2        | 11.1        | 108.7        | 119.8        | 133.2        | 88.9         | 80.9         | 73.4         |              |
| Wzrost w fazie II                         | 0.0%         |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza I                        | 530.2        |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Suma DFCF - Faza II                       | <b>770.4</b> |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość Firmy (EV)                        | <b>1,301</b> |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Dług netto                                | 15.7         |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Udziały mniejszości                       | 0.0          |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Wartość godziwa</b>                    | <b>1,285</b> |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (mln szt.)                   | 14.1         |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość godziwa na akcję na 31.12.2019    | 91.0         |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b> | <b>100.0</b> |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Cena bieżąca                              | 60.2         |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Dywidenda                                 |              |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |
| Oczekiwana stopa zwrotu                   | 66%          |              |              |              |             |              |              |              |              |              |              |              |

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Analiza wrażliwości

|      |       | Wzrost w fazie II |              |              |              |       |  |
|------|-------|-------------------|--------------|--------------|--------------|-------|--|
|      |       | -1.0%             | -0.5%        | 0.0%         | 0.5%         | 1.0%  |  |
| WACC | 8.0%  | 100.0             | 104.0        | 108.0        | 113.0        | 118.0 |  |
|      | 8.5%  | 97.0              | <b>100.0</b> | 104.0        | 108.0        | 113.0 |  |
|      | 9.0%  | 94.0              | 97.0         | <b>100.0</b> | 104.0        | 108.0 |  |
|      | 9.5%  | 92.0              | 94.0         | 97.0         | <b>100.0</b> | 104.0 |  |
|      | 10.0% | 90.0              | 92.0         | 94.0         | 97.0         | 100.0 |  |

Źródło: DM PKO BP

## Prognozy finansowe

| Rachunek zysków i strat                                      |   | 2016 | 2017   | 2018     | 2019P   | 2020P | 2021P | 2022P  |
|--|---|------|--------|----------|---------|-------|-------|--------|
| Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów | - | 0    | 0      | 0        | 0       | 37    | 122   | 179    |
| Sale of products   | - | 0    | 0      | 0        | 0       | 0     | 57    | 120    |
| Milestones   | - | 0    | 0      | 0        | 0       | 37    | 64    | 59     |
| Amortyzacja  | - | 7    | 8      | 11       | 11      | 12    | 15    | 19     |
| Zużycie materiałów i energii                                 | - | 44   | 43     | 45       | 39      | 39    | 45    | 36     |
| Pozostałe przychody operacyjne                               | - | -3   | -2     | -3       | -2      | 0     | 0     | 0      |
| Zysk (strata) z działalności operacyjnej                     | - | -56  | -62    | -63      | -61     | -29   | 7     | 34     |
| Saldo działalności finansowej                                | - | 0    | -4     | 4        | 2       | 1     | 6     | 9      |
| Zysk przed opodatkowaniem                                    | - | -56  | -58    | -67      | -63     | -30   | 1     | 25     |
| Podatek dochodowy  | - | 0    | 0      | 0        | 0       | 0     | 0     | 4      |
| Zysk (strata) netto  | - | -56  | -58    | -67      | -63     | -30   | 1     | 22     |
| Bilans   |   | 2016 | 2017   | 2018     | 2019P   | 2020P | 2021P | 2022P  |
| Aktywa Trwałe  | - | 68   | 72     | 73       | 76      | 94    | 119   | 150    |
| Rzeczowe aktywa trwałe                                       | - | 68   | 72     | 72       | 76      | 94    | 119   | 150    |
| Aktywa Obrotowe  | - | 23   | 10     | 72       | 22      | 74    | 61    | 97     |
| Zapasy   | - | 4    | 7      | 10       | 12      | 16    | 11    | 24     |
| Należności   | - | 4    | 2      | 3        | 3       | 4     | 11    | 36     |
| Pozostałe aktywa krótkoterminowe                             | - | 0    | 0      | 1        | 1       | 1     | 1     | 1      |
| Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne                     | - | 15   | 1      | 58       | 5       | 53    | 37    | 36     |
| Aktywa razem   | - | 91   | 82     | 145      | 97      | 168   | 180   | 247    |
| Kapitał Własny   | - | 4    | -54    | 42       | -21     | -51   | -50   | -28    |
| Zobowiązania   | - | 88   | 137    | 103      | 118     | 219   | 230   | 275    |
| Zobowiązania długoterminowe                                  | - | 14   | 16     | 36       | 51      | 193   | 209   | 239    |
| Kredyty i pożyczki   | - | 0    | 4      | 3        | 18      | 68    | 148   | 208    |
| Zobowiązania krótkoterminowe                                 | - | 73   | 120    | 67       | 67      | 25    | 20    | 36     |
| Kredyty i pożyczki   | - | 13   | 62     | 2        | 2       | 2     | 2     | 2      |
| Zaliczki   | - | 44   | 36     | 44       | 44      | 0     | 0     | 0      |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe                            | - | 14   | 18     | 17       | 18      | 19    | 14    | 30     |
| Pasywa razem   | - | 91   | 82     | 145      | 97      | 168   | 180   | 247    |
| Rachunek Przepływów Pieniężnych                              |   | 2016 | 2017   | 2018     | 2019P   | 2020P | 2021P | 2022P  |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej     | - | -15  | -54    | -39      | -41     | 28    | -56   | -11    |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej   | - | -2   | -7     | -7       | -19     | -30   | -40   | -50    |
| Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej      | - | 26   | 47     | 103      | 15      | 50    | 80    | 60     |
| Wskaźniki (%)  |   | 2016 | 2017   | 2018     | 2019P   | 2020P | 2021P | 2022P  |
| ROE  | - | -    | 229,6% | 1 121,0% | -594,7% | 83,4% | -2,4% | -55,7% |
| Dług netto   | - | -2,1 | 65,0   | -52,8    | 15,7    | 17,6  | 113,4 | 174,8  |

Źródło: prognozy DM PKO BP

## KONTAKTY

### Biuro Analiz Rynkowych

|                      |                         |                 |                                |
|----------------------|-------------------------|-----------------|--------------------------------|
| Emil Łobodziński     | (doradca inwestycyjny)  | (022) 521 89 13 | emil.lobodzinski@pkobp.pl      |
| Paweł Małmyga        | (analiza techniczna)    | (022) 521 65 73 | pawel.malmyga@pkobp.pl         |
| Przemysław Smoliński | (analiza techniczna)    | (022) 521 79 10 | przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl |
| Dawid Górzynski      | (sektor farmaceutyczny) | (022) 521 97 69 | dawid.gorzynski@pkobp.pl       |

### Biuro Strategicznych Klientów Indywidualnych

|                    |            |                 |                             |
|--------------------|------------|-----------------|-----------------------------|
| Paweł Kodym        | (dyrektor) | (022) 521 80 14 | pawel.kodym@pkobp.pl        |
| Michał Petruczenko |            | (022) 521 79 69 | michal.petruczenko@pkobp.pl |
| Ewa Kalinowska     |            | (022) 521 79 88 | ewa.kalinowska.2@pkobp.pl   |
| Grzegorz Klepacki  |            | (022) 521 78 76 | grzegorz.klepacki@pkobp.pl  |
| Joanna Makowska    |            | (022) 342 99 34 | joanna.makowska@pkobp.pl    |
| Jacek Gaszewski    |            | (022) 342 99 28 | jacek.gaszewski@pkobp.pl    |
| Ewald Wysomirski   |            | (022) 521 78 39 | ewald.wysomirski@pkobp.pl   |
| Przemysław Lasota  |            | (022) 580 33 14 | przemyslaw.lasota@pkobp.pl  |
| Tomasz Zabrocki    |            | (022) 521 82 13 | tomasz.zabrocki@pkobp.pl    |

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

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

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

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

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

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

#### Objaśnienie używanej terminologii fachowej

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

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS  
 P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji  
 EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

#### Stosowane metody wyceny

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

#### Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

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

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

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

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

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

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

#### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

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

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

| Emitent: | Zastrzeżenie |
|----------|--------------|
| Mabion   | -            |

Objaśnienia:

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

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

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

#### Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

#### Pozostałe ujawnienia

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

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

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

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

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

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

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

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”:

| Spółka     | Rekomendacja | Data rekomendacji | Cena docelowa | Cena odnośna* | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E  |       |       | EV/EBITDA |       |       | Analityk           |
|------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------------|------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------------------|
|            |              |                   |               |               |                         | 2018 | 2019P | 2020P | 2018      | 2019P | 2020P |                    |
| Asseco SEE | Kupuj        | 2019-07-19        | 20,50         | 16,8          | 1318,11                 | 9,5  | 15,3  | 13,9  | 4,0       | 7,8   | 7,0   | Małgorzata Żelazko |
| Apator     | Trzymaj      | 2019-07-22        | 24,30         | 24,3          | 620,5                   | 10,7 | 9,3   | 9,5   | 7,0       | 6,2   | 6,12  | Piotr Łopaciuk     |
| Mabion     | Kupuj        | 2019-07-26        | 105,00        | 85,5          | 1361,10                 | nm   | nm    | 18,43 | 0,00      | 0,00  | 0,00  | Dawid Górzyński    |
| ZE PAK     | Trzymaj      | 2019-07-26        | 7,50          | 7,0           | 379,98                  | nm   | 4,0   | 4,2   | 5,1       | 0,9   | 0,8   | Andrzej Rembelski  |
| Asseco SEE | Trzymaj      | 2019-11-19        | 25,00         | 23,8          | 1318,11                 | 9,5  | 15,3  | 13,9  | 4,0       | 7,8   | 7,0   | Małgorzata Żelazko |
| ZE PAK     | Trzymaj      | 2019-12-04        | 7,80          | 7,4           | 379,98                  | nm   | 4,0   | 4,2   | 5,1       | 0,9   | 0,8   | Andrzej Rembelski  |
| Apator     | Trzymaj      | 2019-12-05        | 22,5          | 21,10         | 620,5                   | 10,7 | 9,3   | 9,5   | 7,0       | 6,2   | 6,12  | Piotr Łopaciuk     |
| Mabion     | Kupuj        | 2019-12-16        | 100,00        | 60,2          | 850,24                  | nm   | nm    | nm    | 0,00      | 0,00  | 0,00  | Dawid Górzyński    |

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu