

Bioton – co dalej z analogami?

Wyniki 2023 roku były pod presją spadających przychodów, głównie ze sprzedaży insuliny w eksporcie. Zarząd spółki podejmuje inicjatywy, których celem jest zwiększenie sprzedaży w diabetologii poza insuliną. Z każdym kolejnym kwartałem i rokiem efekt tych działań będzie w naszej ocenie coraz bardziej widoczny. Jest to również jeden z kierunków, który w dłuższej perspektywie może zastąpić obciążony obecnie coraz większą niepewnością projekt analogowy, który postanowiliśmy wyłączyć z wyceny spółki. W wyniku aktualizacji naszych prognoz oraz założeń korygujemy wycenę z 5,41 zł do 4,46 zł za akcję. w horyzoncie 9-mies.

Wyniki 2023 – pod wpływem spadających przychodów

W całym 2023 roku sprzedaż insuliny wyniosła 122,3 mln zł (-34% r/r), z czego 67,2 mln zł (-14% r/r) przypada na rynek polski, a 55,1 mln zł (-49% r/r) na eksport. Spadki w Chinach, Wietnamie, Ukrainie, Sudanie spółka zrekompensowała mniej rentownym wzrostem sprzedaży w Libanie oraz wzrostem sprzedaży towarów i materiałów, która wyniosła w 2023 roku 40,2 mln zł (+46% r/r). EBITDA w 2023 roku wyniosła 50,3 mln zł (-10% r/r), a skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych 30,9 mln zł (-48% r/r).

Co dalej z analogami?

W raporcie rocznym Bioton poinformował o możliwej zmianie modelu współpracy z Yifan w zakresie produkcji i komercjalizacji substancji aktywnych analogów insuliny oraz ostatecznego produktu leczniczego. Może to prowadzić do przeniesienia technologii API i leku końcowego do spółki lub dostarczenie przez Yifan API i produkcję przez spółkę leku końcowego przy użyciu technologii Yifan. Mimo iż zarząd Biotonu wskazuje, że jednoznacznie nie przekreśla to projektu, to jednak postanowiliśmy wyłączyć przychody z projektu analogowego z naszych prognoz.

Zamiast analogów – rozwój oferty poza insuliną

Zarząd spółki pracuje nad jak najlepszym wykorzystaniem posiadanych zasobów i pozycji rynkowej spółki. Jednym z kierunków jest zwiększanie sprzedaży poza insuliną (leków, urządzeń medycznych, usług). W 2023 roku sprzedaż krajowa poza insuliną stanowiła już ok. 1/3 obrotów, a rok wcześniej było to ok. 22%. Podejmowane przez spółkę działania polegające na wprowadzaniu do oferty nowych produktów i urządzeń do pomiaru glikemii oraz docelowo również kontraktowa produkcja dla innych firm farmaceutycznych (CDMO) to główne kierunki zwiększania bazy przychodowej w kolejnych latach.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko związane z wolniejszym od zakładanego wzrostem sprzedaży towarów i materiałów oraz niższą sprzedażą insuliny.

Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (4,42 zł) oraz porównawczą (3,59 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 4,46 zł.

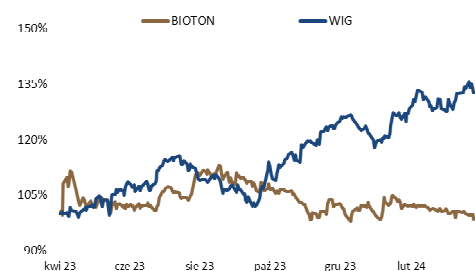
mln zł	2021	2022	2023	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	163	233	182	208	222
EBITDA	46	56	50	48	52
EBIT	14	21	15	11	16
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	3	1	2	3	7
P/E (x)	104	211	132	108	43
EV/EBITDA (x)*	8,9	6,2	11,7	6,9	6,0

Źródło: Bioton (wyniki 2021-23), Noble Securities (prognozy 2024-2025), *EBITDA skorygowana o one-offy

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 18.04.2024 o godz. 8:15. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 18.04.2024 o godz. 8:30.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	3,50 zł
Wycena	4,46 zł
Potencjał wzrostu	27%
Kapitalizacja	301 mln zł
Free float	44,15%
Śr. wolumen 6M	30 694



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 2023 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 359 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
PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA.....	6
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY.....	7
AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	11

WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (wagi bez zmian). Wyznaczamy cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym na 4,46 zł (poprzednio 5,41 zł)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	4,42	4,58	-3%
Wycena porównawcza	0,5	3,59	4,87	-26%
Średnia ważona metod		4,01	4,73	-15%
Cena docelowa (9M)		4,46	5,41	-18%
Cena aktualna		3,50	3,83	-9%
Potencjał		27%	41%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek kwietnia 2024 (poprzednio: początek września 2023),
- Dług netto na dzień 31.12.2023 roku w wysokości 62 mln zł; efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,45% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,64%), beta na poziomie 1,0 (poprzednio – 1,4, uzasadnienie opisane jest w dalszej części raportu); premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,84% (poprzednio 6,28%).

DCF	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży	208	222	237	255	262	269	277	284	292	301
NOPAT	9	12	17	23	25	27	29	31	34	36
Amortyzacja	37	36	35	35	34	33	33	32	31	31
Zmiany KON	5	-6	-7	-8	-3	-3	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-31
FCFF	36	27	30	34	41	42	43	45	47	33
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Współczynnik dyskonta	0,91	0,82	0,75	0,68	0,61	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
DFCFF	33	23	23	23	25	23	22	21	19	12
SUMA DFCFF do 2033	224									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2033	577									
Zdyskontowana wartość rezydualna	217									
Wartość Firmy (EV)	441									
Dług netto 31.12.2023	62									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	380									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	4,42									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	4,44	4,76	5,17	5,71	6,46
WACC - 0,5%	4,15	4,42	4,77	5,22	5,83
WACC	3,89	4,13	4,42	4,80	5,30
WACC + 0,5%	3,65	3,86	4,11	4,43	4,85
WACC + 1,0%	3,44	3,62	3,84	4,11	4,46

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia za ryzyko	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%	5,84%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Koszt długu po tarczy	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA w latach 2023-2025 (po 50% przypisaliśmy P/E i EV/EBITDA, bez zmian). Do ostatecznej wyceny zastosowaliśmy 20% dyskonto, aby uwzględnić fakt, iż spółki porównywalne są większe, mają bardziej ugruntowaną pozycję rynkową i w większości płacą dywidendy. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 3,61 zł (poprzednio 4,87 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
NOVO NORDISK-B	2 301 619	37,4	30,2	25,0	28,2	22,9	19,3
ELI LILLY & CO	2 905 360	60,0	41,3	30,6	49,2	34,9	27,2
SANOFI	474 761	11,3	10,0	9,2	8,2	7,3	6,8
MERCK & CO	1 296 329	14,6	12,8	11,7	11,9	10,5	9,9
TONGHUA DONGBA-A	11 394	16,2	14,2	12,6	11,3	10,0	9,4
BIOCON LTD	15 485	53,4	31,6	20,2	16,9	13,6	11,0
Mediana		26,8	22,2	16,4	14,4	12,1	10,5
Bioton	301	132,1	107,9	42,6	11,7	6,9	6,0
Premia/dyskonto do średniej (%)		393%	386%	159%	-19%	-42%	-42%
Implikowana wartość Bioton		0,9	1,8	2,4	7,6	7,1	7,1
Waga		16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Zasosowane premia/dyskonto					-20%		
Implikowana wartość godziwa Bioton					3,59		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 17.04.2024 r. godz. 14:27

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyniki 2023 roku

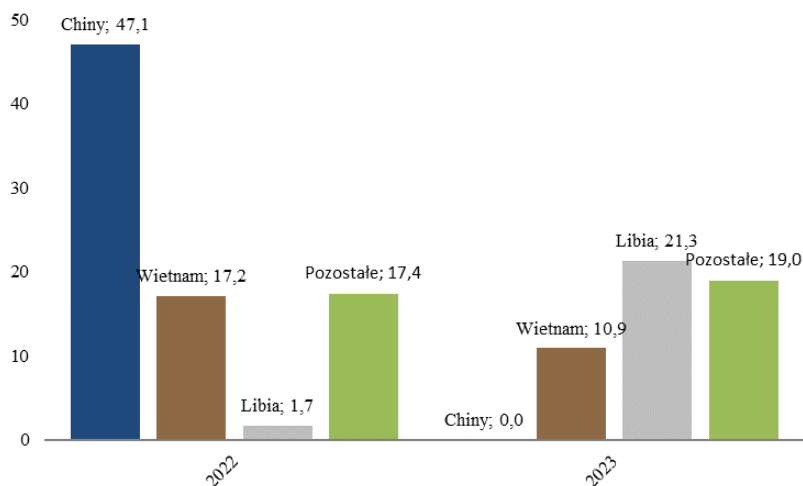
Przychody

Przychody w 4Q23 wyniosły 47,5 mln zł (-39% r/r). Spadek przychodów jest głównie pokłosiem niższej sprzedaży insuliny. W całym 2023 roku sprzedaż insuliny wyniosła 122,3 mln zł (-34% r/r), z czego 67,2 mln zł (-14% r/r) przypada na rynek polski, a 55,1 mln zł (-49% r/r) na eksport. Spadki w Polsce to pokłosie dwóch czynników – wysokiej bazy w 2022 roku w związku z konfliktem zbrojnym na Ukrainie oraz ogólnego spadku rynku insulin, na którym jednak spółka utrzymuje swój udział. Główny spadek sprzedaży w eksporcie nastąpił w Chinach, Wietnamie, Ukrainie, Sudanie. Spółka zrekompensowała to wzrostem sprzedaży w Libanie, ale była to sprzedaż mniej rentowna. W kraju spółka osiągnęła udział 39,7% w rynku insulin klasycznych w ujęciu wartościowym na koniec roku 2023. Spadki sprzedaży insuliny zostały częściowo zrekompensovane wzrostem sprzedaży towarów i materiałów – wyniosła ona w 2023 roku 40,2 mln zł (+46% r/r).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	r/r	2022	2023	r/r
Sprzedaż razem	77,6	34,4	49,0	50,7	47,5	-39%	233,2	181,6	-22%
Insulina	63,6	23,5	28,1	35,6	35,1	-45%	186,0	122,3	-34%
<i>Kraj</i>	22,5	bd	bd	13,3	bd		77,8	67,2	-14%
<i>Eksport</i>	41,1	bd	bd	22,3	bd		108,1	55,1	-49%
Towary i materiały	5,0	8,6	11,3	13,4	7,0	39%	27,5	40,2	46%
Usługi	3,9	2,3	9,7	6,2	0,8	-79%	19,7	19,1	-3%

Źródło: Bioton (wyniki 4Q22-4Q23, 2022-2023)

Najważniejsze rynki eksportowe Grupy Bioton w okresie 2022-2023* (mln zł)



Źródło: Bioton, *sprzedaż skorygowana o rozliczenie Transfer Price, refaktury usług oraz analogi

Wynik i koszty operacyjne

Marża brutto na sprzedaży wyniosła w 2023 roku 40% vs 41% w 2023 roku, jednak niższa sprzedaż i efekt dźwigni operacyjnej spowodował zauważalny spadek wyniku EBITDA skorygowanego do poziomu 30,9 mln zł, o 48% r/r w całym 2023 roku. Księgowo wynik operacyjny został wsparty przez zdarzenia jednorazowe - łącznie saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosło +19,4 mln zł, w tym spisanie przeterminowanego zobowiązania do dodatkowego wynagrodzenia wynikającego z umowy sprzedaży udziałów w spółce Biolek sp. z o.o. z 22 listopada 2012 roku, zawartej pomiędzy Troqueera Enterprises Limited oraz Bioton S.A. w wysokości 10,3 mln zł. Koszty sprzedaży

w 2023 roku wzrosły o 17% r/r, a koszty ogólnego zarządu były stabilne. Wynik netto w 2023 roku wyniósł 2,3 mln zł (vs 1,4 mln zł w 2022 roku).

Umowa z Biotts

Jest to kolejna po sierpniowej umowie z duńską firmą EnteroTarget ApS inicjatywa spółki mająca na celu poszukiwanie innowacji w ramach obszaru insuliny. Tym razem chodzi o sposób podawania – w ramach umowy podpisanej w listopadzie 2023 roku z firmą Biotts, Bioton będzie współpracować z Biotts nad rozwojem plasterków transdermalnych z insuliną. Taka forma pozwalałaby pacjentom przyjmować insulinę przez skórę, co może się przełożyć na poprawę komfortu podania tego leku, a co za tym idzie na satysfakcję z leczenia.

PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA

Zarząd w raporcie rocznym podał, że korespondencja z Yifan wskazuje na zmianę modelu biznesowego współpracy ze spółką w projektach dotyczących analogów insuliny Glargine i Lispro. Zgodnie z tą korespondencją Yifan rozważa zmianę obecnego modelu współpracy w ramach umowy, co może prowadzić do przeniesienia technologii API i leku końcowego do spółki; lub dostarczenie przez Yifan API i produkcję przez spółkę leku końcowego przy użyciu technologii Yifan. W obu przypadkach spółka będzie głównym dostawcą końcowych produktów leczniczych w Europie.

Dodatkowo w odpowiedzi na otrzymaną korespondencję spółka wystosowała zapytanie do Yifan koncentrujące się na wyjaśnieniach dotyczących dalszej współpracy stron w ramach umowy, gdyż zgodnie z analizami prawnymi otrzymana korespondencja nie skutkuje rozwiązaniem umowy ani wstrzymaniem projektu Lispro lub Glargine.

Co dalej z analogami?

Analizując projekt analogowy i oceniając jego przyszłość uwzględniliśmy następujące czynniki:

- Brak jednoznacznej decyzji Yifan w kontekście dalszego rozwoju projektu analogowego przez Bioton,
- Spadający rynek insuliny i analogów, a zwłaszcza produktów referencyjnych do biopodobnych analogów insuliny rozwijanych przez Bioton – sprzedaż Lantusa spadła o 35% r/r w 4Q23, a sprzedaż Humalogu spadła o 33% r/r w 4Q23,
- Zmieniający się rynek opieki diabetologicznej, który coraz bardziej zwraca się w kierunku analogów GLP-1 oraz leczenia otyłości.

Zgodnie z dotychczasową umową z Yifan, to właśnie chiński partner miał sfinansować badania kliniczne, a więc jego decyzja jest kluczowa w kontekście dalszego rozwoju projektu.

Projekt analogowy do tej pory istotnie wpływał na nasze prognozy wyników po 2027 roku. Z drugiej strony mieliśmy świadomość, że jest to projekt obarczony bardzo wysokim ryzykiem, co znalazło odzwierciedlenie w wysokim zakładanym wskaźniku beta (1,4), a tym samym wysokiej zakładanej oczekiwanej stopie zwrotu z kapitału w modelu DCF. Dlatego dokonujemy zmiany założeń w naszym modelu wyceny – z jednej strony przestajemy uwzględniać projekt analogowy, co powoduje spadek szacowanych przychodów i zysków, a zamiast niego uwzględniamy wzrost przychodów ze sprzedaży innych towarów poza insuliną, jednak w znacznie mniejszej skali. Jednak z drugiej strony uznajemy za zasadne obniżenie zakładanego poziomu beta (do 1,0) w związku z mniejszym ryzykiem związanym z działalnością, którą obecnie spółka prowadzi, a tym samym obniżenie oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału w modelu DCF.

Inicjatywy prorozwojowe

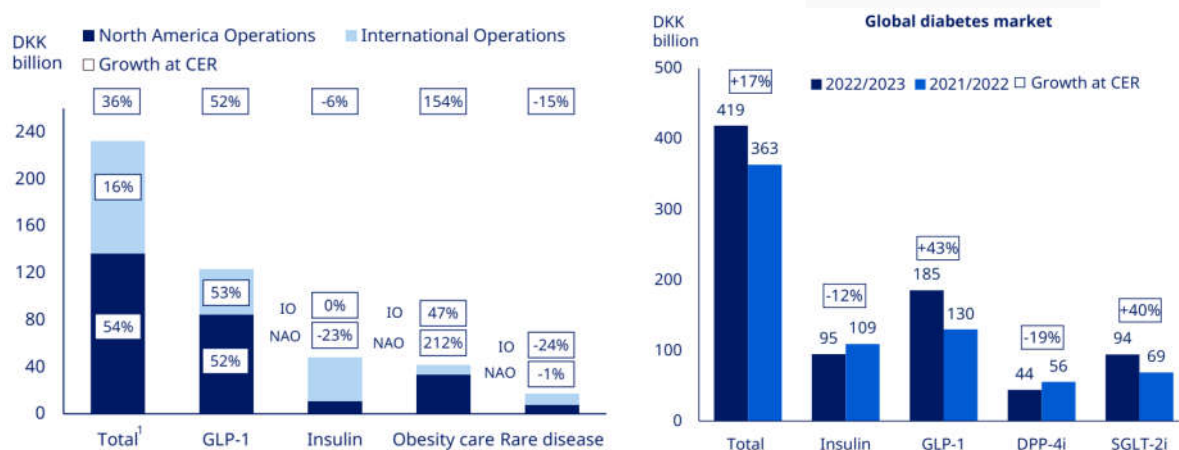
Strategią spółki jest dalsze opracowywanie analogów w oparciu o własną technologię lub technologię Yifan lub innymi drogami, takimi jak umowy licencyjne i zakup API w celu przyspieszenia realizacji projektu technologicznego produktu leczniczego. Spółka rozważa i analizuje szereg projektów strategicznych, aby zapewnić rozwój portfela produktowego. Zawarto również porozumienia dotyczące możliwości produkcji kontraktowej (CMO) dla GLP-1 Liraglutide, a spółka prowadzi negocjacje w sprawie ostatecznych umów. Zarząd poszukuje również partnerów, którzy mogliby w pełni wykorzystać możliwości zakładu w ramach strategii CDMO i CMO, a także rozwija rynki międzynarodowe w celu zwiększenia sprzedaży obecnie produkowanej insuliny.

Liraglutide sprzedawany przez Novo Nordisk pod nazwami handlowymi Sarexa i Victoza to analog GLP-1 pierwszej generacji zarejestrowany w USA w 2015 roku. Jego sprzedaż w 2023 roku wyniosła 1,24 mld USD (-30% r/r). Patent na tą substancję czynną już wygasł, ale dopiero w listopadzie 2024 roku wygasa patent na formułację Victozy. Wtedy, jeżeli dojdzie do podpisania ww. umowy, Bioton będzie mógł produkować formę gotową dla partnera i sprzedawać ją na rynku polskim. Dla porównania patenty dla Ozempika i Wegovy, czyli GLP-1 drugiej generacji wygasają w 2032 roku.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Po 2023 roku nikt już chyba nie ma wątpliwości w jakim kierunku zmierza rynek diabetologiczny i że jest to leczenie otyłości. Ta kategoria w 2023 roku w wynikach Novo Nordisk (obesity care) wzrosła na rynku amerykańskim o 212% r/r, a na rynkach zagranicznych o 47% r/r, prawie doganiając całą kategorię insulin klasycznych i analogów insuliny. Ta z kolei wykazała w USA spadek o 23% r/r. Novo Nordisk na tym nie poprzestaje. Lek Wegovy (semaglutide) jest przyjmowany raz w tygodniu w formie iniekcji, co może być uciążliwe dla pacjentów, dlatego trwają prace na lekami przeciw otyłości, które mają być równie skuteczne, ale będą przyjmowanymi doustnie. Dodatkowo w kontekście Wegovy, żeby pokazać determinację w dążeniu do celu i uchronić się przed problemami z podażą Novo Nordisk przejęła w lutym 2024 roku giganta na rynku CDMO – firmę Catalent za 16,5 mld USD.

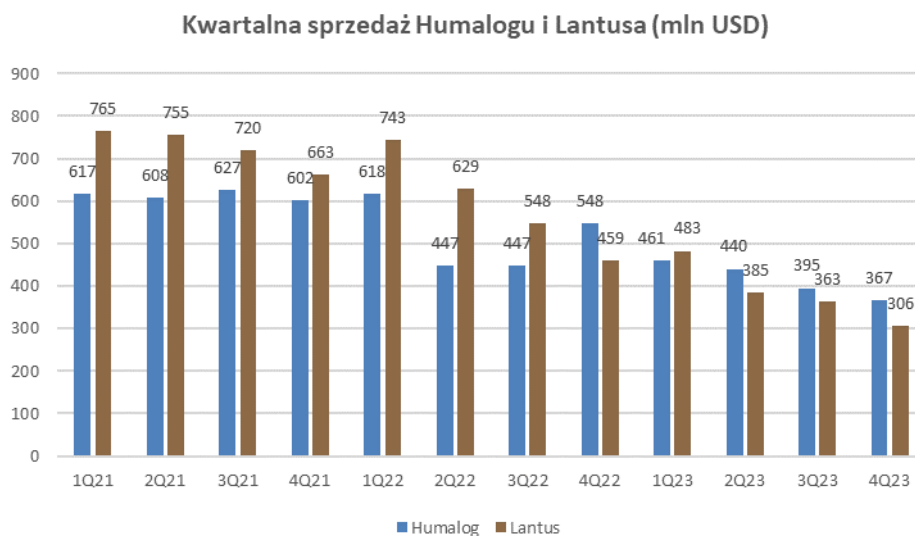
Sprzedaż NN w 2023 r. (lewy wykres) i globalny rynek diabetologiczny (prawy wykres) (mld DKK)



Źródło: Novo Nordisk – prezentacja za 2023 rok

Na poparcie powyższego prezentujemy również sprzedaż Humalogu i Lantusa, która notuje systematyczne spadki i jest dodatkowo podgryzana przez konkurencję biopodobną.

Kwartalna sprzedaż Humalogu i Lantusa (mln USD)



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

Atrakcyjność rynku insuliny i analogów dla małych graczy takich, jak Bioton

Jak wykazaliśmy w powyższej analizie, rynek analogów i insuliny ludzkiej jest w trendzie spadkowym. Najwięksi gracze poświęcają coraz mniej uwagi temu rynkowi i skupiają się głównie na GLP-1 i innych innowacyjnych terapiach. Ostatnie przejęcie przez Novo Nordisk Catalentu za 16,5 mld USD celem zabezpieczenia sobie mocy produkcyjnych w obszarze GLP-1 pokazuje również, że dostępne moce produkcyjne w obszarze diabetologii zaczynają być coraz większym ograniczeniem, co powoduje, że producenci, którzy posiadają wolne moce produkcyjne i know how mogą na tym skorzystać. Do takich graczy należy Bioton. Tym samym w dalszym ciągu zarówno insulina ludzka, jak i w dłuższej perspektywie analogi insuliny (rozwijane z innymi partnerami niż Yifan lub z Yifanem w innej formule) mogą stanowić w dalszym ciągu niszowy i atrakcyjny obszar rynku dla mniejszych graczy. Warto dodać, że nie wszystkie CDMO mogą produkować insulinę/analogi/GLP-1. Są one produkowane w systemach bakteryjnych w przeciwieństwie np. do szczepionek białkowych, które często są produkowane w systemach ssacznych. Nie mieszczą się one w tych dwóch systemach w jednym zakładzie produkcyjnym.

Rozwój urządzeń medycznych w diabetologii

Oprócz innowacji w obszarze leków diabetologicznych ważnym trendem rynkowym jest również innowacja w obszarze urządzeń medycznych, w tym głównie urządzeń medycznych do pomiaru poziomu glikemii. Jednym z takich rozwiązań jest system do ciągłego pomiaru poziomu glikemii – CGM (constant glucose monitoring system). Bioton chce również rozwijać się w obszarze dystrybucji tego typu urządzeń medycznych.

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych dla spółki. Główna zmiana to usunięcie z prognoz sprzedaży analogów po 2027 roku, a większe zakładane wzrosty w obszarze towarów i materiałów (oferta poza insuliną).

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2021-2022

	2021	2022	2023	2024P Stara	2024P Nowa	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana
Przychody	163	223	182	217	208	-4%	222	222	0%
Insulina	120	186	122	160	145	-9%	164	149	-9%
Kraj	80	78	67	80	70	-13%	80	70	-13%
Eksport	41	108	55	80	75	-6%	84	79	-6%
Towary i materiały	22	22	40	40	48	20%	41	58	40%
Usługi	18	16	19	17	15		17	15	
Zysk brutto na sprzedaży	78	96	73	82	84	2%	84	91	8%
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	60	65	71	70	37	-47%	72	38	-47%
Zysk netto na sprzedaży	13	25	-4	8	11	47%	7	16	130%
EBIT	14	21	15	8	11	47%	7	16	130%
EBITDA	46	56	50	50	48	-4%	48	52	7%
zysk netto	3	1	2	2	3	37%	2	7	238%

Źródło: Bioton (wyniki 2021-2023), Noble Securities (prognozy 2024-2025)

1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że w 2024 roku i w kolejnych latach sprzedaż wyniesie 70 mln zł (vs 80 mln zł poprzednio),
- **rynek eksportowy** – zakładamy niższą sprzedaż w eksporcie w stosunku do poprzedniej prognozy,

2. Towary i materiały:

- Zakładamy wyższą sprzedaż w tym obszarze w stosunku do poprzedniej prognozy zarówno w 2024 roku, jak i w kolejnych latach.

3. Analogi insuliny: wyłączamy je całkowicie z naszych prognoz.

Zasady ESG

W raporcie rocznym spółka opisuje zagadnienia pracownicze, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji, zagadnienia społeczne oraz zagadnienia dotyczące środowiska naturalnego. 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.

Niestosowane 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.

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. **W niniejszej aktualizacji rekomendacji wyłączyliśmy z naszych prognoz przychody ze sprzedaży analogów, tym samym wpływ materializacji tego ryzyka na naszą wycenę jest bardzo ograniczony.**

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. Na koniec 2023 roku spółka miała saldo w instrumentach finansowych (kredyty, pożyczki, należności, zobowiązania) w wysokości netto 5,5 mln USD po stronie aktywów i 0,6 mln EUR po stronie zobowiązań.

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EPS, Adj+	0,40	0,03	0,02	0,03	0,03	0,08	0,14
Revenue	222	163	233	182	208	222	237
Gross Margin %	47%	48%	41%	40%	41%	41%	42%
Operating Profit	49	14	21	15	11	16	21
EBIT	49	14	21	15	11	16	21
EBITDA	80	46	56	50	48	52	57
Pre-Tax Profit	42	8	5	7	3	9	15
Net Income Adj+	34	3	1	2	3	7	12
Net Debt	88	101	67	62	32	10	-16
BPS	7,2	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,2
CPS	0,49	0,06	0,65	0,46	0,56	0,51	0,54
DPS	0	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	5%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
Return on Assets %	4%	0%	0%	0%	0%	1%	1%
Depreciation	17	14	14	23	23	23	23
Amortization	15	17	21	12	14	13	13
Free Cash Flow	37	-7	27	-5	33	29	32
CAPEX	5	13	30	44	15	15	15

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	222	163	233	182	208	222	237
Zysk brutto na sprzedaży	105	78	96	73	84	91	98
Koszty sprzedaży	35	32	35	41	37	38	39
Koszty ogólnego zarządu	39	28	30	30	31	32	33
Koszty badań i rozwoju	4	5	5	6	6	6	6
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	22	1	-4	19	0	0	0
EBIT	49	14	21	15	11	16	21
Koszty i przychody finansowe netto	-7	-6	-16	-8	-8	-7	-6
Zysk przed opodatkowaniem	42	8	5	7	3	9	15
Podatek dochodowy	8	5	4	5	1	2	3
Zysk netto	34	3	1	2	3	7	12
Amortyzacja	32	32	34	35	37	36	35
EBITDA	80	46	56	50	48	52	57

Źródło: Bioton (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa	867	848	810	822	826	831	841
Aktywa trwałe	716	673	657	655	634	613	592
Rzeczowe aktywa trwałe	310	286	275	275	264	253	243
Wartości niematerialne	370	362	363	364	353	343	332
Inne aktywa trwałe	36	26	19	17	17	17	17
Aktywa obrotowe	151	175	153	167	193	218	249
Zapasy	90	125	111	118	118	125	132
Należności handlowe	38	39	31	43	45	48	51
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	22	9	9	4	28	44	63
Inne aktywa obrotowe	1	2	1	2	2	2	2
Pasywa	867	848	810	822	826	831	841
Kapitał własny razem	620	605	606	606	609	616	629
Zobowiązania długookresowe	90	78	63	50	50	50	50
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	39	29	19	13	13	13	13
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	0	0	0	0	0	0	0
Inne	51	48	44	37	37	37	37
Zobowiązania krótkookresowe	157	166	141	166	167	164	162
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	71	81	58	53	47	41	35
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	50	37	36	54	62	65	69
Inne	36	49	47	59	59	59	59

Źródło: Bioton (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Zysk netto przed opodatkowaniem	34	3	1	2	3	7	12
Amortyzacja	32	32	34	35	37	36	35
Inne	6	18	-26	4	3	7	6
Zmiana kapitału obrotowego	-29	-47	46	-2	5	-6	-7
CF operacyjny	42	6	56	40	48	44	47
CAPEX	5	13	30	44	15	15	15
Dezynwestycje i inne	0	9	0	7	0	0	0
CF inwestycyjny	-5	-4	-29	-37	-15	-15	-15
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-19	-9	-10	-6	-6	-6	-6
Inne	3	-6	-16	-7	-8	-7	-6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	-22	-15	-26	-3	-14	-13	-12
CF	15	-14	1	-1	19	16	20
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	22	8	9	8	28	44
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	22	8	9	8	28	44	63

Źródło: Bioton (2020-23), Noble Securities (2024P-2026P)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

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

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 18.04.2024, godz. 8.15. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 18.04.2024, godz. 8.30.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Bioton SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	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	nd	nd	nd
Data wydania	19.04.2022 godz. 10:40	06.09.2022 godz. 8:35	20.04.2023 godz. 17:10	19.09.2023 godz. 9:35
Kurs z dnia rekomendacji	4,12	3,75	3,54	3,83
Cena docelowa	7,15	4,68	5,34	5,41
WIG w dniu rekomendacji	63 760,06	49 380,47	62 756,88	66 439,42

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporzędził (3)
Toya	md	11,5	7,2	7,38	56%	11.04.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	131,1	75,0	81,00	62%	11.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Sprzedaj	22,7	33,7	34,80	-35%	10.04.2024	9M	Michał Sztabler
MCI Capital	md	40,7	25,1	26,90	51%	05.04.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Torpol	Redukuj	35,5	38,0	34,20	4%	19.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	445,1	412,0	365,60	22%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,7	15,0	13,48	16%	19.03.2024	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	192,8	106,2	118,50	63%	05.03.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Torpol	Trzymaj	31,5	30,4	34,20	-8%	05.03.2024	9M	Dariusz Nawrot
Celon Pharma	Kupuj	25,5	14,9	15,00	70%	05.03.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Redukuj	3,1	3,6	2,93	5%	01.03.2024	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	19282,0	16000,0	15920,00	21%	16.02.2024	9M	Dariusz Dadej
Forte	Akumuluj	25,2	23,8	22,90	10%	12.01.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	28,3	23,1	22,90	10%	18.12.2023	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	109,2	80,7	72,70	50%	12.12.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
MCI Capital	nd	40,3	23,7			08.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Answear.com	Trzymaj	31,8	31,2	24,15	32%	07.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,4	11,7	14,35	-14%	05.12.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	Akumuluj	22,7	19,2	15,06	51%	04.12.2023	9M	Dariusz Dadej
Celon Pharma	Kupuj	29,1	14,2			01.12.2023	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Redukuj	28,6	33,8	34,80	-18%	30.11.2023	9M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	137,1	86,8	81,00	69%	29.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Kupuj	390,3	290,0	327,00	19%	23.11.2023	9M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	67,7	35,0	58,48	16%	23.11.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Selvita	Akumuluj	72,6	60,3	71,80	1%	22.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	16,9	14,9	14,60	16%	21.11.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	23,5	17,9	16,22	45%	20.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	29,3	22,4	23,20	26%	17.11.2023	9M	Michał Sztabler
Pepco Group	Trzymaj	19,0	19,8	19,10	-1%	15.11.2023	9M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	77,7	56,0	54,60	42%	10.11.2023	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	Zakończona	40,6	47,7			06.11.2023	9M	Michał Sztabler
LPP	Kupuj	16795,0	13000,0			20.10.2023	9M	Dariusz Dadej
Auto Partner	Kupuj	33,9	22,8	23,85	42%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	708,0	557,0	527,00	34%	04.10.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Mabion	nd	23,6	17,0	16,56	43%	02.10.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Kupuj	10,2	8,4	8,44	21%	19.09.2023	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Akumuluj	431,8	378,1			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	15,0	14,8			19.09.2023	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	5,4	3,8	3,50	55%	19.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Unibep	nd	12,5	10,4	10,25	22%	15.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Photon Energy	nd	13,9	10,8	7,70	81%	11.09.2023	9M	Michał Sztabler
Toya	nd	10,1	6,3			07.09.2023	9M	Dariusz Nawrot
Mabion	nd	22,9	18,0			07.09.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0			30.08.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6			31.07.2023	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0			18.07.2023	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0			17.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	Kupuj	4,2	2,8			07.07.2023	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3			04.07.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Answear.com	Kupuj	48,0	34,5			04.07.2023	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0			30.06.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	19,2	16,2			27.06.2023	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4			18.05.2023	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6			17.05.2023	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2			16.05.2023	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0			09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6			08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3			26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3			21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5			20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5			20.04.2023	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; Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot - Starszy Analityk Akcji

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

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

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.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel.: +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

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

