

## Bioton – dobry rok, wysoka baza

Spółka opublikowała bardzo dobre wyniki za 4Q20. Wzrost sprzedaży insuliny i obniżenie kosztów sprzedaży, jak również czynniki jednorazowe pomogły istotnie poprawić wyniki minionego kwartału i całego 2020 roku. Rozwój analogów insuliny cały czas postępuje i prawdopodobnie pod koniec roku spółka będzie gotowa do rozpoczęcia badań klinicznych szybko działającego biopodobnego do Humalogu analogu insuliny. W wyniku aktualizacji prognoz, wycena w raporcie została podniesiona z 7,29 do 8,02 zł za akcję.

### Wyniki 2020 – wyższa sprzedaż, niższe koszty sprzedaży

Przychody w 2020 roku wzrosły do poziomu 221,8 mln PLN (+9,8% r/r), głównie z uwagi na wzrost o 34% r/r sprzedaży insuliny. Dzięki redukcji o 50% r/r kosztów sprzedaży i stabilnym kosztem ogólnego zarządu, Bioton poprawił wynik EBIT do poziomu 48,6 mln zł, a wynik EBITDA do 80,3 mln zł. Rok wcześniej na obu tych poziomach spółka notowała straty. Wynik operacyjny w 2020 roku dodatkowo wsparły czynniki jednorazowe – przychód z tytułu odszkodowań z Glorii (15,7 mln zł) i Nemera (10,0 mln zł). EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła w 2020 roku 58,7 mln zł (+154% r/r).

### Perspektywy 2021 roku – praca nad utrzymaniem wyników

W 2021 roku oczekujemy stabilizacji na poziomie sprzedaży zarówno na rynku polskim, jak i w eksporcie oraz utrzymanie poziomu kosztów. Tym samym zakładamy zbliżone wyniki operacyjne w ujęciu rocznym po skorygowaniu o czynniki jednorazowe.

### Szybkodziałający analog blisko wejścia do kliniki

W ramach prac nad analogami insuliny, Bioton wytworzył substancję czynną pierwszego analogu w standardzie GMP. Materiał ten posłuży do wyprodukowania sterylnej formy gotowej, która będzie wykorzystana do celów badań klinicznych. Po zakończeniu tego etapu spółka będzie mogła przystąpić do badań klinicznych, których kształt będzie zależał od ostatecznych rozmów z regulatorami. Zarząd wskazuje rok 2023 (raczej końcówka roku) jako moment wejścia analogów Biotonu na rynek. Termin wydaje się być realny przy założeniu braku konieczności przeprowadzania szerokich badań porównawczych 3 fazy.

### 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.

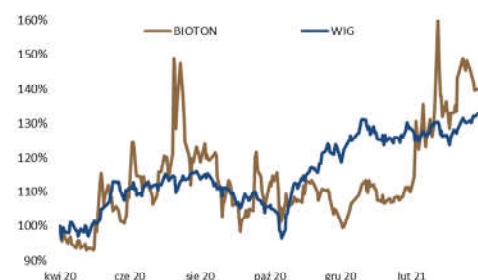
**Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (8,10 zł) oraz porównawczą (7,93 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 8,02 zł.**

mln zł	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	202	222	223	291	299
EBITDA	-131	80	56	54	53
EBIT	-164	49	25	24	23
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	-127	34	18	17	16
P/E (x)	-3,8	14,1	27,2	28,9	29,4
EV/EBITDA (x)*	30,8	9,6	9,3	9,6	9,2

Źródło: Bioton (wyniki 2019-2020), Noble Securities (prognozy 2021-2023), \*EBITDA skorygowana o one-offy

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	5,56 zł
Wycena	8,02 zł
Potencjał wzrostu	44%
Kapitalizacja	477 mln zł
Free float	45,31%
Śr. wolumen 6M	184 721



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 supełentów Biolek. Na koniec 2020 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 418 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**  
Starszy Analityk  
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl  
+48 22 213 22 35

## WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (metodologia bez zmian) i wyznaczając bieżącą wycenę równą 8,02 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	8,10	7,14	14%
Wycena porównawcza	0,5	7,93	7,45	6%
Średnia ważona metod		8,02	7,29	10%
Cena aktualna		5,56	4,35	28%
Potencjał		44%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek kwietnia 2021 (poprzednio: początek 2021),
- Dług netto na dzień 31.12.2020 roku w wysokości 88 mln zł (poprzednio prognozowany dług netto: 71 mln zł na koniec 2020 roku), efektywna stopa podatkowa na poziomie 20% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Parametr beta na poziomie 1,7 (bez zmian), stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,56% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 1,14%; premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6% (poprzednio: 6,48%, Damodoran wg stan na styczeń 2021 wskazuje na stopę 5,54%, ale z uwagi na wyższe ryzyko projektu analogowego przyjmujemy wyższą stopę).

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	223	291	299	261	321	381	604	616	629	643
NOPAT	20	19	18	20	34	47	106	105	105	104
Amortyzacja	31	30	30	29	29	28	28	27	26	26
Zmiany KON	0	-34	-3	21	-24	-24	-88	-5	-5	-6
CAPEX	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-26	-26
<b>FCFF</b>	<b>43</b>	<b>8</b>	<b>37</b>	<b>63</b>	<b>31</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>120</b>	<b>99</b>	<b>98</b>
WACC	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,76	0,69	0,63	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38
DFCF	40	7	29	44	19	25	19	56	42	38
SUMA DFCFF do 2030	319									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2030	1 208									
Zdyskontowana wartość rezydualna	465									
Wartość Firmy (EV)	784									
Prognozowany dług netto 31.12.2020	88									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	696									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	8,10									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	8,07	8,75	9,62	10,77	12,35
WACC - 0,5%	7,49	8,07	8,81	9,77	11,05
WACC	6,97	7,47	8,10	8,91	9,97
WACC + 0,5%	6,50	6,94	7,48	8,16	9,05
WACC + 1,0%	6,07	6,46	6,93	7,51	8,25

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%	1,56%
Premia za ryzyko	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,8%</b>
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%
<b>WACC</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA i EV/Sales (40% przypisałem P/E i EV/EBITDA oraz 20% wycenie EV/Sales; poprzednio odpowiednio 20%/60%/20%, wydaje się, że spółka trwale osiągnęła rentowność, stąd większa waga zysku netto) w latach 2021-2023 (poprzednio 2020-2022). Przychody skorygowano o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny, a wynik EBITDA o zdarzenia jednorazowe (saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych). **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 7,93 zł (poprzednio 7,45 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
NOVO NORDISK-B	649 646	24,1	21,6	19,0	17,2	15,6	14,5	8,0	7,3	6,8
ELI LILLY & CO	686 610	22,8	21,5	18,9	18,8	18,2	16,7	7,0	7,0	6,5
SANOFI	491 302	13,8	12,3	11,8	9,7	8,7	8,1	3,1	2,9	2,8
MERCK & CO	741 885	11,9	10,8	10,3	9,9	9,1	8,9	4,2	4,0	3,9
TONGHUA DONGBA-A	14 382	22,2	18,4	14,2	16,9	14,1	10,8	6,9	5,9	4,9
BIOCON LTD	24 522	67,9	41,9	30,3	28,6	20,0	15,4	6,8	5,5	4,5
<b>Mediana</b>		<b>22,5</b>	<b>20,0</b>	<b>16,5</b>	<b>17,1</b>	<b>14,8</b>	<b>12,6</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>
Bioton	487	27,7	29,5	30,0	9,5	9,8	9,3	2,7	2,5	0,0
Premia/dyskonto do średniej (%)		23%	48%	82%	-45%	-34%	-26%	-61%	-57%	-100%
Implikowana wartość Bioton		4,6	3,8	3,1	10,7	8,9	7,7	15,5	13,7	12,2
Waga		13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	6,67%	6,67%	6,67%
Implikowana wartość godziwa Bioton					<b>7,93</b>					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 19.04.2021 r. godz. 10:25

## OSTATNIE WYDARZENIA

### PROJEKT ROZWOJU ANALOGÓW INSULINY

W ramach prowadzonych prac rozwojowych Bioton zrealizował m.in. skalowanie produkcji pierwszego analogu do skali półprzemysłowej i przemysłowej. Skalowanie produkcji zakończyło się wytworzeniem substancji czynnej pierwszego analogu (szybkodziałającego) w standardzie GMP. Materiał ten posłuży do wyprodukowania sterylnej formy gotowej, która będzie wykorzystana do celów badań klinicznych. W tym celu podjęto prace nad przystosowaniem linii produkcyjnej formy gotowej do potrzeb produkcji form gotowych insulin analogowych. **Zarząd w liście do akcjonariuszy podał, że projekt wdrożenia analogów jest na dobrej drodze, a pierwszy produkt powinien pojawić się na rynku w 2023 roku.**

**W naszych prognozach zakładamy pierwsze przychody ze sprzedaży analogów insuliny w 2024 roku w wysokości 30 mln zł. Na chwilę obecną pozostawiamy to założenie bez zmian w stosunku do ostatniej rekomendacji.**

### HUMALOG I LANTUS – AKTUALIZACJA

Bioton pracuje nad analogami insuliny, biopodobnymi wobec leków referencyjnych – szybkodziałających analogów insuliny (insulin lispro, lek referencyjny – Humalog produkowany przez Eli Lilly) i długodziałającego analogu insuliny (insulin glargine, lek referencyjny Lantus produkowany przez Sanofi-Aventis). Z uwagi na wygaśnięcie patentów, biopodobne analogi insuliny do wyżej wymienionych produktów referencyjnych są już dostępne na rynku od kilku lat, ale konkurentów nie ma wielu. Ostatnia rejestracja jest z sierpnia 2020 roku, kiedy to Mylan we współpracy z Bioconem zarejestrowali na rynku amerykańskim Semglee (insulin glargine). Z uwagi na wspomnianą biopodobną konkurencję, ceny produktów referencyjnych spadły. Poniżej przedstawiamy zestawienie dotyczące tych dwóch leków referencyjnych. **Globalna sprzedaż Lantusa i jego biopodobnej konkurencji w cenach producenta netto wyniosła w 2020 roku ponad 4,3 mld USD, a sprzedaż Humalogu wyniosła w skali globalnej 2,62 mld USD (vs 2,82 mld USD) w 2019 roku. Łącznie w cenach producentów netto sprzedaż tych dwóch analogów i ich biopodobnych odpowiedników wyniosła w 2020 roku ponad 26 mld zł. Z kolei IQVIA szacuje sprzedaż samego Lantusa do odbiorców końcowych w okresie 12 miesięcy zakończonych 30 czerwca 2020 roku na 6 mld USD (23 mld zł).**

Oryginalny lek	Sprzedaż w 2018 roku			Biopodobna konkurencja	
	USA	Europa	Reszta świata	USA	Europa
Humalog (insulin lispro) - Eli Lilly	1 486 mln USD	478 mln USD	663 mln USD	Admelog (Sanofi) - gru'17;	Admelog (Sanofi) - maj'17
Lantus (insulin glargine) - Sanofi-Aventis	929 mln EUR	537 mln EUR	1 195 mln EUR	Basaglar (Eli Lilly) - gru'16 - sprzedaż 842 mln USD w 2020 r.; Semglee (Biocon/Mylan) - sie'20	Abasaglar (Eli Lilly) - 2015 - sprzedaż 282 mln USD w 2020 r.; Semglee (Mylan/Biocon) - mar'18

Źródło: Raport za 2020 rok Eli Lilly, Sanofi, informacje prasowe

### Zmiana ścieżki rejestracyjnej dla analogów insuliny w USA od 2020 roku – łatwiejsza rejestracja?

23 marca 2020 roku zakończył się 10-letni okres przejściowy dla niektórych produktów biologicznych, w tym insuliny i ludzkiego hormonu wzrostu, od jednej ścieżki regulacyjnej i zatwierdzania do drugiej. Od tego dnia analogi insuliny będą mogły być rejestrowane w ramach ścieżki dla produktów biologicznych, a nie jak było do tej pory w ramach ścieżki dla leków małocząsteczkowych. Dodatkowo FDA pod koniec 2019 roku zmieniła wytyczne dotyczące badań klinicznych nad lekami i insulinami biopodobnymi. W aktualnych wytycznych FDA informuje, że zgodnie z jej obecnym sposobem myślenia, jeśli porównawcza ocena analityczna wykaże, że produkty są bardzo podobne, „pozostałaby niewielka lub żadna niepewność dotycząca immunogenności”. W takich przypadkach, oczekuje się,

że proponowana insulina biopodobna lub insulina do stosowania wymiennego będzie miała „minimalne lub żadne ryzyko” klinicznego wpływu immunogenności, a porównawcze badanie immunogenności prawdopodobnie nie będzie konieczne. Brak tego typu badań powinno przyspieszyć i zmniejszyć koszt rejestracji analogów insuliny w USA.

Pojawia się również kwestia tzw. wymienności insuliny (interchangeability). W przypadku analogów insuliny, ich biopodobne wersje występują na rynku amerykańskim jako tzw. produkty follow-on, a nie jako wymienne biopodobne odpowiedniki referencyjnych insuliny. Brak wymienności insuliny wstrzymuje proces większej penetracji rynkowej przez biopodobne insuliny na rynku amerykańskim, gdyż biopodobne analogi insuliny muszą być zapisane przez lekarza, a nie mogą być proponowane jako zamiennik referencyjnego analogu insuliny na poziomie farmaceuty. Oczekuje się, że biopodobne analogi insuliny mogą być pierwszymi w pełni wymiennymi produktami biologicznymi zarejestrowanymi na rynku amerykańskim, co mogłoby znacząco przyspieszyć zdobycie przez nich rynku.

### **Schemat i długość badań klinicznych**

Ostateczny kształt badań klinicznych będzie znany po konsultacji z regulatorami (FDA, EMA). Ostatnie rejestracje na rynku amerykańskim biopodobnych analogów insuliny prowadzone były w tzw. okresie przejściowym, kiedy to ścieżka rejestracyjna analogów insuliny prowadzona była jak dla leków małowzrostkowych. Od ponad roku analogi mogą być rejestrowane na bazie ścieżki dla produktów biologicznych. Jest to za krótki okres, aby wskazać praktyczne przykłady, jak ta zmiana może wpłynąć na przyspieszenie lub wydłużenie rejestracji. Ostatecznie zatem termin wprowadzenia analogów Biotonu na rynek zależał będzie od konstrukcji badań klinicznych, które będzie musiała przeprowadzić spółka przed rejestracją. Jeżeli niepotrzebne okażą się szerokie badania porównawcze 3 fazy, to termin wprowadzenia analogów na rynek pod koniec 2023 roku wydaje się możliwy. Raczej nie będzie to rynek amerykański, gdyż historycznie w przypadku pozostałych trzech biopodobnych analogów insuliny, rejestracje europejskie były wcześniejsze.

Na rynku europejskim Bioton sam będzie składał wniosek rejestracyjny do EMA, natomiast na rynku amerykańskim i chińskim proces ten przeprowadzi Yifan. Bioton ma zbudowane struktury sprzedażowe w Polsce, ale nie w Europie. Z kolei Yifan ma sieć sprzedaży w Chinach, ale nie posiada sieci dystrybucyjnej w USA. Dlatego prawdopodobnie bliżej daty rejestracji spółka przedstawi też strategię komercjalizacji analogów.

### **PRODUKCJA BEZ TRYTONU**

Od 1 stycznia 2021 używanie Tritonu w procesie produkcyjnym zostanie zabronione zgodnie z Rozporządzeniem 2017/999 zmieniającym załącznik XIV do rozporządzenia (WE) nr 1907/2006 Parlamentu Europejskiego REACH. W 2019 roku w Biotonie zakończono opracowywanie, wdrażanie i walidację nowego procesu produkcji substancji aktywnej bez wykorzystania Tritonu. W rezultacie osiągnięto poprawę wydajności procesu produkcji, a także możliwe stało się rozpoczęcie badań koniecznych do rejestracji zmiany w procesie produkcyjnym oraz rejestracji insuliny ludzkiej na nowych rynkach. W 2020 roku Bioton złożył wniosek o zarejestrowanie zmiany w procesie produkcyjnym, a w dniu 4 stycznia 2021 r. uzyskał rejestrację insuliny klasycznej bez Tritonu w Urzędzie Rejestracji Produktów Leczniczych.



## WYNIKI 4Q20 – KOLEJNY DOBRY KWARTAŁ

Przychody skonsolidowane w 4Q20 wyniosły 91 mln zł vs 54 mln zł rok wcześniej (+69% r/r), głównie z uwagi na wzrosty w obszarze insuliny i rozliczenie prac badawczych w ramach projektu analogowego z Yifan (22,4 mln zł). Sprzedaż insuliny wzrosła o 64% r/r w 4Q20 i 34% w całym okresie 2020. Spółka osiągnęła udział 34,6% w rynku insulin klasycznych w ujęciu ilościowym w Polsce. Spółka wdrożyła program współpracy z dystrybutorami a także rozwiązała umowę o współpracy z firmą Biomed Lublin i zakończyła współpracę z firmą Merck Sharp&Dohme.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	r/r	2019	2020	r/r	2020P NS
<b>Sprzedaż razem</b>	<b>54,0</b>	<b>37,1</b>	<b>50,2</b>	<b>43,4</b>	<b>91,0</b>	<b>69%</b>	<b>202,0</b>	<b>221,8</b>	<b>10%</b>	<b>195,5</b>
Insulina	29,9	22,8	34,0	36,8	49,1	64%	106,1	142,6	34%	123,5
Doustne leki przeciwcukrzycowe	10,0	7,0	6,3	7,4	11,4	14%	31,8	32,0	1%	28,6
Pozostałe towary, materiały	6,9	4,5	4,0	3,9	5,5	-21%	30,2	17,8	-41%	16,4
Usługi	7,2	2,9	6,0	-4,6	25,1	251%	33,9	29,3	-13%	27,0

Źródło: Bioton (wyniki 4Q19-4Q20), Noble Securities - prognoza 2020

EBIT w 4Q20 wyniósł 24,4 mln zł (vs -41,8 mln zł w 4Q19). Wzrost wyniku z wyższych przychodów i większego zrealizowanego zysku brutto na sprzedaży oraz z istotnej redukcji kosztów sprzedaży z 23,2 mln zł do 9 mln zł w 4Q20 (-61% r/r, więcej szczegółów w tym zakresie w dalszej części raportu). Koszty ogólnego zarządu wyniosły 10,4 mln zł (-7% r/r). EBITDA w 4Q20 wyniosła 32,1 mln zł (vs -33,8 mln zł w 4Q19), a EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła 26,5 mln zł (vs 1,5 mln zł przed rokiem).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	r/r	2019	2020	r/r	2020P NS
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>54,1</b>	<b>37,1</b>	<b>50,2</b>	<b>43,4</b>	<b>91,0</b>	<b>68%</b>	<b>202,0</b>	<b>221,8</b>	<b>10%</b>	<b>195,5</b>
Zysk brutto na sprzedaży	27,1	14,8	28,6	21,8	39,6	46%	102,2	104,7	2%	107,4
Koszty sprzedaży	23,2	4,7	13,2	8,1	9,0	-61%	69,8	35,0	-50%	36,0
Koszty ogólnego zarządu	11,1	9,9	8,8	9,7	10,4	-7%	38,6	38,8	0%	40,4
Koszty badań i rozwoju	3,2	0,7	1,0	0,8	1,5		6,8	4,0	-42%	21,0
Saldo pozostałej działalności oper	-35,2	14,4	0,8	0,8	5,7	-116%	-154,3	21,6		26,0
<b>EBIT</b>	<b>-41,8</b>	<b>13,9</b>	<b>6,4</b>	<b>3,9</b>	<b>24,4</b>		<b>-163,5</b>	<b>48,6</b>		<b>36,0</b>
<b>EBIT skorygowany*</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,6</b>	<b>3,2</b>	<b>18,7</b>		<b>-9,2</b>	<b>27,0</b>		<b>10,0</b>
Saldo działalności finansowej	0,3	-7,5	2,0	-1,2	-0,3		1,4	-7,0		-7,7
Zysk przed opodatkowaniem	-41,4	6,4	8,3	2,8	24,1		-162,1	41,6		28,3
Podatek dochodowy	2,5	0,4	1,5	0,4	5,4		35,4	7,7		4,3
<b>Zysk netto</b>	<b>-38,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,8</b>	<b>2,4</b>	<b>18,7</b>		<b>-126,7</b>	<b>33,9</b>		<b>23,9</b>
Amortyzacja	8,1	8,2	7,8	7,9	7,8		32,3	31,7	-2%	31,6
<b>EBITDA</b>	<b>-33,8</b>	<b>22,1</b>	<b>14,2</b>	<b>11,8</b>	<b>32,1</b>		<b>-131,3</b>	<b>80,3</b>		<b>30,6</b>
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>1,5</b>	<b>7,7</b>	<b>13,4</b>	<b>11,1</b>	<b>26,5</b>		<b>23,1</b>	<b>58,7</b>	<b>154%</b>	<b>4,7</b>

Źródło: Bioton (wyniki 4Q19-4Q20), Noble Securities (prognoza 2020), \*o saldo pozostałej działalności operacyjnej

## WYNIKI 2020 ROKU – ZAUWAŻALNY PRZEŁOM

Przychody ze sprzedaży Grupy w 2020 r. wyniosły 221,8 mln PLN i były wyższe o 9,8% niż w analogicznym okresie 2019 r. Największy udział w przychodach stanowiła sprzedaż form insulinowych w wysokości 142,6 mln zł (+34% r/r). Marża brutto na sprzedaży na poziomie skonsolidowanym była na poziomie 47,2% i była niższa o 3 p.p. w porównaniu do okresu porównawczego. Na spadek marży największy wpływ miało spisanie produktów oraz zmiana struktury produktowej.

W 2020 r. spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży krajowej w kwocie 128,8 mln zł (+12,4% r/r), przy czym przychody ze sprzedaży insulin na rynku polskim wyniosły 79,7 mln zł. Spółka osiągnęła udział 34,6% w rynku insulin klasycznych w ujęciu ilościowym w Polsce.

W 2020 roku **koszty sprzedaży** w Grupie spadły o 50% r/r (do poziomu 34,8 mln zł). **Koszty ogólne zarządu** w 2020 roku kształtowały się na tym samym poziomie co w roku 2019 i wynosiły 38,7 mln zł. Koszty badan i rozwoju spadły z 6,8 mln zł w roku 2019 do 4,0 mln zł w roku 2020.

**Pozostałe przychody operacyjne** w Grupie w 2020 r. wyniosły 32,9 mln zł, a w ich strukturze największymi pozycjami były:

- przychód z tytułu odszkodowania z Glorii (15,7 mln zł),
- przychód z tytułu odszkodowania z Nemera (10,0 mln zł),
- dofinansowanie z Wojewódzkiego Urzędu Pracy w związku z COVID 19 (1,9 mln zł).

**Pozostałe koszty operacyjne** w Grupie w 2020 r. wyniosły 11,3 mln zł, a w ich strukturze największe pozycje stanowią odpisy aktualizacyjne i likwidacje towarów i materiałów (5,1 mln zł) i inne.

## ZAUWAŻALNA REDUKCJA KOSZTÓW

Spółka zanotowała istotny spadek kosztów sprzedaży – w całym roku spadły o 50% do poziomu 35 mln zł. W strukturze kosztowej składały się na to redukcja etatów i kosztów wynagrodzeń, redukcja kosztów usług obcych i redukcja kosztów reprezentacji i reklamy. Zatrudnienie w grupie kapitałowej w 2020 roku spadło o prawie 100 etatów (-20% r/r). Spadek zatrudnienia miał miejsce głównie w spółce Bioton Marketing Agency (z 121 etatów na koniec 2019 roku do 54 etatów na koniec 2020 roku). Mniejszy spadek był w samym Biotonie – z 390 do 364 etatów odpowiednio. Spowodowało to spadek kosztów zatrudnienia o 14% r/r do poziomu 54,3 mln zł. Kolejne pozycje kosztowe, które wykazały istotny spadek to koszty usług obcych – spadek o 38% r/r do poziomu 23,4 mln zł oraz koszty reprezentacji i reklamy – spadek o 64% do poziomu 8,1 mln zł.

## AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

W prognozach dokonaliśmy zmiany prezentacyjnej refakturowanych kosztów badań nad analogiami i związanych z nimi kosztów badań i rozwoju. Wcześniej wysokie przychody kompensowaliśmy wysokimi kosztami badań, a w obecnej prognozie do refakturowanych kosztów badań przykładamy niższą marżę, a równocześnie w kosztach badań i rozwoju nie zakładamy projektu analogowego. Dodatkowo wcześniej zakładaliśmy, że spółka sama będzie składać wnioski rejestracyjne na wszystkich rynkach, a obecnie zakładamy, że będzie tak w tylko w przypadku rynku europejskiego. Dlatego zmniejszyliśmy zakładane refakturowane koszty z tytułu badań i rozwoju w latach 2022-2023 o połowę. Oba te założenia w ograniczonym stopniu wpłynęły na prognozy i wycenę.

## Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2018-2020

	2018	2019	2020	zmiana	2021P Stara	2021P Nowa	zmiana	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana
<b>Przychody</b>	241	202	222	-16%	229	223	-2%	362	291	-20%
Insulina	145	106	143	-27%	147	143	-3%	151	151	0%
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	32	66%	31	35	12%	35	39	12%
Pozostałe towary i materiały	82	30	18	-63%	17	18	4%	18	19	4%
Usługi	5	34	29		33	27		159	82	
w tym refakturowane koszty badań*			22		28	22	-20%	154	77	-50%
<b>Zysk brutto na sprzedaży**</b>	116	102	105	-12%	119	105	-12%	248	107	-57%
koszty badań i rozwoju**	33	7	4		30	4	-87%	145	4	-97%
koszty sprzedaży	83	70	35		37	36	-3%	39	37	-3%
koszty ogólnego zarządu	51	39	39		42	40	-4%	43	42	-4%
<b>Zysk netto na sprzedaży</b>	-51	-13	27		11	25	140%	21	24	12%
<b>EBIT</b>	-52	-164	49		11	25	140%	21	24	12%
<b>EBITDA</b>	-23	-131	80		42	56	36%	52	54	5%
<b>zysk netto</b>	26	-127	34		3	18	424%	12	17	34%

Źródło: Bioton (wyniki 2018-2020), Noble Securities (prognozy 2021-2022), \*\*zmiana prezentacyjna w prognozach - niższa marża brutto na sprzedaży na refakturowanych kosztach badań i niższe koszty badań i rozwoju

## AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

## 1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że w 2021 roku i w kolejnych latach sprzedaż wyniesie 80 mln zł (złożenie bez zmian),
- **rynek eksportowy** – zakładamy płaską sprzedaż w 2021 i przesunięcie 5 mln zł przychodów z Brazylii z 2021 roku na 2022 rok (poprzednio wzrost o 5% i 5 mln zł sprzedaży z Brazylii w 2021 roku), w kolejnych latach wzrosty o 5% rocznie (bez zmian),

## 2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2020-2023:** zakładamy niższe koszty badań i rozwoju w wysokości 318 mln zł (vs 323 mln zł poprzednio) i 20 mln zł w 2021 r. (vs 25 mln zł poprzednio) i po 70 mln zł w 2022 i 2023 r. (poprzednio po 140 mln zł w każdym z tych lat); **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 – od 2024 roku: bez zmian** – zakładamy 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).

3. **Pozostałe produkty:** Zakładamy wzrosty sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych na poziomie 10% i płaskie przychody w obszarze pozostałych produktów i towarów w 2021 roku (poprzednio +5% r/r) i wzrosty na średniorocznym poziomie 5% w kolejnych latach (bez zmian).

## Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Insulina</b>	<b>145</b>	<b>106</b>	<b>143</b>	<b>143</b>	<b>151</b>	<b>155</b>	<b>158</b>	<b>162</b>	<b>166</b>	<b>171</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>185</b>
kraj	100	52	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
eksport	43	54	63	63	71	75	78	82	86	91	95	100	105
<b>Analogi insuliny</b>			<b>20</b>	<b>22</b>	<b>77</b>	<b>77</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>130</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>
Przychody ze sprzedaży analogów							30	80	130	342	342	342	342
<b>Towary, materiały i usługi</b>	<b>102</b>	<b>62</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>73</b>	<b>79</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>102</b>	<b>111</b>
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	32	35	39	43	47	52	57	62	69	75	83
Pozostałe towary i materiały	82	30	18	18	19	20	21	22	23	24	25	26	28
Usługi	5	34	52	27	82	82	5	5	5	5	5	5	5
Refakturowane koszty badań			22	22	77	77							
<b>RAZEM</b>	<b>252</b>	<b>202</b>	<b>222</b>	<b>223</b>	<b>291</b>	<b>299</b>	<b>261</b>	<b>321</b>	<b>381</b>	<b>604</b>	<b>616</b>	<b>629</b>	<b>643</b>

Źródło: Bioton (2018-2020), 2021P-2030P - prognozy Noble Securities

## Czynniki ESG (environmental, social i governance)

Czynniki ESG (environmental, social i governance) obejmują dbałość o środowisko, kwestie społeczne i sposób prowadzenia biznesu (np. to, jak firma neutralizuje swoje emisje CO<sub>2</sub>, zmniejsza zużycie wody, współpracuje z lokalnymi społecznościami, jak dba o sprawy pracownicze i jaką ma politykę w kwestiach etyki i przeciwdziałania korupcji). Są one głównym kryterium zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw.

## Kwestie pracownicze w Biotonie w 2020 roku

Zatrudnienie w Grupie Bioton na koniec 2020 roku wynosiło 418 osób. Spółki wchodzące w skład Grupy Bioton oferują zatrudnienie na umowę o pracę. Ponadto, pracownikom zapewniany jest szereg dodatkowych świadczeń dostosowanych do standardów lokalnych, takich jak dodatkowe ubezpieczenie na życie, pakiet medyczny, czy karta sportowa. Na pełny etat na koniec 2020 roku zatrudnione było 87% osób (99% w 2019 r.), a na część etatu 13% (1% w 2019 r.). Na wszystkich zatrudnionych w Grupie na koniec 2020 roku 58% stanowiły kobiety (59% w 2019 r.), a 42% mężczyźni (41% w 2019 r.).



W 2020 roku odeszło z Grupy 80 osób (122 osoby w 2019 r.), a zatrudnionych zostało 58 osób (39 w 2019 r.).

Bioton jest spółką produkcyjną. Priorytetem w codziennej działalności operacyjnej organizacji jest utrzymanie wysokiego standardu warunków pracy, zapewnienie bezpieczeństwa oraz ochrony zdrowia pracowników. Głównym celem organizacji w tym obszarze jest osiągnięcie zerowego wskaźnika wypadkowości i występowania chorób zawodowych. Liczba wypadków przy pracy ogółem w 2020 roku wyniosła 4 w porównaniu do 8 w 2019 roku.

Grupa Kapitałowa dokładają należytej staranności aby zapewnić równe traktowanie we wszystkich obszarach działalności. Spółce zależy na stworzeniu odpowiedniej organizacji pracy o wysokiej kulturze rozwiązywania konfliktów. W tym celu pracodawca stworzył odpowiednie procedury by zapobiegać mobbingowi i dyskryminacji.

### **Wpływ na środowisko**

Ponad połowa wykorzystywanych przez spółkę papierowych opakowań wprowadzonych na rynek w 2020 roku, wyprodukowana została z surowców odnawialnych. Jednocześnie, w tym samym okresie 88,2% odpadów zostało przekazanych do odzysku.

W 2020 roku Grupa Bioton zużyła 11,8 mln kWh energii ze źródeł nieodnawialnych (11 mln kWh w 2019 r.) i 4,4 mln kWh ze źródeł odnawialnych (4,3 mln kWh w 2019 r.). W 2020 roku organizacja pobrała 133 tys. m<sup>3</sup> wód gruntowych (120 tys. m<sup>3</sup> w 2019 r.). W 2020 roku organizacja wyprodukowała 3628 ton metrycznych CO<sub>2</sub> (3364 ton w 2019 r.). W 2020 roku Grupa Bioton wyemitowała 3905 kg lotnych związków organicznych (LZO), w porównaniu do 1446 kg w 2019 r. – wzrost emisji LZO wynika z dużego użycia dezynfektantów przez spółkę w 2020 roku w związku z pandemią COVID-19. W 2020 roku spółka odprowadziła do Kanału Ożarowskiego 140 tys. m<sup>3</sup> ścieków oczyszczonych, w porównaniu do 123 tys. m<sup>3</sup> w 2019 r. W 2020 roku organizacja wyprodukowała 1631 ton odpadów (307 ton w 2019 r.), z czego odzyskanych zostało w 2020 roku 1438 ton (272 ton w 2019 r.).

Wzrost i zmiana charakterystyki wytwarzanych odpadów łączy się ze wzrostem ilościowej produkcji. W roku 2020 nie odnotowano żadnych wycieków substancji chemicznych, ropy, paliwa czy też odpadów. W okresie tym nie odnotowano również formalnych skarg dotyczących wpływu na środowisko.

### **Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)**

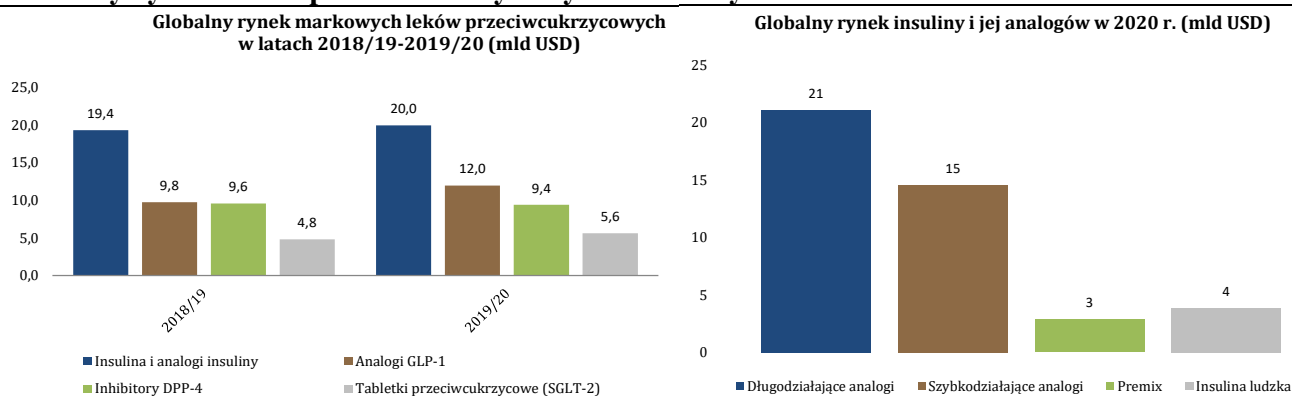
Według stanu na koniec 2020 roku, Bioton nie stosował trzech rekomendacji (III.R.1., IV.R.2., VI.R.1.) oraz ośmiu zasad szczegółowych (I.Z.1.15., I.Z.1.16., I.Z.1.20., III.Z.2., III.Z.3., IV.Z.2., IV.Z.13., VI.Z.4.) Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016.

Nie stosowane rekomendacje i zasady dotyczą m.in. braku możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, braku w swojej strukturze wyodrębnionych jednostek odpowiedzialnych za realizację zadań systemów kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem, compliance oraz audytu wewnętrznego oraz braku sformalizowanej polityki wynagrodzeń, co wynika z obecnych ograniczeń statutowych. Spółka nie posiada również sformalizowanej polityki różnorodności, niemniej dokłada wszelkich starań, aby jej władze i kadra kierownicza były zróżnicowane ze względu na płeć, wiek, wykształcenie, doświadczenie zawodowe itp. Spółka zgodnie z zapisami KSH nie czuje się również zobowiązana odpowiadać na pytania akcjonariusza, zadane poza walnym zgromadzeniem, co oznacza, że może, ale nie musi udzielić odpowiedzi na pytania zadane w takim trybie.

## RYNEK LEKÓW PRZECIWCUKRZYCOWYCH – AKTUALIZACJA

Według danych i prognoz International Diabetes Federation globalna liczba chorych na cukrzycę wzrosła z 151 mln osób w 2000 roku do 463 mln osób w 2019 roku, a w 2045 roku ma wynieść 700 mln osób. W dalszym ciągu największą część rynku leków przeciwcukrzycowych – zarówno markowych, jak i ogółem stanowi insulina i jej analogi – ok. 20 mld USD w skali globalnej. Rynek ten jest relatywnie stabilny z lekką tendencją spadkową wynikającą z rosnącej konkurencji biopodobnych analogów insuliny. Najbardziej rosnącym obszarem leków przeciwcukrzycowych są analogi GLP-1 oraz tabletki przeciwcukrzycowe – inhibitory SGLT-2, które są coraz częściej stosowane w doustnym leczeniu cukrzycy typu 2.

### Globalny rynek leków przeciwcukrzycowych i insuliny



Źródło: Novo Nordisk (prezentacja wyników za 2020 r.), wartości przeliczono po kursie DKK/USD=0,16; 2018/19 – okres 4Q18-3Q19, 2019/20 – 4Q19-3Q20

## 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 spowoduje brak możliwości uzyskania tychże efektów, co będzie skutkowało brakiem pozytywnego zakładanego wpływu na sytuację finansową lub wyniki.

**Ryzyko rozwiązania umowy z Yifan w zakresie współpracy przy rozwoju analogów insuliny** – podpisana 17 lipca 2019 roku 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 ograniczać to ryzyko.**

**Ryzyko kursu walutowego** – spółka zarówno generuje przychody, jak i ponosi koszty w obcych walutach. Tym samym, wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na wyniki osiągane przez spółkę. Spółka stosuje naturalny hedging. Łączna wartość aktywów denominowana w walutach obcych (głównie USD i EUR) na 31 grudnia 2020 r. wyniosła 21 mln zł, a pasywów 79 mln zł.

**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	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>241</b>	<b>202</b>	<b>222</b>	<b>223</b>	<b>291</b>	<b>299</b>
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	105	105	107	109
Koszty sprzedaży	83	70	35	36	37	39
Koszty ogólnego zarządu	51	39	39	40	42	43
Koszty badań i rozwoju	33	7	4	4	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-2	-150	22	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-52</b>	<b>-164</b>	<b>49</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>23</b>
Koszty i przychody finansowe netto	68	1	-7	-4	-3	-3
Zysk przed opodatkowaniem	15	-162	42	22	20	20
Podatek dochodowy	-11	35	8	4	4	4
<b>Zysk netto</b>	<b>26</b>	<b>-127</b>	<b>34</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>
Amortyzacja	29	32	32	31	30	30
<b>EBITDA</b>	<b>-23</b>	<b>-131</b>	<b>80</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>53</b>

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

Bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>1 010</b>	<b>885</b>	<b>867</b>	<b>885</b>	<b>920</b>	<b>928</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>859</b>	<b>748</b>	<b>716</b>	<b>692</b>	<b>669</b>	<b>647</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	336	327	310	298	287	276
Wartości niematerialne	405	377	370	358	347	336
Inne aktywa trwałe	118	44	36	36	36	36
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>151</b>	<b>137</b>	<b>151</b>	<b>193</b>	<b>250</b>	<b>282</b>
Zapasy	78	80	90	91	141	146
Należności handlowe	62	49	38	38	50	51
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	7	22	63	58	83
Inne aktywa obrotowe	3	2	1	1	1	1
<b>Pasywa</b>	<b>1 010</b>	<b>885</b>	<b>867</b>	<b>885</b>	<b>920</b>	<b>928</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>713</b>	<b>585</b>	<b>620</b>	<b>637</b>	<b>654</b>	<b>670</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>123</b>	<b>103</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	18	41	39	39	39	39
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	33	0	0	0	0	0
Inne	72	62	51	51	51	51
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>174</b>	<b>197</b>	<b>157</b>	<b>158</b>	<b>176</b>	<b>168</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	94	78	71	71	61	51
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	56	77	50	50	78	81
Inne	24	42	36	36	36	36

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

Rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto przed opodatkowaniem	26	-127	34	18	17	16
Amortyzacja	29	32	32	31	30	30
Inne	-57	87	6	4	3	3
Zmiana kapitału obrotowego	29	54	-29	0	-34	-3
<b>CF operacyjny</b>	<b>28</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>16</b>	<b>46</b>
CAPEX	43	53	5	8	8	8
Dezynwestycje i inne	81	0	0	0	0	0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>37</b>	<b>-54</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-85	18	-19	0	-10	-10
Inne	-7	-11	3	-4	-3	-3
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0
<b>CF finansowy</b>	<b>-96</b>	<b>7</b>	<b>-22</b>	<b>-4</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
<b>CF</b>	<b>-31</b>	<b>-1</b>	<b>15</b>	<b>41</b>	<b>-5</b>	<b>25</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	8	7	22	63	58
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	7	22	63	58	83

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

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA	-9,5%	-65,0%	36,2%	25,3%	18,6%	17,7%
marża EBIT	-21,7%	-80,9%	21,9%	11,4%	8,2%	7,7%
marża netto	10,8%	-62,7%	15,3%	7,9%	5,7%	5,4%
Dług netto	104	112	88	47	42	7
Dług netto/EBITDA	-4,5	-0,9	1,1	0,8	0,8	0,1
Liczba akcji	85,9	85,9	85,9	85,9	86,9	87,9
Dywidenda na akcję	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7

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

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody		-16%	10%	1%	30%	3%
EBITDA		473%	-161%	-30%	-4%	-2%
EBIT		212%	-130%	-48%	-6%	-3%
Zysk netto		-586%	-127%	-48%	-6%	-2%

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



**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

**BV** – wartość księgową  
**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 udziela 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 porównywanych). 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów 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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie 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: 20.04.2021, godz. 08.55. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 20.04.2021, 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 Bioton SA				
Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd
Data wydania	26.07.2019 godz. 8:58	05.05.2020 godz. 17:30	24.07.2020 godz. 18:09	06.11.2020 godz. 10:00
Kurs z dnia rekomendacji	5,26	3,89	4,64	4,35
Cena docelowa	7,48	6,37	6,79	7,29
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72	45 018,81	51 672,44	48 392,71

#### 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)
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	176,76	-3%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	52,60	5%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	146,00	50%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	52,50	26%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5	18,40	-30%	01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8	51,90	15%	17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	493,00	40%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	9,10	16%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0	542,00	-22%	11.01.2021	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			16.12.2020	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8	23,85	-31%	11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	15,2	8,1	15,70	-3%	11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0	18,90	61%	11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2	11,20	61%	11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,14	-8%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2	25,80	6%	04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8	15,33	17%	02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6	262,10	-19%	02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Kupuj	28,9	22,3	24,30	19%	27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4	5,67	29%	06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	Sprzedaj	7,9	9,9	19,20	-59%	22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0			04.09.2020	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	11,8	7,8			31.08.2020	24M	Dariusz Dadej
Wielton	Kupuj	5,5	4,5			29.07.2020	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	21,5	16,1			24.07.2020	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	6,8	4,6			24.07.2020	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	24,9	12,1			31.06.2020	24M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	17,1	10,9			26.06.2020	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8			02.06.2020	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0			30.04.2020	9M	Michał Sztabler

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Młodszy Analityk 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

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

**Krzysztof Ojczyk, MPW**

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 920 192

Deweloperzy gier

**Krzysztof Radojewski**

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH****Jacek Paszkowski, CFA**

jacek.paszowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

