

Bioton – zapowiada się ciekawy rok

Niedobory insuliny na świecie, które Bioton ma zaadresować, nowe produkty w ofercie i najniższe zadłużenie netto w historii. Powyższe argumenty przemawiają naszym zdaniem za tym, że 2025 rok może być bardzo ciekawy dla Biotonu w kontekście realizowanych wyników. Już w ostatnim kwartale minionego roku Bioton zrealizował pierwszą partię dużej dostawy insuliny do Malesji, która będzie kontynuowana w 2025 roku. W wyniku aktualizacji naszych prognoz oraz założeń korygujemy wycenę z 4,32 zł do 4,52 zł za akcję, w horyzoncie 9-mies.

Wyniki 2024 – eksport, w tym do Malesji podbija sprzedaż

W 4Q24 Bioton zrealizował największe kwartalne przychody od kilku lat. Zostały one podbite sprzedażą za ok. 15 mln zł insuliny do Malesji, która boryka się z niedoborem tego leku na rynku. Ciąg dalszy dostaw przypadać będzie na pierwsze półrocze 2025 roku. W całym 2024 roku bardzo dobrze kształtowała się sprzedaż insuliny – 160 mln zł (vs 122 mln zł w 2023 roku), głównie ze względu na wysoki eksport. Sprzedaż krajowa insuliny jest z kolei pod lekką presją zmian rynkowych i konkurencji ze strony GLP-1. Mimo niższej marży brutto na sprzedaży (sprzedaż eksportowa jest mniej rentowna), kontrola kosztów pozwoliła na utrzymanie w 2024 r. wyniku EBITDA skorygowanego o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego (29,9 mln zł vs 30,9 mln zł w 2023 r.) Wynik netto w 2024 r. wyniósł -15,7 mln zł vs +2,3 mln zł przed rokiem.

Nowe produkty w pipeline – ambitna strategia zwiększenia sprzedaży

Bioton podejmuje szereg inicjatyw, które w średnim i długim terminie powinny spółkę przesunąć na wyższy poziom przychodowy. Rynek insuliny ludzkiej będzie w kraju będzie prawdopodobnie pod mniejszą lub większą presją, ale spółka może poprawiać przychody dzięki sprzedaży zagranicznej adresując rosnące niedobory insuliny na rynku (głównie w krajach rozwijających się), nowym produktem wprowadzanym do oferty takim, jak Glargina – podpisana umowa, Liraglutyd (GLP-1) – poszukiwanie dostawcy API, nowe doustne leki przeciwcukrzycowe i kardiologiczne – podpisane umowy, system ciągłego monitorowania poziomu glukozy we krwi – w ofercie od końca minionego roku. Tym samym oczekujemy, że wyniki spółki w kolejnych kwartałach i latach będą się poprawiać dzięki nowym produktom.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko związane z wolniejszym od zakładanego wzrostem sprzedaży.

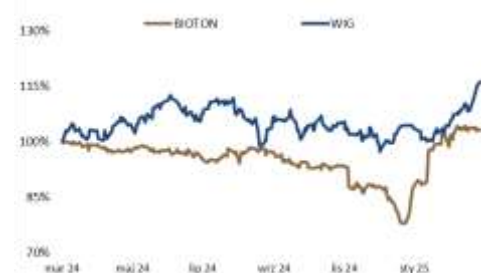
Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (5,17 zł) oraz porównawczą (2,96 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 4,52 zł.

| mln zł | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 233 | 182 | 208 | 230 | 251 |
| EBITDA | 56 | 50 | 31 | 42 | 54 |
| EBIT | 21 | 15 | -6 | 6 | 19 |
| zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom. | 1 | 2 | -16 | 1 | 14 |
| P/E (x) | 211 | 132 | -19 | 268 | 22 |
| EV/EBITDA (x)* | 6,2 | 11,7 | 11,5 | 7,8 | 5,4 |

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

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

| | |
|-------------------|------------|
| Kurs akcji | 3,50 zł |
| Wycena | 4,52 zł |
| Potencjał wzrostu | 29% |
| Kapitalizacja | 300 mln zł |
| Free float | 40,33% |
| Śr. wolumen 6M | 38 156 |



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 |
| ROZWÓJ PRODUKTOWY..... | 7 |
| GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY..... | 8 |
| AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH..... | 9 |
| GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA..... | 10 |

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 4,52 zł (poprzednio 4,32 zł)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio | Zmiana % |
|---------------------------|----------|---------------------|-------------|----------|
| Wycena DCF | 0,5 | 5,17 | 4,81 | 8% |
| Wycena porównawcza | 0,5 | 2,96 | 3,01 | -2% |
| Średnia ważona metod | | 4,07 | 3,91 | 4% |
| Cena docelowa (9M) | | 4,52 | 4,32 | 5% |
| Cena aktualna | | 3,50 | 3,47 | 1% |
| Potencjał | | 29% | 24% | |

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek marca 2025 (poprzednio: początek września 2024),
- Dług netto na dzień 31.12.2024 roku w wysokości 44 mln zł; efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka 5,86% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,31%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian); premia za ryzyko rynkowe 5,15% (bez zmian).

| DCF | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży | 230 | 251 | 270 | 278 | 286 | 295 | 305 | 314 | 324 | 335 |
| NOPAT | 5 | 15 | 27 | 29 | 32 | 35 | 37 | 41 | 44 | 47 |
| Amortyzacja | 36 | 35 | 35 | 34 | 33 | 33 | 32 | 31 | 31 | 30 |
| Zmiany KON | -6 | -6 | -4 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| CAPEX | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -31 | -30 |
| FCFF | 23 | 33 | 46 | 49 | 51 | 53 | 55 | 57 | 41 | 44 |
| WACC | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Współczynnik dyskonta | 0,92 | 0,84 | 0,76 | 0,69 | 0,63 | 0,57 | 0,52 | 0,47 | 0,43 | 0,39 |
| DFCF | 21 | 28 | 35 | 34 | 32 | 30 | 29 | 27 | 17 | 17 |
| SUMA DFCFF do 2034 | 270 | | | | | | | | | |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy | 2% | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna na 2034 | 557 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 218 | | | | | | | | | |
| Wartość Firmy (EV) | 488 | | | | | | | | | |
| Dług netto 31.12.2024 | 44 | | | | | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitałów własnych | 444 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (w tys.) | 85,9 | | | | | | | | | |
| Wartość na 1 akcję | 5,17 | | | | | | | | | |

Źródło: Noble Securities

| Analiza wrażliwości | | | | | |
|--------------------------|------|------|------|------|------|
| Stopa wzrostu rezydualna | | | | | |
| | 0% | 1% | 2% | 3% | 4% |
| WACC - 1,0% | 5,20 | 5,53 | 5,96 | 6,52 | 7,30 |
| WACC - 0,5% | 4,90 | 5,18 | 5,54 | 6,00 | 6,64 |
| WACC | 4,63 | 4,87 | 5,17 | 5,56 | 6,08 |
| WACC + 0,5% | 4,38 | 4,59 | 4,85 | 5,18 | 5,61 |
| WACC + 1,0% | 4,15 | 4,34 | 4,56 | 4,84 | 5,20 |

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% | 5,86% |
| Premia za ryzyko | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% | 5,15% |
| Beta | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Koszt kapitału własnego | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |
| 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 | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA w latach 2025-27 (poprzednio lata 2024-26; po 50% przypisaliśmy P/E i EV/EBITDA - wagi 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 2,96 zł (poprzednio 3,01 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

| Spółka | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|------------------------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| | | 2025P | 2026P | 2027P | 2025P | 2026P | 2027P |
| NOVO NORDISK-B | 1 610 535 | 23,3 | 18,9 | 16,7 | 16,6 | 14,0 | 12,7 |
| ELI LILLY & CO | 3 490 782 | 40,1 | 31,9 | 25,8 | 33,7 | 27,1 | 22,6 |
| SANOFI | 562 273 | 12,9 | 11,7 | 11,2 | 10,1 | 9,2 | 8,8 |
| MERCK & CO | 931 874 | 10,2 | 9,4 | 8,5 | 8,5 | 7,9 | 7,3 |
| TONGHUA DONGBA-A | 8 120 | 19,6 | 14,7 | 6,5 | 13,1 | 10,8 | 5,3 |
| BIOCON LTD | 16 772 | 141,0 | 41,0 | 23,7 | 18,8 | 13,9 | 11,2 |
| Mediana | | 21,5 | 16,8 | 13,9 | 14,9 | 12,4 | 10,0 |
| Bioton | 319 | -20,4 | 285,5 | 23,6 | 12,1 | 8,2 | 0,0 |
| Premia/dyskonto do średniej (%) | | -195% | 1599% | 69% | -18% | -34% | -100% |
| Implikowana wartość Bioton | | 0,3 | 2,6 | 4,4 | 7,0 | 7,9 | 8,6 |
| Waga | | 16,7% | 16,7% | 16,7% | 16,7% | 16,7% | 16,7% |
| Zasosowane premia/dyskonto | | | | | -20% | | |
| Implikowana wartość godziwa Bioton | | | | | 2,96 | | |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 03.03.2025 r. godz. 12:35

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyniki 2024 roku

| (mln zł) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | r/r | 4Q24P | 2023 | 2024 | r/r |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Przychody ze sprzedaży | 47,5 | 37,5 | 50,6 | 42,0 | 77,7 | 63% | 72,0 | 181,6 | 207,8 | 14% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 19,9 | 11,0 | 17,6 | 14,4 | 21,8 | 10% | 21,6 | 72,9 | 64,8 | -11% |
| marża | 42% | 29% | 35% | 34% | 28% | | 30% | 40% | 31% | |
| Koszty sprzedaży | 12,5 | 8,6 | 10,1 | 8,2 | 9,2 | -26% | 9,3 | 41,0 | 36,1 | -12% |
| Koszty ogólnego zarządu | 7,6 | 7,1 | 8,6 | 7,5 | 7,9 | 4% | 8,2 | 30,5 | 31,1 | 2% |
| Koszty badań i rozwoju | 1,5 | 0,8 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | -28% | 1,1 | 5,5 | 4,0 | -27% |
| Saldo pozostałej działalności oper. | 12,4 | -0,1 | 1,0 | 0,4 | -0,6 | -105% | | 19,4 | 0,7 | -96% |
| EBITDA | 19,7 | 3,5 | 7,7 | 6,9 | 12,5 | -36% | 12,0 | 50,3 | 30,6 | -39% |
| EBITDA skorygowana* | 7,3 | 3,6 | 6,7 | 6,5 | 13,1 | 80% | | 30,9 | 29,9 | -3% |
| EBIT | 10,7 | -5,5 | -1,3 | -2,0 | 3,1 | -71% | 3,0 | 15,3 | -5,7 | |
| Zysk netto | 5,4 | -5,0 | -2,8 | -3,4 | -4,5 | -182% | 1,2 | 2,3 | -15,7 | |

Źródło: Bioton (wyniki 4Q23-4Q24), NS (prognoza 4Q24P), *o saldo poz. przych. i kosztów oper.

Przychody

Przychody w 4Q24 wyniosły 77,7 mln zł (+63% r/r), głównie za sprawą wysokiej sprzedaży insuliny na rynkach zagranicznych. Wyniki na poziomie przychodów były powyżej naszych oczekiwań, a na poziomie zysku EBITDA zbliżone do naszych oczekiwań. Zgodnie z oczekiwaniami, spółka zrealizowała pierwszą partię sprzedaży insuliny do Malezji, w związku z brakami na tym rynku – wyniosła ona 14,8 mln zł w 4Q24 i 17,6 mln zł w 2024 roku. Kolejne dostawy w ramach tej umowy będą trwały do maja 2025 roku, z szacowaną wartością sprzedaży na poziomie 40 mln zł, co będzie miało pozytywny wpływ na osiągnięte wyniki finansowe Biotonu w 2025 r. Spółka prowadzi rozmowy nad wydłużeniem obecnej umowy o dodatkowy wolumen dostaw do końca 2025 roku. Sprzedaż towarów i materiałów jest stabilna i w 4Q24 wyniosła 10 mln zł. W całym roku sprzedaż insuliny wyniosła 160 mln zł (vs 122 mln zł w 2023 roku), w tym sprzedaż krajowa wyniosła 63 mln zł (vs 67 mln zł przed rokiem), a zagraniczna 97 mln zł (vs 55 mln zł przed rokiem). Spadek sprzedaży insuliny na rynku polskim spowodowany jest głównie zmianami na rynku i większą konkurencją analogów GLP-1. Sprzedaż towarów i materiałów w całym roku wyniosła 38,2 mln zł (vs 40,2 mln zł przed rokiem), a usług 9,7 mln zł (vs 19,1 mln zł przed rokiem – spadek wynika z ograniczenia prac nad projektem analogowym).

| Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł) | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | r/r | 2023 | 2024 | r/r |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| Sprzedaż razem | 47,5 | 37,5 | 50,6 | 42,0 | 77,7 | 63% | 181,6 | 207,8 | 14% |
| Insulina | 35,1 | 28,5 | 35,7 | 29,2 | 66,5 | 89% | 122,3 | 159,9 | 31% |
| Towary i materiały | 10,4 | 7,4 | 10,6 | 10,2 | 10,0 | -4% | 40,2 | 38,2 | -5% |
| Usługi | 2,0 | 1,6 | 4,4 | 2,6 | 1,1 | -42% | 19,1 | 9,7 | -49% |

Źródło: Bioton (wyniki 4Q23-4Q24, 2023-2024)

Wynik i koszty operacyjne

Marża brutto na sprzedaży w 4Q24 wyniosła 28% - jest to poziom niższy niż przed rokiem i wynika z wyższej sprzedaży na rynkach zagranicznych, która charakteryzuje się niższą rentownością. Wpłynęło to na spadek marży całorocznej do 31% (vs 40% przed rokiem). Kwoto marża spadła o 11% r/r. Z drugiej jednak strony koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były pod kontrolą. Zarówno w 4Q24, jak i w całym roku spadły koszty sprzedaży, a łącznie w całym 2024 roku koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 67,2 mln zł (vs 71,5 mln zł przed rokiem, spadek o 6% r/r). Kontrola kosztów pozwoliła

na utrzymanie wyniku EBITDA skorygowanego o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych na poziomie zbliżonym do ubiegłorocznego (29,9 mln zł vs 30,9 mln zł przed rokiem). EBITDA raportowana wyniosła 30,6 mln zł vs 50,3 mln zł przed rokiem, ale w 2023 roku była ona zawyżona czynnikami jednorazowymi. Wynik netto w 2024 roku wyniósł -15,7 mln zł vs +2,3 mln zł przed rokiem.

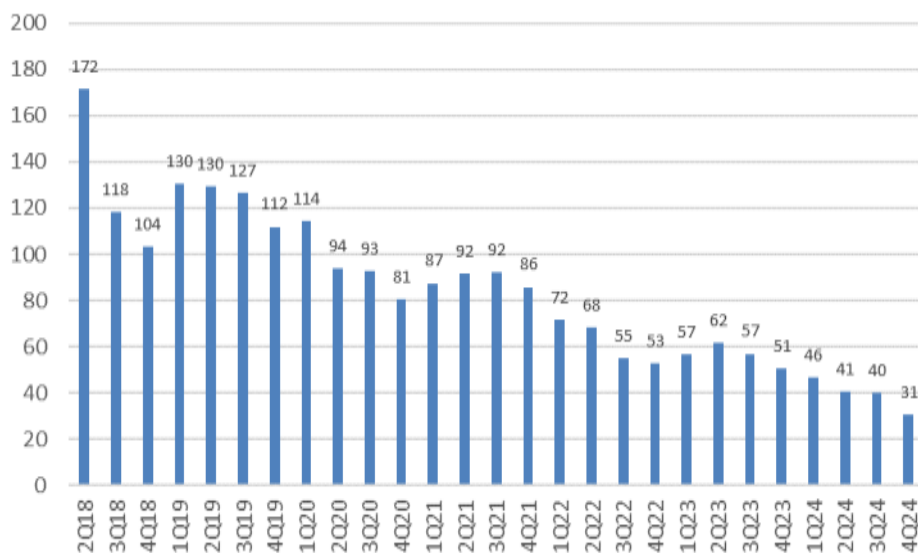
Aneks do umowy z Namera Szczecin (dawniej Copernicus)

Bioton 24 września ujawnił opóźnioną informację poufną o negocjacjach z Namera (dawniej Copernicus). Przyczyną ujawnienia była finalizacja negocjacji i aneks do umowy, na mocy którego Namera będzie dostarczać Biotonowi wyłącznie peny insulinowe wielokrotnego użytku sprzedawane pod nazwą GENSUPEN 2 oraz zaprzestanie dostarczania penów insulinowych wielokrotnego użytku sprzedawanych pod nazwą Gensupen Improve/Gensupen 40-2. Na bazie aneksu ustala się minimalne poziomy zamówień w ujęciu rocznym i kwartalnym oraz wyłączność do następujących rynków (terytoriów): Polska, Bangladesz, Białoruś, Bośnia, Filipiny, Irak, Jemen, Malta, Tajlandia, Ukraina, Wietnam, co oznacza, iż na rynkach objętych wyłącznością Namera, Bioton zobowiązany jest do sprzedaży lub dystrybucji, w tym z udziałem lub za pośrednictwem osób trzecich, rekombinowanej insuliny ludzkiej produkowanej, wyłącznie z penami insulinowymi wielokrotnego użytku produkowanymi przez Namera.

Zadłużenie netto – dalszy spadek zadłużenia

Ograniczenie kapitału obrotowego w 2024 roku, dodatnia EBITDA i niskie nakłady inwestycyjne (11,6 mln zł w 2024 roku) pozwoliły na dalszą redukcję zadłużenia netto, które na koniec 2024 roku wyniosło z leasingiem 44 mln zł, a bez leasingu 31 mln zł.

Dług netto (bez leasingu) Grupy Bioton w okresie 2Q18-4Q24



Źródło: Noble Securities na bazie danych Bioton

ROZWÓJ PRODUKTOWY

Umowę Licencyjną i Dostawy Glarginy

W ramach realizacji strategii rozwoju spółka w dniu 8 listopada 2024 zawarła komercyjną Umowę Licencyjną i Dostawy z globalną firmą farmaceutyczną na dystrybucję w Polsce biopodobnego długodziałającego analogu insuliny, Glargina. Lek ten uzyskał centralną autoryzację Europejskiej Agencji Leków po uprzedniej szczegółowej ocenie przez międzynarodowe gremia naukowe. Komisja Europejska zatwierdziła lek do obrotu we wszystkich krajach Unii Europejskiej. W ocenie spółki, wprowadzenie w Polsce leku będzie korzystne dla pacjentów, z uwagi na fakt, iż pozwoli na szerszy dostęp do aktualnie rekomendowanej terapii. Bioton planuje wprowadzenie leku na rynek polski po uzyskaniu refundacji w połowie 2025 roku. Podpisanie umowy rozpoczyna długoterminową współpracę, której celem jest ulokowanie w Polsce produkcji formy gotowej biopodobnej Glarginy na unijne rynki w nowoczesnej wytwórni farmaceutycznej Bioton.

Nowe leki poza insuliną w ofercie

Spółka zamierza zwiększyć przychody i sukcesywnie wprowadza nowe produkty na rynek polski, takie jak Combodiab "Sitagliptin Metformin combination therapy", dwa nowe produkty z linii gastrologicznej. Strategia wprowadzania Nowych Produktów jest już gotowa i koncentruje się na wszystkich dostępnych molekułach, aby uzupełnić portfolio produktowe opieki diabetologicznej w Polsce.

W dniu 7 sierpnia 2024 r. Spółka Bioton S.A. zawarła z Pharmazac S.A. umowę licencji i dostawy produktu farmaceutycznego zawierającego substancję czynną Tikagrelor w postaci tabletek powlekanych, w celu uzyskania pozwolenia na dopuszczenie produktu do obrotu na terytorium Polski. Umowa obowiązywać będzie przez okres 5 lat od dnia wprowadzenia produktu na terytorium.

Dodatkowo, w ramach realizacji strategii wprowadzania nowych produktów na rynek polski, spółka w dniu 3 października 2024 roku zawarła Aneks z Galenicum Health, S.L.U. do Umowy Licencyjnej i Dostawy w zakresie rozszerzenia współpracy o 5 nowych molekuł, z grupy terapeutycznej inhibitorów DPP-4 i SLGT2 które będą wprowadzane sukcesywnie na rynek Polski w latach 2026-2030. Działania to są zgodne ze strategią spółki mającą na celu wzmocnienie portfolio produktów w Polsce poprzez wprowadzenie leków z obszarów Zarządzania Cukrzycą i Zdrowia Sercowo-Naczyniowego.

System ciągłego monitorowania glikemii (CGMs)

W ramach realizacji strategii Medical Devices, spółka podpisała w dniu 3 września 2024 roku umowę na dystrybucję i sprzedaż na rynku polskim systemu ciągłego monitorowania poziomu cukru we krwi – system cGMS. CareSens Air to system ciągłego monitorowania glikemii (CGMs), który przez 15-dni pozwala w łatwy i wygodny sposób monitorować poziom glikemii. Poprzez prostą i czytelną aplikację CareSens Air pokazuje w jaki sposób odżywianie i wysiłek fizyczny wpływają na poziom glikemii. CareSens Air daje możliwość śledzenia poziomu glikemii oraz trendu i tempa zmian stężenia glukozy w czasie rzeczywistym, wysyłając dane na telefon co 5 minut. Spółka rozpoczęła wdrożenie produktu na rynek już w 4 kwartale 2024 roku.

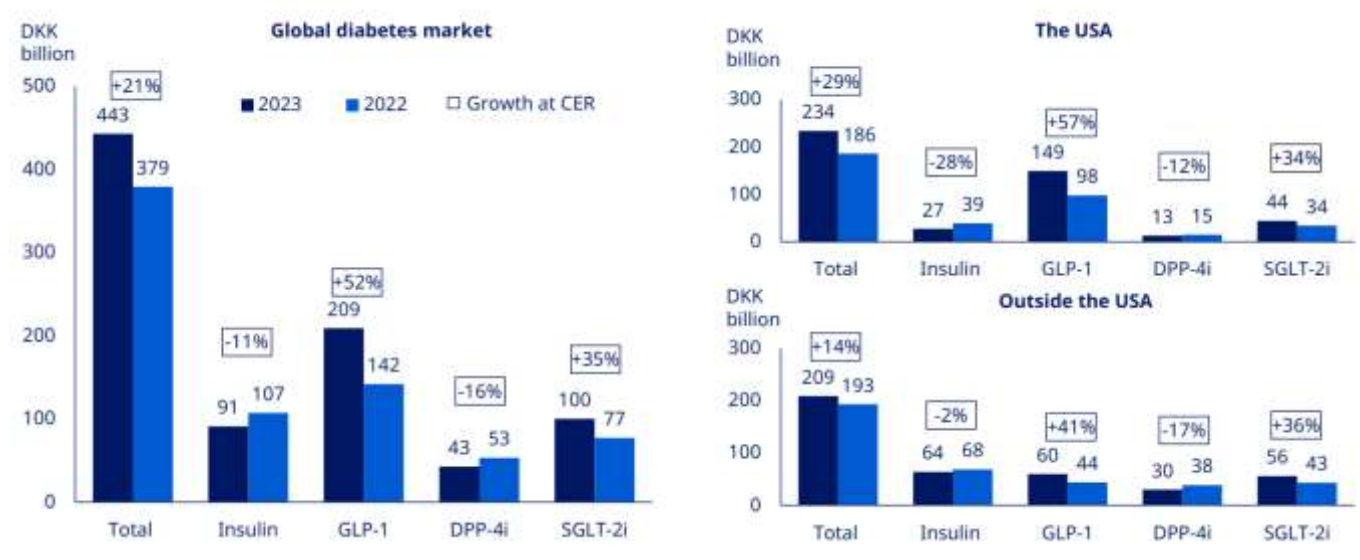
Zawarcie umowy z firmą Ferring International Center S.A.

W dniu 23 października 2024 r., spółka zawarła Aneks z Ferring do Umowy licencyjnej zawartej w dniu 13.01.2012 r., w zakresie w szczególności rozszerzenia licencji w celu możliwości opracowania w ramach opłaty licencyjnej przez Bioton S.A. krótko i długodziałających analogów insuliny lub ich kombinacji oraz będzie mieć prawo do udzielania sublicencji w zakresie Licencji. Zmianie uległy także opłaty licencyjne. Pozostałe postanowienia Umowy Licencyjnej nie uległy istotnym zmianom.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Trend wypierania insuliny przez analogi GLP-1 cały czas postępuje i jest już widoczny nawet na rynku polskim, gdzie Bioton zanotował spadek sprzedaży insuliny w 2024 roku o kilka procent (z 67 mln zł do 63 mln zł). Według danych zaprezentowanych przez Novo Nordisk w prezentacji rocznej, spadek sprzedaży insuliny i jej analogów w 2023 roku wyniósł globalnie o 11%, w tym o 28% r/r w USA i 2% poza Stanami Zjednoczonymi. Sprzedaż GLP-1 wzrosła globalnie o 52% r/r w 2023 roku. Natomiast według najnowszych danych sprzedażowych Novo Nordisk za 2024 roku, sprzedaż insuliny i jej analogów zrealizowana przez NN wyniosła 55 mld DKK (+15% r/r), w tym sprzedaż insuliny ludzkiej spadła o 8% r/r, a w sprzedaż GLP-1 wzrosła o 21% r/r.

Globalny rynek diabetologiczny w 2022 i 2023 roku (mld DKK)



Źródło: Novo Nordisk – prezentacja za 2024 rok

Novo Nordisk rezygnuje ze sprzedaży penów z insulina ludzką

W ramach zmiany priorytetów, Novo Nordisk poinformował w listopadzie 2024 roku, że w ramach zarządzania obecnym ograniczeniem wydajności, insulina ludzka Novo Nordisk, która jest dostarczana w penach i fiolkach, z czasem zostanie przeniesiona wyłącznie do fiolek.

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych dla spółki m.in. z uwagi na lepsze od oczekiwań wyniki sprzedażowe za 2024 rok.

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2022-2024

| | 2022 | 2023 | 2024 | zmiana | 2025P Stara | 2025P Nowa | zmiana | 2026P Stara | 2026P Nowa | zmiana |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|--------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|------------|
| Przychody | 223 | 182 | 208 | 14% | 222 | 230 | 4% | 237 | 251 | 6% |
| Insulina | 186 | 122 | 160 | 31% | 149 | 165 | 11% | 153 | 175 | 15% |
| Kraj | 78 | 67 | 63 | -6% | 70 | 65 | -7% | 70 | 65 | -7% |
| Eksport | 108 | 55 | 97 | 75% | 79 | 100 | 27% | 83 | 110 | 33% |
| Towary i materiały | 22 | 40 | 38 | -5% | 58 | 55 | -5% | 70 | 66 | -5% |
| Usługi | 16 | 19 | 10 | | 15 | 10 | | 15 | 10 | |
| Zysk brutto na sprzedaży | 96 | 73 | 65 | -11% | 91 | 81 | -11% | 101 | 95 | -5% |
| koszty sprzedaży i ogólnego zarządu | 65 | 71 | 67 | -6% | 38 | 37 | -3% | 43 | 38 | -12% |
| Zysk netto na sprzedaży | 25 | -4 | -6 | 56% | 16 | 6 | -63% | 19 | 19 | 2% |
| EBIT | 21 | 15 | -6 | -137% | 16 | 6 | -63% | 19 | 19 | 2% |
| EBITDA | 56 | 50 | 31 | -39% | 52 | 42 | -19% | 54 | 54 | 1% |
| zysk netto | 1 | 2 | -16 | -788% | 7 | 1 | -84% | 10 | 14 | 34% |

Źródło: Bioton (wyniki 2022-2024), Noble Securities (prognozy 2025-26)

Zasady ESG

W raporcie rocznym za 2023 rok 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 naszych prognozach nie uwzględniamy prognoz przychodów ze sprzedaży analogów w ramach współpracy z Yifanem, tym samym wpływ materializacji tego ryzyka na naszą wycenę jest bardzo ograniczony.**

| Wskaźnik | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|--------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, Adj+ | 0,40 | 0,03 | 0,02 | 0,03 | -0,18 | 0,01 | 0,16 | 0,29 |
| Revenue | 222 | 163 | 233 | 182 | 208 | 230 | 251 | 270 |
| Gross Margin % | 47% | 48% | 41% | 40% | 31% | 35% | 38% | 42% |
| Operating Profit | 49 | 14 | 21 | 15 | -6 | 6 | 19 | 34 |
| EBIT | 49 | 14 | 21 | 15 | -6 | 6 | 19 | 34 |
| EBITDA | 80 | 46 | 56 | 50 | 31 | 42 | 54 | 68 |
| Pre-Tax Profit | 42 | 8 | 5 | 7 | -12 | 1 | 17 | 32 |
| Net Income Adj+ | 34 | 3 | 1 | 2 | -16 | 1 | 14 | 26 |
| Net Debt | 88 | 101 | 67 | 62 | 44 | 24 | -7 | -52 |
| BPS | 7,2 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 6,8 | 6,8 | 7,0 | 7,3 |
| CPS | 0,49 | 0,06 | 0,65 | 0,46 | 0,42 | 0,41 | 0,52 | 0,67 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Return on Equity % | 5% | 0% | 0% | 0% | -3% | 0% | 2% | 4% |
| Return on Assets % | 4% | 0% | 0% | 0% | -2% | 0% | 2% | 3% |
| Depreciation | 17 | 14 | 14 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Amortization | 15 | 17 | 21 | 12 | 14 | 13 | 13 | 12 |
| Free Cash Flow | 37 | -7 | 27 | -5 | 25 | 24 | 34 | 47 |
| CAPEX | 5 | 13 | 30 | 44 | 12 | 12 | 12 | 12 |

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

| Rachunek zysków i strat | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 222 | 163 | 233 | 182 | 208 | 230 | 251 | 270 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 105 | 78 | 96 | 73 | 65 | 81 | 95 | 112 |
| Koszty sprzedaży | 35 | 32 | 35 | 41 | 36 | 37 | 38 | 39 |
| Koszty ogólnego zarządu | 39 | 28 | 30 | 30 | 31 | 32 | 33 | 34 |
| Koszty badań i rozwoju | 4 | 5 | 5 | 6 | 4 | 6 | 6 | 6 |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 22 | 1 | -4 | 19 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 49 | 14 | 21 | 15 | -6 | 6 | 19 | 34 |
| Koszty i przychody finansowe netto | -7 | -6 | -16 | -8 | -6 | -4 | -2 | -2 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 42 | 8 | 5 | 7 | -12 | 1 | 17 | 32 |
| Podatek dochodowy | 8 | 5 | 4 | 5 | 4 | 0 | 3 | 6 |
| Zysk netto | 34 | 3 | 1 | 2 | -16 | 1 | 14 | 26 |
| Amortyzacja | 32 | 32 | 34 | 35 | 36 | 36 | 35 | 35 |
| EBITDA | 80 | 46 | 56 | 50 | 31 | 42 | 54 | 68 |

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

| Bilans | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa | 867 | 848 | 810 | 822 | 794 | 781 | 779 | 806 |
| Aktywa trwałe | 716 | 673 | 657 | 655 | 640 | 616 | 592 | 569 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 310 | 286 | 275 | 275 | 283 | 271 | 259 | 248 |
| Wartości niematerialne | 370 | 362 | 363 | 364 | 338 | 326 | 314 | 302 |
| Inne aktywa trwałe | 36 | 26 | 19 | 17 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| Aktywa obrotowe | 151 | 175 | 153 | 167 | 154 | 165 | 187 | 236 |
| Zapasy | 90 | 125 | 111 | 118 | 107 | 112 | 117 | 118 |
| Należności handlowe | 38 | 39 | 31 | 43 | 35 | 38 | 42 | 45 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 22 | 9 | 9 | 4 | 7 | 9 | 23 | 68 |
| Inne aktywa obrotowe | 1 | 2 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Pasywa | 867 | 848 | 810 | 822 | 794 | 781 | 779 | 806 |
| Kapitał własny razem | 620 | 605 | 606 | 606 | 591 | 592 | 605 | 631 |
| Zobowiązania długookresowe | 90 | 78 | 63 | 50 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 39 | 29 | 19 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Inne | 51 | 48 | 44 | 37 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Zobowiązania krótkookresowe | 157 | 166 | 141 | 166 | 143 | 128 | 114 | 114 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 71 | 81 | 58 | 53 | 37 | 20 | 3 | 3 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 50 | 37 | 36 | 54 | 53 | 55 | 58 | 59 |
| Inne | 36 | 49 | 47 | 59 | 53 | 53 | 53 | 53 |

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

| Rachunek przepływów pieniężnych | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025P | 2026P | 2027P |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Zysk netto przed opodatkowaniem | 34 | 3 | 1 | 2 | -16 | 1 | 14 | 26 |

PROGRAM WSPARCIA POKRYCIA ANALITYCZNEGO GPW

| | | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Amortyzacja | 32 | 32 | 34 | 35 | 36 | 36 | 35 | 35 |
| Inne | 6 | 18 | -26 | 4 | -2 | 4 | 2 | 2 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -29 | -47 | 46 | -2 | 17 | -6 | -6 | -4 |
| CF operacyjny | 42 | 6 | 56 | 40 | 36 | 35 | 45 | 58 |
| CAPEX | 5 | 13 | 30 | 44 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Dezynwestycje i inne | 0 | 9 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CF inwestycyjny | -5 | -4 | -29 | -37 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| Podwyższenie kapitału | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego | -19 | -9 | -10 | -6 | -17 | -17 | -17 | 0 |
| Inne | 3 | -6 | -16 | -7 | -5 | -4 | -2 | -2 |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CF finansowy | -22 | -15 | -26 | -8 | -22 | -22 | -19 | -2 |
| CF | 15 | -14 | 1 | -5 | 3 | 2 | 14 | 45 |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 7 | 22 | 8 | 9 | 4 | 7 | 9 | 23 |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu | 22 | 8 | 9 | 4 | 7 | 9 | 23 | 68 |

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

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 udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów 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 osiągniętych 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 zalecania lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnego 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: 05.03.2025, godz. 8.50. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 05.03.2025, godz. 8.55.

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 | 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 | 18.04.2024 godz. 8:30 | 06.09.2024 godz. 8:30 |
| Kurs z dnia rekomendacji | 4,12 | 3,75 | 3,54 | 3,83 | 3,50 | 3,47 |
| Cena docelowa | 7,15 | 4,68 | 5,34 | 5,41 | 4,46 | 4,32 |
| WIG w dniu rekomendacji | 63 760,06 | 49 380,47 | 62 756,88 | 66 439,42 | 82 393,93 | 83 429,65 |

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) | Sporządził (3) |
|---------------------|-----------|-------------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| Celon Pharma | Kupuj | 37,5 | 23,2 | 23,65 | 59% | 21.02.2025 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Budimex | Redukuj | 510,0 | 557,0 | 543,50 | -6% | 14.02.2025 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Torpol | Trzymaj | 39,4 | 39,7 | 38,50 | 2% | 12.02.2025 | 9M | Dariusz Nawrot |
| XTB | Kupuj | 81,3 | 64,9 | 66,00 | 23% | 11.02.2025 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Forte | Akumuluj | 33,8 | 31,4 | 30,30 | 12% | 06.02.2025 | 9M | Dariusz Dadej |
| Photon Energy | nd | 5,4 | 4,4 | 3,85 | 39% | 03.02.2025 | 9M | Michał Sztabler |
| Answear.com | Trzymaj | 26,8 | 28,2 | 26,50 | 1% | 13.01.2025 | 9M | Dariusz Dadej |
| Unibep | nd | 11,7 | 7,0 | 8,70 | 34% | 20.12.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| 11bit studios | Kupuj | 242,9 | 162,0 | 209,00 | 16% | 19.12.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Ailleron | Akumuluj | 24,0 | 20,1 | 24,85 | -3% | 16.12.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Budimex | Kupuj | 550,0 | 460,0 | | | 12.12.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Sonel | nd | 16,6 | 15,4 | 16,40 | 1% | 12.12.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| CD Projekt | Kupuj | 222,9 | 169,2 | 221,60 | 1% | 02.12.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Bogdanka | Trzymaj | 22,3 | 23,0 | 22,98 | -3% | 02.12.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Wielton | Trzymaj | 5,3 | 5,5 | | | 02.12.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| XTB | Kupuj | 88,6 | 70,7 | | | 29.11.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Toya | nd | 12,4 | 7,5 | 7,23 | 72% | 29.11.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Molecure | Kupuj | 17,6 | 10,3 | 8,98 | 96% | 29.11.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Selvita | Kupuj | 70,6 | 53,5 | 46,30 | 52% | 27.11.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Tauron PE | Akumuluj | 3,9 | 3,6 | 4,42 | -11% | 26.11.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| MO-BRUK | Akumuluj | 394,7 | 332,0 | 333,50 | 18% | 22.11.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Pepco Group | Kupuj | 20,7 | 15,8 | | | 20.11.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Torpol | Kupuj | 36,0 | 29,9 | | | 15.11.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| 11 bit studios | Kupuj | 423,0 | 269,0 | | | 14.11.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 74,4 | 48,6 | | | 14.11.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Budimex | Akumuluj | 540,0 | 503,0 | | | 06.11.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Amica | Kupuj | 82,3 | 58,0 | 64,40 | 28% | 04.11.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| PGE | Redukuj | 6,2 | 6,8 | | | 18.10.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Torpol | Akumuluj | 36,5 | 32,4 | | | 14.10.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Captor Therapeutics | Kupuj | 127,9 | 73,0 | 47,40 | 170% | 08.10.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| MCI Capital | nd | 43,7 | 27,1 | 26,30 | 66% | 30.09.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Creepy Jar | Kupuj | 575,4 | 359,0 | 385,00 | 49% | 26.09.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| 11bit studios | Kupuj | 622,2 | 353,0 | 209,00 | 198% | 23.09.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Mabion | nd | 17,3 | 16,9 | 10,18 | 70% | 18.09.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aparator | Akumuluj | 21,4 | 18,3 | 19,16 | 12% | 12.09.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Dino Polska | Redukuj | 264,6 | 311,0 | 495,60 | -47% | 09.09.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Eurocash | Redukuj | 8,1 | 9,6 | 9,34 | -13% | 09.09.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Bioton | nd | 4,3 | 3,5 | 3,72 | 16% | 09.09.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens | nd | 24,9 | 21,2 | | | 30.08.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Budimex | Redukuj | 552,0 | 587,0 | | | 28.08.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| LPP | Kupuj | 22500,0 | 14820,0 | 18260,00 | 23% | 19.08.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Auto Partner | Kupuj | 36,3 | 22,2 | 21,00 | 73% | 31.07.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| InterCars | Kupuj | 825,7 | 485,0 | 588,00 | 40% | 31.07.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Celon Pharma | Kupuj | 39,7 | 24,0 | | | 17.07.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Forte | Trzymaj | 23,0 | 22,5 | | | 09.07.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Toya | nd | 12,0 | 8,4 | | | 28.06.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Photon Energy | nd | 7,3 | 7,5 | | | 28.06.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Unibep | nd | 12,8 | 9,4 | | | 27.06.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Molecure | Kupuj | 19,7 | 14,0 | | | 25.06.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Answear.com | Trzymaj | 23,7 | 22,6 | | | 24.06.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| XTB | Trzymaj | 69,5 | 68,1 | | | 18.06.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Selvita | Akumuluj | 75,6 | 65,0 | | | 12.06.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Aparator | Akumuluj | 17,9 | 16,0 | | | 11.06.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Ailleron | Kupuj | 23,1 | 17,2 | | | 10.06.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Photon Energy | nd | 6,8 | 7,7 | | | 31.05.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| MO-BRUK | Akumuluj | 375,8 | 320,0 | | | 23.05.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| 11bit studios | Kupuj | 952,6 | 573,0 | | | 22.05.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 75,5 | 54,5 | | | 21.05.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Torpol | Trzymaj | 35,0 | 34,0 | | | 16.05.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Pepco Group | Trzymaj | 21,9 | 21,4 | | | 14.05.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Torpol | Kupuj | 35,0 | 28,5 | | | 10.05.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Unibep | nd | 12,0 | 9,5 | | | 09.05.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Sonel | nd | 15,8 | 15,0 | | | 06.05.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| Mabion | nd | 19,0 | 16,2 | | | 29.04.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Bioton | nd | 4,5 | 3,5 | | | 18.04.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Toya | nd | 11,5 | 7,2 | | | 11.04.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Captor Therapeutics | Kupuj | 131,1 | 75,0 | | | 11.04.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka | Sprzedaj | 22,7 | 33,7 | | | 10.04.2024 | 9M | Michał Sztabler |
| MCI Capital | md | 40,7 | 25,1 | | | 05.04.2024 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Torpol | Redukuj | 35,5 | 38,0 | | | 19.03.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Dino Polska | Akumuluj | 445,1 | 412,0 | | | 19.03.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| Eurocash | Trzymaj | 15,7 | 15,0 | | | 19.03.2024 | 9M | Dariusz Dadej |
| CD Projekt | Kupuj | 192,8 | 106,2 | | | 05.03.2024 | 9M | Mateusz Chrzanowski |
| Torpol | Trzymaj | 31,5 | 30,4 | | | 05.03.2024 | 9M | Dariusz Nawrot |
| Celon Pharma | Kupuj | 25,5 | 14,9 | | | 05.03.2024 | 9M | 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 - 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