

Bioton – czekając na wejście do kliniki pierwszego analogu

Wyniki za I półrocze 2021 roku były nieco niższe niż przed rokiem. W tym roku spółka raczej będzie pracować nad utrzymaniem wyników ubiegłorocznych, co może być trudne. W dalszym ciągu największy potencjał postrzegamy w rozwoju i rejestracji biopodobnych analogów insuliny. Prawdopodobnie na przełomie bieżącego i przyszłego roku spółka będzie gotowa do rozpoczęcia badań klinicznych szybko działającego biopodobnego do Humalogu analogu insuliny. W wyniku aktualizacji prognoz, korygujemy naszą wycenę z 8,02 do 7,70 zł za akcję.

Wyniki 1H2021 – niższa sprzedaż, niższe koszty

Zakończenie z końcem 2020 roku umowy dystrybucyjnej dla produktów Ristfor i Ristaben z firmą MSD na rynek polski skutkowało spadkiem sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych w 1H2021. Z drugiej jednak strony koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w całym 1H21 spadły do 29,8 mln zł (vs 36,5 mln zł w 1H20). Sprzedaż insuliny spadła o 5% r/r w całym I półroczu 2021. Łącznie przychody w 1H2021 roku wyniosły 73,4 mln zł (-16% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych 16,8 mln zł (-20% r/r), a wynik netto wyniósł -1,4 mln zł (vs 12,8 mln zł w 1H20). Dla przypomnienia 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). Oczekujemy, że w 2021 roku spółka będzie pracować nad utrzymaniem wyników ubiegłorocznych, jednak będzie to trudne.

Pierwszy analog przygotowywany do wejścia do kliniki

Yifan obecnie dokonuje przeglądu danych posiadanych przez Bioton oraz produktów, w tym pod kątem rejestracji tych produktów. Spółka oczekuje na opinię kierownika odpowiedzialnego za projekt w firmie Yifan na temat statusu analogów, po dokonaniu przeglądu i przeprowadzeniu własnych badań oraz doświadczeń.

Przełomowy moment na amerykańskim rynku analogów insuliny

28 lipca 2021 roku Mylan i Biocon uzyskali rejestrację Semglee (insulin glargine-yfgh) na rynku amerykańskim jako pierwszego wymienialnego biopodobnego analogu insuliny do Lantusa (interchangeable), co oznacza, że podobnie jak w przypadku leków generycznych, już na poziomie apteki farmaceuci mogą proponować pacjentom zamiast Lantusa nabycie Semglee. Oczekuje się, że ten ruch spowoduje zwiększenie dostępności biopodobnych analogów insuliny dla pacjentów na rynku amerykańskim.

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 (8,22 zł) oraz porównawczą (7,19 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 7,70 zł.

mln zł	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	202	222	190	254	259
EBITDA	-131	80	47	51	50
EBIT	-164	49	16	21	20
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	-127	34	10	14	14
P/E (x)	-3,4	12,6	43,9	30,1	31,0
EV/EBITDA (x)*	28,1	8,8	10,1	9,0	8,6

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

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	4,97 zł
Wycena	7,70 zł
Potencjał wzrostu	55%
Kapitalizacja	427 mln zł
Free float	45,31%
Śr. wolumen 6M	157 505



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i pracuje nad własnymi analogami insuliny. Głównym obszarem działalności Grupy jest diabetologia. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i suplementów Biolek. Na koniec 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 7,70 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	8,22	8,10	1%
Wycena porównawcza	0,5	7,19	7,93	-9%
Średnia ważona metod		7,70	8,02	-4%
Cena aktualna		4,97	5,56	-11%
Potencjał		55%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek września 2021 (poprzednio: początek kwietnia 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 1,9% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 1,56%; premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6% (bez zmian).

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	190	254	259	217	272	327	545	550	557	563
NOPAT	13	17	16	18	31	44	103	102	101	101
Amortyzacja	31	30	30	29	29	28	28	27	26	26
Zmiany KON	11	-28	-2	23	-21	-21	-85	-2	-2	-2
CAPEX	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-26	-26
FCFF	47	12	37	63	31	43	38	120	99	98
WACC	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39
DFCF	46	10	29	45	20	25	20	57	43	39
SUMA DFCFF do 2030	334									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2030	1 173									
Zdyskontowana wartość rezydualna	460									
Wartość Firmy (EV)	793									
Dług netto 31.12.2020	88									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	706									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	8,22									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	8,17	8,82	9,65	10,73	12,20
WACC - 0,5%	7,62	8,18	8,89	9,79	11,00
WACC	7,12	7,61	8,22	8,99	9,99
WACC + 0,5%	6,67	7,10	7,62	8,28	9,12
WACC + 1,0%	6,26	6,64	7,09	7,66	8,37

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	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
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
Koszt kapitału własnego	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
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	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA i EV/Sales (40% przypisaliśmy P/E i EV/EBITDA oraz 20% wycenę EV/Sales) w latach 2021-2023 (wszystkie parametry bez zmian). Przychody skorygowano o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 7,19 zł (poprzednio 7,93 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	893 301	31,6	28,2	25,0	23,0	20,7	18,9	10,6	9,7	8,8
ELI LILLY & CO	931 123	32,2	29,6	25,2	28,6	25,6	22,6	9,5	9,2	8,4
SANOFI	487 055	13,4	12,0	11,4	10,0	9,2	8,8	3,1	3,0	2,9
MERCK & CO	734 754	13,7	11,7	10,8	11,0	9,7	9,3	4,5	4,2	4,0
TONGHUA DONGBA-A	13 199	20,2	18,0	15,3	15,1	13,9	12,0	6,5	5,8	5,3
BIOCON LTD	22 162	59,7	50,5	30,2	25,2	20,6	15,0	6,0	5,2	4,2
Mediana		25,9	23,1	20,2	19,1	17,2	13,5	6,2	5,5	4,7
Bioton	429	44,2	30,3	31,2	10,1	9,0	8,6	2,8	2,6	0,0
Premia/dyskonto do średniej (%)		71%	31%	55%	-47%	-48%	-36%	-55%	-52%	-100%
Implikowana wartość Bioton		2,9	3,8	3,2	9,9	9,9	7,8	11,7	10,9	10,0
Waga		13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	6,67%	6,67%	6,67%
Implikowana wartość godziwa Bioton						7,19				

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 08.09.2021 r. godz. 14:19

OSTATNIE WYDARZENIA

ANEKS DO UMOWY POŻYCZKI – redukcja zadłużenia

14 czerwca 2021 r. Bioton podpisał aneks nr 2 do umowy pożyczki na kwotę 7 mln USD z UniApek S.A. z dnia 16.11.2018 roku. Aneks ten określa harmonogram spłaty pożyczki tj. a) 2 miliony USD do zapłaty w dniu 30 listopada 2021 roku, b) 2 miliony USD do zapłaty w dniu 30 kwietnia 2022 roku, c) 3 miliony USD do zapłaty w dniu 30 listopada 2022 roku, o ile pożyczka ta nie zostanie spłacona wcześniej. Aneks nr 2 przedłuża również termin obowiązywania Umowy pożyczki do dnia 5 grudnia 2022 roku.

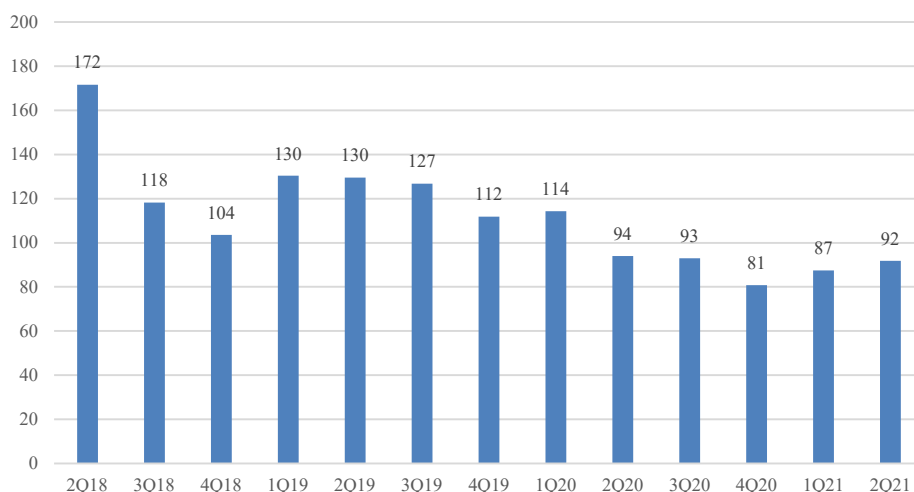
Sytuacja finansowa spółki poprawiła się na tyle, że może ona systematycznie redukować zadłużenie

Istotnym czynnikiem skokowego spadku zadłużenia w 2018 roku była sprzedaż SciGenu w 2018 roku. Z kolei w 2020 roku wynikał on z jednej strony ze stabilnych dodatnich przepływów operacyjnych, a z drugiej z ograniczenia wydatków inwestycyjnych w związku z zakończenia inwestycji w zaprzestanie używania Trytonu w procesie produkcyjnym.

Poniżej przedstawiamy zadłużenie netto z tytułu kredytów i pożyczek w ostatnich kilkunastu kwartałach.

Dług netto Biotonu w okresie 2Q18-2Q21

Dług netto Biotonu w okresie 2Q18-2Q21 (mln zł)*



Źródło: Opracowanie Noble Securities na bazie danych ze spółki, *kredyty bankowe, pożyczki minus gotówka (bez uwzględnienia leasingu)

ZMIANY W RADZIE NADZORCZEJ

W czerwcu 2021 roku Pan Wei Ming Tan złożył rezygnację ze sprawowania funkcji członka RN spółki z przyczyn osobistych. WZA z 28 czerwca powołało do RN Pana Khee Wee Hau, Panią Yuhong Geng oraz Pana Tomasza Siembidę. Dwie pierwsze osoby to przedstawiciele głównego akcjonariusza – Yifan, a trzecia osoba to m.in. wieloletni doradca prawny Biotonu. Pani Yuhong Geng jest nowym liderem projektu analogowego w Biotonie z ramienia Yifan. Ma duże doświadczenie w procesach produkcyjnych w oparciu o białka rekombinowane, rejestracyjnych i badań klinicznych i jej zadaniem jest sprawdzenie dokumentacji i dobre przygotowanie spółki do rozpoczęcia procesu badań klinicznych, a w dalszej kolejności rejestracji biopodobnych analogów insuliny produkowanych przez Bioton.

RYNEK BIOPODOBNYCH ANALOGÓW INSULINY – PRZEŁOMOWY MOMENT W USA

Dla przypomnienia w sierpniu 2020 roku, Mylan we współpracy z Bioconem zarejestrowali na rynku amerykańskim Semglee (insulin glargine). Jednak spółki poszły o krok dalej korzystając ze zmiany regulacji w USA (zakończenie 10-letniego okresu przejściowego dla niektórych produktów biologicznych, w tym insuliny i ludzkiego hormonu wzrostu, od jednej ścieżki regulacyjnej i zatwierdzenia do drugiej) i 28 lipca 2021 roku uzyskały rejestrację Semglee (insulin glargine-yfgn) na rynku amerykańskim jako pierwszego wymienialnego biopodobnego analogu insuliny do Lantusa (interchangeable), co oznacza, że podobnie jak w przypadku leków generycznych, już na poziomie apteki farmaceuci mogą proponować pacjentom zamiast Lantusa nabycie Semglee. Wcześniej możliwe to było jedynie na poziomie lekarza. To wydarzenie powinno wpłynąć istotnie na popularyzację insuliny biopodobnych na rynku amerykańskim.

W USA RYNEK SIĘ ZMIENIA NA KORZYŚĆ PACJENTA

NovoNordisk, prawdopodobnie oczekując już nadchodzących istotnych zmian na rynku poszedł w kierunku uczynienia jednego ze swych analogów bardziej dostępnych dla pacjentów. We współpracy z Walmartem, pacjentom w czerwcu 2021 roku został zaoferowany ReliOn NovoLog (insulin aspart) produkowany przez NovoNordisk na zasadzie private label dla Walmartu. Produkt będzie sprzedawany z dyskontem 58-75% w stosunku do produktu markowego.

UMOWA Z KRKA

W dniu 31 sierpnia 2021 r. Bioton zawarł umowę Contract Manufacturing Agreement ze spółką KRKA. Umowa dotyczy kontraktowego wytwarzania przez Bioton S.A. dla KRKA jej produktów własnych zgodnie z technologią i materiałami dostarczonymi przez KRKA. Na razie spółka udostępnia mało informacji na ten temat. Kontrakt dotyczy produkcji kontraktowej formy gotowej dla KRKA z substancji aktywnej dostarczonej przez nią. Lek nie został jeszcze zarejestrowany. Bioton będzie wpisany w zgłoszeniu rejestracyjnym KRKA, więc można oczekiwać, iż będzie to współpraca długoterminowa. Wstępnie szacujemy przychody z tego tytułu na 5-10 mln zł rocznie z rentownością operacyjną 20%+, jednak nie uwzględniamy ich w naszych prognozach.

WYNIKI 1H21 – całe półrocze nieco słabsze niż przed rokiem

Przychody Biotonu w 2Q21 w ujęciu rocznym spadły o 27% r/r, a w całym I półroczu o 16%. Sprzedaż insuliny po wzroście o 36% r/r w 1Q21, w 2Q21 zanotowała spadek o 33% r/r, a per saldo w całym I półroczu sprzedaż insuliny spadła o 5% r/r. Spadki sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych wynikają z zakończenia z końcem 2020 roku umowy dystrybucyjnej dla produktów Ristfor i Ristaben z firmą MSD na rynek polski.

Zysk brutto na sprzedaży w 2Q21 spadł o 41% r/r, a w całym 1H21 o 23% r/r. Przyczyną był m.in. miks sprzedażowy i wyższe koszty produkcji.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w 2Q21 łącznie wyniosły 15,4 mln zł (vs 22 mln zł w 2Q20) i 29,8 mln zł w całym 1H21 (vs 36,5 mln zł w 1H20).

EBIT w 2Q21 wyniósł 2,6 mln zł (vs 6,4 mln zł w 2Q20), a EBIT skorygowany o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych w 2Q21 wyniósł 0,4 mln zł (vs 5,6 mln zł w 2Q20).

EBITDA w 2Q21 wyniosła 10,5 mln zł (vs 14,2 mln zł w 2Q21), a skorygowana o one-offy 8,4 mln zł (vs 13,4 mln zł w 2Q21). W całym 1H2021 roku EBITDA skorygowana o pozostałe saldo dział. oper. wyniosła 16,8 mln zł (vs 21,1 mln zł w 1H20).

Zwracamy uwagę na dwie rzeczy—po pierwsze, niższa sprzedaż w 1H21 tabletek przeciwcukrzycowych jest połączona z redukcją w obszarze kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Rezygnacja z dystrybucji tych produktów była świadomym ruchem spółki. Po drugie, w obszarze insuliny występują przesunięcia sprzedaży między kwartałami. W kontekście całego I półrocza sprzedaż insuliny spadła nieznacznie r/r (o 5% r/r).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	1H20	1H21	r/r	2020	2021P NS	r/r
Przychody ze sprzedaży	37,1	50,2	43,4	91,0	36,8	36,5	-27%	87,3	73,4	-16%	221,8	223,0	1%
Zysk brutto na sprzedaży	14,8	28,6	21,8	39,6	16,4	16,8	-41%	43,3	33,2	-23%	104,7	105,3	1%
Koszty sprzedaży	4,7	13,2	8,1	9,0	7,6	7,9	-40%	17,9	15,5	-13%	35,0	36,0	3%
Koszty ogólnego zarządu	9,9	8,8	9,7	10,4	6,8	7,5	-14%	18,7	14,3	-23%	38,8	39,9	3%
Koszty badań i rozwoju	0,7	1,0	0,8	1,5	1,3	1,0	0%	1,7	2,3	34%	4,0	4,0	0%
Saldo pozostałej działalności oper	14,4	0,8	0,8	5,7	-0,5	2,1	174%	15,2	1,6	-89%	21,6	0,0	-100%
EBIT	13,9	6,4	3,9	24,4	0,2	2,6	-60%	20,3	2,7	-86%	48,6	25,3	-48%
EBIT skorygowany*	-0,5	5,6	3,2	18,7	0,7	0,4	-93%	5,1	1,1	-78%	27,0	25,3	-6%
Saldo działalności finansowej	-7,5	2,0	-1,2	-0,3	-2,8	1,9	-4%	-5,5	-0,9	-83%	-7,0	-3,6	-48%
Zysk przed opodatkowaniem	6,4	8,3	2,8	24,1	-2,7	4,5	-47%	14,7	1,8	-88%	41,6	21,7	-48%
Podatek dochodowy	0,4	1,5	0,4	5,4	2,4	0,8	-47%	1,9	3,2	66%	7,7	4,1	-46%
Zysk netto	6,0	6,8	2,4	18,7	-5,1	3,7	-46%	12,8	-1,4	-111%	33,9	17,6	-48%
Amortyzacja	8,2	7,8	7,9	7,8	7,8	7,9		16,1	15,7	-2%	31,7	31,1	-2%
EBITDA	22,1	14,2	11,8	32,1	7,9	10,5	-26%	36,3	18,4	-49%	80,3	56,4	-30%
EBITDA skorygowana*	7,7	13,4	11,1	26,5	8,5	8,4	-38%	21,1	16,8	-20%	58,7	56,4	-4%

Źródło: Bioton (wyniki 1Q20-2Q21), Noble Securities (prognoza 2021), *o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Przychody

Przychody skonsolidowane w 2Q21 wyniosły 36,5 mln zł vs 50,2 mln zł rok wcześniej (-27% r/r). Spadki sprzedaży wystąpiły we wszystkich obszarach. Sprzedaż insuliny po wzroście o 36% r/r w 1Q21, w 2Q21 zanotowała spadek o 33% r/r, a per saldo w całym I półroczu sprzedaż insuliny spadła o 5% r/r. Spadki sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych wynikają z zakończenia z końcem 2020 roku umowy dystrybucyjnej dla produktów Ristfor i Ristaben z firmą MSD na rynek polski. W pierwszym półroczu 2021 wartość sprzedaży na rynkach zagranicznych wyniosła 31,4 mln zł w porównaniu do 35,9 mln zł w porównywalnym okresie 2020 roku. Wzrosty sprzedaży w Chinach zostały skompensowane przez spadki na innych rynkach.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	1H20	1H21	r/r	2020	2021P NS	r/r
Sprzedaż razem	37,1	50,2	43,4	91,0	36,8	36,5	-27%	87,3	73,4	-16%	221,8	223,0	10%
Insulina	22,8	34,0	36,8	49,1	31,0	22,9	-33%	56,7	53,9	-5%	142,6	143,0	34%
Doustne leki przeciwcukrzycowe	7,0	6,3	7,4	11,4	2,1	2,0	-68%	13,2	4,0	-69%	32,0	35,2	1%
Pozostałe towary, materiały	4,5	4,0	3,9	5,5	2,3	2,7	-32%	8,5	5,0	-41%	17,8	17,8	-41%
Usługi	2,9	6,0	-4,6	25,1	1,5	9,0	50%	8,8	10,4	18%	29,3	27,0	-13%

Źródło: Bioton (wyniki 1Q20-1Q21), Noble Securities - prognoza 2021

Wynik i koszty operacyjne

Zysk brutto na sprzedaży w 2Q21 spadł o 41% r/r, a w całym 1H21 o 23% r/r. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w 2Q21 łącznie wyniosły 15,4 mln zł (vs 22 mln zł w 2Q20) i 29,8 mln zł w całym 1H21 (vs 36,5 mln zł w 1H20). EBITDA w 2Q21 wyniosła 10,5 mln zł (vs 14,2 mln zł w 2Q21), a skorygowana o one-offy 8,4 mln zł (vs 13,4 mln zł w 2Q21). W całym I półroczu 2021 roku EBITDA skorygowana o pozostałe saldo dział. operacyjnej wyniosła 16,8 mln zł (vs 21,1 mln zł w 1H20).

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Główna zmiana to obniżenie prognozowanych wartości sprzedaży w doustnych lekach przeciwcukrzycowych oraz pozostałych towarach i materiałach. Z drugiej strony obniżamy prognozowane koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Niemniej jednak zmiany wpływają na spadek prognozowanych wyników w stosunku do poprzedniej prognozy.

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2018-2020

	2018	2019	2020	zmiana	2021P Stara	2021P Nowa	zmiana	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana
Przychody	241	202	222	-16%	223	190	-15%	291	254	-13%
Insulina	145	106	143	-27%	143	143	0%	151	151	0%
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	32	66%	35	10	-72%	39	11	-73%
Pozostałe towary i materiały	82	30	18	-63%	18	10	-44%	19	11	-44%
Usługi	5	34	29		27	27		82	82	
w tym refakturowane koszty badań*			22		22	22	0%	77	77	0%
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	105	-12%	105	90	-15%	107	104	-3%
koszty badań i rozwoju	33	7	4		4	4	0%	4	4	0%
koszty sprzedaży	83	70	35		36	33	-8%	37	37	0%
koszty ogólnego zarządu	51	39	39		40	37	-8%	42	42	0%
Zysk netto na sprzedaży	-51	-13	27		25	16	-38%	24	21	-12%
EBIT	-52	-164	49		25	16	-38%	24	21	-12%
EBITDA	-23	-131	80		56	47	-17%	54	51	-5%
zysk netto	26	-127	34		18	10	-45%	17	14	-14%

Źródło: Bioton (wyniki 2018-2020), Noble Securities (prognozy 2021-2022)

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 roku; 5 mln zł przychodów z Brazylii w 2022 roku, w kolejnych latach wzrosty o 5% rocznie (wszystkie założenia bez zmian),

2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2020-2023:** zakładamy koszty badań i rozwoju w wysokości 20 mln zł w 2021 r. (bez zmian) i po 70 mln zł w 2022 i 2023 r. (bez zmian); **z uwagi na przesunięcie w czasie pomiędzy kwartalami 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 na poziomie 5% rocznie we wszystkich obszarach (poprzednio 10% w tabletkach przeciwcukrzycowych; pozostałe bez zmian).

Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Insulina	145	106	143	143	151	155	158	162	166	171	175	180	185
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
Analogi insuliny			20	22	77	77	30	80	130	342	342	342	342
Przychody ze sprzedaży analogów							30	80	130	342	342	342	342
Towary, materiały i usługi	102	62	45	20	21	22	23	24	26	27	28	30	31
Doustne leki przeciwcukrzycowe	19	32	32	10	11	11	12	12	13	13	14	15	16
Pozostałe towary i materiały	82	30	18	10	11	11	12	12	13	13	14	15	16
Usługi	5	34	52	27	82	82	5	5	5	5	5	5	5
Refakturowane koszty badań			22	22	77	77							
RAZEM	252	202	222	190	254	259	217	272	327	545	550	557	563

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

Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

22 lipca 2021 roku spółka poinformowała o stanie stosowania Dobrych Praktyk 2021. Bioton nie stosował zasad 1.6., 1.7., 2.1., 2.2., 2.11.6., 3.3., 3.6., 4.1., 4.3.

Nie stosowane zasady dotyczą m.in., braku możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, braku w swojej strukturze wyodrębnionych jednostek audytu wewnętrznego. 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. Spółka również jako członek indeksu sWIG80 nie organizuje co najmniej raz na kwartał spotkań dla inwestorów, w szczególności akcjonariuszy, analityków, ekspertów branżowych i przedstawicieli mediów.

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. Dodatkowo 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. Warto dodać, że proces badań klinicznych i rejestracji analogów insuliny finansowany jest przez Yifan.

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
Przychody ze sprzedaży	241	202	222	190	254	259
Zysk brutto na sprzedaży	116	102	105	90	104	106
Koszty sprzedaży	83	70	35	33	37	39
Koszty ogólnego zarządu	51	39	39	37	42	43
Koszty badań i rozwoju	33	7	4	4	4	4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-2	-150	22	0	0	0
EBIT	-52	-164	49	16	21	20
Koszty i przychody finansowe netto	68	1	-7	-4	-3	-3
Zysk przed opodatkowaniem	15	-162	42	12	18	17
Podatek dochodowy	-11	35	8	2	3	3
Zysk netto	26	-127	34	10	14	14
Amortyzacja	29	32	32	31	30	30
EBITDA	-23	-131	80	47	51	50

Źródło: Bioton (2018-2020), Noble Securities (2021P-2023P)

Bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	1 010	885	867	870	895	900
Aktywa trwałe	859	748	716	692	669	647
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
Aktywa obrotowe	151	137	151	177	226	253
Zapasy	78	80	90	77	116	117
Należności handlowe	62	49	38	32	43	44
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8	7	22	67	66	90
Inne aktywa obrotowe	3	2	1	1	1	1
Pasywa	1 010	885	867	870	895	900
Kapitał własny razem	713	585	620	629	644	657
Zobowiązania długookresowe	123	103	90	90	90	90
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
Zobowiązania krótkookresowe	174	197	157	150	162	153
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	94	78	71	71	61	51
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	56	77	50	43	64	65
Inne	24	42	36	36	36	36

Źródło: Bioton (2018-2020), Noble Securities (2021P-2023P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto przed opodatkowaniem	26	-127	34	10	14	14
Amortyzacja	29	32	32	31	30	30
Inne	-57	87	6	4	3	3
Zmiana kapitału obrotowego	29	54	-29	11	-28	-2
CF operacyjny	28	47	42	56	20	45
CAPEX	43	53	5	8	8	8
Dezynwestycje i inne	81	0	0	0	0	0
CF inwestycyjny	37	-54	-5	-8	-8	-8
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
CF finansowy	-96	7	-22	-4	-13	-13
CF	-31	-1	15	44	-1	25
Stan środków pieniężnych na początek okresu	39	8	7	22	67	66
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	7	22	67	66	90

Źródło: Bioton (2018-2020), Noble Securities (2021P-2023P)

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA	-9,5%	-65,0%	36,2%	24,6%	20,2%	19,3%
marża EBIT	-21,7%	-80,9%	21,9%	8,2%	8,2%	7,7%
marża netto	10,8%	-62,7%	15,3%	5,1%	5,6%	5,3%
Dług netto	104	112	88	43	34	0
Dług netto/EBITDA	-4,5	-0,9	1,1	0,9	0,7	0,0
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	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7

Źródło: Bioton (2018-2020), Noble Securities (2021P-2023P)

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody		-16%	10%	-14%	34%	2%
EBITDA		473%	-161%	-42%	10%	-3%
EBIT		212%	-130%	-68%	33%	-4%
Zysk netto		-586%	-127%	-71%	46%	-3%

Źródło: Bioton (2018-2020), Noble Securities (2021P-2023P)

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 udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakąkolwiek inną osobą prawną będącą 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 jakąkolwiek inną osobą prawną będącą częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1796-bioton-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 09.09.2021, godz. 08.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 09.09.2021, godz. 8.35.

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	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	20.04.2021 godz. 8:55
Kurs z dnia rekomendacji	5,26	3,89	4,64	4,35	5,56
Cena docelowa	7,48	6,37	6,79	7,29	8,02
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72	45 018,81	51 672,44	48 392,71	59 785,22

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)
Ailleron	nd	25,2	13,7	14,95	69%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	13,70	30%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	435,60	5%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	12,05	26%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	41,50	43%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	32,9	24,9	31,50	4%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	22,00	50%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	746,00	31%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	74,40	17%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	338,30	-25%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	13,70	28%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	22,40	43%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2	22,60	37%	14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicky Recykling	nd	25,1	19,8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	11,74	41%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	45,20	11%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	38,75	2%	05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	14,15	63%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,96	62%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	185,00	-7%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	57,00	-4%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	159,80	37%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	59,00	12%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	553,50	24%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	12,50	-16%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0			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			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	15,2	8,1			11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0			11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,50	-17%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2			04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Apator	Kupuj	28,9	22,3			27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			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	zawieszona		9,9			22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	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 - 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 Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPWmaciej.kietlinski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 920 192

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewskikrzysztof.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 Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

