

Bioton SA – opcja na analogi insuliny

W otoczeniu spółki warto zwrócić uwagę na wpływ COVID-19 na rynek dystrybucji produktów farmaceutycznych – duże zatowarowanie w marcu i spadki w kolejnych miesiącach, co prawdopodobnie nie pozostało bez wpływu na wyniki spółki w 2Q20. Długoterminowo jednak, główny czynnik wzrostu to opracowanie i dopuszczenie do obrotu własnych analogów insuliny. W wyniku aktualizacji prognoz, wycena w raporcie została skorygowana z 6,37 do 6,79 zł.

Dobre wyniki 1Q2020 i potencjalny wpływ COVID-19 na wyniki 2Q20

W 1Q20 Bioton poprawił wyniki finansowe na większości poziomów. Przychody skonsolidowane w 1Q20 wyniosły 37,1 mln zł vs 30,7 mln zł rok wcześniej (+21% r/r) dzięki wzrostowi sprzedaży insuliny w ujęciu rocznym (głównie na rynku polskim). EBIT skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej w 1Q20 wyniósł -0,5 mln zł (vs -22,4 mln zł w 1Q19), a raportowany EBIT wyniósł 13,9 mln zł dzięki rozliczeniu w 1Q20 pozostałych przychodów operacyjnych w postaci odszkodowania z rozwiązania umowy i ugody z Harbin Gloria (+16,2 mln zł). Dobry sprzedażowy wynik w 1Q20 mógł po części wynikać z wpływu wzmoczonych zakupów związanych z wybuchem pandemii. Analogicznie COVID-19 mógł wpłynąć na spadek sprzedaży w 2Q20, jednak w kontekście całego półrocza sprzedażowo wyniki skorygowane o zdarzenie jednorazowe (zaksięgowanie w 2Q19 przychodów w wysokości 13 mln zł wynikające z rozwiązania umowy z Harbin Gloria i wcześniejszego rozpoznania opłaty upfront) mogą być porównywalne.

COVID-19 zachwiał całym rynkiem farmaceutycznym

IQVIA poinformowała w krótkiej notatce, że rynek leków bez recepty (OTC) w Polsce wzrósł w lutym 2020 r. o 13% r/r, w marcu o 37% r/r, aby w kolejnych miesiącach zanotować spadki do kilkunastu procent w ujęciu rocznym. Kanałem, który wykazywał wzrost w tym okresie, z oczywistych powodów były apteki internetowe. Mimo iż insulina jest lekiem na choroby przewlekłe, to jednak polityka zatowarowania hurtowni farmaceutycznych mogła mieć negatywny wpływ na wyniki spółki w 2Q20.

Stabilizacja rynku w drugim półroczu i analogi w długim okresie

Sytuacja na rynku farmaceutycznym w drugiej połowie 2020 roku zaczyna się stabilizować po zachwianej przez COVID-19 pierwszej połowie tego roku. Oczywiście Bioton kontynuuje prace nad własnymi analogami insuliny, które w dłuższej perspektywie stanowią istotne potencjalne źródło poprawy wyników w spółce.

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 oszacowano na podstawie wyceny metodami: DCF (6,28 zł) oraz porównawczą (7,29 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 6,79 zł.

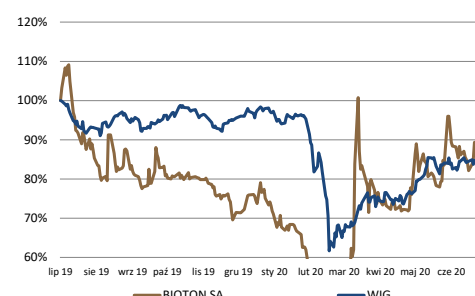
mln zł	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	241	202	252	274	421
EBITDA	-23	-131	31	29	42
EBIT	-52	-164	-1	-2	12
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	26	-127	-6	-7	5
P/E (x)	15,3	-3,1	-66,1	-58,0	81,0
EV/EBITDA (x)	-21,9	-3,9	16,9	17,5	12,1

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 24.07.2020 o godz. 17:37. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 24.07.2020 o godz. 17:47.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	4,64 zł
Wycena	6,79 zł
Potencjał wzrostu	46%
Kapitalizacja	398 mln zł
Free float	45,31%
Śr. wolumen 6M	138 297



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 supelementów 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@noblesecurities.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 6,79 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	6,28	6,47	-3%
Wycena porównawcza	0,5	7,29	6,26	17%
Średnia ważona metod		6,79	6,37	7%
Cena aktualna		4,64	3,89	19%
Potencjał		46%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek sierpnia 2020 (poprzednio: początek maja 2020 roku),
- Dług netto na dzień 31.12.2019 roku w wysokości 112 mln zł (bez zmian),
- 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	252	274	421	419	278	339	400	625	639	653
NOPAT	-1	-2	10	10	7	22	38	99	101	103
Amortyzacja	32	31	30	30	29	29	28	27	27	26
Zmiany KON	-13	-5	-35	0	33	-16	-16	-57	-3	-4
CAPEX	-20	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-26
FCFF	-2	17	-3	33	62	28	43	62	117	99
WACC	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%
Współczynnik dyskonta	0,96	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,52	0,46	0,42	0,38
DFCFF	-2	14	-2	23	39	16	22	29	49	38
SUMA DFCFF do 2029	226									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2029	1 143									
Zdyskontowana wartość rezydualna	432									
Wartość Firmy (EV)	658									
Dług netto 31.12.2019	119									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	539									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	6,3									

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

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%
Efektowna 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 – proporcje bez zmian). Przychody skorygowałem o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczam wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 7,29 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	620 478	24,6	21,6	19,3	17,2	16,0	14,6	7,8	7,2	6,6
ELI LILLY & CO	609 053	24,1	20,6	18,5	20,6	17,7	16,2	6,3	5,7	5,5
SANOFI	514 464	15,4	14,1	13,0	11,5	10,6	9,7	3,3	3,1	2,9
MERCK & CO	767 094	14,8	13,1	11,9	11,1	10,1	9,4	4,4	4,0	3,8
TONGHUA DONGBA-A	15 855	28,5	23,2	18,3	23,3	19,6	16,4	8,0	6,6	5,7
BIOCON LTD	26 945	59,5	48,1	33,4	30,3	24,8	18,4	6,8	5,5	4,5
Mediana		24,4	21,1	18,4	18,9	16,9	15,4	6,6	5,6	5,0
Bioton	398	-66,1	-58,0	81,0	16,9	17,5	12,1	2,5	2,3	2,3
Premia/dyskonto do średniej (%)		-372%	-375%	340%	-11%	4%	-21%	-62%	-59%	-55%
Implikowana wartość Bioton					5,4	4,4	6,3	14,5	13,0	11,9
Waga					25%	25%	25%	8%	8%	8%
Implikowana wartość godziwa Bioton						7,29				

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 22.07.2020 r. godz. 10:25

OSTATNIE WYDARZENIA

WYPOWIEDZENIE UMOWY O WSPÓLPRACĘ PRZEZ BIOMED-LUBLIN

Biomed-Lublin podał w komunikacie z 11 maja 2020 roku, że wypowiedział Biotonowi umowę o współpracy w zakresie dystrybucji i promocji produktu Distreptaza. Jak podano, przyczynami rozwiązania umowy był brak realizacji przez Bioton zamówień produktu leczniczego Distreptaza, tj. wielkości zamówień mniejszej niż minimalny miesięczny limit zamówień określony dla trzech pierwszych miesięcy roku 2020. Z tytułu poniesionej szkody Biomed zażądał od Biotonu odszkodowania w kwocie 1,31 mln zł.

Z kolei Bioton w raporcie za 1Q2020 poinformował, że informował Biomed-Lublin, iż na planowany wynik sprzedaży oraz odsprzedaży do pacjenta istotny wpływ będzie miało pojawienie się nowego konkurenta oferującego znacząco niższą cenę dla pacjenta, co z pewnością przełoży się na wielkość sprzedaży. Na powyższe dodatkowo nałożył się stan zagrożenia epidemiologicznego a następnie pandemia związana z COVID-19. Powyższe spowodowało brak możliwości promocji i sprzedaży produktu ponadto zostały odwołane zabiegi i planowane wizyty w gabinetach medycznych. Bioton przedstawiał wyjaśnienia oraz plan działań i zwrócił się w marcu 2020 roku do Biomed-Lublin z propozycją podjęcia rozmów w celu zmiany umowy. Zgodnie z przekazanymi informacjami Bioton zamierza podjąć rozmowy ugodowe w związku z zakończeniem współpracy.

WZA Z 19 CZERWCA 2020 ROKU

Na 19 czerwca 2020 roku spółka zwołała WZA, którego porządek wnioskiem akcjonariusza AIS Investment 2 sp. z o.o. został uzupełniony o punkt „Podjęcie uchwał w sprawie zmian w składzie Rady Nadzorczej Spółki, w tym ustalenie nowej liczby członków Rady Nadzorczej”. Ostatecznie na WZA uchwała o zmianie liczby członków RN nie została podjęta, dlatego nie poddano pod głosowanie uchwały dotyczącej nowego członka RN wskazanego przez AIS Investment 2. Ponadto WZA podjęło standardowe uchwały o zatwierdzenie sprawozdania finansowego, sprawozdania zarządu i rady nadzorczej, udzielenia absolutorium członkom RN i zarządu spółki oraz w sprawie przyjęcia polityki wynagrodzeń członków zarządu i członków RN Spółki. Podczas WZA akcjonariusz AIS Investment 2 zadał pytania zarządowi spółki, na które zarząd Biotonu udzielił odpowiedzi i opublikował je w raporcie bieżącym z dnia 3 lipca 2020 roku. Pytania dotyczyły transakcji z podmiotem powiązaniem Yifan Pharmaceutical Co. Ltd. oraz procedur z tym związanych. Zarząd spółki stoi na stanowisku, że wszystkie decyzje w zakresie tych transakcji podejmowane były i są zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa, a w spółce funkcjonują odpowiednie procedury.

WPLYW COVID-19 NA RYNEK FARMACEUTYCZNY

Wybuch epidemii COVID-19 zachwiał rynkiem farmaceutycznym na świecie i w Polsce. Dla przykładu Novo Nordisk w raporcie za 1Q2020 poinformował, że pandemia miała wpływ na zwiększone zatowarowanie kanałów dystrybucji, co spowodowało wzrost sprzedaży w tym okresie. Łączna sprzedaż Novo Nordisk przy założeniu stałych kursów walutowych wzrosła w 1Q20 o 14% r/r i o ok. 7% przy wyłączeniu wpływu większego zatowarowania. Sprzedaż insuliny łącznie zwiększyła się we wspomnianym okresie o 2% r/r i prawdopodobnie robienie większych zapasów przez pacjentów miało również wpływ na ten rynek.

Z kolei IQVIA poinformowała w krótkiej notatce, że rynek leków bez recepty (OTC) w Polsce wzrósł w lutym 2020 r. o 13% r/r, w marcu o 37% r/r, aby w kolejnych miesiącach zanotować spadki

do kilkunastu procent. Kanałem, który wykazywał wzrost w tym okresie, z oczywistych powodów były apteki internetowe.

Przyjmuję założenie, że COVID-19 nie pozostał bez wpływu na wyniki Biotonu. Główną korektę w zakresie prognoz dokonuję w obszarze insuliny – zakładam w 2020 roku niższą sprzedaż zarówno na rynku krajowym, jak i w eksporcie w stosunku do wcześniejszych prognoz (szczegółowo poniżej).

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Podsumowanie zmian prognoz

	2018	2019	zmiana	2020 Stara	2020 Nowa	zmiana	2021 Stara	2021 Nowa	zmiana
Przychody	241	202	-16%	255	252	-1%	280	274	-2%
Insulina	145	106	-27%	145	129	-11%	153	147	-4%
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	66%	35	35	0%	39	39	0%
Pozostałe towary i materiały	82	30	-63%	32	32	0%	33	33	0%
Usługi	5	34		0	12		0	0	
Refakturowane koszty badań				44	44	0%	55	55	0%
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	-12%	135	130	-3%	158	155	-2%
EBITDA	-23	-131		32	31	-4%	29	29	-1%
EBIT	-52	-164		0	-1		-2	-2	
zysk netto	26	-127		-5	-6		-7	-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 wyniesie 70 mln zł w 2020 roku (wpływ COVID-19) (poprzednio 80 mln zł), a w kolejnych latach ustabilizuje się na poziomie ok. 80 mln zł (bez zmian) – niższą sprzedaż insuliny 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 wzrost sprzedaży w 2020 roku o 10% r/r (poprzednio zakładałem wzrost o 20% w 2020 roku – niższa dynamika to wpływ COVID-19) i wzrost o 5% w kolejnych latach (bez zmian), z Brazylii zakładam 5 mln zł w 2021 roku i wzrosty w kolejnych latach o 5% rocznie (bez zmian),

2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2020-2023:** bez zmian – zakładam, że koszty badań i rozwoju w wysokości 430 mln zł rozłożą w czasie – 40 mln zł w 2020 roku, 50 mln zł w 2021 roku, a reszta w kolejnych dwóch latach; **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 – 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).

3. **Biolek:** pomijam ten podmiot w założeniach jako mało istotny (bez zmian).

4. **Marża brutto na sprzedaży:** bez zmian

- 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 kosztów sprzedaży o 5 mln zł (poprzednio 2 mln zł; optymalizacja kosztowa przyniosła większe efekty), kosztów ogólnego zarządu o 2 mln zł (bez zmian) oraz niewielkie wzrosty w kolejnych latach (bez zmian),
- 7. CAPEX:** Nakłady odtworzeniowe to około 5-10 mln zł rocznie. Zakładam 20 mln zł w 2020 roku (poprzednio 7,5 mln zł; wyższa kwota wynika z rozliczania wydatków na produkcję bez Tritonu) i 7,5 mln zł rocznie w kolejnych latach (bez zmian).

Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Insulina	144,9	106,1	129,4	147,3	150,7	154,2	157,9	161,8	165,9	170,2	174,7	179,5
kraj	100,5	52,2	70,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
eksport	43,3	54,0	59,4	67,3	70,7	74,2	77,9	81,8	85,9	90,2	94,7	99,5
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	12,0									
RAZEM	251,8	202,0	252,1	274,2	420,5	419,1	277,8	338,7	400,5	625,1	638,7	653,2

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 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 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	252	274	421
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	130	155	295
Koszty sprzedaży	83	70	65	65	66
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	-1	-2	12
Koszty i przychody finansowe netto	68	1	-6	-6	-6
Zysk przed opodatkowaniem	15	-162	-7	-8	6
Podatek dochodowy	-11	35	-1	-2	1
Zysk netto	26	-127	-6	-7	5
Amortyzacja	29	32	32	31	30
EBITDA	-23	-131	31	29	42

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

Bilans	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	1 010	881	910	901	901
Aktywa trwałe	859	744	733	709	686
Rzeczowe aktywa trwałe	336	327	321	310	298
Wartości niematerialne	405	377	371	359	348
Inne aktywa trwałe	118	40	40	40	40
Aktywa obrotowe	151	137	177	192	215
Zapasy	78	80	97	95	100
Należności handlowe	62	49	61	66	101
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	7	18	29	12
Inne aktywa obrotowe	3	2	2	2	2
Pasywa	1 010	881	910	901	901
Kapitał własny razem	713	582	576	569	574
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	229	224
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	94	78	96	96	86
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	56	77	94	92	97
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	-6	-7	5
Amortyzacja	29	32	32	31	30
Inne	-57	87	6	6	6
Zmiana kapitału obrotowego	29	54	-13	-5	-35
CF operacyjny	28	47	19	25	6
CAPEX	43	53	20	8	8
Dezynwestycje i inne	81	0	0	0	0
CF inwestycyjny	37	-54	-20	-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	11	11	-18
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	8	7	18	29
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	7	18	29	12

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

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
marża EBITDA	-9,5%	-65,0%	12,1%	10,6%	10,1%
marża EBIT	-21,7%	-80,9%	-0,4%	-0,7%	2,9%
marża netto	10,8%	-62,7%	-2,4%	-2,5%	1,2%
Dług netto	104	112	119	107	115
Dług netto/EBITDA	-4,5	-0,9	3,9	3,7	2,7
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	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7

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

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody		-16%	25%	9%	53%
EBITDA				-5%	47%

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 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 znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/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: 24.07.2020, godz. 17.37. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 24.07.2020, godz. 17.47.

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
Data wydania	26.07.2019 godz. 8:58	05.05.2020 godz. 17:30
Kurs z dnia rekomendacji	5,26	3,89
Cena docelowa	7,48	6,37
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72	45 018,81

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)
TIM	nd	17,1	10,9	13,9	23%	2020-06-26	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8	10,9	45%	2020-06-02	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0	22,0	-17%	2020-04-30	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	6,4	3,9	4,7	36%	2020-04-29	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	206,4	-33%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9	16,5	39%	2020-04-23	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3	13,4	63%	2020-03-12	24M	Kamil Jędrej
TIM	nd	17,3	11,4			2020-01-31	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	14,3	114%	2020-01-07	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	10,9	59%	2020-01-03	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	26,7	10%	2019-12-20	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	140,0	18%	2019-12-13	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	520,0	-8%	2019-12-11	9M	Kamil Jędrej
Aparator	Akumuluj	24,4	21,4	20,6	18%	2019-11-28	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2			2019-11-25	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	387,5	-40%	2019-10-15	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2			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	21,1	161%	2019-09-16	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7			2019-09-11	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3			2019-07-26	24M	K. Radojewski, K. Jędrej

(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

Spółki handlowe i przemysłowe

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

tel: +48 22 213 22 35

Bioton, MCI

