

Bioton SA – pod parasolem Yifan

Ostatnie kwartały w Biotonie upłynęły na dalszym porządkowaniu działalności spółki. Doszło do rozwiązania umowy z Harbin Gloria i Sequoia oraz odpisania wartości Bioleku. Bioton pracuje nad własnymi analogami insuliny, a umowa z Yifan zapewnia finansowanie badań. Przejęcie przez Yifan pakietu Biotonu, zdaje się potwierdzać jego wiarę w powodzenie tego procesu. W wyniku aktualizacji prognoz, dokonujemy korekty wyceny spółki z 7,48 zł do 6,37 zł.

Wyniki 2019 roku pod wpływem zdarzeń jednorazowych

Na wyniki 2019 roku wysoki negatywny wpływ miał odpis wartości Bioleku, co obniżyło wynik operacyjny o prawie 147 mln zł. W 2019 roku Grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości 202 mln zł w porównaniu do łącznych przychodów ze sprzedaży 241,2 mln PLN w 2018 roku. Jeżeli jednak odliczymy przychody SciGen z I połowy 2018 roku (57,7 mln zł), to wzrost przychodów wyniósł ok. 10% r/r. EBITDA w 2019 roku wyniosła -131,3 mln zł, natomiast po skorygowaniu o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła +23,1 mln zł. Oczekujemy, że w całym 2020 roku przychody wzrosną do 255 mln zł, a EBITDA wsparta jednorazowym rozliczeniem transakcji rozwiązania umowy z Harbin Gloria (przyjmując ten zysk na poziomie 15 mln zł) do 32 mln zł.

Nowy właściciel i szansa na wzrosty w eksporcie

Zmiany właścicielskie z października 2019 roku skutkujące przejęciem przez Yifan 32% udziałów w spółce, jak również rozwiązanie umowy dystrybucyjnej z Harbin Gloria i umowa cesji pomiędzy Biotonem, Yifan i SciGen porządkują kwestię dystrybucji produktów spółki i zdają się otwierać dla Biotonu szansę na wzrost sprzedaży na rynku chińskim – zakładam wzrost eksportu w 2020 roku o 20% r/r.

Praca nad analogami insuliny

Dzięki umowie ramowej z Yifan Pharmaceutical Co. Ltd dotyczącej rozwoju analogów insuliny Bioton ma zapewnione finansowanie tego procesu. W 2020 roku rozpocznie się skalowanie produkcji pierwszego analogu do skali przemysłowej oraz produkcja szarż klinicznych preparatu. W 2019 roku Bioton rozpoczął także badania produktów referencyjnych do celów udowodnienia biopodobności i prowadził intensywne prace nad procesem produkcyjnym trzeciego analogu insuliny.

Potencjalny wpływ COVID-19 na wyniki

Pandemia COVID-19 ma wpływ głównie na zaopatrzenie w surowce dla spółki, poprzez ich dostępność i wzrost cen (może mieć negatywny wpływ na marżę – uwzględniam w prognozie ich spadek) oraz spadek sprzedaży preparatów OTC (z racji niskiej skali pomijam ten efekt).

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko związane z opóźnieniem lub brakiem rejestracji i dopuszczenia do sprzedaży analogów insuliny, nad którymi pracuje spółka.

Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (6,47 zł) oraz porównawczą (6,26 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 6,37 zł.

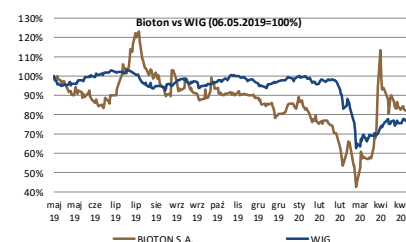
mln zł	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	241	202	255	280	426
EBITDA	-23	-131	32	29	43
EBIT	-52	-164	0	-2	13
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	26	-127	-5	-7	5
P/E (x)	12,8	-2,6	-66,8	-50,8	62,6
EV/EBITDA (x)	-19,1	-3,4	13,8	14,6	10,2

Źródło: Bioton (wyniki 2018-2019), Noble Securities (prognozy 2020-2022)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 05.05.2020 o godz. 17:20. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 05.05.2020 o godz. 17:30.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	3,89 zł
Wycena	6,37 zł
Potencjał wzrostu	64%
Kapitalizacja	334 mln zł
Free float	38,9%
Śr. wolumen 6M	109 352



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i pracuje nad własnymi analogami insuliny. Głównym obszarem działalności Grupy jest diabetologia. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i suplementów Biolek. Na koniec 2019 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 511 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Yifan Pharmaceutical Co. Ltd	31,6%
Bimeda Holding Ltd.	13,2%
Jiman Zhu	11,4%
Troqueera Enterprises Ltd	9,9%
Pozostali	33,9%

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblescurities.pl
+48 22 213 22 35

WYCENA

Akcje Biotonu wyceniłem przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (metodologia bez zmian) i wyznaczając bieżącą wycenę równą 6,37 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	6,47	8,21	-21%
Wycena porównawcza	0,5	6,26	6,75	-7%
Średnia ważona metod		6,37	7,48	-15%
Cena aktualna		3,89	5,26	-26%
Potencjał		64%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek maja 2020 (poprzednio: początek sierpnia 2019 roku),
- Dług netto na dzień 31.12.2019 roku w wysokości 112 mln zł (poprzednio dług netto na koniec 2018 roku w wysokości 104 mln zł),
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 20% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Parametr beta na poziomie 1,5, stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,5%, premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6% (wszystkie parametry bez zmian).

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	255	280	426	425	284	346	408	633	647	662
NOPAT	0	-1	10	11	7	23	39	100	102	105
Amortyzacja	32	31	30	30	29	29	28	27	27	26
Zmiany KON	-13	-6	-35	0	33	-16	-16	-58	-4	-4
CAPEX	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-26
FCFF	11	16	-2	33	62	29	44	63	118	101
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,68	0,62	0,56	0,50	0,45	0,41	0,37
DFCFF	10	14	-2	23	39	16	22	28	48	37
SUMA DFCFF do 2029	235									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2029	1 157									
Zdyskontowana wartość rezydualna	426									
Wartość Firmy (EV)	662									
Dług netto 31.12.2019	106									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	555									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	6,5									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	6,4	7,0	7,8	8,7	10,0
WACC - 0,5%	5,9	6,4	7,1	7,9	8,9
WACC	5,5	5,9	6,5	7,2	8,0
WACC + 0,5%	5,1	5,5	5,9	6,5	7,3
WACC + 1,0%	4,7	5,0	5,4	5,9	6,6

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparłem o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniłem wskaźniki EV/EBITDA i EV/Sales (75% wagi przypisałem EV/EBITDA i 25% wycenie EV/Sales – poprzednio 50% EV/EBITDA i 50% EV/Sales – obecnie więcej wagi przypisuję EV/EBITDA, gdyż uważam, że spółka okres odpisów ma już za sobą). Przychody skorygowałem o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogiami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczam wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 6,26 zł.**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales		
		2020P	2021P	2021P	2020P	2021P	2021P	2020P	2021P	2021P
NOVO NORDISK-B	621 574	23,7	21,1	18,7	16,7	15,5	14,1	7,8	7,2	6,6
ELI LILLY & CO	613 046	22,6	19,5	18,2	18,3	16,6	15,4	6,3	5,7	5,5
SANOFI	497 670	13,9	12,8	11,8	10,8	9,8	9,0	3,3	3,1	2,9
MERCK & CO	818 247	14,5	13,0	11,8	10,8	9,8	8,9	4,4	4,0	3,8
TONGHUA DONGBA-A	15 234	26,0	21,3	17,6	20,0	16,8	14,4	8,0	6,6	5,7
BIOCON LTD	23 676	48,8	35,9	27,1	25,0	19,3	15,3	6,8	5,5	4,5
Mediana		23,2	20,3	17,9	17,5	16,1	14,3	6,6	5,6	5,0
Bioton	327	-65,5	-49,8	61,4	13,6	14,4	10,0	2,0	1,9	1,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		-383%	-345%	243%	-22%	-10%	-30%	-69%	-66%	-63%
Implikowana wartość Bioton					5,3	4,4	5,9	14,9	13,5	12,4
Waga					25%	25%	25%	8%	8%	8%
Implikowana wartość godziwa Bioton					6,26					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 04.05.2020 r. godz. 11:33

OSTATNIE WYDARZENIA

ROZWIĄZANIE UMOWY Z HARBIN GLORIA PHARMACEUTICALS

W sierpniu 2019 roku wpłynęło do Biotonu oświadczenie zarządu Harbin Gloria Pharmaceuticals Co., Ltd. o wypowiedzeniu umowy dystrybucyjnej zawartej pomiędzy stronami we wrześniu 2015 roku, aneksowanej pod koniec 2016 roku. Umowa ta dotyczyła dostawy oraz dystrybucji produktów insuliny Bioton na rynku chińskim. Harbin Gloria jako przyczynę wypowiedzenia wskazał zmiany na chińskim rynku farmaceutycznym. Dodatkowo poinformowała, że nie jest w stanie zrealizować uzgodnionych w umowie prognoz sprzedaży. W styczniu 2020 roku Bioton otrzymał podpisany Wiążący List Intencyjny z Harbin Gloria Pharmaceuticals Co., Ltd oraz SciGen PTE. Ltd, na podstawie którego Harbin Gloria Pharmaceuticals Co., Ltd jest zobowiązana do zapłaty Biotonowi kwoty ugodowej w wysokości 9 mln dolarów USA tytułem finalnej ugody dotyczącej wszelkich sporów między stronami.

Zarząd Biotonu, informując o wypowiedzeniu umowy przez Harbin Gloria Pharmaceuticals Co., Ltd., wskazał, że od dłuższego czasu były problemy z realizacją umowy przez ten podmiot, skutkujące brakiem realizacji minimalnych wartości zamówień przewidzianych umową, co miało odzwierciedlenie w sprawozdaniach finansowych Biotonu.

Rozwiązanie umowy i zawarcie ugody będzie miało pozytywny jednorazowy wpływ na wyniki finansowe Biotonu w 2020 roku – zakładam pozostałe przychody operacyjne z tytułu rozwiązania umowy i zawarcia ugody w wysokości 15 mln zł w 1Q2020. Dodatkowo uporządkowało to również kwestię dystrybucji produktów spółki i otworzyło rynek chiński dla dystrybucji produktów spółki. Dla przypomnienia główną umową dystrybucyjną Biotonu jest w chwili obecnej **15-letnia umowa ramowa globalnej dystrybucji sprzedaży i marketingu produktów spółki (RHI) zawarta 27 marca 2018 roku z Yifan International Pharmaceutical Co. Ltd**, który jest również największym akcjonariuszem spółki. Spółka szacuje, że przychody wynikające z umowy w okresie najbliższych 3 lat wyniosą około 250 mln zł. W mojej prognozie zakładam znacznie niższe przychody ze sprzedaży eksportowej.

ZMIANY WŁAŚCICIELSKIE

Na początku listopada 2019 roku Bioton poinformował o transakcjach, które miały miejsce pod koniec października, w wyniku których Yifan Pharmaceutical Co. Ltd. nabył pośrednio 31,65% akcji spółki od chińskich inwestorów, jednocześnie stając się największym akcjonariuszem spółki. **Jest to, w mojej opinii, kolejny ruch po nabyciu akcji SciGen i podpisaniu umowy współpracy, zacieśniający relacje obu spółek.**

ZMIANY NA RYNKU BRAZYLIJSKIM

Bioton we wrześniu 2019 roku otrzymał od Biommm S.A. z siedzibą w Brazylii oświadczenie o wypowiedzeniu umowy dotyczącej przyznania Biommm prawa wyłączności dotyczącego komercjalizacji wytwarzanych przez Bioton rekombinowanych insulin ludzkich na terytorium Brazylii. Warunkiem rozpoczęcia dostaw produktów w ramach umowy było uzyskanie rejestracji produktów na terytorium Brazylii. Na obecnym etapie badania kliniczne się zakończyły, a proces rejestracyjny jest w toku. Bioton szuka nowego dystrybutora na rynku brazylijskim, który będzie oferował produkty spółki na rynku prywatnym (umowa z Biommm zakładała podpisanie umowy z Ministerstwem Zdrowia Brazylii w zakresie dostaw rekombinowanej insuliny ludzkiej na terytorium Brazylii). Zgodnie z oficjalnym komunikatem Ministerstwa Zdrowia Brazylii 19 programów partnerstw produkcyjnych (PDP) zostało zawieszonych, w tym projekt rekombinowanej insuliny ludzkiej.

W mojej prognozie zakładałem, sprzedaż na rynku brazylijskim na poziomie 10 mln zł w 2020 roku i 20 mln zł od 2021 roku. Wyższej wspomniany komunikat skłania mnie do rewizji tych prognoz do 5 mln zł w 2020 roku i wzrosty o 5% w latach kolejnych – wydaje się, że sprzedaż na rynku prywatnym będzie trudniejsza i na mniejszą skalę niż potencjalnie mogło to mieć miejsce w scentralizowanym procesie na podstawie umowy z Ministerstwem Zdrowia.

ODPISY WARTOŚCI BIOLEKU

Na podstawie przesłanek wpływających niekorzystnie na działalność i perspektywy Bioleku, zarząd Biotonu we wrześniu 2019 roku i kwietniu 2020 roku podjął decyzje o aktualizacji wartości aktywów Biolek sp. z o.o. w bilansie Biotonu. We wrześniu wpływ odpisu na skonsolidowane sprawozdanie finansowe wyniósł -100,7 mln zł, a na jednostkowe -173,5 mln zł. Łącznie z odpisem z kwietnia 2020 roku, wpływ odpisów na sprawozdanie finansowe w 2019 roku wyniósł 146,7 mln zł i został ujęty w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych.

W mojej opinii odpis wartości Bioleku kończy okres porządkowania bilansu Biotonu. Dla przypomnienia wycena wartości niematerialnych związanych z Biolekiem w bilansie Biotonu według stanu na koniec 2018 wynosiła 148 mln zł, a po odpisach na koniec 2019 roku już tylko 1,6 mln zł.

ROZWIĄZANIE UMOWY Z SEQUOIA PHARMACEUTICALS

Bioton w październiku 2019 r. wypowiedział Sequoia Pharmaceuticals Sp. z o.o umowy współpracy w zakresie produkcji, dystrybucji i promocji produktów leczniczych, wyrobów medycznych i żywności funkcjonalnej z lipca 2018 roku.

Umowa była dla Biotonu nieopłacalna, a porządkowanie portfolio skłoniło Bioton do podjęcia tej decyzji.

POWOŁANIE REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH

Na wniosek akcjonariuszy AIS Investment 2 Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie oraz Basolma Holding Limited z siedzibą w Nikozji oraz po oddaleniu przez Sąd Okręgowy w Warszawie w lutym 2020 roku zażalenia Biotonu na decyzję Sądu Rejonowego, postanowienie Sądu o wyznaczeniu rewidenta do spraw szczególnych - Grant Thornton Polska, stało się prawomocne.

Rewident wkrótce pojawi się w spółce.

ODDALENIE POWÓDZTWA O UCHYLENIE UCHWAŁY WZA

Bioton poinformował, że w lutym 2020 roku Sąd Okręgowy w Warszawie oddalił powództwo AIS Investment 2 Sp. z o.o. przeciwko Biotonowi o uchylenie uchwały nr 2 w sprawie wyrażenia zgody na transakcję zbycia SciGen Ltd z siedzibą w Singapurze oraz określenia podstawowych warunków dla transakcji, podjętej w dniu 11 czerwca 2018 r. przez Zwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki.

Traktuję tę informacją jako techniczną i nie mającą wpływu na działalność spółki.

ANEKSOWANIE UMOWY POŻYCZKI Z UNIAPEK I BEZPIECZNE FINANSOWANIE

W listopadzie 2019 Bioton podpisał aneks do umowy pożyczki z Uniapek przedłużając datę spłaty do listopada 2021 roku, co zapewnia spółce stabilność finansowania. Największymi kredytodawcami spółki byli na koniec 2019 roku Banka of China (45,5 mln zł) oraz Uniapek S.A. (29,9 mln zł). Łączne zadłużenie kredytowe na koniec 2019 roku wynosiło 103,3 mln zł, z czego 27 mln zł zapada w ciągu roku, 45,4 mln zł w ciągu 1-2 lat, a reszta za 3 lata i później.

UMOWA CESJI MAJĄCA NA CELU USPRAWNIE NIE DYSTRYBUCJI

W dniu 16 stycznia 2020 roku Bioton zawarł umowę cesji z mocą obowiązującą od dnia 1 stycznia 2020 roku do umowy Global Exclusive License Framework Agreement z dnia 27 marca 2018 r. wraz

z późniejszymi zmianami, pomiędzy Spółką, Yifan International Pharmaceutical Co. Ltd. a SciGen PTE. Ltd., w której Bioton udzielił cedentowi (Yifan) wyłączne prawo do importu i dystrybucji produktów Bioton na wskazanym terytorium (wszystkie kraje z wyjątkiem Polski).

Ponieważ SciGen jest spółką zależną od Yifan, a Yifan jest głównym dystrybutorem Biotonu na rynkach zagranicznych, w mojej opinii, umowa cesji ma charakter porządkujący dystrybucję produktów spółki na rynkach zagranicznych.

ELIMINACJA TRITONU Z PROCESU PRODUKCYJNEGO

Bioton dostosował proces produkcyjny do wymogów Unii Europejskiej poprzez eliminację z niego Tritonu. W 2019 roku kosztowało to ok. 36 mln zł. Pozostałe nakłady mają wynieść ok. 1 mln zł.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Podsumowanie zmian prognoz

	2018	2019	zmiana	2020 Stara	2020 Nowa	zmiana	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana
Przychody	241	202	-16%	289	255	-12%	344	280	-19%
Insulina	145	106	-27%	140	145	3%	150	153	2%
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	66%	25	35	41%	27	39	41%
Pozostałe towary i materiały	82	30	-63%	44	32	-28%	46	33	-28%
Usługi	5	34		0	0		0	0	
Refakturowane koszty badań				80	44	-45%	120	55	-54%
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	-12%	179	135	-25%	226	158	-30%
EBITDA	-23	-131		25	32	30%	30	29	-2%
EBIT	-52	-164		-6	0		1	-2	
zysk netto	26	-127		-10	-5		-5	-7	

Źródło: Bioton (wyniki 2018, 2019), Noble Securities (prognozy 2020, 2021)

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładam, że sprzedaż w kolejnych latach pozostanie płaska – ustabilizuje się na poziomie ok. 80 mln zł – niższą sprzedaż insulin na rynku polskim w 2019 roku (wyniosła 52 mln zł vs 100,5 mln zł w 2018 roku) spółka tłumaczy optymalizacją stanów hurtowych;
- **rynek eksportowy** – zakładam, że rozwiązanie umowy z Gloria Harbin i zacieśnienie współpracy dystrybucyjnej z Yifan, spowoduje, że sprzedaż w eksporcie wzrośnie o 20% w 2020 roku i o 5% w kolejnych latach (poprzednio zakładałem, że pozostanie płaska, a główny potencjał wzrostu miał pochodzić z rynku brazylijskiego), z Brazylii zakładam 5 mln zł w 2021 roku i wzrosty o 5% rocznie (poprzednio 10 mln zł w 2020 roku i 20 mln zł od 2021 roku),

2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2020-2023:** zakładam, że koszty badań i rozwoju w wysokości 430 mln zł (założenie bez zmian) inaczej się rozłożą w czasie – 40 mln zł w 2020 roku, 50 mln zł w 2021 roku, a reszta w kolejnych dwóch latach (poprzednio: 80 mln zł w 2020 roku, po 120 mln zł w 2021 i 2022 roku oraz 110 mln zł w 2023 roku), koszty te zostaną pokryte przez przychody tej samej lub nieco większej wysokości (refakturowane koszty na Yifan plus marża serwisowa), tym samym dzięki współpracy z Yifan koszty badań i rozwoju Biotonu w zakresie analogów będą mieć neutralny/lekko pozytywny wpływ na wynik EBITDA; zakładam koszty badań i rozwoju poza analogami na 5 mln zł rocznie (bez zmian); **z uwagi na przesunięcie w czasie pomiędzy**

kwartałami rozliczenia wydatków na badania w zakresie analogów, mogą one w krótkim okresie powodować wahania wyników finansowych,

- **Etap komercjalizacji – bez zmian – począwszy od 2024 roku:** zakładam pierwszą sprzedaż w 2024 roku 30 mln zł, w 2025 roku 80 mln zł, w 2026 roku 130 mln zł, a w kolejnych latach osiągnięcie ok. 1% udziału w rynku analogów licząc bez rynku amerykańskiego (założenie bez zmian – ok. 342 mln zł rocznie). Zarząd spółki spodziewa się pierwszych przychodów ze sprzedaży analogów w 2023 roku. Ja w dalszym ciągu nie zmieniam założenia i oczekuję pierwszych przychodów w 2024 roku.

3. **Biolek:** pomijam ten podmiot w założeniach jako mało istotny (bez zmian).
4. **Marża brutto na sprzedaży:** zakładam negatywny wpływ pandemii COVID-19 na wzrost cen surowców dla spółki i tym samym spadek marży brutto na sprzedaży w 2020 roku na insulinie o 5 pkt. proc. Zakładam, że w kolejnych latach marża na insulinie wróci na wyższy poziom.
5. **Pozostałe produkty:** Zakładam wzrosty sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych na poziomie 10% i na średniorocznym poziomie 5% w obszarze pozostałych produktów i towarów (bez zmian).
6. **Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu:** zakładam w 2020 roku spadek o 2 mln zł oraz niewielkie wzrosty w kolejnych latach,
7. **CAPEX:** Nakłady odtworzeniowe to około 5-10 mln zł rocznie. Zakładam 7,5 mln zł rocznie.

Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Insulina	144,9	106,1	144,8	153,0	156,7	160,5	164,5	168,7	173,2	177,8	182,7	187,9
kraj	100,5	52,2	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
eksport	43,3	54,0	64,8	73,0	76,7	80,5	84,5	88,7	93,2	97,8	102,7	107,9
Analogi insuliny			44,0	55,0	192,5	181,5	30,0	80,0	130,0	342,0	342,0	342,0
Refakturowane koszty badań			44,0	55,0	192,5	181,5						
Przychody ze sprzedaży analogów							30,0	80,0	130,0	342,0	342,0	342,0
Towary, materiały i usługi	101,6	62,0	66,7	71,8	77,3	83,3	89,8	96,9	104,5	112,9	121,9	131,8
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19,2	31,8	35,0	38,5	42,4	46,6	51,3	56,4	62,0	68,2	75,0	82,5
Pozostałe towary i materiały	82,4	30,2	31,7	33,3	35,0	36,7	38,6	40,5	42,5	44,6	46,9	49,2
Usługi	5,3	33,9										
RAZEM	251,8	202,0	255,5	279,8	426,5	425,3	284,3	345,6	407,7	632,7	646,6	661,6

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko braku realizacji korzyści ekonomicznych związanych z posiadanymi WNiP – Znaczna część nakładów i kosztów ponoszonych przez emitenta jest przeznaczana na finansowanie prac rozwojowych, w tym w zakresie produktów biotechnologicznych. Samo wprowadzenie do sprzedaży analogu insuliny to koszt ok. 100 mln EUR, a zakończony sukcesem proces rejestracji nie gwarantuje osiągnięcia przez lek zakładanych efektów ekonomicznych. Jednocześnie niepowodzenie prac rozwojowych mogłoby spowodować brak możliwości uzyskania tychże efektów, co może skutkować negatywnym wpływem na sytuację finansową lub wyniki.

Ryzyko rozwiązania umowy z Yifan w zakresie współpracy przy rozwoju analogów insuliny – podpisana 17 lipca z Yifan ramowa umowa dotycząca współpracy w zakresie rozwoju analogów jest kluczowa z punktu widzenia stabilności finansowania w zakresie kontynuacji tego procesu. Rozwiązanie tej umowy może skutkować brakiem środków na dokończenie procesu rejestracji i komercjalizacji analogów, co będzie mieć negatywne przełożenie na prognozowane przez nas wyniki finansowe. **Fakt, że Yifan jest głównym akcjonariuszem Biotonu, zdaje się minimalizować to ryzyko.**

Ryzyko kursu walutowego – spółka zarówno generuje przychody w obcych walutach, jak i ponosi koszty – obie kategorie stanowią znaczną część w rachunku zysków i strat. W związku z tym, spółka ma otwartą pozycję walutową netto. Tym samym, wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na wyniki osiągane przez spółkę. Po sprzedaży SciGenu ryzyko kursu walutowego spadło w Grupie Bioton.

Ryzyko zmian polityki refundacyjnej – Polityka refundacyjna ma znaczący wpływ na ceny leków dla pacjentów. Tym samym, zmiany w postaci wprowadzenia nowych leków lub zmiany poziomu refundacji mogą mieć decydujący wpływ na konkurencyjność leków oferowanych przez spółkę, co może prowadzić do utraty udziałów rynkowych, i w rezultacie mieć negatywny wpływ na wyniki spółki. Refundacja Gensulin Biotonu na rynku polskim została przedłużona od stycznia 2019 roku o kolejne 3 lata.

Ryzyko związane z odmową lub opóźnieniami w dopuszczeniu produktów spółki do obrotu – Działalność spółki koncentruje się w obszarze silnie regulowanym pod kątem dopuszczenia do obrotu konkretnych produktów. Przygotowanie dokumentacji niezbędnej do uzyskania pozwolenia dla danego produktu oraz procedury dopuszczeniowe, szczególnie na niektórych rynkach, wymaga dużego nakładu pracy oraz czasu. Powyższe mogą powodować znaczące opóźnienia we wprowadzeniu nowych produktów spółki do obrotu, a tym samym mieć negatywny wpływ na wyniki spółki.

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	241	202	255	280	426
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	135	158	299
Koszty sprzedaży	83	70	68	69	69
Koszty ogólnego zarządu	51	39	37	37	37
Koszty badań i rozwoju	33	7	45	55	180
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-2	-150	15	0	0
EBIT	-52	-164	0	-2	13
Koszty i przychody finansowe netto	68	1	-6	-6	-6
Zysk przed opodatkowaniem	15	-162	-6	-8	7
Podatek dochodowy	-11	35	-1	-2	1
Zysk netto	26	-127	-5	-7	5
Amortyzacja	29	32	32	31	30
EBITDA	-23	-131	32	29	43

Źródło: Bioton (2018, 2019), Noble Securities (2020P-2022P)

Bilans	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 010	881	910	904	904
Aktywa trwałe	859	744	720	697	674
Rzeczowe aktywa trwałe	336	327	315	303	292
Wartości niematerialne	405	377	364	353	341
Inne aktywa trwałe	118	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	151	137	190	208	231
Zapasy	78	80	96	97	102
Należności handlowe	62	49	61	67	102
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	7	31	42	25
Inne aktywa obrotowe	3	2	2	2	2
Pasywa	1 010	881	910	904	904
Kapitał własny razem	713	582	577	570	576
Zobowiązania długookresowe	123	103	103	103	103
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	18	41	41	41	41
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	33	0	0	0	0
Inne	72	62	62	62	62
Zobowiązania krótkookresowe	174	197	231	231	226
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	94	78	96	96	86
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	56	77	94	94	99
Inne	24	41	41	41	41

Źródło: Bioton (2018, 2019), Noble Securities (2020P-2022P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto przed opodatkowaniem	26	-127	-5	-7	5
Amortyzacja	29	32	32	31	30
Inne	-57	87	6	6	6
Zmiana kapitału obrotowego	29	54	-13	-6	-35
CF operacyjny	28	47	20	25	6
CAPEX	43	53	8	8	8
Dezynwestycje i inne	81	0	0	0	0
CF inwestycyjny	37	-54	-8	-8	-8
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-85	18	18	0	-10
Inne	-7	-11	-6	-6	-6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0
CF finansowy	-96	7	11	-6	-16
CF	-31	-1	23	11	-17
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	8	7	31	42
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	7	31	42	25

Źródło: Bioton (2018, 2019), Noble Securities (2020P-2022P)

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
marża EBITDA	-9,5%	-65,0%	12,5%	10,5%	10,1%
marża EBIT	-21,7%	-80,9%	0,1%	-0,6%	2,9%
marża netto	10,8%	-62,7%	-2,0%	-2,3%	1,2%
Dług netto	104	112	106	95	102
Dług netto/EBITDA	-4,5	-0,9	3,3	3,2	2,4
Liczba akcji	85,9	85,9	85,9	85,9	86,9
Dywidenda na akcję	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6

Źródło: Bioton (2018, 2019), Noble Securities (2020P-2022P)

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody		-16%	26%	10%	52%
EBITDA				-8%	46%

Źródło: Bioton (2018, 2019), Noble Securities (2020P-2022P)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek 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 jakakolwiek 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.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdował 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/1796-bioton-s-a>,
- 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: 05.05.2020, godz. 17.20. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 05.05.2020, godz. 17.30.

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 Bioton SA	
Rekomendacja/aktualizacja	nd
Data wydania	26.07.2019 godz. 8:58
Kurs z dnia rekomendacji	5,26
Cena docelowa	7,48
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	188,9	21,0	-13%	2020-04-30	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	173,7	-20%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9	21,1	9%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3	9,1	140%	2020-03-12	24M	Kamil Jędrej
TIM	nd	17,3	11,4	10,0	74%	2020-01-31	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	11,5	167%	2020-01-07	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	10,1	71%	2020-01-03	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	18,0	64%	2019-12-20	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	95,8	72%	2019-12-13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	408,5	17%	2019-12-11	9M	Kamil Jędrej
Aparator	Akumuluj	24,4	21,4	19,0	29%	2019-11-28	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2	173,7	-26%	2019-11-25	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	357,9	-35%	2019-10-15	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2	20,8	52%	2019-10-04	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3			2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	26,4	108%	2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7	21,1	28%	2019-09-11	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3	3,8	97%	2019-07-26	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3			2019-06-28	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8			2019-06-17	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	14,1	9,8			2019-06-17	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	14,1	9,8			2019-06-17	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	14,1	9,8			2019-06-17	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0			2019-06-06	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5			2019-05-21	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7			2019-05-20	9M	Krzysztof Radojewski

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2019-10-31 i rozpoczął pracę 2020-04-15), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2020-03-31), Dariusz Dadej - Analityk Akcji

*korekta ceny o split akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPW

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewski

Krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Bioton, MCI

