

Bioton – mocny eksport

Bioton zrealizował w 2022 roku sprzedaż eksportową powyżej naszych oczekiwań. Współpraca z Yifanem na rynku chińskim zaczyna przynosić efekty. Z uwagi na efekt zatowarowania, oczekujemy, że w bieżącym roku trudno będzie powtórzyć tak dobry wynik w eksporcie, niemniej jednak spółka pracuje, aby zwiększać sprzedaż w innych obszarach. Projekt analogowy w dalszym ciągu jest opcją dla spółki jednak obecnie przesunięta w czasie o około dwa lata. W wyniku aktualizacji prognoz korygujemy naszą wycenę z 4,68 do 5,34 zł za akcję.

Wyniki 2022 – mocny eksport, silny cash flow

Główny wpływ na mocne wyniki 2022 roku miała wysoka sprzedaż eksportowa insuliny – wyniosła 108 mln zł (+165% r/r). Sprzedaży insuliny w kraju wyniosła 77,8 mln zł i była porównywalna r/r. Sprzedaż tabletek przeciwcukrzycowych i innych towarów wyniosła 22,5 mln zł (+15% r/r), a usług 18,9 mln zł (+15% r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu są pod kontrolą i wzrosły o 9% r/r. EBITDA w 2022 roku wyniosła 55,7 mln zł (+21% r/r), a skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych 59,5 mln zł (+32% r/r). Spółka obniżyła dług netto i na koniec roku wyniósł on 67 mln zł vs 101 mln zł rok wcześniej.

Początek 2023 roku pod wpływem wysokiej bazy przychodowej

Rok temu wybuch wojny na Ukrainie miał swoje przełożenie m.in. na wzmożone zakupy leków. Dlatego w naszym odczuciu baza przychodowa z 1Q22 jest wysoka i trudno może być ją pokonać w pierwszym kwartale br. Z drugiej jednak strony, presja inflacyjna spada, a spółka pracuje nad optymalizacją oferty, stąd oczekujemy, że mimo niższych przychodów, wynik operacyjny w 1Q23 będzie wyższy w ujęciu r/r.

Projekt analogowy – opóźniony o 1-2 lata

Projekt analogowy polegający na produkcji biopodobnych odpowiedników analogów insuliny glargine i lispro to w naszym odczuciu element budowy wartości spółki w długim okresie. W ostatnim raporcie Bioton poinformował, że w kontekście projektu analogu insuliny lispro z uwagi na problemy technologiczne jest on opóźniony o 1-2 lata. W przypadku insuliny glargine, spółka zakończyła partie w skali laboratoryjnej z zamiarem wyprodukowania szarży substancji leczniczej w skali klinicznej w II kwartale 2023 r. Z uwagi na opóźnienia w projekcie, przesuwamy nasze projekcje dotyczące analogów również o dwa lata. Tymczasem na rynku analogów widoczna jest coraz większa walka konkurencyjna, a główni gracze obniżają pierwsze ceny w cennikach i podejmują walkę z pojawiającą się ofertą insulin biopodobnych.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

Głównym czynnikiem ryzyka, jaki widzimy dla naszych prognoz i wyceny jest ryzyko związane z dalszym opóźnieniem lub brakiem rejestracji i dopuszczenia do sprzedaży analogów insuliny, nad którymi pracuje spółka.

Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (4,42 zł) oraz porównawczą (6,27 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 5,34 zł.

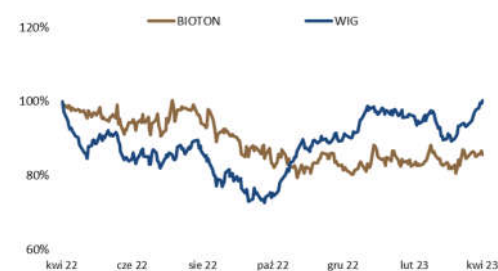
mln zł	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	163	233	226	222	228
EBITDA	46	56	55	50	48
EBIT	14	21	20	15	15
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	3	1	11	8	9
P/E (x)	105,3	213,6	26,7	37,0	35,4
EV/EBITDA (x)*	9,0	6,2	6,0	6,0	5,5

Źródło: Bioton (wyniki 2021-22), Noble Securities (prognozy 2023-2025), *EBITDA skorygowana o one-offy

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 20.04.2023 o godz. 17:10. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 20.04.2023 o godz. 17:15.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	3,54 zł
Wycena	5,34 zł
Potencjał wzrostu	51%
Kapitalizacja	304 mln zł
Free float	44,15%
Śr. wolumen 6M	47 562



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 2022 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 358 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.....	5
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY.....	6
WYNIKI 4Q2022	8
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% (metodologia bez zmian) i wyznaczając bieżącą wycenę równą 5,34 zł (poprzednio 4,68 zł.)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	4,42	4,39	1%
Wycena porównawcza	0,5	6,27	4,97	26%
Średnia ważona metod		5,34	4,68	14%
Cena aktualna		3,54	3,80	-7%
Potencjał		51%	23%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek kwietnia 2023 (poprzednio: początek września 2022),
- Dług netto na dzień 31.12.2022 roku w wysokości 67 mln zł (poprzednio dług netto na dzień 31.12.2021 roku w wysokości 101 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 6,06% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 6,1%), beta na poziomie 1,4 (bez zmian); premia za ryzyko rynkowe w wysokości 7,4% (poprzednio 7,11%).

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	226	222	228	219	255	312	368	446	595	603
NOPAT	16	12	12	12	20	33	47	67	106	106
Amortyzacja	35	34	34	33	32	32	31	30	30	29
Zmiany KON	3	2	-3	8	-17	-27	-27	-37	-73	-3
CAPEX	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-30	-29
FCFF	44	38	33	42	25	28	41	50	33	103
WACC	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Współczynnik dyskonta	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,27
DFCF	39	29	22	25	13	13	16	17	10	28
SUMA DFCFF do 2032	212									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2032	870									
Zdyskontowana wartość rezydualna	234									
Wartość Firmy (EV)	446									
Dług netto 31.12.2022	67									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	379									
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%	4,50	4,75	5,05	5,41	5,85
WACC - 0,5%	4,23	4,45	4,72	5,03	5,41
WACC	3,98	4,18	4,42	4,70	5,03
WACC + 0,5%	3,76	3,94	4,15	4,39	4,68
WACC + 1,0%	3,55	3,71	3,90	4,11	4,37

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%	6,06%
Premia za ryzyko	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Koszt kapitału własnego	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%
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	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA i EV/Sales (40% przypisaliśmy P/E i EV/EBITDA oraz 20% wycenie EV/Sales) w latach 2023-2025 (poprzednio 2022-2024). Przychody skorygowano o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. 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 6,27 zł (poprzednio 4,97 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
NOVO NORDISK-B	1 593 517	46,2	33,0	28,8	31,2	25,4	21,8	14,6	11,8	10,3
ELI LILLY & CO	1 485 857	48,2	44,2	31,5	39,5	35,7	26,3	12,8	11,9	10,0
SANOFI	592 569	12,4	12,4	11,3	9,3	9,1	8,4	3,1	3,0	2,9
MERCK & CO	1 231 733	15,5	16,5	13,5	12,6	13,2	10,7	5,2	5,3	5,0
TONGHUA DONGBA-A	15 138	15,2	23,0	20,6	17,7	17,1	16,1	8,3	7,3	6,5
BIOCON LTD	14 168	38,9	45,0	21,5	16,2	12,7	7,4	3,8	2,8	1,9
Mediana		27,2	28,0	21,0	17,0	15,2	13,4	6,8	6,3	5,8
Bioton	307	215,7	27,0	37,4	6,3	6,1	6,0	1,8	1,6	1,4
Premia/dyskonto do średniej (%)		692%	-4%	78%	-63%	-60%	-55%	-74%	-74%	-75%
Implikowana wartość Bioton		3,6	2,7	2,1	10,5	8,8	8,0	15,9	15,4	14,7
Waga		13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	6,67%	6,67%	6,67%
Zastosowane premia/dyskonto										-20,0%
Implikowana wartość godziwa Bioton										6,27

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 19.04.2023 r. godz. 11:21

OSTATNIE WYDARZENIA

Zawarcie aneksu do umowy pożyczki

Spółka zawarła z UNIAPEK aneks zmieniający harmonogram płatności w umowie pożyczki z dnia 16.11.2018 r. na kwotę 7 mln USD. Aneks wydłużył termin trwania umowy do dnia 30 czerwca 2023 r. oraz zmienił harmonogram spłat pożyczki. Kwota wymagana do spłaty na dzień zawarcia ww. aneksu wynosi 5,5 mln USD.

Spółka kontynuuje proces zmian umów kredytowych, który polega przede wszystkim na zamianie długu krótkoterminowego na długoterminowy. W ramach roku 2022, Spółka zawarła szereg aneksów do istniejących umów kredytowych a także podpisała nową umowę z Bankiem BNP Paribas jednocześnie spłacając zadłużenie w Bank of China. W naszej opinii sytuacja finansowa i płynnościowa spółki ulega systematycznej poprawie. Oczekujemy spłaty tej pożyczki od głównego akcjonariusza w 2023 roku. Możliwe, że częściowo zostanie ona zastąpiona finansowaniem bankowym.

Bioton – w jakim miejscu jest spółka w kontekście zmian rynkowych

Warto przypomnieć na jakim etapie rozwoju jest Bioton w kontekście zachodzących zmian rynkowych w obszarze insuliny oraz analogów insuliny i ich biopodpowiedników. Bioton od wielu lat jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej, którą z powodzeniem sprzedaje w Polsce i w eksporcie (głównie Azja). Rynek ten jest stabilny z lekką tendencją spadkową. Przez wiele lat sprzedaż analogów insuliny była czynnikiem, który wspierał rynek insulin jako całości (rozumianych jako insulina ludzka i analogi insuliny) i hamował erozję tego rynku. Dlatego Bioton od wielu lat pracuje nad analogami insuliny (insulin lispro i insulin glargine – biopodpowiedniki do Humaloga i Lantusa). Jednak ostatnie kwartały pokazują, że to już nie wystarcza. Nawet po uwzględnieniu analogów insuliny wartość sprzedaży na rynku insulin jako całości spada, o czym piszemy w dalszej części raportu. Dwa główne czynniki to spadek cen insulin oraz konkurencja ze strony innych terapii. Na chwilę obecną jednak zakładamy, że projekt analogowy będzie dalej kontynuowany, jednak z 2 letnim opóźnieniem w stosunku do wcześniejszych założeń.

Bioton jednak oprócz projektu analogowego również intensywnie pracuje nad rozbudową portfolio diabetologicznego celem wykorzystania sieci sprzedaży i doświadczenia na polskim rynku diabetologicznym. Dlatego w 2022 roku widoczna jest sprzedaż w obszarze innych niż insulina produktów i w 2023 roku zakładamy dalsze wzrosty. Spółka również rozważa kontraktową produkcję substancji czynnej z obszaru diabetologii dla innych producentów.

PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA

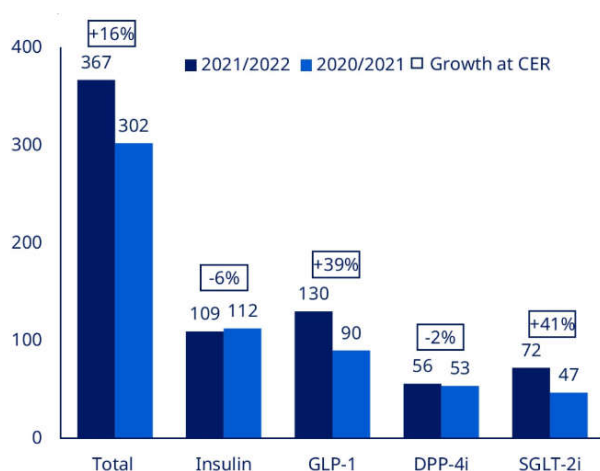
Spółka podała, że kontynuacja projektu analogowego jest w toku. Zarówno Yifan jak i Bioton wspólnie pracują nad przeniesieniem, skalowaniem i rejestracją wszystkich produktów. W odniesieniu do długodziałającego analogu insuliny, glargine, spółka zakończyła partie w skali laboratoryjnej z zamiarem wyprodukowania szarży substancji leczniczej w skali klinicznej w II kwartale 2023 r. Zakład produkcyjny jest obecnie modernizowany w celu dostosowania do nowego procesu. Jeśli chodzi o analog insuliny lispro, Bioton nadal nie prowadzi prac nad tym projektem i oczekuje na ostateczny raport z badań Yifan. Dotychczas w wyniku analizy Yifan stwierdził, że istnieją pewne problemy technologiczne i wyprodukowane partie do badań klinicznych biopodpowiednika lispro mają niewielką różnicę w zawartości w stosunku do leku referencyjnego, dlatego też konieczne będzie wyprodukowanie trzech kolejnych partii.

Warto jednak w tym miejscu przypomnieć, że Bioton jest podwykonawcą Yifan w realizowanym projekcie wdrożenia analogów insuliny, dlatego ostatecznie decyzja o przystąpieniu do badań klinicznych należy do Yifan. Analiza rynku wskazuje, że staje się on coraz bardziej konkurencyjny, a biopodobny do Lantusa, Semglee (insulin glargine-yfgn) w ciągu kilku kwartałów zdobył 10% rynku amerykańskiego.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

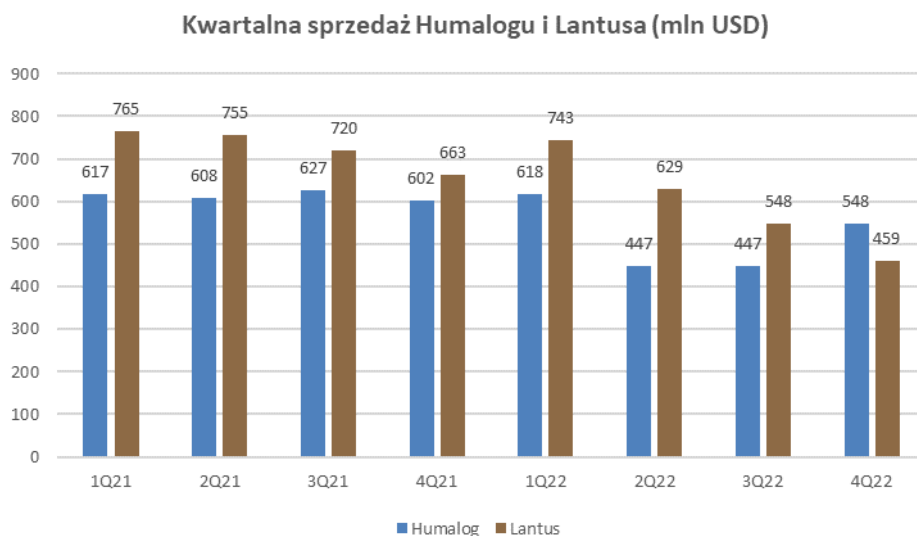
Główny światowy gracz w obszarze insuliny, Novo Nordisk, według danych przedstawionych w prezentacji poświęconej wynikom za cały 2022 rok, zrealizował spadek sprzedaży w obszarze insuliny i analogów insuliny na poziomie 11% r/r – spadek w USA wyniósł 21%, a sprzedaży międzynarodowej 7% r/r. Do spadku sprzedaży w Ameryce przyczynia się m.in. wejście biopodobnych insulin oraz obniżki cen. W dalszej części raportu wskazujemy, że wojna tylko przybiera na sile. Z drugiej strony wzrost sprzedaży Novo Nordisk w obszarze GLP-1 w 2022 roku wyniósł +42% i sprzedaż w tym obszarze jest już wyższa niż sprzedaż insuliny i jej analogów. Udział Novo Nordisk w rynku światowym wyniósł w 2022 roku 44,6%. Ponieważ dla Bionu, który pracuje nad analogami insuliny produktami referencyjnymi są Humalog i Lantus, pokazujemy ich dane sprzedażowe. Sprzedaż Humalogu przez Eli Lilly wyniosła w 2022 roku 2,1 mld USD (-16% r/r), a sprzedaż Lantusa produkowanego przez Sanofi wyniosła w tym okresie 2,3 mld EUR (ok. 2,4 mld USD, -9,4% r/r). Spadki są głównie skutkiem obniżek cen i presji ze strony insulin biopodobnych.

Globalny rynek diabetologiczny (mld DKK)



Źródło: Novo Nordisk – prezentacja roczna za 2022 rok

Kwartałna sprzedaż Humalogu i Lantusa (mln USD)

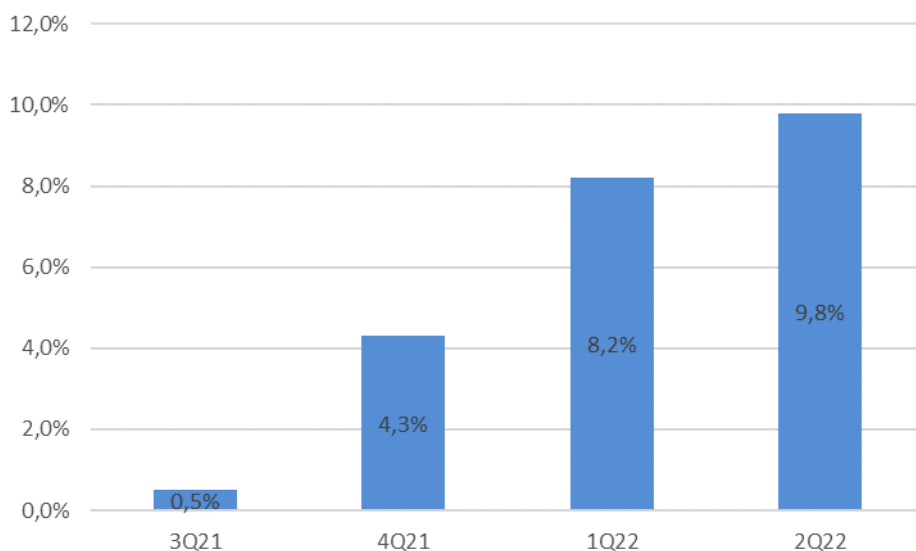


Źródło: Noble Securities na podstawie sprawozdań spółek, sprzedaż Lantusa przeliczona po kursie EUR/USD z końca kwartału

Semglee (insulin glargine-yfgn) zdobywa rynek

Jak już wspominaliśmy w poprzednim raporcie, analog insuliny Semglee (insulin glargine, bioodpowiednik Lantusa) został wprowadzony na rynek w USA stosunkowo niedawno, bo w sierpniu 2021 roku. Dla przypomnienia lek ten został zatwierdzony przez FDA jako pierwszy w historii w pełni wymienialny analog insuliny (interchangeable). Być może był to jeden z powodów, dla których w tak krótkim czasie zdążył zdobyć znaczny udział w rynku. Według danych przedstawionych w ostatnim raporcie kwartalnym Biocon Biologics, na koniec 2022 roku przekroczył on 10% udziału w rynku insuliny glargine w USA.

Udział w rynku amerykańskim Semglee (insulin glargine)



Źródło: Noble Securities na podstawie danych IQVIA

Walka cenowa na rynku insuliny przybiera na sile – Eli Lilly istotnie obniży ceny Humalogu

Po starcie rynkowym Semglee, pod koniec 2021 roku FDA zatwierdziła drugi bioodpowiednik insuliny glargine (Lantusa), produkt firmy Eli Lilly o nazwie Rezvoglar. Dodatkowo Rezvoglar w listopadzie 2022 roku otrzymał nominację jako drugi wymienialny odpowiednik (interchangeable) insuliny glargine. W komunikacie z początku marca 2023 roku Eli Lilly poinformowało, że istotnie obniży ceny swoich insuliny, a odpowiednik Lantusa (Rezvoglar) zaoferuje z 78% dyskontem w stosunku do produktu oryginalnego. Dodatkowo Lilly poinformowało, że w 4Q23 roku obniży ceny Humulin (rekombinowanej insuliny ludzkiej) oraz Humalogu (insulin lispro) o 70%. Być może jest to ruch wyprzedzający przed potencjalnym wejściem na rynek bioodpowiedników Humalogu. Do tej pory odpowiedniki Humalogu oferowało jedynie sam Eli Lilly (insulin lispro-aabc) i Sanofi.

WYNIKI 4Q2022

Przychody w 4Q22 wyniosły 77,6 mln zł (+85% r/r), EBITDA 19,4 mln zł (+77% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej 24,8 mln zł (+98% r/r), wynik netto 5 mln zł (vs -0,3 mln zł w 3Q21). Ostatni kwartał roku był mocny pod względem sprzedażowym insuliny – przede wszystkim w eksporcie (41,1 mln zł vs 17,7 mln zł), ale również na rynku polskim (22,5 mln zł vs 10,9 mln zł). Największymi rynkami eksportowymi są Chiny i Wietnam – sprzedaż do Chin w 2022 roku wyniosła 47,1 mln zł (vs 7,3 mln zł w 2021 r.), a sprzedaż do Wietnamu 17,2 mln zł (vs 10,4 mln zł w 2021 r.). Marża brutto na sprzedaży w całym 2022 roku spadła z uwagi na wyższy udział sprzedaży mniej rentownego eksportu, wyższe koszty przestojów i niewykorzystanych mocy produkcyjnych oraz presję kosztową w kraju z 48% w 2021 roku do 41% w 2022 roku. Wyniki za cały 2022 rok są powyżej naszych oczekiwań na wszystkich poziomach, głównie z uwagi na wyższą o 28 mln zł od zakładanej sprzedaż eksportową. Na uwagę zasługują wysokie dodatnie przepływy z działalności operacyjnej w wysokości +56,1 mln zł (vs +5,5 mln zł w 2021 r.), które mimo wysokiego CAPEXu (29 mln zł) umożliwiły spółce redukcję zadłużenia. Dług netto na koniec 2022 roku według naszych szacunków wyniósł 67 mln zł w porównaniu do 101 mln zł na koniec 2021 roku.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	2021	2022	r/r	2022P
Przychody ze sprzedaży	41,8	50,0	48,1	57,5	77,6	85%	163,0	233,2		198,1
Zysk brutto na sprzedaży	21,4	15,5	23,1	21,5	35,6	67%	77,8	95,8		78,0
<i>marża</i>	51%	31%	48%	37%	46%	-248%	48%	41%		39%
Koszty sprzedaży	8,6	7,8	7,9	9,2	10,2	19%	31,8	35,1		32,5
Koszty ogólnego zarządu	7,0	6,8	7,9	7,4	8,1	16%	27,9	30,3		31,6
Koszty badań i rozwoju	1,2	1,0	1,4	1,8	1,1	-11%	4,7	5,3		4,9
Saldo pozostałej działalności oper	-1,5	0,6	0,2	0,7	-5,3	251%	0,9	-3,8		0,0
EBIT	3,0	0,5	5,9	3,9	10,9	263%	14,3	21,3		9,0
EBIT skorygowany*	4,5	-0,1	5,8	3,1	16,2	259%	13,4	25,1		9,0
Saldo działalności finansowej	-5,3	-2,4	-4,6	-5,8	-3,6		-6,0	-16,3		-10,9
Zysk przed opodatkowaniem	0,8	-1,8	1,4	-1,9	7,3		8,3	5,0		-1,9
Podatek dochodowy	1,1	1,3	-0,1	0,0	2,3		5,4	3,5		1,1
Zysk netto	-0,3	-3,1	1,5	-1,9	5,0		2,9	1,4		-3,0
Amortyzacja	8,0	8,1	9,2	8,5	8,5	7%	31,6	34,4	9%	35,9
EBITDA	11,0	8,7	15,2	12,4	19,4	77%	46,0	55,7	21%	44,9
EBITDA skorygowana*	12,5	8,0	15,0	11,6	24,8	98%	45,1	59,5	32%	44,9

Źródło: Bioton (wyniki 4Q21-4Q22, 2021-2022), Noble Securities (prognoza 2022), *o saldo pozostałej działalności operacyjnej

Przychody

Przychody w 4Q22 wyniosły 77,6 mln zł (+85% r/r) głównie dzięki mocnemu eksportowi (m.in. Chiny). W czwartym kwartale 2022 wartość sprzedaży insuliny na rynkach zagranicznych wyniosła 41,1 mln zł w porównaniu do 17,7 mln zł w porównywalnym okresie 2021 roku. W okresie całym 2022 roku sprzedaż eksportowa insuliny wyniosła 108 mln zł w porównaniu do 41 mln zł w 2021 roku. W 2022 roku sprzedaży insuliny na rynku polskim wyniosła 77,8 mln zł i była porównywalna r/r. Sprzedaż tabletek przeciwcukrzycowych i innych towarów wyniosła w całym 2022 roku 22,5 mln zł (+15% r/r), a sprzedaż usług 18,9 mln zł (vs 17,3 mln zł w 2021 r., w tym głównie rozliczenie kontraktu analogowego z Yifan – 12,3 mln zł (vs 9,7 mln zł w 2021 r.).

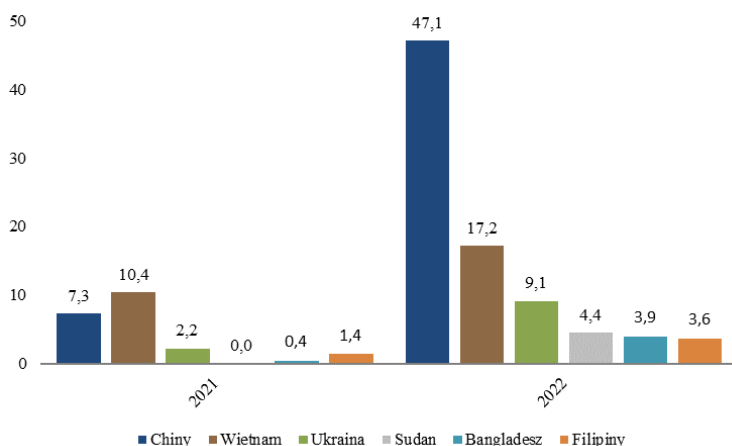
Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	r/r	2021	2022	r/r	2022P
Sprzedaż razem	41,7	50,0	48,1	57,5	77,6	86%	163,0	233,2	43%	198,4
Insulina	28,5	40,8	38,4	43,2	63,6	123%	120,5	186,0	54%	159,7
<i>Kraj</i>	<i>10,9</i>	<i>18,9</i>	<i>18,5</i>	<i>17,9</i>	<i>22,5</i>	<i>107%</i>	<i>79,7</i>	<i>77,8</i>	<i>-2%</i>	<i>79,7</i>
<i>Eksport</i>	<i>17,7</i>	<i>21,9</i>	<i>19,9</i>	<i>25,3</i>	<i>41,1</i>	<i>132%</i>	<i>40,8</i>	<i>108,1</i>	<i>165%</i>	<i>80,0</i>
Towary i materiały	8,1	7,0	5,8	9,6	5,0	-38%	19,6	22,5	15%	25,7
Usługi	5,1	2,2	3,8	9,7	3,9	-24%	13,8	15,8	15%	13,0

Źródło: Bioton (wyniki 4Q21-4Q22, 2021-2022), Noble Securities (prognoza 2022)

Wynik i koszty operacyjne

Zysk brutto na sprzedaży w 4Q22 wyniósł 35,6 mln zł (+67% r/r), a marża spadła do 46% z 51% z uwagi na wyższy udział sprzedaży mniej rentownego eksportu, wyższe koszty przestojów i niewykorzystanych mocy produkcyjnych oraz presję kosztową w kraju. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły łącznie 18,3 mln zł (vs 16,6 mln zł w 3Q22, +17% r/r). W całym 2022 roku dynamika kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu łącznie wyniosła +9% r/r. EBITDA w 4Q22 wyniosła 19,4 mln zł (+77% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej działalności operacyjnej 24,8 mln zł (+98% r/r), wynik netto 5 mln zł. Koszty badań i rozwoju wzrosły z 4,7 mln zł w roku 2021 do 5,3 mln zł w roku 2022. Negatywny wpływ na wynik netto 2022 r. miały wysokie koszty finansowe (16,3 mln zł), na które złożyły się odsetki (7,9 mln zł) oraz ujemne różnice kursowe (7,9 mln zł), w tym wynikające ze spłaty zadłużenia w Bank of China.

Najważniejsze rynki eksportowe Grupy Bioton w latach 2021-2022



Źródło: Bioton

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych dla spółki. Główna zmiana to założenie wyższego poziomu sprzedaży w eksporcie.

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2020-2021

	2021	2022	zmiana	2023P Nowa	2023P Nowa	zmiana	2024P Nowa	2024P Nowa	zmiana
Przychody	163	223	37%	205	226	10%	197	222	13%
Insulina	120	186	54%	164	177	8%	168	177	6%
Kraj	80	78	-2%	80	80	0%	80	80	0%
Eksport	41	108	165%	84	97	16%	88	97	10%
Towary i materiały	22	22	2%	26	27	2%	27	28	2%
Usługi	18	16	-11%	15	22	45%	2	17	
w tym refakturowane koszty badań*	10	12	27%	13	20	52%	0	15	
Zysk brutto na sprzedaży	78	96	23%	81	93	16%	81	91	12%
koszty badań i rozwoju	5	5	14%	5	5	10%	5	5	10%
koszty sprzedaży	32	35	10%	34	36	8%	35	38	8%
koszty ogólnego zarządu	28	30	9%	33	31	-4%	34	33	-4%
Zysk netto na sprzedaży	13	25	87%	9	20	119%	7	15	113%
EBIT	14	21	48%	9	20	119%	7	15	113%
EBITDA	46	56	21%	44	55	24%	42	50	19%
zysk netto	3	1	-51%	4	11	208%	3	8	227%

Źródło: Bioton (wyniki 2021-2022), Noble Securities (prognozy 2023-2024)

1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że w 2023 roku i w kolejnych latach sprzedaż wyniesie 80 mln zł (złożenie bez zmian),
- **rynek eksportowy** – z uwagi na bardzo wysoką sprzedaż eksportową w 2022 roku – znacząco powyżej naszych oczekiwań, zakładamy że z uwagi na wysoką bazę trudno będzie poprawić w 2023 roku ten wynik – dlatego przyjmujemy, że sprzedaż eksportowa w 2023 roku spadnie o 10%, a w 2024 roku będzie płaska, a w kolejnych latach będzie rosła o 5% rocznie (poprzednio zakładaliśmy w kolejnych latach wzrosty o 5% rocznie),

2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2023-2025:** zakładamy koszty badań i rozwoju w wysokości 20 mln zł w 2023 r. – spółka poniosła już część kosztów gotówkowych w 2022 roku we własnym zakresie w postaci wyższych niż zazwyczaj nakładów inwestycyjnych na dostosowanie instalacji produkcyjnej i będzie je refakturować na Yifan w 2023 roku (poprzednio zakładaliśmy 13 mln zł w 2023 r.), **w 2024 roku i w 2025 roku zakładamy te wartości na poziomie 10 mln zł,**
- **Etap komercjalizacji – z uwagi na opóźnienie w projekcie analogowym przesuwamy ten etap począwszy od 2027 roku (poprzednio od 2025 r.)** – zakładamy pierwszą sprzedaż w 2027 roku 30 mln zł, w 2028 roku 80 mln zł, w 2029 roku 130 mln zł (poprzednio te same wielkości, ale odpowiednio w latach 2025, 2026 i 2027), a w kolejnych latach osiągnięcie ok. 342 mln zł sprzedaży rocznie (założenie bez zmian), co według naszych szacunków obecnie odpowiada udziałowi ok. 1,8% w globalnej sprzedaży produktów referencyjnych, dla których Bioton przygotowuje wersje biopodobne (Humalog i Lantus).

Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Insulina	120	186	177	177	182	187	193	198	204	210	217	224
Kraj	80	78	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Eksport	41	108	97	97	102	107	113	118	124	130	137	144
Analogi insuliny	10	12	20	15	15	0	30	80	130	200	342	342
Przychody ze sprzedaży analogów							30	80	130	200	342	342
Towary, materiały	22	22	27	28	29	29	30	31	32	33	34	35
Usługi	18	16	22	17	17	2	2	2	2	2	2	2
Refakturowane koszty badań	10	12	20	15	15							
RAZEM	163	223	226	222	228	219	255	312	368	446	595	603

Źródło: Bioton (2021-22), 2023P-2032P - prognozy Noble Securities

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.

Nie stosowane zasady dotyczą m.in. możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, wyodrębnienia w swojej strukturze jednostek audytu wewnętrznego. Spółka nie posiada również sformalizowanej polityki różnorodności, niemniej dokłada wszelkich starań, aby jej władze i kadra kierownicza były zróżnicowane ze względu na płeć, wiek, wykształcenie, doświadczenie zawodowe itp. Spółka zgodnie z zapisami KSH nie czuje się również zobowiązana odpowiadać na pytania akcjonariusza, zadane poza walnym zgromadzeniem, co oznacza, że może, ale nie musi udzielić odpowiedzi na pytania zadane w takim trybie. Spółka również jako członek indeksu sWIG80 nie organizuje co najmniej raz na kwartał spotkań dla inwestorów, w szczególności akcjonariuszy, analityków, ekspertów branżowych i przedstawicieli mediów.

GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko braku realizacji korzyści ekonomicznych związanych z posiadanymi WNiP – Znaczna część nakładów i kosztów ponoszonych przez emitenta jest przeznaczana na finansowanie prac rozwojowych, w tym w zakresie produktów biotechnologicznych. Dodatkowo zakończony sukcesem proces rejestracji nie gwarantuje osiągnięcia przez lek zakładanych efektów ekonomicznych. Jednocześnie niepowodzenie prac rozwojowych spowoduje brak możliwości uzyskania tychże efektów, co będzie skutkowało brakiem pozytywnego zakładanego wpływu na sytuację finansową lub wyniki. Warto dodać, że proces badań klinicznych i rejestracji analogów insuliny finansowany jest przez Yifan.

Ryzyko rozwiązania umowy z Yifan w zakresie współpracy przy rozwoju analogów insuliny – podpisana 17 lipca 2019 roku z Yifan ramowa umowa dotycząca współpracy w zakresie rozwoju analogów jest kluczowa z punktu widzenia stabilności finansowania w zakresie kontynuacji tego procesu. Rozwiązanie tej umowy może skutkować brakiem środków na dokończenie procesu rejestracji i komercjalizacji analogów, co będzie mieć negatywne przełożenie na prognozowane przez nas wyniki finansowe. **Fakt, że Yifan jest głównym akcjonariuszem Biotonu, zdaje się ograniczać to ryzyko.**

Ryzyko kursu walutowego – spółka zarówno generuje przychody, jak i ponosi koszty w obcych walutach. Tym samym, wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na wyniki osiągnięte przez spółkę. Łączna wartość aktywów denominowana w walutach obcych (głównie USD i EUR) na 31 grudnia 2022 r. wyniosła 30,2 mln zł, a pasywów 64,9 mln zł. Netto jest to ok. 4% sumy bilansowej po stronie pasywów.

Rachunek zysków i strat	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	163	233	226	222	228
Zysk brutto na sprzedaży	78	96	93	91	94
Koszty sprzedaży	32	35	36	38	39
Koszty ogólnego zarządu	28	30	31	33	34
Koszty badań i rozwoju	5	5	5	5	5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1	-4	0	0	0
EBIT	14	21	20	15	15
Koszty i przychody finansowe netto	-6	-16	-6	-5	-4
Zysk przed opodatkowaniem	8	5	14	10	11
Podatek dochodowy	5	4	3	2	2
Zysk netto	3	1	11	8	9
Amortyzacja	32	34	35	34	34
EBITDA	46	56	55	50	48

Źródło: Bioton (2021-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Bilans	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	848	810	811	808	808
Aktywa trwałe	673	657	632	608	584
Rzeczowe aktywa trwałe	286	275	263	250	238
Wartości niematerialne	362	363	350	338	326
Inne aktywa trwałe	26	19	19	19	19
Aktywa obrotowe	175	153	178	200	224
Zapasy	125	111	108	106	108
Należności handlowe	39	31	30	30	31
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9	9	39	63	83
Inne aktywa obrotowe	2	1	1	1	1
Pasywa	848	810	811	808	808
Kapitał własny razem	605	606	617	626	634
Zobowiązania długookresowe	78	63	63	63	63
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	29	19	19	19	19
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	0	0	0	0	0
Inne	48	44	44	44	44
Zobowiązania krótkookresowe	166	141	130	119	110
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	81	58	48	38	28
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	37	36	35	34	35
Inne	49	47	47	47	47

Źródło: Bioton (2021-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk netto przed opodatkowaniem	3	1	11	8	9
Amortyzacja	32	34	35	34	34
Inne	18	-26	6	5	4
Zmiana kapitału obrotowego	-47	46	4	2	-3
CF operacyjny	6	56	56	49	44
CAPEX	13	30	10	10	10
Dezynwestycje i inne	9	0	0	0	0
CF inwestycyjny	-4	-29	-10	-10	-10
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-9	-10	-10	-10	-10
Inne	-6	-16	-6	-5	-4
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0
CF finansowy	-15	-26	-16	-15	-14
CF	-14	1	30	24	20
Stan środków pieniężnych na początek okresu	22	8	9	39	63
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8	9	39	63	83

Źródło: Bioton (2021-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Wybrane wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA	28,2%	23,9%	24,3%	22,3%	21,3%
marża EBIT	8,8%	9,1%	8,8%	6,8%	6,5%
marża netto	1,8%	0,6%	5,0%	3,7%	3,8%
Dług netto	101	67	27	-7	-37
Dług netto/EBITDA	2,2	1,2	0,5	-0,1	-0,8
Liczba akcji	86,9	86,9	86,9	86,9	86,9
Dywidenda na akcję	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

Źródło: Bioton (2021-22), Noble Securities (2023P-2025P)

Roczne stopy wzrostu	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	-26%	43%	-3%	-2%	3%
EBITDA	-43%	21%	-1%	-10%	-2%
EBIT	-70%	48%	-7%	-24%	-2%
Zysk netto	-92%	-51%	700%	-28%	4%

Źródło: Bioton (2021-22), Noble Securities (2023P-2025P)

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 ocenne, 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 nietrafne.

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNĄĆ 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 zamknięte na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub

Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

Raport

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

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzenia Raportu: 20.04.2023, godz. 17.10. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 20.04.2023, godz. 17.15.

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
Data wydania	19.04.2022 godz. 10:40	06.09.2022 godz. 8:35
Kurs z dnia rekomendacji	4,12	3,75
Cena docelowa	7,15	4,68
WIG w dniu rekomendacji	63 760,06	49 380,47

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	78,30	8%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	397,10	-10%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	17,79	5%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	39,68	26%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	41,30	76%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	24,00	-13%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	13,84	123%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	160,00	20%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	58,00	47%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	26,20	-19%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	41,30	25%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	8,70	-24%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2	49,00	-23%	12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	17,40	5%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Apator	Redukuj	12,9	15,0	16,16	-20%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	10,85	-6%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	288,00	29%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	41,30	-26%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	77,00	27%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	20,90	-16%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	19,50	52%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,58	31%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4			05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5			12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6			04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8			06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0			13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

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

(4) Wycofana z obrotu z dniem 9 grudnia 2022 r.

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

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl**Dariusz Nawrot**dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 391 515

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

