

## Bioton – szansa na wzrost eksportu

Wyniki 2021 roku były pod wpływem niższej sprzedaży w eksporcie w 4Q21, jednak oczekujemy, że jest to przejściowe i spółka istotnie poprawi sprzedaż eksportową w najbliższych kwartałach i latach. Wynika to głównie ze zmian na rynku chińskim i zagwarantowania sobie przez Yifan w wygranym przetargu określonych wolumenów dostaw insuliny do chińskich publicznych szpitali. Koszty działalności są pod kontrolą, a sytuacja płynnościowa ulega poprawie. W wyniku aktualizacji prognoz i założeń do wyceny, korygujemy naszą wycenę z 7,70 do 7,15 zł za akcję.

### Wyniki 2021 – niższa sprzedaż insuliny w eksporcie, niższe koszty

Przychody w 2021 roku wyniosły 163 mln zł (-26% r/r), m.in. za sprawą niższej sprzedaży insuliny w eksporcie (rynek chiński) oraz niższego salda usług (rozliczanie kontraktu analogowego). Sprzedaż insuliny w Polsce była w tym okresie stabilna. Zgodnie z oczekiwaniami, niższa sprzedaż innych produktów wynikała z zakończenia z końcem 2020 roku umowy dystrybucyjnej z MSD i Biomedem Lublin. Zwracamy uwagę na dużą kontrolę kosztów zarządu i sprzedaży, które łącznie spadły w 2021 roku do poziomu ok. 60 mln zł (-19% r/r). EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła 45,1 mln zł (-23% r/r), a raportowana 46 mln zł (-43% r/r). Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły jedynie +5,5 mln zł, ale jest to przejściowe i wynika głównie z rekordowego zatowarowania w surowce do produkcji i wyroby gotowe pod przyszłą sprzedaż. m.in. na rynek chiński.

### Przetarasowanie na chińskim rynku insuliny

Chiński rynek insuliny jest i nadal pozostanie w rękach trzech głównych globalnych graczy, jednak ich udział rynkowy prawdopodobnie spadnie w najbliższych dwóch latach. Jest to efektem wyłonienia dostawców w ramach scentralizowanego systemu aukcyjnego na dostawę insuliny do chińskich szpitali publicznych w latach 2022-2023. Po opublikowaniu wyników przetargu w listopadzie 2021 roku, Novo Nordisk i Sanofi poinformowały, że spodziewają się niższych przychodów ze sprzedaży insuliny na rynku chińskim. Z kolei Yifan zabezpieczył sobie sprzedaż na najbliższe dwa lata, a Bioton będzie dostarczał produkt gotowy. Oczekujemy wysokiej sprzedaży eksportowej w 2022 roku i istotnej poprawy wyników w ujęciu r/r.

### Projekt analogowy w realizacji

Projekt analogowy jest w trakcie realizacji. Zarząd oczekuje, że wniosek IND dla insuliny biopodobnej do Humalog (insulin lispro) będzie złożony do końca 2022 roku. A produkt trafi na rynek w 2025 roku. Rok później spółka chce wprowadzić na rynek produkt biopodobny do Lantusa (insuline glargine).

### Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

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

**Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (6,61 zł) oraz porównawczą (7,70 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 7,15 zł.**

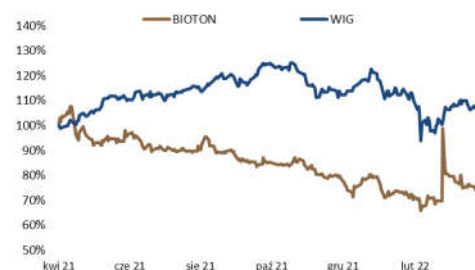
| mln zł                                | 2020 | 2021  | 2022P | 2023P | 2024P |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży                | 222  | 163   | 204   | 196   | 187   |
| EBITDA                                | 80   | 46    | 58    | 56    | 54    |
| EBIT                                  | 49   | 14    | 27    | 26    | 24    |
| zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom. | 34   | 3     | 18    | 17    | 16    |
| P/E (x)                               | 10,4 | 122,7 | 19,5  | 20,5  | 21,7  |
| EV/EBITDA (x)*                        | 7,5  | 10,1  | 7,1   | 6,5   | 5,9   |

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 19.04.2022 o godz. 10:35. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 19.04.2022 o godz. 10:40.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

|                   |            |
|-------------------|------------|
| Kurs akcji        | 4,12 zł    |
| Wycena            | 7,15 zł    |
| Potencjał wzrostu | 74%        |
| Kapitalizacja     | 354 mln zł |
| Free float        | 44,15%     |
| Śr. wolumen 6M    | 88 685     |



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i pracuje nad własnymi analogami insuliny. Głównym obszarem działalności Grupy jest diabetologia. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i suplementów Biolek. Na koniec 2021 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 377 osób.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| Yifan Pharmaceutical Co. Ltd | 31,6% |
| Bimeda Holding Ltd.          | 13,2% |
| Jiman Zhu                    | 11,4% |
| Troqueera Enterprises Ltd    | 9,9%  |
| Pozostali                    | 33,9% |

Źródło: Serwis informacyjny infostrefa.com, Noble Securities

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

## WYCENA

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

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny  | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio | Zmiana % |
|----------------------|----------|---------------------|------------|----------|
| Wycena DCF           | 0,5      | 6,61                | 8,22       | -20%     |
| Wycena porównawcza   | 0,5      | 7,70                | 7,19       | 7%       |
| Średnia ważona metod |          | 7,15                | 7,70       | -7%      |
| Cena aktualna        |          | 4,12                | 4,97       | -17%     |
| Potencjał            |          | 74%                 |            |          |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek maja 2022 (poprzednio: początek września 2021),
- Dług netto na dzień 31.12.2021 roku w wysokości 101 mln zł (poprzednio dług netto: 88 mln zł na koniec 2020 roku), efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (poprzednio 20%),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,9% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 1,9%), beta na poziomie 1,6 (poprzednio 1,7); premia za ryzyko rynkowe w wysokości 5,08% (poprzednio 6%).

| DCF                              | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży           | 204   | 196   | 187   | 222   | 277   | 332   | 549   | 555   | 560   | 567   |
| NOPAT                            | 22    | 21    | 19    | 27    | 41    | 55    | 114   | 114   | 113   | 113   |
| Amortyzacja                      | 31    | 30    | 30    | 29    | 29    | 28    | 27    | 27    | 26    | 26    |
| Zmiany KON                       | 1     | 8     | 9     | -24   | -38   | -38   | -152  | -3    | -3    | -4    |
| CAPEX                            | -8    | -8    | -8    | -8    | -8    | -8    | -8    | -8    | -8    | -26   |
| FCFF                             | 46    | 52    | 51    | 25    | 24    | 37    | -19   | 130   | 129   | 110   |
| WACC                             | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% |
| Współczynnik dyskonta            | 0,93  | 0,83  | 0,74  | 0,66  | 0,59  | 0,52  | 0,47  | 0,42  | 0,37  | 0,33  |
| DFCF                             | 43    | 43    | 37    | 17    | 14    | 19    | -9    | 54    | 48    | 36    |
| SUMA DFCFF do 2031               | 302   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy  | 2%    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość rezydualna na 2031       | 1 106 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 366   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość Firmy (EV)               | 669   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Dług netto 31.12.2021            | 101   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Udziałowcy mniejszościowi        | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość kapitałów własnych       | 568   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Liczba akcji (w tys.)            | 85,9  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Wartość na 1 akcję               | 6,61  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

| Analiza wrażliwości      |      |      |      |      |      |
|--------------------------|------|------|------|------|------|
| Stopa wzrostu rezydualna |      |      |      |      |      |
|                          | 0%   | 1%   | 2%   | 3%   | 4%   |
| WACC - 1,0%              | 6,66 | 7,12 | 7,67 | 8,37 | 9,26 |
| WACC - 0,5%              | 6,23 | 6,63 | 7,11 | 7,71 | 8,46 |
| WACC                     | 5,84 | 6,19 | 6,61 | 7,12 | 7,77 |
| WACC + 0,5%              | 5,48 | 5,79 | 6,16 | 6,61 | 7,16 |
| WACC + 1,0%              | 5,15 | 5,42 | 5,75 | 6,14 | 6,62 |

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC                           | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Stopa wolna od ryzyka          | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        | 5,90%        |
| Premia za ryzyko               | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        | 5,08%        |
| Beta                           | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          | 1,6          |
| <b>Koszt kapitału własnego</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> | <b>14,0%</b> |
| Efektywna stopa podatkowa      | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        | 19,0%        |
| Koszt długu                    | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        | 5,50%        |
| Koszt długu po tarczy          | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        | 4,46%        |
| Dług netto/EV                  | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        | 20,0%        |
| <b>WACC</b>                    | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> | <b>12,1%</b> |

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA i EV/Sales (40% przypisaliśmy P/E i EV/EBITDA oraz 20% wycenę EV/Sales) w latach 2022-2024 (poprzednio w latach 2021-2023, pozostałe parametry bez zmian). Przychody skorygowano o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 7,70 zł (poprzednio 7,19 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

| Spółka                             | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | P/E (x)     |             |             | EV/EBITDA (x) |             |             | EV/Sales   |            |            |
|------------------------------------|----------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|                                    |                            | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2022P         | 2023P       | 2024P       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
| NOVO NORDISK-B                     | 1 162 347                  | 36,0        | 30,2        | 26,8        | 25,6          | 22,6        | 20,5        | 11,8       | 10,5       | 9,6        |
| ELI LILLY & CO                     | 1 219 370                  | 34,3        | 30,4        | 24,5        | 29,0          | 25,4        | 21,0        | 10,5       | 9,8        | 8,6        |
| SANOFI                             | 602 290                    | 13,7        | 13,0        | 12,2        | 10,5          | 10,1        | 9,4         | 3,4        | 3,3        | 3,1        |
| MERCK & CO                         | 932 438                    | 11,9        | 12,0        | 10,6        | 10,1          | 10,2        | 9,3         | 4,3        | 4,4        | 4,2        |
| TONGHUA DONGBA-A                   | 13 822                     | 16,1        | 14,4        | 14,6        | 13,4          | 11,7        | 11,1        | 5,9        | 5,1        | 5,7        |
| BIOCON LTD                         | 23 207                     | 58,3        | 35,2        | 23,3        | 23,5          | 15,8        | 10,9        | 5,5        | 4,2        | 3,1        |
| <b>Mediana</b>                     |                            | <b>25,2</b> | <b>22,3</b> | <b>18,9</b> | <b>18,4</b>   | <b>13,8</b> | <b>11,0</b> | <b>5,7</b> | <b>4,8</b> | <b>5,0</b> |
| Bioton                             | 354                        | 19,5        | 20,5        | 21,7        | 7,1           | 6,5         | 5,9         | 2,3        | 2,0        | 1,7        |
| Premia/dyskonto do średniej (%)    |                            | -23%        | -8%         | 14%         | -62%          | -53%        | -47%        | -59%       | -58%       | -66%       |
| Implikowana wartość Bioton         |                            | 5,3         | 4,5         | 3,6         | 11,9          | 8,9         | 7,4         | 11,2       | 10,0       | 11,2       |
| Waga                               |                            | 13,3%       | 13,3%       | 13,3%       | 13,3%         | 13,3%       | 13,3%       | 6,67%      | 6,67%      | 6,67%      |
| Implikowana wartość godziwa Bioton |                            |             |             |             |               | <b>7,70</b> |             |            |            |            |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 19.04.2022 r. godz. 8:57

## **OSTATNIE WYDARZENIA**

### **Wniosek do NCBiR o płatność końcową w ramach projektu analogowego**

Bioton w marcu 2022 roku otrzymał od NCBiR informację o uznaniu za zakończony projekt pt. "Opracowanie innowacyjnej technologii wytwarzania krótko i długodziałających analogów insuliny mających zastosowanie w terapii cukrzycy. Uznanie projektu za zakończony jest wynikiem pozytywnego rozpatrzenia przez NCBiR złożonej przez spółkę informacji końcowej i wniosku o płatność końcową, co skutkuje zakończeniem realizacji tego projektu w ramach warunków wskazanych w umowie o dofinansowanie z NCBiR. Spółka poniosła nakłady w ramach tego projektu w wysokości ok. 3 mln zł, a otrzymane dotacje wynoszą łącznie ok. 2,14 mln zł.

W ramach wykonanych prac Spółka otrzymała patent na krystaliczną postać insuliny glargine o stechiometrycznej zawartości cynku i sposób jej otrzymywania (P.426225) oraz otrzymała patent na krystaliczną, bezcynkową postać insuliny glargine i sposób jej otrzymywania (P. 426224).

**Rozliczenie kontraktu z NCBiR jest tylko jednym z elementów realizacji projektu analogowego, a kolejnym kluczowym jest przeprowadzenie badań klinicznych i rejestracja produktu w Europie i USA.**

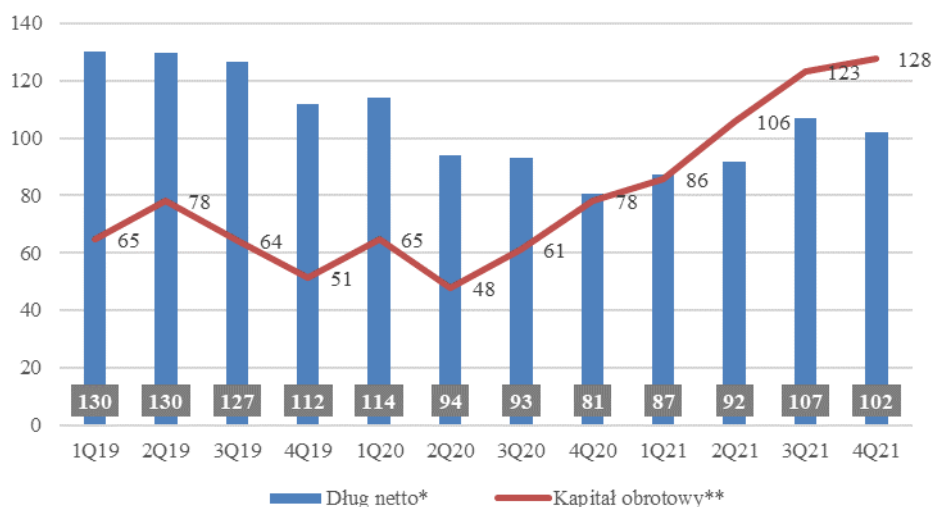
### **Aneks do umowy pożyczki z UniApek S.A.**

Pod koniec listopada 2021 roku Bioton poinformował o zawarciu aneksu do umowy pożyczki z UniApek S.A. (grupa kapitałowa Dongren). Aneks ten dotyczy zmiany harmonogramu spłaty pożyczki do dnia 5 grudnia 2022 r.

**Sytuacja płynnościowa spółki w minionych kwartałach ulegała systematycznej poprawie, jednak 4Q21 przyniósł wyraźne zauważalne zwiększenie zatowarowania, co spowodowało zaangażowanie w zapasy w kwartałne dodatkowych 13,3 mln zł. Wynika to z dwóch głównych czynników. Po pierwsze, konieczności zrobienia większych zapasów w celu zabezpieczenia surowców pod przyszłą produkcję w związku z opóźnieniami logistycznymi na rynku związanymi z COVID-19. Po drugie, ze zwiększenie wartości zapasów substancji insuliny zabezpieczającej m.in. wygrane przetargi w Chinach.**

Dla zobrazowania tej sytuacji warto podać, że poziom zapasów w GK Bioton wyniósł na koniec 2021 roku 125,1 mln zł, co jest najwyższym poziomem zapasów na koniec roku odkąd spółka zaczęła raportowanie wyników na GPW, czyli od 2004 roku. Z drugiej strony spółka uregulowała więcej niż zazwyczaj zobowiązań krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług, co spowodowało, że spadły one do poziomu 36,9 mln zł – najniższego od 2006 roku. Naszym zdaniem potwierdza to tezę o istotnej poprawie pozycji płynnościowej spółki.

Poniżej przedstawiamy zadłużenie netto z tytułu kredytów i pożyczek na tle wielkości zaangażowanych środków w kapitał obrotowy w ostatnich kilkunastu kwartałach.

**Dług netto Biotonu w okresie 1Q19-4Q21 na tle kapitału zaangażowanego w kapitał obrotowy**

Źródło: Opracowanie Noble Securities na bazie danych ze spółki, \*kredyty bankowe, pożyczki minus gotówka (bez uwzględnienia leasingu), \*\*zapasy plus należności minus zobowiązania z tyt. dostaw i usług

**RYNEK BIOPODOBNYCH ANALOGÓW INSULINY – PRZEŁOMOWY MOMENT W USA**

Jak już wspominaliśmy w poprzednim raporcie, 28 lipca 2021 roku Viatron (wcześniej Mylan) we współpracy z Bioconem zarejestrowali na rynku amerykańskim Semglee (insulin glargine-yfgn) jako pierwszego wymienialnego biopodobnego analogu insuliny do Lantusa (interchangeable), co oznacza, że podobnie jak w przypadku leków generycznych, już na poziomie apteki farmaceuci mogą proponować pacjentom zamiast Lantusa nabycie Semglee. Wcześniej możliwe to było jedynie na poziomie lekarza. Start komercyjny produktu nastąpił 16 listopada 2021 roku i od tego momentu spółka ma przyznaną wyłączność rynkową na 12 miesięcy. Cena Semglee bez uwzględnienia rabatów w momencie startu rynkowego była jedynie 5% niższa od oryginalnego Lantusa (269,38 USD/fiolkę w porównaniu do 283,56 USD), jednak po uwzględnieniu rabatów różnica może być większa. Najbliższe kwartały pokażą, jak produkt zostanie przyjęty przez rynek.

**DUŻE PRZETARSOWANIA NA CHIŃSKIM RYNKU INSULINY****System przetargowy od 2019 roku**

Wydatki na leki w Chinach wzrosły ponad dwukrotnie z 754 mld CNY (120 mld USD) w 2009 r. do 1,82 bln CNY (291 mld USD) w 2017 r. Ich udział w 2017 roku w całości wydatków na opiekę zdrowotną w Chinach wyniósł 34%, czyli znacznie więcej niż w większości innych krajów azjatyckich, w tym w Japonii (18%) i Korei Południowej (20%), czy średniej dla krajów OECD (16%). Skłoniło to władze chińskie do podjęcia działań mających na celu ograniczenie wzrostu tych wydatków. Oprócz obniżek cen na listach leków refundowanych, jednym z nich było wprowadzenie w 2019 roku pilotażowego programu aukcyjnego na zakup leków dla publicznych szpitali (Volume-Based Drug Purchasing Policy). Wstępne wyniki wskazały na zamierzony efekt w postaci obniżenia cen leków i zmiany struktury chińskiego rynku farmaceutycznego na korzyść leków generycznych o wysokiej jakości i niskich cenach. Ostatni przetarg, którego wyniki zostały opublikowane 26 listopada 2021 roku, był szóstym przetargiem tego typu i pierwszym, który dotyczył insuliny. W tym wypadku wyniki przetargu będą mieć istotny wpływ na kształt rynku insuliny w Chinach.

### Istotne spadki cen insulin w Chinach od 2022 roku

26 listopada 2021 roku Novo Nordisk opublikował komunikat, w którym poinformował, że wyniki aukcji w Chinach spowodują spadek cen insulin, a co za tym idzie będą mieć negatywny wpływ na skumulowaną stopę wzrostu sprzedaży Grupy o ok. 3 pkt. proc. w 2022 roku. Z kolei Sanofi w lutym 2022 roku, poinformował, że oczekuje na rynku chińskim spadku przychodów ze sprzedaży Toujeo/Lantusa na poziomie ok. 30% (z poziomu 459 mln EUR w 2021 roku). Fierce Biotech szacuje, że w ujęciu średnim producenci 42 produktów insulinowych zaoferowali dyskonta w cenie na poziomie 48% aby wygrać aukcje na dostawy do szpitali. Chiny stanowią duży rynek leków przeciwcukrzycowych, na którym jest około 120 milionów pacjentów. Chociaż dostępne są inne leki, takie jak inhibitory DPP-4 i agoniści GLP-1, insuliny pozostają najczęściej stosowanymi lekami przeciwcukrzycowymi w tym kraju.

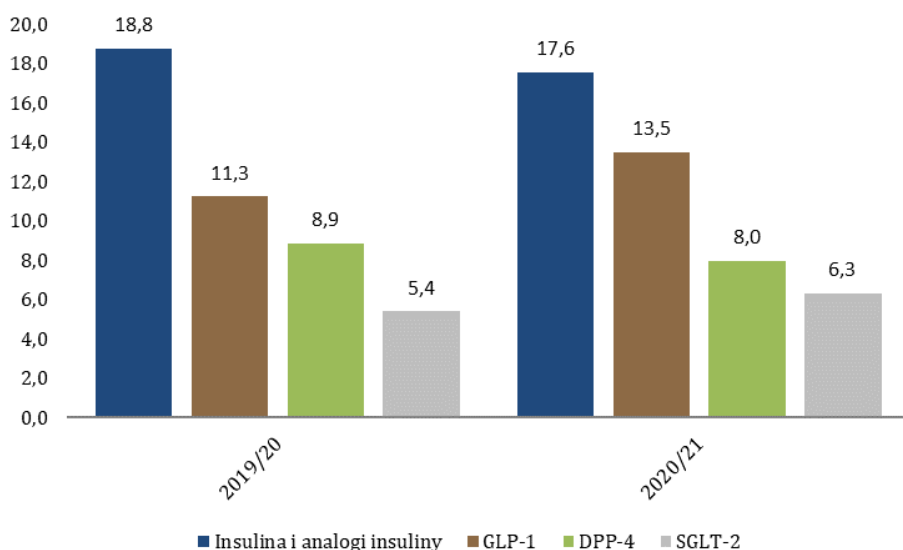
### Większy udział chińskich graczy

Chiński rynek insuliny sprzedawanej do szpitali szacowany był w 2019 roku na 25 mld RMB (ok. 4 mld USD), z czego Novo Nordisk, Sanofi and Eli Lilly odpowiadało za ok. 75% rynku. Z racji pierwszeństwa rynkowego oraz promocji w kręgach akademickich od wielu lat, insulina tych producentów dominuje od wielu lat na rynku. Jednak system aukcyjny otwiera drogę dla lokalnych dystrybutorów i producentów do zwiększenia udziałów rynkowych. Do lokalnych producentów insuliny zaliczyć można Tianmai, Wanbang, Tonghua, Dongbao, Dongyangguang, United Laboratories, czy Gan&Lee. Yifan Pharmaceutical dystrybuje na rynku chińskim insulinę produkowaną przez Bioton pod nazwą Gensulin.

### GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Według danych przedstawionych przez Novo Nordisk w prezentacji poświęconej wynikom rocznym za 2021 rok, bazujących na danych IQVIA, wartość globalnego rynku markowych leków diabetologicznych wyniosła w 2021 roku 302 mln DKK (ok. 45 mld USD), co oznacza wzrost o ok. 7% r/r. Jednak za wzrost odpowiadają głównie dwie grupy produktów – analogi GLP-1, które zwłaszcza w USA wypierają z rynku insuliny i analogi insuliny oraz tabletki przeciwcukrzycowe inhibitory SGLT-2. Sprzedaż insuliny jest stabilna, z lekką tendencją spadkową (-3% r/r), głównie za sprawą spadku na rynku amerykańskim o 11% r/r. Głównym graczem rynkowym na rynku insuliny i jej analogów pozostaje Novo Nordisk z udziałem rynkowym na poziomie ok. 44%. Dwóch pozostałych graczy to Eli Lilly i Sanofi. Sprzedaż Humalogu przez Eli Lilly wyniosła w 2021 roku 2,5 mld USD (-7% r/r), a Lantusa produkowanego przez Sanofi 2,5 mld EUR (ok. 2,7 mld USD, -3% r/r). Spadki są głównie skutkiem obniżek cen.

### Globalny rynek markowych leków przeciwcukrzycowych w latach 2019/20-2020/21 (mld USD)



Źródło: Novo Nordisk (prezentacja wyników rocznych za 2021 rok) za IQVIA

**PROJEKT ANALOGOWY – AKTUALIZACJA**

Grupa opracowała już substancję czynną obu analogów insuliny krótko- (SAIA) i długodziałających (LAIA) w średniej skali produkcji oraz docelowej skali komercyjnej. W przypadku SAIA (insulin lispro, produkt referencyjny Humalog) projekt znajduje się przed fazą badań klinicznych oraz procesem rejestracji. Zarówno Yifan, jak i Bioton współpracują przy transferze, skalowaniu i rejestracji wszystkich produktów.

Serie do badań klinicznych dla insulin lispro zostały wyprodukowane w III kwartale 2021 roku, Yifan obecnie jest w trakcie testów tych serii klinicznych w celu zapewnienia biopodobności przed złożeniem wniosku IND (Investigational New Drug), co ma nastąpić pod koniec 2022 roku. Spółka wskazuje, że proces transferu dotyczący insulin lispro jest zaawansowany i znajduje się w fazie charakteryzacji procesu. Do tej pory Bioton i Yifan przeprowadziły prace nad substancją leczniczą i rozwojem produktu leczniczego dla insulin lispro, w tym doprowadziły projekt do skali klinicznej. Kolejne etapy obejmują złożenie wniosku IND, walidację procesu i badania I fazy, które mają przygotować do złożenia wniosku o pozwolenie na dopuszczenie do obrotu produktu biologicznego do końca 2023 roku.

Spółka oczekuje, że przychody z pierwszego produktu na rynku pojawią się na początku 2025 r., jednakże należy wziąć pod uwagę, iż harmonogram tego typu projektów są trudne do przewidzenia, ponieważ w trakcie projektu mogą pojawić się nieoczekiwane problemy techniczne, a procesy badań klinicznych / rejestracji mogą podlegać pewnym opóźnieniom.

**WYNIKI 2021 – Sprzedaż insuliny w Polsce stabilna, niższa sprzedaż w eksporcie**

Przychody w 4Q21 wyniosły 41,8 (-54% r/r), EBITDA 11 mln zł (-66% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej operacyjnej wyniosła 12,5 mln zł (-53% r/r), a wynik netto -0,3 mln zł (vs. +18,7 mln zł w 4Q20). W całym 2021 roku przychody wyniosły 163 mln zł (-26% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych 45,1 mln zł (-23% r/r), a wynik netto 2,9 mln zł (vs 33,9 mln zł w 2020). Sprzedaż insuliny na rynku krajowym w 2021 roku była stabilna i wyniosła 79,7 mln zł, natomiast na rynkach zagranicznych spadła z uwagi na kilka czynników, o których piszemy dalej. Spółka jednak oczekuje, że zostanie to nadrobione w kolejnych kwartałach. Na rynku chińskim Yifan zabezpieczył sobie wolumeny sprzedaży w scentralizowanym procesie aukcyjnym na dostawy do chińskich szpitali publicznych na lata 2022/2023. W obszarze pozostałych produktów spadek jest zgodny z oczekiwaniami i wynika z zakończenia umów dystrybucyjnych z MSD i Biomed Lublin, a w obszarze usług spadek wynika z niższych przychodów z projektu analogowego. Pozytywny wpływ na wynik miały utrzymujące się pod kontrolą koszty sprzedaży i ogólnego zarządu. Na koniec 2021 dług netto wyniósł 102 mln zł i był poniżej poziomu na koniec 3Q21 (107 mln zł). Wyniki całoroczne na poziomie przychodów są niższe od naszych prognoz, a na poziomie EBITDA zbliżone do naszych oczekiwań.

| Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł) | 4Q20        | 1Q21        | 2Q21        | 3Q21        | 4Q21        | r/r         | 2020         | 2021         | r/r         | 2021P NS     | r/r         |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                  | <b>91,0</b> | <b>36,8</b> | <b>36,5</b> | <b>47,8</b> | <b>41,8</b> | <b>-54%</b> | <b>221,8</b> | <b>163,0</b> | <b>-26%</b> | <b>190,0</b> | <b>-14%</b> |
| Zysk brutto na sprzedaży                       | 39,6        | 16,4        | 16,8        | 23,2        | 21,4        | -46%        | 104,7        | 77,8         | -26%        | 89,7         | -14%        |
| Koszty sprzedaży                               | 9,0         | 7,6         | 7,9         | 7,6         | 8,6         | -4%         | 35,0         | 31,8         | -9%         | 33,2         | -5%         |
| Koszty ogólnego zarządu                        | 10,4        | 6,8         | 7,5         | 6,6         | 7,0         | -33%        | 38,8         | 27,9         | -28%        | 36,8         | -5%         |
| Koszty badań i rozwoju                         | 1,5         | 1,3         | 1,0         | 1,1         | 1,2         | -20%        | 4,0          | 4,7          | 17%         | 4,0          | 0%          |
| Saldo pozostałej działalności oper             | 5,7         | -0,5        | 2,1         | 0,8         | -1,5        | -127%       | 21,6         | 0,9          | -96%        | 0,0          | -100%       |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>24,4</b> | <b>0,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>8,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>-88%</b> | <b>48,6</b>  | <b>14,3</b>  | <b>-70%</b> | <b>15,6</b>  | <b>-68%</b> |
| <b>EBIT skorygowany*</b>                       | <b>18,7</b> | <b>0,7</b>  | <b>0,4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>4,5</b>  | <b>-76%</b> | <b>27,0</b>  | <b>13,4</b>  | <b>-50%</b> | <b>15,6</b>  | <b>-42%</b> |
| Saldo działalności finansowej                  | -0,3        | -2,8        | 1,9         | 0,2         | -5,3        |             | -7,0         | -6,0         | -14%        | -3,6         | -48%        |
| Zysk przed opodatkowaniem                      | 24,1        | -2,7        | 4,5         | 5,7         | 0,8         | -97%        | 41,6         | 8,3          | -80%        | 12,0         | -71%        |
| Podatek dochodowy                              | 5,4         | 2,4         | 0,8         | 1,1         | 1,1         | -79%        | 7,7          | 5,4          | -29%        | 2,3          | -70%        |
| <b>Zysk netto</b>                              | <b>18,7</b> | <b>-5,1</b> | <b>3,7</b>  | <b>4,6</b>  | <b>-0,3</b> |             | <b>33,9</b>  | <b>2,9</b>   | <b>-92%</b> | <b>9,7</b>   | <b>-71%</b> |
| Amortyzacja                                    | 7,8         | 7,8         | 7,9         | 8,0         | 8,0         | 3%          | 31,7         | 31,6         | 0%          | 31,1         | -2%         |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>32,1</b> | <b>7,9</b>  | <b>10,5</b> | <b>16,5</b> | <b>11,0</b> | <b>-66%</b> | <b>80,3</b>  | <b>46,0</b>  | <b>-43%</b> | <b>46,7</b>  | <b>-42%</b> |
| <b>EBITDA skorygowana*</b>                     | <b>26,5</b> | <b>8,5</b>  | <b>8,4</b>  | <b>15,7</b> | <b>12,5</b> | <b>-53%</b> | <b>58,7</b>  | <b>45,1</b>  | <b>-23%</b> | <b>46,7</b>  | <b>-20%</b> |

Źródło: Bioton (wyniki 4Q20-4Q21, 2021), Noble Securities (prognoza 2021), \*o saldo pozostałej działalności operacyjnej

## Przychody

Przychody w 4Q21 wyniosły 41,8 (-54% r/r), głównie z uwagi na niższą sprzedaż insuliny w eksporcie i niższe saldo usług związane z rozliczaniem projektu analogowego. Pod względem przychodów sprzedaż insuliny w 4Q21 spadła o 42% r/r, co wynika głównie z przesunięcia sprzedaży eksportowej na rynek chiński. Na niższą sprzedaż eksportową miały wpływ również zmiany rejestracyjne w Wietnamie i zmiana dystrybutora w Tajlandii. Sprzedaż tabletek przeciwcukrzycowych i innych towarów spadła zgodnie z oczekiwaniami podobnie, jak w poprzednich kwartałach, w związku z zakończeniem współpracy z firmą MSD (dystrybucja produkty Ristfor i Ristaben) oraz Biomed Lublin (dystrybucja Distreptazy). W całym okresie 2021 roku sprzedaż insuliny spadła do poziomu 120,5 mln zł (-16% r/r). Saldo usług w 2021 r. wyniosło 17,8 mln zł (vs 29,3 mln zł w 2020). Bioton księguje w tej pozycji m.in. przychody z rozliczenia projektu analogowego zgodnie z umową z Yifan Pharmaceutical Co – w 2021 roku wyniosły one 9,7 mln zł vs 23,4 mln zł w 2020 roku.

| Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł) | 4Q20        | 1Q21        | 2Q21        | 3Q21        | 4Q21        | r/r         | 2020         | 2021         | r/r         | 2021P NS     | r/r        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|
| <b>Sprzedaż razem</b>                          | <b>91,0</b> | <b>36,8</b> | <b>36,5</b> | <b>47,8</b> | <b>41,8</b> | <b>-54%</b> | <b>221,8</b> | <b>163,0</b> | <b>-26%</b> | <b>190,0</b> | <b>10%</b> |
| Insulina                                       | 49,1        | 31,0        | 22,9        | 38,1        | 28,5        | -42%        | 142,6        | 120,5        | -16%        | 143,0        | 34%        |
| Kraj   |             |             |             |             |             |             | 79,7         | 79,7         | 0%          | 80,0         |            |
| Eksport  |             |             |             |             |             |             | 63,0         | 40,8         | -35%        | 63,0         |            |
| Doustne leki przeciwcukrzycowe                 | 11,4        | 2,1         | 2,0         | 2,7         | 3,1         | -72%        | 32,0         | 9,9          | -69%        | 10,0         | 1%         |
| Pozostałe towary, materiały                    | 5,5         | 2,3         | 2,7         | 2,1         | 4,9         | -9%         | 13,6         | 12,1         | -11%        | 10,0         | -41%       |
| Usługi   | 25,1        | 1,5         | 9,0         | 2,3         | 5,1         | -80%        | 29,3         | 17,8         | -39%        | 27,0         | -13%       |

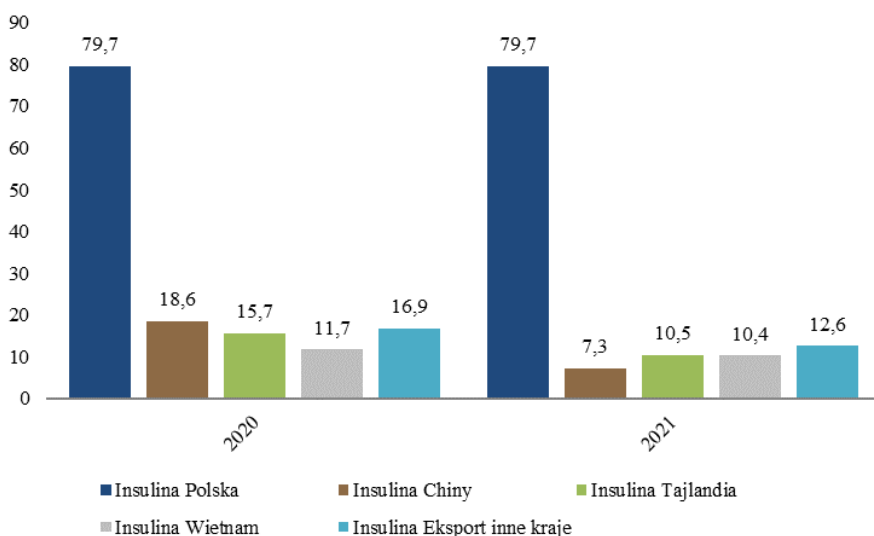
Źródło: Bioton (wyniki 4Q20-4Q21, 2021), Noble Securities (prognoza 2021)

## Wynik i koszty operacyjne

Zysk brutto na sprzedaży w 4Q21 wyniósł 21,4 mln zł (-46% r/r), a w okresie 2021 r. 77,8 mln zł (-26% r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w 4Q21 łącznie wyniosły 15,6 mln zł (vs 19,3 mln zł w 4Q20) i 59,7 mln zł w całym okresie 2021 (vs 73,3 mln zł w 2020). EBITDA w 4Q21 wyniosła 11 mln zł (-66% r/r), EBITDA skorygowana o saldo pozostałej operacyjnej 12,5 mln zł (-53% r/r), wynik netto -0,3 mln zł. W całym 2021 roku EBITDA skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła 45,1 mln zł (-23% r/r).

Poniżej przedstawiamy rozbięcie sprzedaży insuliny przez Bioton na poszczególne rynki w 2020 i 2021 roku.

## Struktura geograficzna sprzedaży insuliny przez Bioton w latach 2020-2021



Źródło: Bioton



## AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy wyników finansowych dla spółki. Główna zmiana to obniżenie prognozowanych wartości sprzedaży usług w kolejnych latach. Wynika to z założenia, że Bioton będzie realizował projekt do momentu rozpoczęcia badań klinicznych, które będą po stronie Yifan. Wcześniej zakładaliśmy, że Bioton będzie realizował projekt do momentu rejestracji.

## Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2020-2021

|                                   | 2020       | 2021       | zmiana      | 2022P<br>Stara | 2022P<br>Nowa | zmiana      | 2023P<br>Stara | 2023P<br>Nowa | zmiana      |
|-----------------------------------|------------|------------|-------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
| <b>Przychody</b>                  | <b>222</b> | <b>163</b> | <b>-26%</b> | <b>254</b>     | <b>204</b>    | <b>-20%</b> | <b>259</b>     | <b>196</b>    | <b>-24%</b> |
| Insulina                          | 143        | 120        | -16%        | 151            | 151           | 0%          | 155            | 154           | 0%          |
| Kraj                              | 80         | 80         | 0%          | 80             | 80            | 0%          | 80             | 80            | 0%          |
| Eksport                           | 63         | 41         |             | 71             | 71            | 0%          | 75             | 75            | 0%          |
| Towary i materiały                | 46         | 22         | -52%        | 21             | 23            | 8%          | 22             | 23            | 6%          |
| Usługi                            | 53         | 18         | -66%        | 82             | 30            | -63%        | 82             | 18            | -78%        |
| w tym refakturowane koszty badań* | 23         | 10         | -59%        | 77             | 25            | -67%        | 77             | 13            | -83%        |
| <b>Zysk brutto na sprzedaży</b>   | <b>105</b> | <b>78</b>  | <b>-26%</b> | <b>104</b>     | <b>95</b>     | <b>-9%</b>  | <b>106</b>     | <b>96</b>     | <b>-10%</b> |
| koszty badań i rozwoju            | 4          | 5          | 17%         | 4              | 5             | 17%         | 4              | 5             | 17%         |
| koszty sprzedaży                  | 35         | 32         | -9%         | 37             | 33            | -11%        | 39             | 35            | -11%        |
| koszty ogólnego zarządu           | 39         | 28         | -28%        | 42             | 29            | -29%        | 43             | 30            | -29%        |
| <b>Zysk netto na sprzedaży</b>    | <b>27</b>  | <b>13</b>  | <b>-50%</b> | <b>21</b>      | <b>27</b>     | <b>32%</b>  | <b>20</b>      | <b>26</b>     | <b>29%</b>  |
| <b>EBIT</b>                       | <b>49</b>  | <b>14</b>  | <b>-70%</b> | <b>21</b>      | <b>27</b>     | <b>32%</b>  | <b>20</b>      | <b>26</b>     | <b>29%</b>  |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>80</b>  | <b>46</b>  | <b>-43%</b> | <b>51</b>      | <b>58</b>     | <b>14%</b>  | <b>50</b>      | <b>56</b>     | <b>13%</b>  |
| <b>zysk netto</b>                 | <b>34</b>  | <b>3</b>   | <b>-92%</b> | <b>14</b>      | <b>18</b>     | <b>28%</b>  | <b>14</b>      | <b>17</b>     | <b>26%</b>  |

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

## AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

## 1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że w 2022 roku i w kolejnych latach sprzedaż wyniesie 80 mln zł (złożenie bez zmian),
- **rynek eksportowy** – zakładamy bez zmian sprzedaż 71 mln w 2022 roku i 75 mln zł w 2023 roku; w kolejnych latach wzrosty o 5% rocznie (założenie bez zmian),

## 2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2022-2024:** zakładamy koszty badań i rozwoju w wysokości 23 mln zł w 2022 r. i 13 mln zł w 2023 r. (poprzednio: po 70 mln zł w 2022 i 2023 r.); **poprzednio zakładaliśmy, że Bioton będzie też ponosić koszty badań klinicznych, a obecnie zakładamy, że cały ten koszt zostanie pokryty przez Yifan,**
- **Etap komercjalizacji – od 2025 roku (wcześniej zakładaliśmy od 2024 roku, przesuwamy wszystkie założenia o rok do przodu)** – zakładamy pierwszą sprzedaż w 2025 roku 30 mln zł, w 2026 roku 80 mln zł, w 2027 roku 130 mln zł, a w kolejnych latach osiągnięcie ok. 1% udziału w rynku analogów licząc bez rynku amerykańskiego (założenie bez zmian – ok. 342 mln zł rocznie).

- 3. **Pozostałe produkty:** Zakładamy wzrosty sprzedaży na poziomie 3% rocznie we wszystkich obszarach (poprzednio 5% rocznie).

## Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

| Przychody                       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      | 2025P      | 2026P      | 2027P      | 2028P      | 2029P      | 2030P      | 2031P      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Insulina</b>                 | <b>145</b> | <b>106</b> | <b>143</b> | <b>120</b> | <b>151</b> | <b>154</b> | <b>158</b> | <b>162</b> | <b>166</b> | <b>170</b> | <b>175</b> | <b>180</b> | <b>185</b> | <b>190</b> |
| kraj                            | 100        | 52         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         |
| eksport                         | 43         | 54         | 63         | 41         | 71         | 75         | 78         | 82         | 86         | 91         | 95         | 100        | 105        | 110        |
| <b>Analogi insuliny</b>         |            |            | <b>20</b>  | <b>10</b>  | <b>25</b>  | <b>13</b>  | <b>0</b>   | <b>30</b>  | <b>80</b>  | <b>130</b> | <b>342</b> | <b>342</b> | <b>342</b> | <b>342</b> |
| Przychody ze sprzedaży analogów |            |            |            |            |            |            |            | 30         | 80         | 130        | 342        | 342        | 342        | 342        |
| <b>Towary, materiały</b>        | <b>102</b> | <b>62</b>  | <b>46</b>  | <b>22</b>  | <b>23</b>  | <b>23</b>  | <b>24</b>  | <b>25</b>  | <b>25</b>  | <b>26</b>  | <b>27</b>  | <b>28</b>  | <b>29</b>  | <b>30</b>  |
| Usługi                          | 5          | 34         | 53         | 18         | 30         | 18         | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          | 5          |
| Refakturowane koszty badań      |            |            | 23         | 10         | 25         | 13         | 0          |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>RAZEM</b>                    | <b>252</b> | <b>202</b> | <b>222</b> | <b>163</b> | <b>204</b> | <b>196</b> | <b>187</b> | <b>222</b> | <b>277</b> | <b>332</b> | <b>549</b> | <b>555</b> | <b>560</b> | <b>567</b> |

Źródło: Bioton (2018-2021), 2022P-2030P - prognozy Noble Securities

## Zasady ładu korporacyjnego (corporate governance)

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

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

## GLÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

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

**Ryzyko kursu walutowego** – spółka zarówno generuje przychody, jak i ponosi koszty w obcych walutach. Tym samym, wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na wyniki osiągnięte przez spółkę. Spółka stosuje naturalny hedging. Łączna wartość aktywów denominowana w walutach obcych (głównie USD i EUR) na 31 grudnia 2021 r. wyniosła 16,7 mln zł, a pasywów 53,9 mln zł.

| Rachunek zysków i strat                 | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>           | <b>222</b> | <b>163</b> | <b>204</b> | <b>196</b> | <b>187</b> |
| Zysk brutto na sprzedaży                | 105        | 78         | 95         | 96         | 97         |
| Koszty sprzedaży                        | 35         | 32         | 33         | 35         | 36         |
| Koszty ogólnego zarządu                 | 39         | 28         | 29         | 30         | 32         |
| Koszty badań i rozwoju                  | 4          | 5          | 5          | 5          | 5          |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 22         | 1          | 0          | 0          | 0          |
| <b>EBIT</b>                             | <b>49</b>  | <b>14</b>  | <b>27</b>  | <b>26</b>  | <b>24</b>  |
| Koszty i przychody finansowe netto      | -7         | -6         | -5         | -5         | -4         |
| Zysk przed opodatkowaniem               | 42         | 8          | 22         | 21         | 20         |
| Podatek dochodowy                       | 8          | 5          | 4          | 4          | 4          |
| <b>Zysk netto</b>                       | <b>34</b>  | <b>3</b>   | <b>18</b>  | <b>17</b>  | <b>16</b>  |
| Amortyzacja                             | 32         | 32         | 31         | 30         | 30         |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>80</b>  | <b>46</b>  | <b>58</b>  | <b>56</b>  | <b>54</b>  |

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

| Bilans                                    | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Aktywa</b>                             | <b>867</b> | <b>865</b> | <b>884</b> | <b>887</b> | <b>889</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>                      | <b>716</b> | <b>690</b> | <b>667</b> | <b>644</b> | <b>622</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe                    | 310        | 286        | 274        | 262        | 251        |
| Wartości niematerialne                    | 370        | 362        | 351        | 339        | 328        |
| Inne aktywa trwałe                        | 36         | 43         | 43         | 43         | 43         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                    | <b>151</b> | <b>175</b> | <b>217</b> | <b>243</b> | <b>267</b> |
| Zapasy                                    | 90         | 125        | 125        | 115        | 104        |
| Należności handlowe                       | 38         | 39         | 49         | 47         | 45         |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty        | 22         | 9          | 41         | 79         | 117        |
| Inne aktywa obrotowe                      | 1          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| <b>Pasywa</b>                             | <b>867</b> | <b>865</b> | <b>884</b> | <b>887</b> | <b>889</b> |
| <b>Kapitał własny razem</b>               | <b>620</b> | <b>623</b> | <b>641</b> | <b>658</b> | <b>675</b> |
| <b>Zobowiązania długookresowe</b>         | <b>90</b>  | <b>78</b>  | <b>78</b>  | <b>78</b>  | <b>78</b>  |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe   | 39         | 29         | 29         | 29         | 29         |
| Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Inne                                      | 51         | 48         | 48         | 48         | 48         |
| <b>Zobowiązania krótkookresowe</b>        | <b>157</b> | <b>165</b> | <b>165</b> | <b>151</b> | <b>137</b> |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe   | 71         | 81         | 71         | 61         | 51         |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług      | 50         | 37         | 47         | 43         | 39         |
| Inne                                      | 36         | 47         | 47         | 47         | 47         |

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

| Rachunek przepływów pieniężnych             | 2020       | 2021       | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| Zysk netto przed opodatkowaniem             | 34         | 3          | 18         | 17         | 16         |
| Amortyzacja                                 | 32         | 32         | 31         | 30         | 30         |
| Inne  | 6          | 18         | 6          | 5          | 4          |
| Zmiana kapitału obrotowego                  | -29        | -47        | 1          | 8          | 9          |
| <b>CF operacyjny</b>                        | <b>42</b>  | <b>6</b>   | <b>55</b>  | <b>60</b>  | <b>59</b>  |
| CAPEX                                       | 5          | 13         | 8          | 8          | 8          |
| Dezynwestycje i inne                        | 0          | 9          | 0          | 0          | 0          |
| <b>CF inwestycyjny</b>                      | <b>-5</b>  | <b>-4</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  | <b>-8</b>  |
| Podwyższenie kapitału                       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego               | -19        | -9         | -10        | -10        | -10        |
| Inne  | 3          | -6         | -5         | -5         | -4         |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>CF finansowy</b>                         | <b>-22</b> | <b>-15</b> | <b>-15</b> | <b>-15</b> | <b>-14</b> |
| <b>CF</b>                                   | <b>15</b>  | <b>-14</b> | <b>33</b>  | <b>38</b>  | <b>38</b>  |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 7          | 22         | 8          | 41         | 79         |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu   | 22         | 8          | 41         | 79         | 117        |

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

| Wybrane wskaźniki  | 2020  | 2021  | 2022P | 2023P | 2024P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| marża EBITDA       | 36,2% | 28,2% | 28,7% | 28,7% | 28,8% |
| marża EBIT         | 21,9% | 8,8%  | 13,5% | 13,2% | 12,9% |
| marża netto        | 15,3% | 1,8%  | 8,9%  | 8,8%  | 8,7%  |
| Dług netto         | 88    | 101   | 59    | 11    | -37   |
| Dług netto/EBITDA  | 1,1   | 2,2   | 1,0   | 0,2   | -0,7  |
| 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               | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,5   | 0,5   |

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

| Roczne stopy wzrostu | 2020 | 2021 | 2022P | 2023P | 2024P |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody            |      | -26% | 25%   | -4%   | -4%   |
| EBITDA               |      | -43% | 27%   | -4%   | -4%   |
| EBIT                 |      | -70% | 91%   | -6%   | -7%   |
| Zysk netto           |      | -92% | 530%  | -5%   | -6%   |

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

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**
**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

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

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

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

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

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

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

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 19.04.2022, godz. 10.35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 19.04.2022, godz. 10.40.

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<br>godz. 8:58 | 05.05.2020<br>godz. 17:30 | 24.07.2020<br>godz. 18:09 | 06.11.2020<br>godz. 10:00 | 20.04.2021<br>godz. 8:55 | 07.09.2021<br>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                |

## 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)       |
|--------------------|-----------|---------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| Selvita            | Kupuj     | 96,2          | 78,5              | 80,30        | 20%                       | 08.04.2022       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Mobruk             | Kupuj     | 500,9         | 398,0             | 403,50       | 24%                       | 07.04.2022       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Artifex Mundi      | Kupuj     | 13,2          | 10,1              | 9,46         | 40%                       | 28.03.2022       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Celon Pharma       | Kupuj     | 42,2          | 24,8              | 25,10        | 68%                       | 16.03.2022       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Creepy Jar         | Kupuj     | 812,0         | 700,0             | 714,00       | 14%                       | 15.03.2022       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| LW Bogdanka        | Trzymaj   | 57,9          | 55,6              | 56,00        | 3%                        | 11.03.2022       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Tauron PE          | Kupuj     | 3,5           | 2,7               | 3,06         | 16%                       | 10.03.2022       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ailleron           | nd        | 19,1          | 11,4              | 11,95        | 60%                       | 03.03.2022       | 24M               | Dariusz Dadej        |
| BoomBit            | Kupuj     | 22,9          | 18,3              | 15,30        | 50%                       | 04.02.2022       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Krynicky Recykling | nd        | 31,8          | 19,6              | 22,40        | 42%                       | 05.01.2022       | 24M               | Dariusz Dadej        |
| Sonel              | nd        | 11,8          | 10,6              | 10,40        | 13%                       | 22.12.2021       | 24M               | Michał Sztabler      |
| CD Projekt         | Redukuj   | 176,4         | 193,0             | 167,00       | 6%                        | 21.12.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Dino Polska        | Redukuj   | 295,0         | 338,0             | 337,80       | -13%                      | 03.12.2021       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Eurocash           | Akumuluj  | 12,2          | 10,9              | 13,40        | -9%                       | 03.12.2021       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Aparator           | Trzymaj   | 19,1          | 18,7              | 18,68        | 2%                        | 29.11.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |
| OncoArendi         | Kupuj     | 48,1          | 38,4              | 28,50        | 69%                       | 16.11.2021       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Amica              | Akumuluj  | 157,6         | 131,6             | 98,00        | 61%                       | 18.10.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ten Square Games   | Kupuj     | 549,3         | 382,6             | 174,60       | 215%                      | 18.10.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| TIM                | nd        | 62,3          | 42,6              | 37,00        | 68%                       | 14.10.2021       | 24M               | Michał Sztabler      |
| Forte              | Trzymaj   | 51,5          | 53,5              | 40,50        | 27%                       | 11.10.2021       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| MCI Capital        | nd        | 41,2          | 22,5              | 20,40        | 102%                      | 07.10.2021       | 24M               | Krzysztof Radojewski |
| Wielton            | Trzymaj   | 13,4          | 12,4              | 7,69         | 74%                       | 28.09.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Ryvü Therapeutics  | Akumuluj  | 71,7          | 51,4              | 44,40        | 61%                       | 23.09.2021       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Bioton             | nd        | 7,7           | 5,0               | 4,12         | 87%                       | 09.09.2021       | 24M               | Krzysztof Radojewski |
| Ailleron           | nd        | 25,2          | 13,7              |              |                           | 02.09.2021       | 24M               | Dariusz Dadej        |
| Aplisens           | nd        | 17,8          | 13,1              | 13,60        | 31%                       | 31.08.2021       | 24M               | Michał Sztabler      |
| 11 bit studios     | Trzymaj   | 455,3         | 460,2             | 557,00       | -18%                      | 27.08.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Sonel              | nd        | 15,2          | 11,8              |              |                           | 16.08.2021       | 24M               | Michał Sztabler      |
| Celon Pharma       | Kupuj     | 59,4          | 39,3              |              |                           | 12.08.2021       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka        | Akumuluj  | 29,3          | 24,9              |              |                           | 05.08.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Krynicky Recykling | nd        | 32,9          | 20,0              |              |                           | 13.07.2021       | 24M               | Dariusz Dadej        |
| Creepy Jar         | Kupuj     | 977,0         | 836,0             |              |                           | 09.07.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Selvita            | Trzymaj   | 87,0          | 84,0              |              |                           | 30.06.2021       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Dino Polska        | Redukuj   | 253,7         | 269,0             |              |                           | 22.06.2021       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Aplisens           | nd        | 17,5          | 12,8              |              |                           | 08.06.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Boombit            | Kupuj     | 32,1          | 26,4              |              |                           | 26.05.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| MCI Capital        | nd        | 30,9          | 19,2              |              |                           | 14.05.2021       | 24M               | Krzysztof Radojewski |
| Krynicky Recykling | nd        | 25,1          | 19,8              |              |                           | 10.05.2021       | 24M               | Dariusz Dadej        |
| Eurocash           | Akumuluj  | 16,6          | 14,4              |              |                           | 06.05.2021       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| OncoArendi         | Trzymaj   | 50,0          | 49,1              |              |                           | 06.05.2021       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| TIM                | nd        | 39,6          | 28,4              |              |                           | 05.05.2021       | 24M               | Michał Sztabler      |
| Artifex Mundi      | Kupuj     | 23,1          | 17,0              |              |                           | 04.05.2021       | 9M                | Maciej Kietliński    |
| Bioton             | nd        | 8,0           | 5,6               |              |                           | 20.04.2021       | 24M               | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka        | Trzymaj   | 23,2          | 23,9              |              |                           | 19.04.2021       | 9M                | Michał Sztabler      |

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

**Krzysztof Radojewski**[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

**Michał Sztabler**[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

**Dariusz Dądej**[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

**Krzysztof Ojczyk, MPW**[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

**Maciej Kietliński, MPW**[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 920 192

Deweloperzy gier

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

**Jacek Paszkowski, CFA**[jacek.paszowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04

