

Mabion – luka kapitałowa

Mabion zaktualizował w kwietniu strategię na najbliższe 5 lat. Spółka dalej chce budować pozycję na rynku CDMO, lepiej dopasowując ofertę do oczekiwań rynku, zawierając kolejne umowy na współpracy strategiczne i maksymalnie wykorzystując posiadane zdolności produkcyjne. Ambicją spółki jest zwiększenie w bieżącym roku sprzedaży ponad zeszłoroczny poziom, co naszym zdaniem jest optymistycznym założeniem, biorąc pod uwagę obecny stan backlogu. Jednak z drugiej strony spółka prowadzi sporo rozmów biznesowych i jest szansa, że część z nich skonwertuje się na zlecenia. Zarząd otwarcie również wskazuje na potrzebę wypełnienia luki kapitałowej w najbliższych miesiącach. Sygnały z rynku biologicznego CDMO na początku roku są lekko pozytywne, a transakcje fuzji i przejęć wskazują, że dalej jest na rynku apetyt na aktywa CDMO. Mabion potrzebuje więcej czasu i kapitału na zbudowanie swojej pozycji i wypełnienie backlogu. Aktualizujemy wycenę spółki w horyzoncie 9-mies. z 17,3 zł do 15 zł.

EBITDA za cały 2024 rok na lekkim plusie

W ostatnim kwartale 2024 roku Mabion skonsumował już nadwyżkę z I połowy roku generując stratę EBITDA na poziomie -13,9 mln zł (-9,1 mln zł po skorygowaniu o zdarzenie jednorazowe w postaci odpisu zapasów) przy sprzedaży na poziomie 4,8 mln zł. W kontekście całego roku przychody wyniosły 69 mln zł (-54% r/r), EBITDA 1,5 mln zł (-98% r/r), a wynik netto -6,3 mln zł (vs +41,2 mln zł przed rokiem). Poziom gotówki na koniec 2024 wynosił 38,4 mln zł.

Strategia 2025-2030 i luka kapitałowa 50-70 mln zł

W odświeżonej strategii na lata 2025-2030 zarząd spółki wskazuje na ofertę dostosowaną bardziej do oczekiwań rynku, maksymalne wykorzystanie zdolności produkcyjnych, co w ocenie spółki oznacza roczny potencjał przychodowy 150-350 mln (vs 150-200 mln zł poprzednio) oraz zawiązywanie kolejnych współprac strategicznych. W planach w dalszym ciągu jest Mabion II, ale realizowany w etapach i potencjalnie tańszy niż pierwotnie oczekiwano. W przedstawionej strategii zarząd Mabionu oszacował wysokość luki kapitałowej w wysokości 50-70 mln zł w latach 2025-2026.

Cel poprawy przychodów w tym roku ambitny, ale rynek atrakcyjny

Ambicją zarządu jest zwiększenie sprzedaży w 2025 roku w ujęciu r/r, co mimo posiadania przez spółkę wielu kontraktów w negocjacji, w tym z oczekiwanym czasem podpisania w 2Q25, wydaje się nam mało realne. Z drugiej strony szwajcarska Lonza poprawiła sprzedaż organicznie w 1Q25 o kilkanaście procent wskazując m.in. na solidny popyt rynkowy. Z kolei w lutym miała miejsce transakcja przejęcia amerykańskiego Avid Bioservices, którego zarząd oczekuje w 2025 r. sprzedaży powyżej 160 mln USD, przez dwa fundusze za 1,1 mld USD. Naszym zdaniem sugeruje to, że rynek biologicznego CDMO ma się dobrze i jest apetyt na aktywa CDMO.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko braku pozyskania zleceń, które pozwoliłyby spółce zmniejszyć straty operacyjne oraz ryzyko braku pozyskania dodatkowego finansowania.

Wartość akcji Mabion oszacowano na podstawie wyceny metodą DCF (14,6 zł, waga 75%) i skorygowanych aktywów netto (11,6 zł, waga 25%), co implikuje wycenę w horyzoncie 9-mies. na poziomie 15 zł.

mln zł	2022	2023	2024	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	164	152	69	40	60
EBITDA	37	62	1	-14	1
zysk netto	23	41	-6	-23	-6
P/E (x)	7,2	4,0	nd	nd	-28,4
EV/EBITDA (x)	3,0	2,4	86,7	nd	123,2

Źródło: Mabion (wyniki 2022-24), Noble Securities (prognozy 2025-26)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 15.05.2025 o godz. 8:50. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 15.05.2025 o godz. 9:00.



Kurs akcji	10,3 zł
Wycena (9M)	15,0 zł
Potencjał wzrostu	46%
Kapitalizacja	166 mln zł
Free float	59,8%
Śr. wolumen 6M	49 102



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. W 2024 r. średnie zatrudnienie w Mabionie wynosiło 204 osoby.

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

WYCENA METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO5

OSTATNIE WYDARZENIA.....5

RYNEK CDMO 10

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA 10

ZASADY ESG..... 10

WYCENA

Akcje Mabionu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz skorygowanych aktywów netto przypisując im wagi odpowiednio 75% i 25% (bez zmian), wyznaczając wycenę w horyzoncie 9-miesięcznym równą 15 zł (poprzednio 17,3 zł). Podobnie, jak w poprzedniej analizie zamiast metody porównawczej stosujemy metodą skorygowanych aktywów netto, gdyż przy istotnym prognozowanym pogorszeniu wyników finansowych, wycena porównawcza jest trudna lub wręcz niemożliwa do zastosowania.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
DCF	75%	237	14,6	16,8	-13%
wycena skorygowanych aktywów netto	25%	187	11,6	13,7	-15%
średnia wycena		224	13,9	16,0	-13%
Cena docelowa (9M)			15,0	17,3	-13%
Cena aktualna			10,3	16,9	-39%
Potencjał			46%	17%	

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień raportu (poprzednio na początek października 2024 r.),
- Dług netto na dzień 31.12.2024 roku: -38 mln zł (gotówka netto),
- Efektywna stopa podatkowa: po 2026 roku zakładamy stopniowe dochodzenie do 19% z uwagi na wykorzystanie straty podatkowej,
- CAPEX: 15 mln zł rocznie, nie zakładamy budowy nowego zakładu,
- Stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy na poziomie 1% (bez zmian),
- Parametr beta na poziomie 1,0, stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6% (poprzednio 5,34%; średnia rentowność polskich obligacji 10-letnich), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,46% (poprzednio 5,34%).

DCF (tys. zł)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	40 000	60 000	100 000	120 000	132 000	145 200	159 720	175 692	193 261	212 587
NOPAT	-22 962	-5 875	8 915	16 006	18 702	21 552	24 550	34 189	38 237	42 437
Amortyzacja	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660	8 660
Zmiany KON	-3 042	-1 115	-2 230	-1 115	-669	-736	-810	-891	-980	-1 078
CAPEX	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	8 660	8 660
FCFF	-32 344	-13 330	345	8 551	11 693	14 476	17 401	26 959	37 257	41 360
WACC	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,69	0,63	0,57	0,51	0,46	0,42	0,38
DFCFF	-30 311	-11 284	264	5 922	7 324	8 201	8 916	12 494	15 618	15 682
SUMA DFCFF do 2034	32 827									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2034	436 892									
Zdyskontowana wartość rezydualna	165 648									
Wartość Firmy (EV)	198 475									
Dług netto 31.12.2023	-38 223									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	236 698									
Liczba akcji (w mln.)	16 162									
Wartość na 1 akcję	14,6									

Analiza wrażliwości

Stopa wzrostu rezydualna

	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	14,6	15,8	17,2	19,0	21,3
WACC - 0,5%	13,6	14,6	15,8	17,4	19,3
WACC	12,7	13,6	14,6	16,0	17,6
WACC + 0,5%	11,9	12,7	13,6	14,7	16,1
WACC + 1,0%	11,1	11,8	12,6	13,6	14,8

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	0,0%	19,0%	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%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą opartą o wybranych zagranicznych producentów kontraktowych (CDMO), zagraniczne CRO oraz polską Selvitę działającą również w obszarze CRO przedstawiamy jedynie w celach obrazowych, gdyż prognozowane przez nas pogorszenie wyników finansowych wpływa istotnie negatywnie na wycenę wskaźnikową. Dlatego postanowiliśmy ją wyłączyć z naszej analizy. W poprzednim raporcie z września 2024 r. również pominęliśmy wycenę porównawczą.

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
LONZA GROUP AG-REG	186 934	35,2	29,5	24,5	20,3	17,6	15,2
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	611 676	19,2	17,4	15,6	17,6	16,0	14,9
MEDPACE HOLDINGS INC	33 673	24,4	23,6	21,4	17,8	17,1	15,7
CHARLES RIVER LABORATORIES	26 721	15,1	14,1	13,0	9,8	9,4	8,9
EUROFINS SCIENTIFIC	42 297	16,0	13,9	12,0	8,6	7,8	7,2
IQVIA HOLDINGS INC	98 471	12,7	11,5	10,3	10,2	9,5	8,9
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	79 047	15,5	14,2	12,9	11,1	10,4	10,0
WUXI APPTEC CO LTD-A	92 100	15,1	13,5	11,9	9,6	8,5	7,5
EUROFINS SCIENTIFIC	42 297	16,0	13,9	12,0	8,6	7,8	7,2
SELVITA CRO SA	763	33,6	16,8	12,6	11,0	8,9	7,8
Mediana		16,0	14,1	12,8	10,6	9,5	8,9
Implikowana wycena/akcję Mabion		nd	nd	nd	nd	nd	nd
Waga		nd	nd	nd	nd	nd	nd
Implikowana wycena/akcję Mabion		nd					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.05.2025 r. godz. 10:18

WYCENA METODĄ SKORYGOWANYCH AKTYWÓW NETTO

Z uwagi na prognozowane przez nas pogorszenie wyników finansowych i w związku z tym istotne pogorszenie wyceny wskaźnikowej, która opiera się na bieżącym roku i dwóch najbliższych latach, postanowiliśmy wyznaczyć również wartość spółki metodą skorygowanych aktywów netto. Mabion, nawet w przypadku pogorszenia wyników finansowych stanowić będzie w dalszym ciągu aktyw w postaci zakładu produkującego leki biologiczne, doświadczonego zespołu kadr oraz wiedzy i doświadczenia w obszarze czy to przeciwciał monoklonalnych czy produkcji szczepionki białkowej. Z uwagi na fakt, iż zakład produkcyjny został w ostatnim czasie zmodernizowany, zastosowaliśmy uproszczone podejście polegające na skorygowaniu wartości aktywów netto o skumulowaną amortyzację. Od tej wartości odejmujemy zobowiązania spółki. Tak wyznaczamy wartość w wysokości 187 mln zł (poprzednio 222 mln zł), czyli 11,6 zł (poprzednio 13,7 zł) na akcję. Poniżej przedstawiamy nasze obliczenia.

Podsumowanie wyceny metodą skorygowanych aktywów netto

	Poprzednio	Obecnie	Zmiana %
Aktywa trwałe netto	121	111	-8%
Skumulowana amortyzacja (bez odpisu z tytułu utraty wartości Mabion II)	76	78	3%
Aktywa trwałe skorygowane	197	189	-4%
Aktywa obrotowe	75	46	-39%
Zobowiązania razem	51	48	-5%
Wartość skorygowanych aktywów netto	222	187	-16%
Wartość skorygowanych aktywów netto/akcję	13,7	11,6	-16%

Źródło: Obliczenia Noble Securities

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyniki za 2024

Przychody w 4Q24 wyniosły 4,8 mln zł, EBIT -16,2 mln zł, EBITDA -13,9 mln zł, wynik netto -17,9 mln zł. Poziom gotówki na koniec 2024 wynosił 38,4 mln zł. Spółka w raporcie rocznym dokonała również odpisu zapasów (głównie leki referencyjne) w kwocie 4,8 mln zł, co obciążyło wyniki okresu. EBITDA skorygowana o odpis w 4Q24 wyniosła -9,1 mln zł. Pozytywnie oceniamy utrzymanie wysokiej dyscypliny kosztowej w spółce. Aktywny pipeline wynosi 320 mln USD i przypada na 23 otwarte procesy sprzedażowe znajdujące się na różnym etapie (wartość aktywnych ofert ważonych prawdopodobieństwem w ocenie spółki wynosi 53 mln USD).

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	2023	2024	r/r
Przychody	46 524	33 974	29 779	516	4 750	-98%	151 678	69 019	-54%
Zysk brutto na sprzedaży	33 534	26 426	26 388	398	-12 060	-98%	114 584	41 152	-64%
Koszty badań i rozwoju	1 149	490	172	60	180	-95%	6 246	902	-86%
Koszty ogólnego zarządu	10 342	12 024	15 380	15 734	-1 405	44%	40 175	41 733	4%
Pozostałe przychody operacyjne	-70	116	148	280	14	50%	500	558	12%
Pozostałe koszty operacyjne	13 279	491	376	4	5 389	-98%	13 602	6 260	-54%
EBIT	8 695	13 537	10 608	-15 121	-16 209	-239%	55 061	-7 185	-113%
EBITDA	10 410	15 499	12 856	-12 888	-13 949	-200%	62 261	1 518	-98%
Zysk netto	-1 301	17 541	10 291	-16 292	-17 874	-250%	41 269	-6 334	-115%

Źródło: Mabion (4Q23-4Q24, 2023-2024)

Z uwagi na brak porównywalności kosztów ogólnego zarządu pomiędzy 4Q24 a pozostałymi kwartałami, poniżej przedstawiamy koszty operacyjne w ujęciu ogólnym – widoczna jest w nich duża dyscyplina kosztowa.

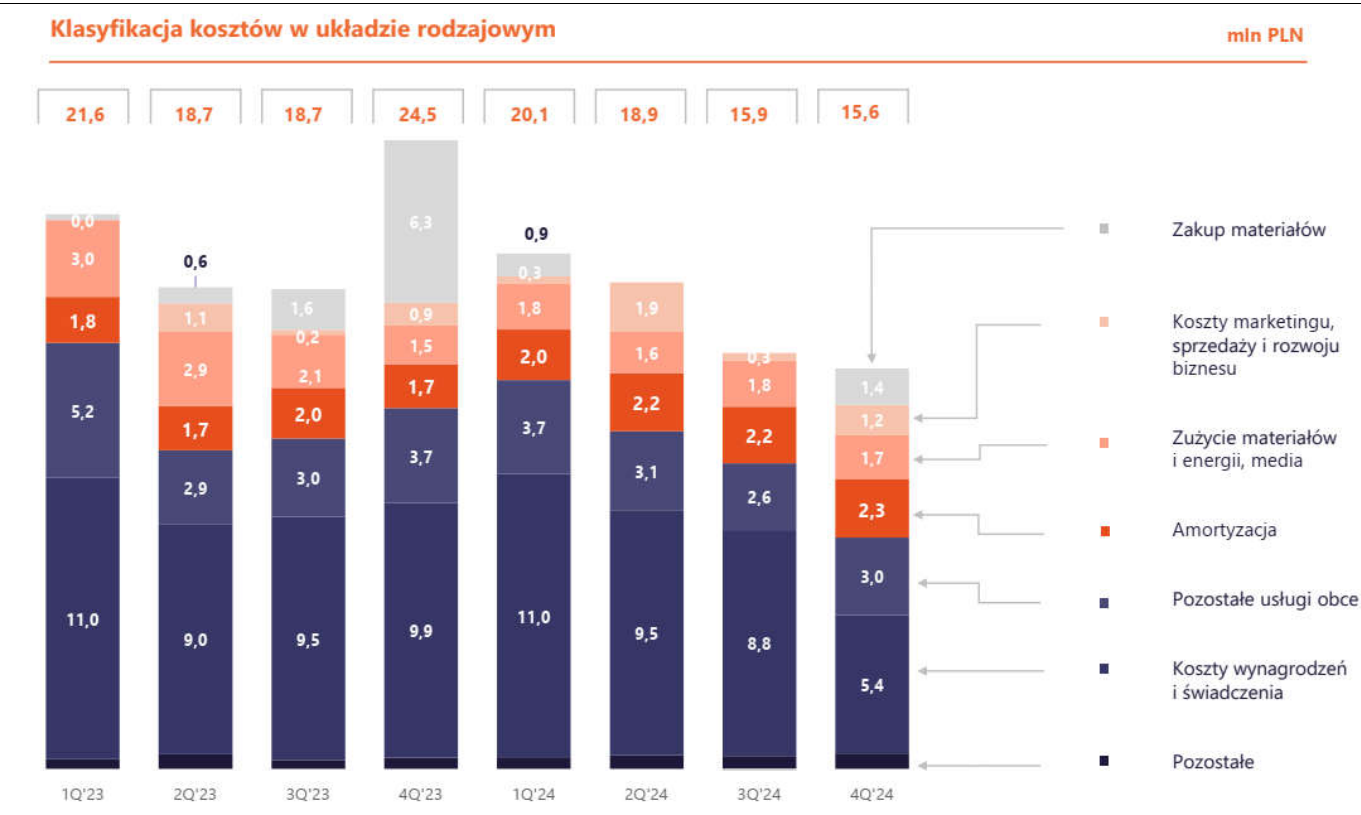
Wybrane dane finansowe (tys. zł)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Przychody	46 524	33 974	29 779	516	4 750
Koszty operacyjne	-24 480	-20 062	-18 943	-15 913	-15 584
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-13 349	-375	-228	276	-5 375
EBIT	8 695	13 537	10 608	-15 121	-16 209
EBITDA	10 410	15 499	12 856	-12 888	-13 949

Źródło: Mabion (4Q23-4Q24)

Struktura kosztowa – utrzymanie dyscypliny kosztowej

Pozytywnie oceniamy zachowanie dyscypliny kosztowej w spółce pomimo presji inflacyjnej. Poziom kwartalnych kosztów operacyjnych w ostatnich dwóch kwartałach 2024 roku udało się spółce obniżyć poniżej 16 mln zł. Oszczędności widoczne są prawie na każdym poziomie kosztów rodzajowych, z wyjątkiem zapasów, co jest związane z realizacją zleceń CDMO.

Koszty rodzajowe Mabion w okresie 1Q23-4Q24



Źródło: Mabion

Rezygnacja z dofinansowania

W czerwcu 2023 roku Mabion złożył wniosek o dofinansowanie projektu pn. "Opracowanie innowacyjnej technologii do uzyskiwania stabilnych linii komórkowych produkujących przeciwciała bispecyficzne i inne białka terapeutyczne" o łącznej wartości 13,1 mln zł, który uzyskał rekomendację do dofinansowania kwotą 6,4 mln zł. Jednak po przeprowadzeniu rewizji w zakresie zgodności projektu z aktualną ofertą i planowanymi przyszłymi aktywnościami spółki, zarząd podjął w dniu 12 grudnia 2024 roku decyzję o odstąpieniu od realizacji projektu i tym samym o rezygnacji z zawarcia umowy o jego dofinansowanie. W ocenie spółki w obecnych warunkach rynkowych, pod kątem zakresu prac niezbędnych do jego wykonania oraz wpływu tych prac na prowadzone i planowane prace dla klientów w stosunku do zakresu i skali możliwych korzyści, analiza pokazała przewagę ryzyka nad potencjalnymi korzyściami w okresie przewidzianym na realizację projektu. Wobec powyższego spółka uznała realizację projektu za nieuzasadnioną.

Zmiana składu zarządu

W dniu 3 października 2024 roku Pan Sławomir Jaros złożył rezygnację z pełnienia funkcji Członka Zarządu Spółki z dniem 3 października 2024 roku. W rezygnacji nie wskazano powodów jej złożenia. Rada nadzorcza spółki uznała, iż mając na uwadze trwający zaawansowany proces transformacji spółki w podmiot świadczący usługi z zakresu CDMO, kompetencje zarządu spółki w aktualnym składzie nie wymagają uzupełnienia i są optymalne dla realizacji przyjętej strategii i dalszego rozwoju spółki.

Rejestracja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego oraz zmiany statutu spółki

3 grudnia 2024 roku Sąd Rejonowy dla Łodzi-Śródmieścia w Łodzi zarejestrował warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego spółki o kwotę nie wyższą niż 101.014,50 zł na podstawie uchwały ZWZ spółki zwołanego na dzień 17 czerwca 2024 r., powziętej po wznowieniu obrad w dniu 15 lipca 2024 r. Kapitał zakładowy spółki został warunkowo podwyższony w drodze emisji nie więcej niż 1.010.145 akcji zwykłych na okaziciela serii V o wartości nominalnej 0,10 zł każda, o łącznej wartości nominalnej nie wyższej niż 101.014,50 zł. Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego zostało dokonane w celu przyznania praw do objęcia akcji serii V posiadaczom warrantów subskrypcyjnych serii C uczestniczącym w programie motywacyjnym. Równocześnie sąd zarejestrował stosowną zmianę statutu spółki.

Aneks do umowy na wyprodukowanie i dostawę linii do kontroli szczelności i inspekcji optycznej opakowań bezpośrednich
Spółka w dniu 9 stycznia 2025 roku zawarła ze spółką Bonfiglioli Engineering srl aneks do Umowy z września 2023 r. na dostawę linii do kontroli szczelności i inspekcji optycznej opakowań bezpośrednich, na mocy którego strony dokonały zmiany parametrów zamówionego urządzenia w zakresie zwiększenia możliwości analizy w dodatkowym formacie fiolek 2R oraz ustaliły termin dostawy urządzenia o nowych parametrach na II kwartał 2025 roku. Wartość netto wynagrodzenia dla dostawcy wyniesie obecnie 0,87 mln EUR (poprzednio: 0,83 mln EUR). **Zawarcie aneksu jest reakcją na zapytania ofertowe potencjalnych klientów i ma umożliwić jak najlepsze dostosowanie zasobów spółki do ich zapotrzebowania.**

NOWE UMOWY

Umowa ramowa z klientem z Wielkiej Brytanii

Po pozyskaniu od klienta, firmy farmaceutycznej rozwijająca produkty immunoterapeutyczne, z Wielkiej Brytanii, pierwszego zlecenia w sierpniu 2024 roku, spółka w dniu 21 października 2024 r. podpisała z nim umowę ramową o świadczenie usług z zakresu rozwoju procesu i metod analitycznych, ich transferu do środowiska GMP (Dobra Praktyka Wytwarzania, ang. Good Manufacturing Practice), jak też wytwarzania i kontroli jakości w środowisku GMP oraz innych działań związanych z rozwojem produktów klienta.

Umowa o współpracy strategicznej z Sartorius Stedim Cellca

W kwietniu 2025 roku Mabion podpisał ze spółką Sartorius Stedim Cellca GmbH umowę o współpracy strategicznej mającej na celu wspólną komercjalizację usług oraz realizację wspólnie projektów na rzecz potencjalnych klientów z branży biofarmaceutycznej. Spółka podała, że założeniem nawiązanej współpracy jest przede wszystkim integracja ofert usługowych obu podmiotów, dzięki której potencjalni klienci będą mogli uzyskać większą synergię i skorzystać z kompleksowego rozwiązania, łączącego usługi Sartorius w zakresie wyprowadzania stabilnych linii komórkowych oraz rozwoju procesów hodowli komórkowej w skali laboratoryjnej z usługami Mabionu w zakresie rozwoju procesu oczyszczania produktu, analityki procesu i produktu, skalowania procesu i produkcji do badań klinicznych oraz działalności komercyjnej. Umowa o współpracy została zawarta na czas nieokreślony. Sartorius jest niemiecką firmą biotechnologiczną specjalizującą się w rozwoju linii komórkowych i technologii produkcji biofarmaceutycznej. Sartorius Stedim Cellca GmbH jest częścią grupy Sartorius AG, światowego lidera w dziedzinie rozwiązań laboratoryjnych i biofarmaceutycznych, notowanego na giełdzie papierów wartościowych we Frankfurcie. Pierwszym wspólnym projektem w ramach nawiązanej współpracy z Sartorius jest realizacja zamówienia na rzecz Instituto De Biologia Molecular Do Paraná - IBMP z siedzibą w Brazylii.

Umowa z brazylijskim IBMP umowę ramową na świadczenie usług

Umowa ramowa z kwietnia 2025 r. została zawarta na okres 5 lat i nie wprowadza minimalnej wartości zleceń, które Instituto De Biologia Molecular Do Paraná - IBMP jest zobowiązany złożyć. Przedmiotem złożonego zamówienia jest świadczenie usług w następujących zakresach: rozwój linii komórkowej, rozwój procesu, wytworzenie produktu do badań przedklinicznych i klinicznych, rozwój i walidacja metod analitycznych oraz przygotowanie niezbędnej dokumentacji.

Wybrane usługi będą świadczone przez Mabion we współpracy z podwykonawcami. Łączna wartość netto zamówienia to ok. 18,3 mln zł, w tym ok. 20-25 proc. stanowić będzie wynagrodzenie dla podwykonawców. Płatności, denominowane w USD, będą dokonywane systematycznie przez okres 14 miesięcy, a rozpoczęcie świadczenia usług zaplanowano na II kwartał 2025 roku.

Wraz z podpisaniem umowy rozpoczęły się prace przygotowawcze. Rozpoczęcie działań w ramach zamówienia jest uwarunkowane zawarciem przez klienta umowy z podmiotem trzecim, w zakresie finansowania projektu i formalnym przyjęciem przez podwykonawcę oferty złożonej przez spółkę na realizację części prac w ramach zamówienia. Spółka spodziewa się, że warunki te zostaną spełnione do końca II kwartału 2025 r.

Umowa z WPD Pharmaceuticals za ok. 2 mln zł netto

Również w kwietniu 2025 r. Mabion podpisał ze spółką WPD Pharmaceuticals umowę na świadczenie usługi polegającej na rozwoju metod analitycznych. Całkowita wartość wynagrodzenia z tytułu realizacji umowy wynosi ok. 2 mln zł netto. W ramach umowy, Mabion zrealizuje projekt, którego celem jest rozwój panelu analitycznego niezbędnego do scharakteryzowania określonych cząsteczek białka i koniugatu białko rekombinowane - substancja cytotoksyczna. Termin zakończenia realizacji umowy określono na I kwartał 2026 r.

PODSUMOWANIE ZMIAN PROGNOZ

Po raz kolejny obniżamy prognozy w związku z wolniejszym od założeń pozyskiwaniem zleceń przez spółkę. Z drugiej strony spółka też ograniczyła koszty bardziej niż zakładaliśmy. Poniżej prezentujemy podsumowanie zmian prognoz.

(mln zł)	2022	2023	2024	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana	2027P Stara	2027P Nowa	zmiana
Przychody	164	152	69	-54%	52	40	-23%	80	60	-25%	120	100	-17%
EBIT	28	55	-7		-25	-23	-8%	-9	-7	-18%	14	11	-22%
EBITDA	37	62	1	67%	-16	-14	-13%	0	1		23	20	-13%
zysk netto	23	41	-6		-26	-23	-12%	-8	-6	-28%	10	9	-15%

Źródło: Mabion (wyniki 2022-24), Noble Securities (prognozy 2025-2027)

Sytuacja płynnościowa – potrzebny kapitał do funkcjonowania i realizacji strategii

W nocie 3 do sprawozdania rocznego zarząd spółki zwraca uwagę, że na bazie obecnych prognoz zarządu, wpływy z realizacji dotychczas podpisanych kontraktów oraz potencjalnie pozyskanych, jeszcze w tym roku, umów z nowymi klientami są niewystarczające do utrzymania bieżącej płynności na roczny okres od dnia bilansowego. W związku z czym zarząd uznał, że aby zapewnić spółce odpowiedni poziom finansowania do prowadzenia bieżącej działalności i dalszego pozyskiwania zleceń produkcyjnych niezbędne będzie niezwłoczne dofinansowanie spółki.

Spółka pracuje nad różnymi sposobami pozyskania finansowania, jednak preferowane jest finansowanie dłużne, ale możliwa jest również emisja akcji dla inwestora branżowego, finansowego lub skierowana do szerokiego rynku – spółka zwołała ZWZA na dzień 26 maja 2025 roku, na którym ma być m.in. podjęta uchwała w sprawie zmiany statutu i upoważnienia zarządu do emisji do ok. 8 mln akcji w ramach kapitału docelowego w okresie do trzech lat (ok. 50% obecnego kapitału),

Strategia na lata 2025-2030

Strategia 2025-2030 kontynuuje założenia przyjęte w poprzedniej perspektywie czasowej, uwzględniając jednak doświadczenia z ostatnich lat i aktualne potrzeby rynku. Jej fundamentem pozostaje rozwój Mabion jako biologicznego CDMO oferującego zintegrowane usługi – od opracowania linii komórkowych i rozwoju procesów, przez analitykę procesu i produktu, aż po komercyjne wytwarzanie leków biologicznych.

Mabion podał, że główne zmiany uwzględnione w strategii 2025-2030 w porównaniu do wcześniejszej strategii na lata 2023-2027 polegają na doprecyzowaniu oferty, rozszerzeniu horyzontu czasowego oraz kalibracji celów. Strategia 2025-2030 kładzie większy nacisk na komercjalizację usług, precyzyjne zdefiniowanie grupy docelowej klientów (małe i średnie firmy biotechnologiczne), rozwój wsparty nowymi, planowanymi partnerstwami branżowymi oraz rozbudowę Mabion II podzieloną na etapy.

Zarząd spółki zwraca uwagę na kilka elementów strategii, które zmieniły się w stosunku do poprzedniej:

- **Dostosowana oferta** – dwa lata doświadczenia i kontaktów z klientami spowodowały, że spółka dostosowała swoją ofertę do rynkowych realiów, dodatkowo ostatnim czasie spółka widząc również dużą wrażliwość cenową klientów postanowiła agresywnie cenowo powalczyć o nowe zlecenia,
- **Max capacity** – spółka dokonała przeglądu swoich możliwości sprzedażowych i uważa, że potencjał przychodowy bez nowej inwestycji Mabion II wynosi 150-350 mln zł, a nie jak poprzednio szacowano 150-200 mln zł,
- **Projekt Mabion II** – ma być realizowany w etapach, a nie jak wcześniej zakładano w ramach jednej dużej inwestycji, dodatkowo ma kosztować mniej niż pierwotnie zakładano,
- **Spółka planuje zawiązywać kolejne współprace strategiczne** – celem na 2025 rok jest pozyskanie kolejnych 2-3 kontraktów w partnerstwie,

W przedstawionej strategii zarząd Mabionu oszacował wysokość luki kapitałowej w wysokości 50-70 mln zł w latach 2025-2026.

BUSINESS DEVELOPMENT

Uczestnictwo w wydarzeniach branżowych i intensywne oferowanie

Spółka buduje swoją rozpoznawalność na globalnych rynkach poprzez uczestnictwo w kluczowych wydarzeniach branżowych w 2024 roku. Obecna wartość wszystkich ofert w trakcie rozstrzygnięcia, na dzień publikacji raportu wynosi 319,6 mln USD, z czego wartość aktywnych ofert ważonych prawdopodobieństwem wynosi 53,3 mln USD. Po doświadczenia ostatnich lat, spółka znacznie ostrożniej szacuje prawdopodobieństwo pozyskania kontraktu po złożonej ofercie. Na dzień 24 kwietnia 2025 r. spółka miała otwarte 23 procesy sprzedażowe. W całym 2024 Mabion złożył łącznie 41 ofert, ponad dwa razy więcej niż w 2023 roku. Średnia jednostkowa wartość złożonych ofert waha się w przedziale 1,0 – 15,0 mln USD, z czasem realizacji od kilku tygodni do kilku lat. Spółka jest po kilku site-visits zainteresowanych współpracą podmiotów w zmodernizowanym zakładzie w Konstancynie Łódzkim i otrzymuje pozytywne opinie o infrastrukturze i kompetencjach zespołu. Skumulowana liczba wysłanych ofert w okresie 1Q'23-1Q'25: 75, liczba wygranych ofert: 14 (dla łącznie 10 różnych klientów, 19% skuteczność ilościowa)

Liczba i wartość aktywnych ofert złożonych przez Mabion w ostatnich kwartałach



Źródło: Mabion prezentacja z dnia 24.05.2025

Pipeline projektów

Spółka na ostatniej telekonferencji, przedstawiła również swój pipeline projektów w fazie pozyskiwania wraz z możliwym terminem i prawdopodobieństwem podpisania umów.

Pipeline projektów Mabion wg stanu na dzień 24 kwietnia 2025 roku

Klient	Kraj	Szacowana wartość umowy	Potencjalna data umowy	Prawdopodo-bieństwo	Szacowany czas trwania	Zakres
Biofarmaceutyka		5-10m EUR	2Q 2025		~2 lata	Transfer procesu i produkcja
Biofarmaceutyka		5-10m EUR	2Q 2025		~2 lata	Transfer procesu i produkcja
Farmaceutyki generyczne		1-5m EUR	2Q 2025		> 3 lata	Komercyjne wytwarzanie DP
Biofarmaceutyka		1-5m EUR	2Q 2025		~2 lata	Produkcja i analiza DP
Biofarmaceutyka		1-5m EUR	2Q 2025		~2 lata	Rozwój linii komórkowej i procesu, produkcja DS
Biofarmaceutyka		10m+ EUR	3Q 2025		> 3 lata	Komercyjna produkcja i analiza DS
Biofarmaceutyka		10m+ EUR	3Q 2025		> 3 lata	Komercyjna produkcja i analiza DS
Biofarmaceutyka		5-10m EUR	4Q 2025		~2 lata	Optymalizacja i walidacja procesu
Biofarmaceutyka		5-10m EUR	4Q 2025		~2 lata	Rozwój procesu

Źródło: Mabion

NWZA – upoważnienie zarządu do emisji akcji

Spółka zwołała ZWZA na dzień 26 maja 2025 roku, na którym ma być m.in. podjęta uchwała w sprawie zmiany statutu i upoważnienia zarządu do emisji do ok. 8 mln akcji w ramach kapitału docelowego w okresie do trzech lat (ok. 50% obecnego kapitału). Na NWZA będzie poddana głosowaniu również uchwała w sprawie zmiany programu motywacyjnego dla zarządu zgłoszona przez akcjonariusza Polfarmex – podstawowym celem proponowanych zmian jest uściślenie zasad przyznawania uprawnień w przypadku zmiany kontroli nad spółką oraz zawieszenie przyznania uprawnień w przypadku zmiany kontroli do końca 2026 roku, chyba że kryterium finansowe zostanie spełnione w każdym z dwóch pierwszych lat trwania programu motywacyjnego.

RYNEK CDMO

Najwięksi gracze pozytywnie oceniają początek roku

Lonza, w opublikowanym 9 maja podsumowaniu 1Q25, pozytywnie ocenia początek 2025 roku i oczekuje, że w całym roku przychody organicznie (z wyłączeniem akwizycji) wzrosną o dolne kilkanaście procent. Lonza wskazuje, że w segmencie biologicznym panowała dobra dynamika w całej dywizji, wspierana przez silne wyniki w obszarach systemów ssaczyc i koniugatów. W ocenie spółki popyt komercyjny pozostał wysoki, również w obszarze wczesnego etapu rozwoju leków. W obecnej chwili, w odniesieniu do własnej działalności, Lonza nie przewiduje istotnego wpływu finansowego potencjalnych tariff celnych na swoje produkty i usługi sprzedawane lub surowce kupowane do własnej produkcji, nawet w przypadku wprowadzenia tariff na produkty farmaceutyczne. Warto jednak wspomnieć, że Lonza posiada własne zakłady produkcyjne w USA.

Fuzje i przejęcia

GHO Capital Partners LLP i Ampersand Capital Partners poinformowali w lutym 2025 roku o przejęciu amerykańskiego biologicznego CDMO Avid Bioservices w transakcji wycenianej na 1,1 mld USD. Oczekiwanie zarządu spółki dotyczące wyników sprzedażowych w 2025 roku wynosi 160-168 mln USD. Firma zakończyła trzyletni program rozbudowy, który zwiększył jej zdolności produkcyjne z około 120 mln USD do ponad 400 mln USD rocznie, co wskazuje na znaczące inwestycje w infrastrukturę i technologię.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko utraty płynności – spółka wskazała na występującą lukę kapitałową w wysokości 50-70 mln zł. Spółka preferuje pozyskanie finansowania dłużnego, jednak biorąc pod uwagę, że generuje straty operacyjne, trudno oczekiwać, że uzyska finansowanie dłużne w bankach. Pozostaje więc emisja akcji. Brak pozyskania finansowania w najbliższych miesiącach rodzi ryzyko utraty płynności finansowej przez spółkę.

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).

ZASADY ESG

Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

W komunikacie z dnia 4 marca 2025 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., 6.3., 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 jednej z zasad w zakresie konstrukcji programów motywacyjnych dla członków zarządu i kluczowych pracowników.

Realizacja strategii ESG w 2024 roku

Strategia ESG na lata 2024-2027 została ujęta przez Mabion w podziale na 3 główne filary oraz 8 celów strategicznych, na które składają się 23 cele operacyjne oraz szczegółowe cele pozwalające na monitorowanie postępów (KPI's).

Podsumowanie osiągnięć spółki w zakresie ESG w 2024 roku



Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
EPS, Adj+	-4,06	0,13	1,44	2,55	-0,39	-1,41	-0,36
Revenue	0	57	164	152	69	40	60
Gross Margin %	n.d.	63%	82%	81%	63%	50%	62%
Operating Profit	-55	-10	28	55	-7	-23	-7
EBIT	-55	-10	28	55	-7	-23	-7
EBITDA	-45	-1	37	62	1	-14	1
Pre-Tax Profit	-56	-10	22	50	-2	-23	-7
Net Income Adj+	-56	2	23	41	-6	-23	-6
Net Debt	4	-33	-53	-16	-38	-6	7
BPS	-5,6	3,6	4,7	7,3	6,9	5,5	5,1
CPS	-2,8	-2,2	2,4	-0,1	2,6	-1,1	0,1
DPS	0	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	n.d.	n.d.	36%	42%	-6%	-23%	-7%
Return on Assets %	n.d.	n.d.	13%	21%	-3%	-15%	-4%
Depreciation	10	9	9	7	9	9	9
Amortization	0	0	0	0	0	0	1
Free Cash Flow	-42	-65	22	-40	29	-32	-13
CAPEX	3	32	17	38	12	15	15

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	0	57	164	152	69	40	60
Koszt własny sprzedaży	0	21	30	28	26	20	23
Koszt własny zakupionych materiałów	0	15	68	9	2	0	0
Koszty badań i rozwoju	36	14	15	6	1	1	1
Koszty ogólnego zarządu	20	30	29	40	42	42	43
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2	-2	6	-13	-6	0	0
EBIT	-55	-10	28	55	-7	-23	-7
Koszty i przychody finansowe netto	-1	0	-6	-5	6	0	0
Zysk przed opodatkowaniem	-56	-10	22	50	-2	-23	-7
Podatek dochodowy	0	12	1	-9	-5	0	1
Zysk netto	-56	2	23	41	-6	-23	-6
Amortyzacja	10	9	9	7	9	9	9
EBITDA	-45	-1	37	62	1	-14	1

Źródło: Mabion (2020-24), Noble Securities (2025P-2026P)

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Aktywa	78	184	186	208	159	135	141
Aktywa trwałe	67	102	104	118	114	120	126
Rzeczowe aktywa trwałe	65	89	90	112	111	118	124
Inne aktywa trwałe	1	13	14	5	2	2	2
Aktywa obrotowe	12	82	82	90	46	15	15
Zapasy	6	8	8	7	2	2	3
Należności handlowe	3	12	8	26	1	3	5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2	49	54	48	38	6	3
Inne aktywa obrotowe	1	13	12	10	4	4	4
Pasywa	78	184	186	208	159	135	141
Kapitał własny razem	-77	53	77	118	111	89	83
Zobowiązania długookresowe	51	35	35	35	9	9	9
Zobowiązania krótkookresowe	105	96	74	55	39	38	49
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	31	15	0	31	0	0	10
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	18	23	13	8	4	3	5
Inne	55	58	61	16	35	35	35

Źródło: Mabion (2020-24), Noble Securities (2025P-2026P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P
Zysk netto przed opodatkowaniem	-56	2	23	41	-6	-23	-6
Amortyzacja	10	9	9	7	9	9	9
Inne	0	-58	-2	18	14	0	0
Zmiana kapitału obrotowego	8	15	8	-68	25	-3	-1
CF operacyjny	-38	-33	39	-2	42	-17	2
CAPEX	3	32	17	38	12	15	15
Dezynwestycje i inne	0	0	1	0	0	0	0
CF inwestycyjny	-3	-31	-16	-38	-12	-15	-15
Podwyższenie kapitału	0	117	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	15	0	-15	38	-34	0	10
Inne	-2	-7	-2	-3	-3	0	0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	13	111	-18	34	-37	0	10
CF	-29	46	5	-6	-8	-32	-3
Stan środków pieniężnych na początek okresu	21	22	69	74	68	60	28
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	-7	69	74	68	60	28	25

Źródło: Mabion (2020-24), Noble Securities (2025P-2026P)

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)
Sonel	nd	16,5	15,1	17,60	-6%	08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,3	10,6	11,90	20%	06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,0	640,0	635,00	-19%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answeare.com	Akumuluj	31,3	27,9	31,50	-1%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,4	6,4	8,28	50%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Trzymaj	510,0	529,0	635,00	-20%	07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,2	23,9	25,60	65%	02.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,3	19,6	19,80	23%	02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,8	19,3	33,85	77%	24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	358,4	488,2	546,80	-34%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,9	9,3	11,57	-14%	19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,0	632,0	635,00	-20%	13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,5	3,5	4,01	13%	05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,0	18140,0	16240,00	43%	03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,4	17,3	18,70	36%	03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,5	23,2	24,75	52%	21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,0	557,0			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,4	39,7	39,30	0%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,3	64,9	89,32	-9%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,8	31,4	26,80	26%	06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,4	4,4	3,42	57%	03.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Trzymaj	26,8	28,2	31,50	-15%	13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,7	7,0			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,9	162,0	223,60	9%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,0	20,1	22,25	8%	16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,0	460,0			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,6	15,4			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,9	169,2	234,00	-5%	02.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,3	23,0	21,45	4%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,3	5,5	6,94	-23%	02.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,6	70,7			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,4	7,5	8,28	50%	29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,6	10,3	8,39	110%	29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,6	53,5	40,00	77%	27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,9	3,6	7,13	-45%	26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,7	332,0	295,00	34%	22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,7	15,8	18,64	11%	20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,0	29,9			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,0	269,0			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	74,4	48,6			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,0	503,0			06.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,3	58,0	65,40	26%	04.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,2	6,8	9,48	-35%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,5	32,4			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,9	73,0	35,60	259%	08.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	43,7	27,1			30.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	575,4	359,0	378,00	52%	26.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
11bit studios	Kupuj	622,2	353,0	223,60	178%	23.09.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	17,3	16,9	10,32	68%	18.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	21,4	18,3	19,68	9%	12.09.2024	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	264,6	311,0			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Redukuj	8,1	9,6			09.09.2024	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	4,3	3,5			09.09.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	24,9	21,2			30.08.2024	9M	Michał Sztabler
Budimex	Redukuj	552,0	587,0			28.08.2024	9M	Dariusz Nawrot
LPP	Kupuj	22500,0	14820,0			19.08.2024	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	36,3	22,2	21,45	69%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	825,7	485,0	574,00	44%	31.07.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	39,7	24,0			17.07.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	23,0	22,5			09.07.2024	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,0	8,4			28.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	7,3	7,5			28.06.2024	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	12,8	9,4			27.06.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	19,7	14,0			25.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Answeare.com	Trzymaj	23,7	22,6			24.06.2024	9M	Dariusz Dadej
XTB	Trzymaj	69,5	68,1			18.06.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	75,6	65,0			12.06.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Aparator	Akumuluj	17,9	16,0			11.06.2024	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Kupuj	23,1	17,2			10.06.2024	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	6,8	7,7			31.05.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	375,8	320,0			23.05.2024	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Kupuj	952,6	573,0			22.05.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	75,5	54,5			21.05.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Trzymaj	35,0	34,0			16.05.2024	9M	Dariusz Nawrot

(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 - Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji;

OBIĄŚNIENIE 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 ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ 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 UNIKANIA

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

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

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

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

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

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

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

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 15.05.2025, godz. 8.50. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 15.05.2025, godz. 9.00.

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	nd	nd
Data wydania	08.09.2023 godz. 8:20	02.10.2023 godz. 9:30	29.04.2024 godz. 17:10	18.09.2024 godz. 8:45
Kurs z dnia rekomendacji	18,0	17,0	16,2	16,9
Cena docelowa	22,9	23,6	19,0	17,3
WIG w dniu rekomendacji	65 932,92	65 397,43	85 375,3	82 923,92

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPWsobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 391 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFAjacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04