

Molecure

Dwa projekty w fazie klinicznej

W niniejszym raporcie aktualizujemy naszą wycenę dla Molecure. Nasza nowa wartość godziwa to PLN 17.4/akcję, co implikuje 7% potencjału wzrostu w stosunku do obecnej ceny. Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ. Molecure osiągnął ważny kamień milowy w rozwoju OATD-02, projekt został dopuszczony do wejścia w fazę kliniczną. W naszych założeniach, OATD-02 jest najcenniejszym projektem w Molecure, odpowiadającym za ok. 60% wartości godziwej. W 2023 r. naszym zdaniem Molecure powinien pokazać pierwsze wstępne wyniki badania na pacjentach, możliwy jest również partnering już na tym etapie. Z drugiej strony, w projekcie OATD-01 nie spodziewamy się aż do zakończenia II fazy klinicznej w 2025 roku ani partneringu ani istotnych cząstkowych danych o skuteczności. Niepewność i brak krótkoterminowej perspektywy partneringu przy tym projekcie ogranicza potencjał wzrostowy ceny akcji.

OATD-01 rozpocznie badanie fazy II w sarkoidozie w 2023 r. Zakładamy, że badania kliniczne II fazy OATD-01 potrwać do 2025 r. wtedy również zakładamy partnering z płatnością z góry 45 mln USD. Zakładamy prawdopodobieństwo sukcesu na poziomie 10% ze względu na niepewność związaną z zakończeniem współpracy nad OATD-01 przez Galapagos. Ewentualny sukces badań klinicznych fazy II może znieść duże dyskonto z wyceny OATD-01 i odblokować duży potencjał wzrostowy dla kursu akcji.

OATD-02 wchodzi do badania klinicznego. W listopadzie Molecure otrzymał zgodę Urzędu Rejestracji Leków na rozpoczęcie badań klinicznych OATD-02. Firma planuje przeprowadzenie I fazy badania z eskalacją dawki na maksymalnie 30-40 pacjentach rekrutowanych w trzech polskich ośrodkach z zaawansowanymi lub przerzutowymi guzami litymi, w tym rakiem jelita grubego, rakiem jajnika, rakiem trzustki lub rakiem nerki. Koszt badania powinien wynieść ok. 11 mln zł w zależności od liczby kohort i pacjentów. Zakładamy, że Molecure podpisze umowę partneringową w 2024 r. po zakończeniu fazy I, jednak naszym zdaniem okno partneringowe jest już otwarte i jest szansa na komercjalizację OATD-02 już w trakcie I fazy.

Ryzyko emisji akcji w średnim terminie. Podczas ostatniej kwartalnej prezentacji Molecure powiedział, że ma zapewnione finansowanie na 20 miesięcy, do maja 2024 r., czyli przed oczekiwanym zakończeniem kolejnych faz klinicznych OATD-01 i OATD-02. Naszym zdaniem Molecure w pierwszej kolejności będzie starać się pozyskać granty (np. na badanie OATD-01), finansowanie typu venture debt lub partnering (OATD-02 lub jeden z pierwszych planowanych projektów), a nowa emisja akcji to ostateczność.

Rekomendacja i wycena. Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ dla Molecure z nowym wartością godziwą na poziomie 17.4 PLN, o implikuje 7% potencjału wzrostu w stosunku do obecnej ceny.

Tabela 1. Molecure podsumowanie prognoz

PLN m	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	124.9	1.2	2.1	2.8	99.9	20.0
EBITDA	73.9	-13.5	-19.8	-23.6	32.2	-57.9
EBITDA skor.	73.9	-10.6	-19.8	-23.6	32.2	-57.9
EBIT	73.7	-13.8	-20.1	-24.0	31.7	-58.4
Zysk netto	68.0	-13.6	-20.1	-18.4	31.5	-58.5
EPS (PLN)	5.0	-1.0	-1.4	-1.3	2.2	-4.2
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	1.5	n.m.	n.m.	n.m.	5.7	n.m.
P/E (x)	3.3	n.m.	n.m.	n.m.	7.2	n.m.

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Biotechnologia

Molecure

TRZYMAJ FV PLN 17.4

7% potencjału wzrostu

Cena z dnia 8 grudnia 2022 PLN 16.22

Raport aktualizujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	14.0
Kapitalizacja (EUR m)	48.4
12M śr. dzienny wolumen (k)	11.1
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.1
12M max/min (PLN)	42.30/12.40
Waga w WIG (%)	0.05%
Reuters	MOC.WA
Bloomberg	MOC.PW

Stopa zwrotu

1M	15.4%
3M	16.0%
12M	-58.5%

Akcjonariusze (% akcji)

Michał Sołowow (Black Forest SICAV)	29.7%
Marcin Szumowski	7.7%
NN OFE	6.0%

Analityk

Łukasz Kosiarski
lukasz.kosiarski@ipopema.pl
+ 48 882 108 382

MOLECURE

TRZYMAJ

FV PLN 17.4

Kapitalizacja EUR 48m

Potencjał wzrostu: 7%

Wskaźniki wyceny	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	n.m.	n.m.	n.m.	7.2	n.m.
EV/EBITDA (x)	n.m.	n.m.	n.m.	5.7	n.m.
EV/Sales (x)	112.7	77.6	76.3	1.8	9.7
P/BV (x)	1.61	1.88	2.22	1.70	3.02
stopa FCF (%)	-10%	0%	0%	0%	0%
stopa dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%	0%

Na akcję	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Liczba akcji (m)	14.0	14.1	14.1	14.1	14.1
EPS (PLN)	-0.8	-1.4	-1.3	2.2	-4.2
BVPS (PLN)	10.07	8.61	7.30	9.54	5.38
FCFPS (PLN)	-0.93	0.00	0.00	0.00	0.00
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	-99.1%	77.4%	35.1%	3470.2%	-80.0%
EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
Znorm. EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
EBIT	nm	nm	nm	nm	nm
Znorm. Zysk netto	nm	nm	nm	nm	nm

Marża i rentowność	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA (%)	nm	nm	nm	32%	nm
marża EBIT (%)	nm	nm	nm	32%	nm
marża netto (%)	nm	nm	nm	32%	nm
Dług netto / EBITDA (x)	nm	nm	nm	-1.39	nm
Dług netto / KW (x)	-0.7	-0.6	-0.1	-0.3	-0.5
Dług netto / Aktywa (x)	-0.6	-0.5	-0.1	-0.3	-0.4
ROE (%)	nm	nm	nm	26.6%	nm
ROA (%)	nm	nm	nm	24.9%	nm
ROIC (%)	nm	nm	nm	27.2%	nm

Prognozy (PLN m)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1.2	2.1	2.8	99.9	20.0
Granty	1.2	2.1	2.8	4.3	0.0
Kamienie milowe	0.0	0.0	0.0	95.6	20.0
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

RACHUNEK WYNIKÓW (PLNm)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	124.9	1.2	2.1	2.8	99.9	20.0
Koszty HR	-7.9	-5.0	-6.9	-8.6	-12.6	-11.8
Koszty programu motywacyjnego	0.0	-2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortyzacja	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
Koszty usług obcych	-4.3	-4.0	-14.4	-17.2	-12.6	-13.9
Podatki i opłaty	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe koszty	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	73.9	-13.5	-19.8	-23.6	32.2	-57.9
Znorm. EBITDA****	73.9	-10.6	-19.8	-23.6	32.2	-57.9
EBIT	73.7	-13.8	-20.1	-24.0	31.7	-58.4
Przychody (koszty) finansowe netto	-0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1
Zysk brutto	73.7	-13.6	-20.1	-24.1	31.5	-58.5
Podatek	-5.7	0.0	0.0	5.7	0.0	0.0
Zysk netto	68.0	-13.6	-20.1	-18.4	31.5	-58.5
Znorm. Zysk netto****	68.0	-10.8	-20.1	-18.4	31.5	-58.5

BILANS (PLNm)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	23.4	35.6	49.1	84.7	83.9	35.8
Wartości niematerialne i prawne	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.5
Nieukończona prace B+R**, ***	15.5	25.6	38.1	72.8	71.2	22.3
Rzeczowe aktywa trwałe	7.9	10.0	10.9	11.6	12.3	12.9
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	133.8	115.9	78.9	29.8	54.3	45.9
Zapasy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Należności handlowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	120.5	102.0	65.0	15.1	39.6	31.1
Pozostałe aktywa obrotowe	13.3	13.9	14.0	14.7	14.8	14.9
Aktywa razem	157.2	151.6	128.0	114.5	138.3	81.7
Kapitał własny	147.1	141.1	121.0	102.6	134.1	75.6
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterminow	4.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.5
Kredyty i pożyczki	3.4	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
Pozostałe zobowiązania długo-	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
Zobowiązania krótkoterminow	3.4	4.7	1.2	6.1	-1.7	0.2
Zobowiązania handlowe	0.8	2.0	6.9	8.2	6.1	6.7
Kredyty i pożyczki	1.8	1.8	-6.6	-3.1	-8.6	-7.3
Pozostałe zobowiązania krótko-	3.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Pasywa	157.2	151.6	128.0	114.5	138.3	81.7
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	na	na	na	na	na	na
Dług brutto (PLN m)	5.2	6.0	-2.4	1.1	-4.4	-3.1
Dług netto (PLN m)	-112.9	-95.7	-67.4	-14.6	-44.7	-34.9

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLNm)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Znorm. przepływy operacyjne	95.7	-10.9	-16.3	-18.5	68.6	-4.6
Zysk netto	68.0	-13.6	-20.1	-18.4	31.5	-58.5
Amortyzacja	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
Zmiana kapitału obrotowego	-13.1	0.7	4.8	1.2	-2.2	0.5
Granty	-1.9	-1.2	-2.1	-2.8	-4.3	0.0
Pozostałe	42.6	2.9	0.7	1.1	43.2	52.9
Znorm. przepływy inwestycyjr	-29.7	-21.4	-25.6	-46.9	-50.6	-13.1
Nakłady B+R	-27.7	-19.0	-23.7	-44.5	-48.1	-10.5
Nakłady na rzeczowe aktywa trwałe	-2.1	-2.5	-2.6	-2.8	-3.0	-3.1
Pozostałe	0.0	0.0	0.7	0.5	0.4	0.6
Przepływy finansowe	20.4	13.9	4.8	15.5	6.6	9.2
Zmiana kapitału własnego	0.0	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana długu	-1.4	0.7	-8.4	3.6	-5.6	1.3
Odsetki	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Granty	21.9	8.2	13.2	11.9	12.2	7.9
Pozostałe	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	86.5	-18.5	-37.1	-49.9	24.5	-8.5
Gotówka na koniec okresu	120.5	102.0	65.0	15.1	39.6	31.1

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA, ****znorm. o koszty programu motywacyjnego; **netto po grantach, ***nakłady na B+R są aktywowane na bilansie
 *uwzględniamy płatność od Galapagos otrzymaną w 2020 r. w przepływach operacyjnych, odpowiednio korygujemy przepływy inwestycyjne

Spis treści

Spis treści.....	3
Wycena	4
Portfolio projektów B+R – wycena rNPV.....	4
Ryzyka.....	7

Wycena

Wyceniamy Molecure wykorzystując metodę rNPV (ważoną ryzykiem wartość bieżącą netto) – oddzielnie analizując wybrane projekty innowacyjne i ważąc prawdopodobieństwami sukcesu przepływy w ich kolejnych fazach. Otrzymujemy wycenę wartości godziwej na poziomie PLN 17.4/akcję, co przekłada się na potencjał wzrostu w wysokości 7%. Wydajemy rekomendację TRZYMAJ.

Tabela 2. Molecure podsumowanie wyceny

Molecure - wycena rNPV (wartość przedsiębiorstwa, PLNm)	169.4
Gotówka netto (3Q22, PLNm)	75.5
Molecure - Wartość godziwa (wartość kapitału własnego, PLNm)	244.9
Liczba akcji (w pełni rozwodniona, mln)	14.06
Wartość godziwa (PLN/akcję)	17.4
Kurs akcji	16.22
Potencjał wzrostu	7%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Portfolio projektów B+R – wycena rNPV

Bierzemy pod uwagę dwa z projektów innowacyjnych spółki, uwzględniając kryterium prawdopodobieństwa podpisania umowy partneringowe. Główne założenia do naszej wyceny:

- Zakładamy wykorzystanie dotychczas przyznanych grantów, nie prognozujemy dodatkowych dotacji.
- Prognozując potencjalną sprzedaż związków Molecure po rejestracji, wykorzystujemy wartości sprzedaży już zarejestrowanych leków onkologicznych.
- Prognozujemy sprzedaż do wygaśnięcia ochrony patentowej.
- Przyjmujemy stopę dyskontową 15%, premia za ryzyko jest uwzględniona w prawdopodobieństwach sukcesu.
- Odejmujemy od wyceny capex na laboratorium (netto, po grantach) i koszty ogólnego zarządu. Od 2026P nie prognozujemy już capexu ani kosztów ogólnego zarządu, gdyż przyjmujemy, że projekty spółki zostaną do tego czasu sprzedane.

Tabela 3. Molecure wycena rNPV

	PLN mln	PLN/akcję
Platforma chitynazowa	31.5	2.2
Platforma arginazowa	146.1	10.4
Capex	-8.3	-0.6
łącznie	169.4	12.0

Źródło: IPOPEMA Research

Platforma chitynazowa

Rozwiązanie umowy z Galapagos i powrót pełni praw do cząsteczki OATD-01 mocno zmienia nasze założenia dotyczące platformy chitynazowej. Naszym zdaniem, Molecure będzie mogło powtórnie skomercjalizować cząsteczkę dopiero po przeprowadzeniu 2 fazy badań klinicznych, gdy ostatecznie wyjaśnione zostaną wątpliwości czy decyzja Galapagos o skasowaniu projektu miała jakieś drugie dno lub zdecydował czynnik o którym rynek nie został poinformowany. Zakładamy, że 2 faza badań klinicznych zostanie przeprowadzona w sarkoidozie, a nie w idiopatycznym włóknieniu płuc (IPF), jak planowało Galapagos.

Zakładamy rozpoczęcie badania klinicznego OATD-01 2 fazy w sarkoidozie w połowie 2023P i zakończenie w 2025P. Przyjmujemy, że umowa partneringowa zostanie podpisana w 2025P po ukończeniu 2 fazy (prawdopodobieństwo sukcesu: 10%) – prognozujemy płatność z góry USD 45m, biodollar value USD 253m i tantiemy na poziomie 15%. Zakładamy, że jest 5% skumulowane prawdopodobieństwo, że terapia zostanie zarejestrowana w 2029P. Nie ma obecnie leku zarejestrowanego jako standard leczenia w sarkoidozie, więc jako benchmark sprzedaży wykorzystujemy 2 leki zarejestrowane na IPF: pirfenidone od Roche (Esbriet) oraz nintedanib od Boehringer Ingelheim (Ofev).

Tabela 4. Molecure platforma chitynazowa – założenia do wyceny

Faza	Rok***	Prawdopodobieństwo sukcesu	Skumulowane prawdopodobieństwo	Płatności (USD m)
<u>Pierwsze wskazanie</u>				
Faza 2	2025	10%	10%	45.0
Faza 3	2028	60%	6%	22.5
Wniosek o rejestrację	2029	77%	5%	33.8
Sprzedaż komercyjna	2029	100%	5%	67.5
<u>Drugie wskazanie</u>	pierwsze wskazanie + 1 rok			50% x pierwsze wskazanie
Tantiemy	15%			
Średnioroczna sprzedaż* (USD m)	1,537			
Peak sales (USD m)	2,447			
Biodollar value** (USD m)	253			
rNPV (PLN m)	32			
rNPV (PLN/akcję)	2.2			

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *sprzedaż bazująca na sprzedaży pirfenidonu i nintedanibu, dwóch zarejestrowanych leków na IPF, **biodollar value to suma płatności z tytułu kamieni milowych, nie licząc płatności z góry. Zakładamy, że lek będzie miał 2 wskazania, ***rok ukończenia

Platforma arginazowa

Przyjmujemy, że umowa partneringowa zostanie podpisana w 2024P po ukończeniu I fazy (skumulowane prawdopodobieństwo sukcesu: 69%) – prognozujemy płatność z góry USD 30m, biodollar value USD 208m i tantiemy na poziomie 13%. Zakładamy, że jest 16% skumulowane prawdopodobieństwo, że terapia zostanie zarejestrowana w 2030P, a jako benchmark sprzedaży wykorzystujemy zarejestrowane już immunoterapie.

Tabela 5. Molecure platforma arginazowa – założenia do wyceny

Faza	Rok***	Prawdopodobieństwo sukcesu	Skumulowane prawdopodobieństwo	Płatności (USD m)
<u>Pierwsze wskazanie</u>				
Faza 1	2024	77%	77%	30.0
Faza 2	2026	44%	34%	15.0
Faza 3	2029	62%	21%	22.5
Wniosek o rejestrację	2030	85%	18%	33.8
Sprzedaż komercyjna	2030	100%	18%	67.5
<u>Drugie wskazanie</u>	pierwsze wskazanie + 1 rok			50% x pierwsze wskazanie
Tantiemy	13%			
Średnioroczna sprzedaż* (USD m)	1,145			
Peak sales (USD m)	1,274			
Biodollar value** (USD m)	208			
rNPV (PLN m)	146			
rNPV (PLN/akcję)	10.4			

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research *sprzedaż bazująca na sprzedaży leków immuno-onkologicznych, **biodollar value to suma płatności z tytułu kamieni milowych, nie licząc płatności z góry. Zakładamy, że lek będzie miał 2 wskazania, ***rok ukończenia

Tabela 6. Molecure - niezważony prawdopodobieństwem cash flow przed podatkiem (USD mln)

	2022P	2023P	2024P	2024P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032-40P
Platforma chitynazowa	-1.1	-4.0	-8.0	43.9	22.5	0.0	22.5	45.0	98.7	88.6	2,420.2
Platforma arginazowa	-3.0	-2.2	27.4	0.0	15.0	7.5	0.0	22.5	45.0	92.6	744.9
Koszty zarządu i pozostałe	-4.4	-5.0	-4.5	-5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Łącznie	-9.1	-11.7	14.2	38.2	37.5	7.5	22.5	67.5	143.7	181.2	3,165.1

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 7. Molecure - ważony prawdopodobieństwem cash flow przed podatkiem (PLN mln)

	2022P	2023P	2024P	2024P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032-40P
Platforma chitynazowa	-5.0	-17.9	-28.1	19.5	10.0	0.0	6.0	9.9	19.9	17.1	450.2
Platforma arginazowa	-4.0	-14.0	87.2	0.0	20.0	10.0	0.0	18.6	33.0	65.0	522.7
Koszty zarządu i pozostałe	-19.8	-23.6	-21.6	-24.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex	-2.6	-2.8	-3.0	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Łącznie	-31.4	-58.3	34.5	-8.0	30.0	10.0	6.0	28.5	52.9	82.1	972.9

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 8. Molecure - ważony prawdopodobieństwem, zdyskontowany cash flow po podatku* (PLN mln)

	2022P	2023P	2024P	2024P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032-40P
Platforma chitynazowa	-12.8	-22.1	-25.3	3.8	4.9	0.0	2.3	3.3	5.8	4.4	55.3
Platforma arginazowa	-12.4	-16.1	50.6	-6.6	10.6	4.1	0.0	5.9	9.1	15.8	73.5
Capex	-4.4	-4.0	-2.0	-1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Łącznie	-29.7	-42.3	23.3	-4.7	15.6	4.1	2.3	9.2	14.9	20.2	128.8

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *Koszty ogólnego zarządu zostały uwzględnione w przepływach platform

Ryzyka

W tej sekcji przedstawiamy główne ryzyka dla Molecure.

Ryzyko makroekonomiczne i ryzyko zmieniających się trendów w partneringu i biotechnologii. Otoczenie makroekonomiczne i trendy w biotechnologii wpływają zarówno na rynek umów partneringowych jak również na potencjał cząsteczek rozwijanych przez Molecure. Również zmiany w trendach partneringowych – np. potencjalne zmniejszenie zainteresowania immunoonkologią lub chorobami fibrotycznymi (sarkoidoza, IPF) może mieć negatywny wpływ na potencjał spółki do podpisywania umów partneringowych.

Ryzyko niepowodzeń i opóźnień w projektach badawczo-rozwojowych. Projekty biotechnologiczne charakteryzują się z natury statystycznie wysokim ryzykiem niepowodzenia. Istnieją ryzyka typowe dla projektów na wczesnym etapie rozwoju ukierunkowanych na nowe cele białkowe, np. nieznanym jest mechanizm działania YKL-40 i istnieje ryzyko translacyjne oraz proof-of-concept z powodu częściowej jedynie homologii pomiędzy gatunkami (białko YKL-40 człowieka vs. BRP-39 myszy); w platformie SMR cele są trudne i zbadane w niewielkim stopniu, leki bezpośrednio modyfikujące funkcję RNA nie są też zwalidowane klinicznie. Zgodnie z różnymi źródłami, prawdopodobieństwo powodzenia badań klinicznych (od fazy 1 do akceptacji) mieści się w okolicach 7-18%. W związku z tym, istnieje znaczące ryzyko, że projekty Molecure mogą zakończyć się niepowodzeniem na pewnym etapie rozwoju.

Ryzyko patentowe i prawne. Ochrona patentowa jest kluczowa w biotechnologii. Zgłoszenie patentowe dotyczące inhibitorów arginazy, w tym kandydata klinicznego OATD-02, zostało złożone przez Molecure w USA w 2016 roku, podczas gdy aplikacje dotyczące ludzkich inhibitorów chitynazy, w tym kandydata klinicznego OATD-01, zostały złożone w latach 2015 i 2016. Zgodnie z regulacjami prawnymi dotyczącymi ochrony patentowej, patent dotyczący projektu OATD-01 (platforma chitynazy) jest ważny do 2035 roku (dla IPF i potencjalnie sarkoidozy do roku 2040), podczas, gdy projekt OATD-02 (platformy arginazy) jest ważny do roku 2036. W zakresie pozostałych projektów, będących na wczesnym etapie rozwoju, wciąż istnieje ryzyko, że osoby trzecie mogą wnosić roszczenia związane z własnością intelektualną.

Dostępność dotacji. Molecure współfinansuje do 50-80% wydatków na badania i rozwój z dotacji – głównie dotacji UE. Zmniejszona dostępność dotacji w przyszłości może zwiększać ryzyko emisji akcji i negatywnie wpływać na projekty spółki.

Ryzyko emisji akcji. Biotechnologia jest kapitałochłonną branżą. Rozwiązanie umowy partneringowej na OATD-01 przez Galapagos skomplikowało sytuację finansową Molecure. Mimo ponad 80 mln zł gotówki na koncie (nasza prognoza na koniec czerwca 2022) spółka nie będzie w stanie z własnych środków sfinansować dwóch równolegle prowadzonych badań klinicznych (2 faza OATD-01 i 1 faza OATD-02) i może w perspektywie najbliższych kwartałów wyjść na rynek z emisją akcji.

Ryzyko podaży akcji. Uważamy, że istnieje pewne ryzyko podaży akcji ze strony Pana Michała Sołowowa, który posiada 30% udziałów w spółce, podczas gdy według naszych obliczeń średnia cena, po której dokonywał zakupu akcji wynosiła poniżej PLN 5 za akcję. Naszym zdaniem, jednak ryzyko to przy obecnej wycenie jest niższe niż przez informacją o rozwiązaniu umowy partneringowej przez Galapagos, która wywołała duży spadek kursu akcji Molecure.

Ryzyko walutowe. Część wydatków Molecure na badania i rozwój – koszty usług osób trzecich związane z badaniami przedklinicznymi i klinicznymi są denominowane w USD i EUR. Z drugiej strony, przychody spółki osiągane z potencjalnych przyszłych umów partneringowych będą denominowane w USD lub EUR. W związku z tym, ekspozycja spółki na ryzyko walutowe może się zmienić w przyszłości.

Konkurencja. Biotechnologia jest wysoce konkurencyjną branżą. Konkurencja dotyczy innych projektów na te same cele molekularne (arginazy i chitynazy) lub wskazania terapeutyczne (np. onkologia, sarkoidoza, IPF i NASH).

Ład korporacyjny. Zidentyfikowaliśmy także potencjalne ryzyko ładu korporacyjnego związane z zaangażowaniem CEO Molecure w wehikuły inwestycyjne inwestujące w spółki z obszaru life science. Zgodnie z informacjami od Zarządu spółki oraz bezpośrednio od Prezesa spółki, postrzegamy rolę Pana Szumowskiego w tych spółkach jako pasywnego inwestora poprzez wehikuły inwestycyjne, w których pełni funkcję Prezesa. Żaden z tych wehikułów nie jest zaangażowany w projekty związane z opracowywaniem leków. Ponadto Life Science Innovations (fundusz seed na wczesnym etapie rozwoju) zakończyło fazę inwestycyjną i pasywnie oczekuje na możliwości wyjścia z inwestycji. W związku z tym, Prezes Zarządu jest w pełni zaangażowany w sprawy Molecure, a Zarząd spółki uznaje to ryzyko za nieistotne.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należyłą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 lipca 2022 – 30 września 2022)

	Number	%
Kup	29	44%
Trzymaj	20	30%
Sprzedaj	17	26%
Suma	66	100%

Historia ratingów – Molecure

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
15/10/2019	KUPUJ	PLN 20.0	PLN 11.20	Beata Szparaga-Waśniewska
08/12/2020	Rewizja rekomendacji	n.a.	PLN 47.50	Beata Szparaga-Waśniewska
02/09/2021	KUPUJ	PLN 55.0	PLN 45.25	Beata Szparaga-Waśniewska
13/12/2021	KUPUJ	PLN 55.0	PLN 39.3	Beata Szparaga-Waśniewska
06/04/2022	Rewizja rekomendacji	n.a.	PLN 23.85	Beata Szparaga-Waśniewska
31/08/2022	TRZYMAJ	PLN 17.0	PLN 16.0	Łukasz Kosiarski
14/12/2022	TRZYMAJ	PLN 17.4	PLN 16.22	Łukasz Kosiarski