

Bioton – rosnący eksport i presja kosztowa

Zgodnie z zapowiedziami, Bioton zwiększył w I półroczu 2022 roku sprzedaż eksportową. Jednak inflacja i wzrost cen energii oraz większy udział eksportu w sprzedaży wpłynął na istotny spadek rentowności. W bieżącym roku oczekujemy, że mimo wyższej sprzedaży spółka ostatecznie nie poprawi wyniku na poziomie operacyjnym i EBITDA będzie zbliżona do ubiegłorocznej. W wyniku aktualizacji prognoz i założeń do wyceny, w tym wyższej stopy dyskontowej, korygujemy naszą wycenę z 7,15 do 4,68 zł za akcję.

Wyniki 1H2022 – wyższy eksport, presja na marżę

Przychody w 1H2022 roku wyniosły 98,1 mln zł (+34% r/r), m.in. za sprawą wyższej o 56% sprzedaży eksportowej oraz dzięki mocnemu rynkowi krajowemu. Jednak wyższy udział mniej rentownego eksportu i presja kosztowa wpłynęły na spadek rentowności brutto na sprzedaży. Z pozytywnych rzeczy warto zwrócić uwagę na kontrolę kosztów zarządu i sprzedaży, które w 1H2022 pozostały na poziomie zbliżonym do analogicznego okresu roku poprzedniego. Łącznie w I półroczu 2022 roku EBIT wyniósł 6,5 mln zł (+136% r/r), EBITDA 23,9 mln zł (+29% r/r), a wynik netto -1,7 mln zł, m.in. z uwagi na ujemne różnice kursowe. Przepływy z działalności operacyjnej w 1H22 wyniosły +25,2 mln zł, CAPEX 16 mln zł (vs 9 mln zł w 1H21), a dług netto wyniósł 83 mln zł (vs. 86 mln zł na koniec 1Q22).

Projekt analogowy – w oczekiwaniu na decyzję Yifan

Bioton wykonał już swoją pracę dotyczącą analogu szybko działającego (lispro) i decyzja jest w tej chwili po stronie Yifan. Bioton oczekuje na końcowy raport z badań Yifan oraz przygotowanie wniosku IND. W obszarze analogu długodziałającego (glargine) spółka przeszła do fazy industrializacji na wczesnym etapie. Obecnie spółka podejmuje próby w skali laboratoryjnej z zamiarem ukończenia partii substancji leku w skali klinicznej na przełomie 2022 i 2023 roku. Zakład jest obecnie modernizowany w celu dostosowania do nowego procesu. Bioton oczekuje fazy komercjalizacji analogów w latach 2025-2026, co jest zbieżne z wcześniejszymi założeniami spółki.

Insulina systematycznie traci na rzecz innych leków

W I półroczu 2022 roku rynek insuliny kontynuował spadek. Wynikał on z konkurencji ze strony insuliny biopodobnych i spadków cen, konkurencji ze strony nowych leków (GLP-1), spadków cen na rynku chińskim i innych czynników. Również analogi, dla których Bioton przygotowuje wersje biopodobne, czyli Humalog i Lantus zanotowały spadki sprzedaży, przy czym bardziej zauważalne są one w II kwartale.

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 (4,39 zł) oraz porównawczą (4,97 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 4,68 zł.

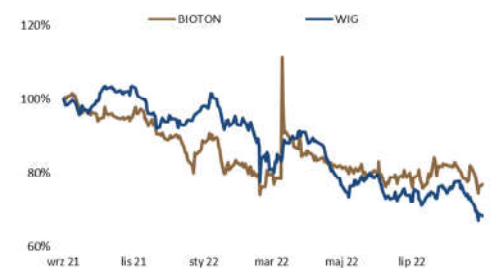
mln zł	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	222	163	198	205	197
EBITDA	80	46	45	44	42
EBIT	49	14	9	9	7
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	34	3	-3	4	3
P/E (x)	9,5	111,7	nd	87,1	128,5
EV/EBITDA (x)*	7,0	9,4	8,9	8,4	8,1

Źródło: Bioton (wyniki 2020-2021), Noble Securities (prognozy 2022-2024), *EBITDA skorygowana o one-offy

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 06.09.2022 o godz. 8:30. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 06.09.2022 o godz. 8:35.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	3,75 zł
Wycena	4,68 zł
Potencjał wzrostu	23%
Kapitalizacja	326 mln zł
Free float	44,15%
Śr. wolumen 6M	76 883



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 2021 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 377 osób.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Yifan Pharmaceutical Co. Ltd	31,6%
Troqueera Enterprises Ltd	9,9%
Basolma Holding Ltd.	7,2%
AIS Investment 2 sp. z o.o.	6,0%
Pozostali	45,2%

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

Krzysztof Radojewski
Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	5
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY.....	6
PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA.....	6
WYNIKI 1H2022 – wzrosty w eksporcie, presja kosztowa.....	7
AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	10

WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (metodologia bez zmian) i wyznaczając bieżącą wycenę równą 4,68 zł (poprzednio 7,15 zł.)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	4,39	6,61	-34%
Wycena porównawcza	0,5	4,97	7,70	-35%
Średnia ważona metod		4,68	7,15	-35%
Cena aktualna		3,80	4,12	-8%
Potencjał		23%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek września 2022 (poprzednio: początek maja 2022),
- Dług netto na dzień 31.12.2021 roku w wysokości 101 mln zł (bez zmian), efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,1% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,9%), beta na poziomie 1,4 (poprzednio 1,6 – poprawa sytuacji fundamentalnej w spółce); premia za ryzyko rynkowe w wysokości 7,11% (poprzednio 5,08%).

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	198	205	197	232	288	344	562	568	574	581
NOPAT	7	7	6	14	27	40	99	99	98	98
Amortyzacja	36	35	34	34	33	32	32	31	31	30
Zmiany KON	7	-5	7	-22	-35	-35	-138	-4	-4	-4
CAPEX	-15	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-30
FCFF	35	30	40	18	18	30	-15	119	117	94
WACC	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%
Współczynnik dyskonta	0,96	0,84	0,74	0,65	0,57	0,50	0,44	0,39	0,34	0,30
DFCF	33	26	30	11	10	15	-7	46	40	28
SUMA DFCFF do 2031	233									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2031	814									
Zdyskontowana wartość rezydualna	245									
Wartość Firmy (EV)	478									
Dług netto 31.12.2021	101									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	377									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	4,39									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	4,46	4,73	5,04	5,43	5,90
WACC - 0,5%	4,18	4,42	4,70	5,04	5,45
WACC	3,92	4,14	4,39	4,68	5,04
WACC + 0,5%	3,69	3,88	4,10	4,36	4,68
WACC + 1,0%	3,47	3,64	3,84	4,07	4,35

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%	6,10%
Premia za ryzyko	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%	7,11%
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Koszt kapitału własnego	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%

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 2022-2024. Przychody skorygowano o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 4,97 zł (poprzednio 7,7 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
NOVO NORDISK-B	1 132 137	32,5	26,2	23,0	22,4	19,5	17,5	10,3	9,0	8,1
ELI LILLY & CO	1 355 707	37,6	32,3	24,8	30,6	26,8	21,3	10,4	9,9	8,7
SANOFI	482 841	10,1	9,7	9,0	8,2	7,9	7,3	2,7	2,6	2,5
MERCK & CO	1 034 336	11,7	11,8	10,2	9,8	9,8	8,7	4,1	4,2	4,0
TONGHUA DONGBA-A	12 422	11,2	16,5	14,5	13,1	13,4	12,5	5,9	5,4	4,7
BIOCON LTD	20 779	49,5	35,0	21,4	20,3	14,9	9,7	4,8	3,6	2,6
Mediana		22,1	21,4	18,0	16,7	14,2	11,1	5,3	4,8	4,4
Bioton	326	-107,8	88,3	130,2	9,0	8,5	8,2	2,2	2,0	1,7
Premia/dyskonto do średniej (%)		-588%	313%	625%	-46%	-40%	-26%	-60%	-59%	-61%
Implikowana wartość Bioton		-0,8	0,9	0,5	7,8	6,7	5,2	10,7	10,1	9,9
Waga		0,0%	20,0%	20,0%	13,3%	13,3%	13,3%	6,67%	6,67%	6,67%
Implikowana wartość godziwa Bioton					4,97					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 06.09.2022 r. godz. 7:55

OSTATNIE WYDARZENIA

WZA powołało do Rady Nadzorczej nowe osoby

WZA spółki, które odbyło się 30 czerwca 2022 roku oprócz standardowych uchwał podjęło uchwałę na temat powołania Rady Nadzorczej nowej kadencji. Z nowych osób w Radzie Nadzorczej znalazły się Pani Valery Yeo oraz Pan Jia Li. Obie osoby posiadają wieloletnie doświadczenie rynkowe i pełnią stanowiska w Yifan. Wcześniej - 26 kwietnia 2022 roku Pani Yuhong Geng złożyła rezygnację ze sprawowania funkcji Członka Rady Nadzorczej Spółki. Powodem rezygnacji była chęć skupienia się na dodatkowych obowiązkach zawodowych u obecnego pracodawcy.

Odmowa przyjęcia do rozpoznania przez Sąd Najwyższy Skargi Kasacyjnej AIS Investment 2

Sąd Najwyższy odmówił przyjęcie do rozpoznania skargi kasacyjnej AIS Investment 2 Sp. z o.o. od wyroku Sądu Apelacyjnego w Warszawie wydanego dnia 31 marca 2021 r. w przedmiocie uchylenia uchwały nr 2 w sprawie wyrażenia zgody na transakcję sprzedaży SciGen Ltd z siedzibą w Singapurze oraz określenia podstawowych warunków transakcji, podjętej w dniu 11 czerwca 2018 r. przez Zwyczajne Walne Zgromadzenie Bioton S.A.

W naszej opinii decyzja Sądu Najwyższego zamyka definitywnie sprawę.

Przedterminowa spłata kredytu w Bank of China

Bioton spłacił przedterminowo kredyt w Bank of China w kwocie 1,8 mln EUR, zadłużenie zostało spłacone kredytem na łączną kwotę 15 mln zł w BNP Paribas Bank Polska, uzyskanym na warunkach kredytowych, w tym marży korzystniejszej dla spółki.

W naszym odczuciu informacja wskazuje na poprawiającą się sytuację finansową spółki i lepsze jej postrzeganie przez banki.

Wynagrodzenie za pracę rewidenta do spraw szczególnych

Spółka zawarła z Grant Thornton Polska w dniu 25.08.2020 roku umowę na wykonania czynności rewidenta do spraw szczególnych. Prace rozpoczęły się w dniu 27 sierpnia 2020 roku. Spółka otrzymała w dniu 3 listopada 2020 roku raport biegłego rewidenta do spraw szczególnych. Raport jest pozytywny dla spółki i nie budzi żadnych zastrzeżeń ani wątpliwości. Spółka wniosła o zwrot kwoty pieniężnej wypłaconej tytułem wynagrodzenia za pracę biegłego rewidenta do spraw szczególnych w wysokości 369.408,36 zł. W dniu 18.05.2022 r. Sąd postanowił o przepadku na rzecz Bioton S.A. zabezpieczenia w kwocie 300.332 zł oraz umorzył postępowanie w pozostałej części.

Decyzja Sądu oznaczać będzie, że spółka uzyska zwrot kosztów rewidenta do spraw szczególnych w kwocie ok. 300 tys. zł.

Wpływ sytuacji na Ukrainie na spółkę

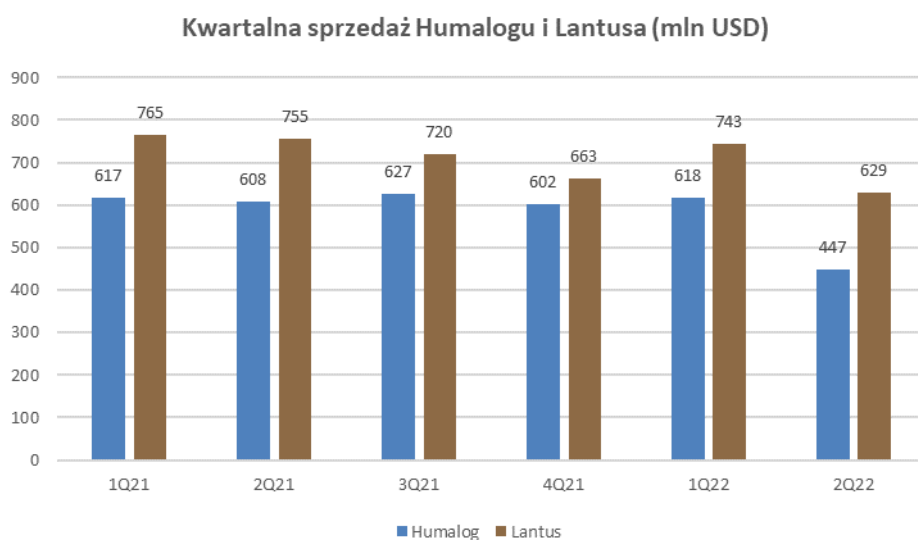
Działalność Biotonu na Ukrainie była marginalna – w 1H2022 roku sprzedaż na tym rynku wyniosła 714 tys. zł (vs 792 tys. zł w 1H21). Warto jednak dodać, że na rynku rosyjskim spółka ma podpisaną umowę z Pharmasyntez-Nord JSC z 2016 roku na transfer technologii formy gotowej insuliny i zobowiązana jest do dostarczenia substancji czynnej do jej produkcji. Po uzyskaniu opinii prawnej, Bioton w ramach umowy w II połowie 2022 roku, sprzeda 90 kg substancji aktywnej Pharmasyntez i na dzień publikacji raportu za I połowę 2022 roku, połowa tego wolumenu została dostarczona. Spółka przed wysyłką otrzymała przedpłatę w pełnej kwocie.

W naszej opinii sytuacja na Ukrainie bezpośrednio nie wpływa na finanse spółki, natomiast przekłada się pośrednio poprzez presję inflacyjną, przede wszystkim w obszarze energii i gazu na spadek rentowności spółki oraz zakłócenia w łańcuchach dostaw.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Nie posiadamy danych dotyczących globalnego rynku insuliny w I połowie 2022 roku, jednak analiza danych przedstawionych przez Novo Nordisk w prezentacji poświęconej wynikom za I półrocze 2022 roku sugerują, że rynek ten powoli i systematycznie kurczy się na rzecz m.in. GLP-1. Do spadku przyczynia się również wejście biopodobnych insulin oraz spadki w Chinach. Novo Nordisk podała z jednej strony, że jej udział w globalnym rynku insulin skurczył się w 1H2022 z 44,1% do 44%, a z drugiej strony, że jej sprzedaż insuliny w tym okresie spadła o 8% r/r. Tym samym wnioskujemy, że jest to przybliżony spadek całego rynku. Zgodnie z oczekiwaniami, raportowana przez Novo Nordisk sprzedaż w Chinach w związku z wprowadzonymi zmianami rynkowymi spadła o 5% r/r. Jeżeli uwzględnimy, że spadek został częściowo zrekompensowany wzrostami w obszarze GLP-1, spadki w obszarze insuliny były jeszcze większe. W tym samym okresie Novo Nordisk zwiększyła sprzedaż GLP-1 o 45% r/r. Dla porównania sprzedaż Humalogu przez Eli Lilly wyniosła w 1H2022 roku 1,1 mld USD (-13% r/r), przy czym spadek jest istotny począwszy od 2Q22, w którym wyniósł 26% r/r. Sprzedaż Lantusa produkowanego przez Sanofi wyniosła w tym okresie 1,27 mld EUR (ok. 1,4 mld USD, -7% r/r; spadek w 2Q22 wyniósł 12% r/r). Spadki są głównie skutkiem obniżek cen i presji ze strony insulin biopodobnych.

Kwartałna sprzedaż Humalogu i Lantusa (mln USD)



Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań spółek, sprzedaż Lantusa przeliczona po kursie EUR/USD z końca kwartału

PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA

Spółka podała, że w odniesieniu do analogu insuliny Lispro, Bioton nie prowadzi obecnie prac nad tym projektem i oczekuje na końcowy raport z badań Yifan oraz przygotowanie wniosku IND. Natomiast w odniesieniu do długodziałającego analogu insuliny, Glargine, spółka przeszła do fazy industrializacji na wczesnym etapie. Obecnie spółka podejmuje próby w skali laboratoryjnej z zamiarem ukończenia partii substancji leku w skali klinicznej w Q4 2022 - Q1 2023. Zakład produkcyjny jest obecnie modernizowany w celu dostosowania do nowego procesu. Bioton oczekuje fazy komercjalizacji analogów w latach 2025-2026, co jest zbieżne z wcześniejszymi założeniami spółki.

WYNIKI 1H2022 – wzrosty w eksporcie, presja kosztowa

Przychody w 2Q22 wyniosły 48,1 mln zł (+32% r/r), EBITDA 15,2 mln zł (+45% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej 15 mln zł (+80% r/r), wynik netto 1,5 mln zł (vs. 3,7 mln zł w 2Q21). Negatywny wpływ na wynik netto miały ujemne różnice kursowe. Sprzedaż na rynku krajowym w 2Q22 wyniosła 30,1 mln zł (+40% r/r), a eksportowa 27,1 mln zł (+30% r/r). W kontekście wzrostu eksportu warto zwrócić uwagę na wzrosty w Chinach i Wietnamie. Marża brutto na sprzedaży w 2Q22 lekko wzrosła, ale w całym 1H22 jest niższa r/r. Utrzymywanie pod kontrolą kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu pozwoliło spółce poprawić wynik EBIT i EBITDA w 2Q22 w ujęciu rocznym. Warto również zwrócić uwagę na mocne przepływy z działalności operacyjnej, które w całym 1H22 wyniosły +25,2 mln zł. CAPEX wzrósł i w całym 1H22 wyniósł 16 mln zł (vs 9 mln zł w 1H21). Zadłużenie netto na koniec 1H22 wyniosło 83 mln zł (vs. 86 mln zł na koniec 1Q22).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/r	1H21	1H22	r/r
Przychody ze sprzedaży	36,5	47,8	41,8	50,0	48,1	32%	73,4	98,1	34%
Zysk brutto na sprzedaży	16,8	23,2	21,4	15,5	23,1	37%	33,2	38,6	16%
marża	46%	48%	51%	31%	48%	118%	45%	39%	
Koszty sprzedaży	7,9	7,6	8,6	7,8	7,9	0%	15,5	15,7	1%
Koszty ogólnego zarządu	7,5	6,6	7,0	6,8	7,9	5%	14,3	14,8	3%
Koszty badań i rozwoju	1,0	1,1	1,2	1,0	1,4	47%	2,3	2,5	7%
Saldo pozostałej działalności oper	2,1	0,8	-1,5	0,6	0,2	-93%	1,6	0,8	-52%
EBIT	2,6	8,6	3,0	0,5	5,9	132%	2,7	6,5	136%
EBIT skorygowany*	0,4	7,8	4,5	-0,1	5,8	1297%	1,1	5,7	411%
Saldo działalności finansowej	1,9	0,2	-5,3	-2,4	-4,6	-341%	-0,9	-6,9	639%
Zysk przed opodatkowaniem	4,5	5,7	0,8	-1,8	1,4	-69%	1,8	-0,4	-124%
Podatek dochodowy	0,8	1,1	1,1	1,3	-0,1	-113%	3,2	1,2	-62%
Zysk netto	3,7	4,6	-0,3	-3,1	1,5	-60%	-1,4	-1,7	19%
Amortyzacja	7,9	8,0	8,0	8,1	9,2	16%	15,7	17,4	11%
EBITDA	10,5	16,5	11,0	8,7	15,2	45%	18,4	23,9	29%
EBITDA skorygowana*	8,4	15,7	12,5	8,0	15,0	80%	16,8	23,1	37%

Źródło: Bioton (wyniki 2Q21-2Q22, 2021), Noble Securities (prognoza 2022), *o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Przychody

Przychody w 2Q22 wyniosły 48,1 mln zł (+32% r/r) dzięki mocnej sprzedaży w Polsce (łącznie z zabezpieczeniem rynku w związku z sytuacją geopolityczną na Ukrainie) i w eksporcie (głównie Chiny, Wietnam, ale również Bangladesz, Libia). Sprzedaż tabletek przeciwcukrzycowych i innych towarów wyniosła 5,8 mln zł (+24% r/r), a sprzedaż usług (rozliczenie kontraktu analogowego z Yifan) 3,8 mln zł (-57% r/r).

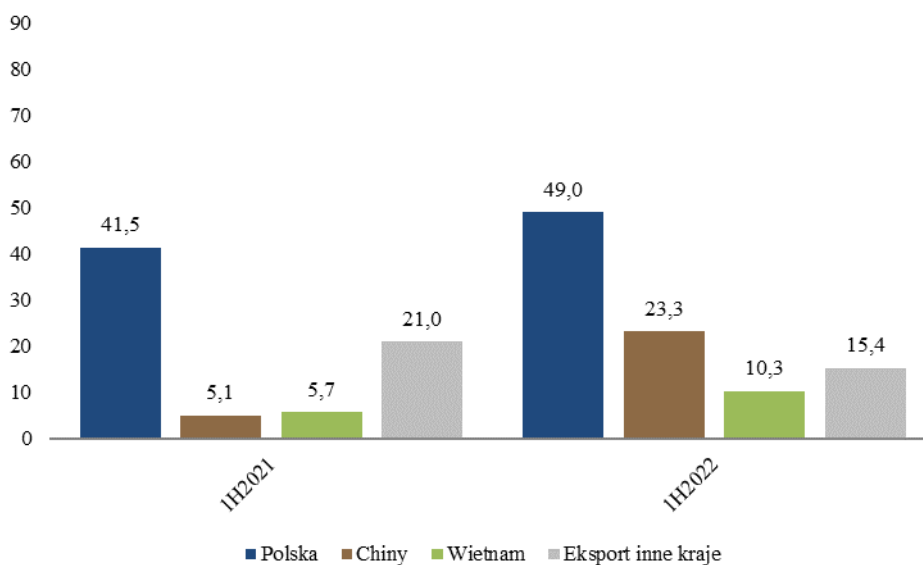
Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/r	1H21	1H22	r/r
Sprzedaż razem	36,5	45,1	41,7	50,0	48,1	32%	73,4	98,1	34%
<i>Kraj</i>	<i>21,5</i>			<i>18,9</i>	<i>30,1</i>	<i>40%</i>	<i>41,9</i>	<i>49,0</i>	<i>17%</i>
<i>Eksport</i>	<i>20,9</i>			<i>21,9</i>	<i>27,1</i>	<i>30%</i>	<i>31,4</i>	<i>49,0</i>	<i>56%</i>
Insulina	22,9	38,1	28,5	40,8	38,4	68%	53,9	79,2	47%
Towary i materiały	4,7	4,8	8,1	7,0	5,8	24%	9,1	12,9	41%
Usługi	9,0	2,3	5,1	2,2	3,8	-57%	10,4	6,0	-42%

Źródło: Bioton (wyniki 2Q21-2Q22, 2021), Noble Securities (prognoza 2022)

Wynik i koszty operacyjne

Zysk brutto na sprzedaży w 2Q22 wyniósł 23,1 mln zł (+37% r/r), a marża nieco się poprawiła jednak w kontekście całego półrocza jest niższa r/r z uwagi na wyższy udział sprzedaży eksportowej i wyższe koszty surowców i energii. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 15,8 mln zł i były na poziomie zbliżonym sprzed roku. EBITDA w 2Q22 wyniosła 15,2 mln zł (+45% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej 15 mln zł (+80% r/r), wynik netto +1,5 mln zł. Negatywny wpływ na wynik netto miały wysokie koszty finansowe, na które w całym I półroczu 2022 r. złożyły się odsetki w kwocie 2,8 mln zł, ujemne różnice kursowe w kwocie 3,1 mln zł i pozostałe koszty 1 mln zł.

Struktura geograficzna sprzedaży insuliny przez Bioton w okresie 1H22-1H21



Źródło: Bioton

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych dla spółki. Główna zmiana to obniżenie zakładanej rentowności brutto na sprzedaży z uwagi na utrzymującą się presję inflacyjną i brak możliwości przeliczenia na odbiorców wzrostu kosztów produkcji.

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2020-2021

	2020	2021	zmiana	2022P Stara	2022P Nowa	zmiana	2023P Stara	2023P Nowa	zmiana
Przychody	222	163	-26%	204	198	-3%	196	205	5%
Insulina	143	120	-16%	151	160	6%	154	164	6%
Kraj	80	80	0%	80	80	0%	80	80	0%
Eksport	63	41	-35%	71	80	12%	75	84	12%
Towary i materiały	46	22	-52%	23	26	14%	23	26	14%
Usługi	53	18	-66%	30	13	-57%	18	15	-16%
w tym refakturowane koszty badań*	23	10	-59%	25	11	-57%	13	13	0%
Zysk brutto na sprzedaży	105	78	-26%	95	78	-18%	96	81	-16%
koszty badań i rozwoju	4	5	17%	5	5	4%	5	5	4%
koszty sprzedaży	35	32	-9%	33	32	-3%	35	34	-3%
koszty ogólnego zarządu	39	28	-28%	29	32	8%	30	33	8%
Zysk netto na sprzedaży	27	13	-50%	27	9	-67%	26	9	-65%
EBIT	49	14	-70%	27	9	-67%	26	9	-65%
EBITDA	80	46	-43%	58	45	-23%	56	44	-21%
zysk netto	34	3	-92%	18	-3	-117%	17	4	-79%

Źródło: Bioton (wyniki 2020-2021), Noble Securities (prognozy 2022-2023)

1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że w 2022 roku i w kolejnych latach sprzedaż wyniesie 80 mln zł (złożenie bez zmian),
- **rynek eksportowy** – zakładamy sprzedaż 80 mln w 2022 roku (poprzednio 71 mln zł), a w kolejnych latach wzrosty o 5% rocznie (założenie bez zmian),

2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2022-2024:** zakładamy koszty badań i rozwoju w wysokości 10 mln zł w 2022 r. i 12 mln zł w 2023 r. (poprzednio odpowiednio 23 i 13 mln zł),
- **Etap komercjalizacji – od 2025 roku (bez zmian)** – zakładamy pierwszą sprzedaż w 2025 roku 30 mln zł, w 2026 roku 80 mln zł, w 2027 roku 130 mln zł, a w kolejnych latach osiągnięcie ok. 342 mln zł sprzedaży rocznie (założenie bez zmian), co według naszych szacunków obecnie odpowiada udziałowi ok. 1,4% w globalnej sprzedaży produktów referencyjnych, dla których Bioton przygotowuje wersje biopodobne (Humalog i Lantus).

Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Insulina	145	106	143	120	160	164	168	172	177	182	187	192	198	204
kraj	100	52	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
eksport	43	54	63	41	80	84	88	93	97	102	107	113	118	124
Analogi insuliny			20	10	11	13	0	30	80	130	342	342	342	342
Przychody ze sprzedaży analogów								30	80	130	342	342	342	342
Towary, materiały	102	62	46	22	26	26	27	28	29	30	31	32	33	34
Usługi	5	34	53	18	13	15	2	2	2	2	2	2	2	2
Refakturowane koszty badań			23	10	11	13	0							
RAZEM	252	202	222	163	198	205	197	232	288	344	562	568	574	581

Źródło: Bioton (2018-2021), 2022P-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. możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, wyodrębnienia w swojej strukturze 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 osiągnięte przez spółkę. Łączna wartość aktywów denominowana w walutach obcych (głównie USD i EUR) na 31 grudnia 2021 r. wyniosła 16,7 mln zł, a pasywów 53,9 mln zł.

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	222	163	198	205	197
Zysk brutto na sprzedaży	105	78	78	81	81
Koszty sprzedaży	35	32	32	34	35
Koszty ogólnego zarządu	39	28	32	33	34
Koszty badań i rozwoju	4	5	5	5	5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	22	1	0	0	0
EBIT	49	14	9	9	7
Koszty i przychody finansowe netto	-7	-6	-11	-5	-4
Zysk przed opodatkowaniem	42	8	-2	5	3
Podatek dochodowy	8	5	1	1	1
Zysk netto	34	3	-3	4	3
Amortyzacja	32	32	36	35	34
EBITDA	80	46	45	44	42

Źródło: Bioton (2020-2021), Noble Securities (2022P-2024P)

Bilans	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	867	865	867	863	852
Aktywa trwałe	716	690	670	642	615
Rzeczowe aktywa trwałe	310	286	275	261	248
Wartości niematerialne	370	362	352	338	325
Inne aktywa trwałe	36	43	43	43	43
Aktywa obrotowe	151	175	198	221	237
Zapasy	90	125	125	130	121
Należności handlowe	38	39	48	49	47
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	22	9	23	40	67
Inne aktywa obrotowe	1	2	2	2	2
Pasywa	867	865	867	863	852
Kapitał własny razem	620	623	620	623	626
Zobowiązania długookresowe	90	78	78	78	78
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	39	29	29	29	29
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	0	0	0	0	0
Inne	51	48	48	48	48
Zobowiązania krótkookresowe	157	165	170	162	148
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	71	81	71	61	51
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	50	37	52	54	50
Inne	36	47	47	47	47

Źródło: Bioton (2020-2021), Noble Securities (2022P-2024P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	34	3	-3	4	3
Amortyzacja	32	32	36	35	34
Inne	6	18	12	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-29	-47	7	-5	7
CF operacyjny	42	6	51	39	48
CAPEX	5	13	15	8	8
Dezynwestycje i inne	0	9	0	0	0
CF inwestycyjny	-5	-4	-15	-8	-8
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-19	-9	-10	-10	-10
Inne	3	-6	-11	-5	-4
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0
CF finansowy	-22	-15	-21	-15	-14
CF	15	-14	15	17	27
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	22	8	23	40
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	22	8	23	40	67

Źródło: Bioton (2020-2021), Noble Securities (2022P-2024P)

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P
marża EBITDA	36,2%	28,2%	22,6%	21,5%	21,1%
marża EBIT	21,9%	8,8%	4,5%	4,4%	3,6%
marża netto	15,3%	1,8%	-1,5%	1,8%	1,3%
Dług netto	88	101	77	50	13
Dług netto/EBITDA	1,1	2,2	1,7	1,1	0,3
Liczba akcji	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9
Dywidenda na akcję	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Źródło: Bioton (2020-2021), Noble Securities (2022P-2024P)

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody		-26%	22%	4%	-4%
EBITDA		-43%	-2%	-1%	-6%
EBIT		-70%	-37%	1%	-22%
Zysk netto		-92%	-205%	-222%	-32%

Źródło: Bioton (2020-2021), Noble Securities (2022P-2024P)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie 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 partycularnych 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: 06.09.2022, godz. 8.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 06.09.2022, 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	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	07.09.2021 godz. 8:35
Kurs z dnia rekomendacji	5,26	3,89	4,64	4,35	5,56	4,97
Cena docelowa	7,48	6,37	6,79	7,29	8,02	7,70
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72	45 018,81	51 672,44	48 392,71	59 785,22	70 970,40

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Bioton SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd
Data wydania	19.04.2022 godz. 10:40
Kurs z dnia rekomendacji	4,12
Cena docelowa	7,15
WIG w dniu rekomendacji	63 760,06

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)
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	339,30	-15%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	11,59	12%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	66,80	4%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,09	-20%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	148,00	10%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	15,50	89%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	14,20	53%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	31,20	66%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Sprzedaj	74,1	94,4	81,66	-9%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Sprzedaj	98,6	117,0	94,50	4%	24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Aparator	Redukuj	12,2	14,8	13,84	-12%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	14,30	12%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,50	7%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	26,95	101%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	508,00	23%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	29,20	33%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0	15,90	108%	02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1	3,80	88%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	75,00	28%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	318,50	57%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	6,66	98%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	15,50	172%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	626,00	30%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	46,98	23%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	2,45	45%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	12,50	53%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	12,54	83%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	9,50	24%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	81,66	116%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9			03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Trzymaj	19,1	18,7			29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4			16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6			18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6			18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6			14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5			11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5			07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4			28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4			23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0			09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - pracownik Noble Securities do 2022-06-30

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA**Sobiesław Kozłowski, MPW**sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

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

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

