

## Bioton SA

Bioton w ostatnich latach przeszedł istotną transformację poprzez uproszczenie grupy kapitałowej. W 2018 roku sprzedał spółkę SciGen, co pozwoliło obniżyć zadłużenie. Celem spółki na najbliższe lata jest wprowadzenie do sprzedaży analogów insuliny, a dzięki podpisanej umowie ramowej z Yifan spółka ma zapewnione pełne finansowanie tego procesu. Naszym zdaniem obecna wycena nie uwzględnia potencjału związanego z wprowadzeniem do portfela spółki analogów insuliny. Bazując na naszych prognozach wyceniamy spółkę na 7,48 zł.

### Wyniki w 2018 roku i 1Q19

Wyniki zarówno 2018 roku, jak i 1Q19 są pod wpływem dwóch głównych czynników – sprzedaży w połowie 2018 roku spółki zależnej SciGen Ltd i zaliczenia całej jej działalności jako zaniechanej oraz zmiany zasad rachunkowości, w tym ujęcie w koszty wcześniej kapitalizowanych nakładów ponoszonych na prace nad analogami insuliny oraz zmiana rozliczenia uzyskanych opłat typu upfront od umów z dystrybutorami. W 2018 roku przychody wyniosły 241 mln zł, EBITDA -24 mln zł, a wynik netto -76 mln zł. Przychody w 1Q19 wyniosły 31 mln zł, EBITDA -15 mln zł, a wynik netto 27 mln zł. Oczekujemy, że w całym 2019 roku przychody wyniosą 195 mln zł, a EBITDA 9 mln zł.

### Dezynwestycje i oddłużenie

Ostatnie lata to okres porządkowania, reorganizacji i upraszczania Grupy Bioton po serii przejęć, które miały miejsce po debiucie giełdowym. W 2018 roku nastąpiła końcowa faza dezynwestycji – Bioton sprzedał spółkę zależną SciGen, zachowując jednocześnie licencję na sprzedaż insuliny, co wpisuje się w strategię rozwoju w diabetologii. Po tych wszystkich operacjach struktura Grupy Bioton jest bardziej przejrzysta – składa się głównie ze spółek Bioton oraz Biolek. Spółka refinansowała zadłużenie i na bieżąco reguluje swoje zobowiązania.

### Analogi szansą na skokowy wzrost

16 lipca Bioton podpisał umowę ramową współpracy z Yifan Pharmaceutical Co. Ltd dotyczącą rozwoju analogów insuliny. Umowa obejmuje cały proces począwszy od wytworzenia substancji aktywnej, poprzez badania kliniczne, rejestrację aż do komercjalizacji. Proces badań klinicznych oraz rejestracji przed Europejską Agencją Leków (EMA) i na rynku chińskim potrwa około cztery lata i kosztować będzie około 100 mln EUR. Koszty w całości zostaną pokryte przez Yifan. Po zarejestrowaniu analogów Bioton zyska dostęp do rynku dziewięciokrotnie większego niż rynek insuliny ludzkiej, na którym obecnie działa. Globalny rynek analogów IMS szacował w 2017 roku na ok. 35,3 mld USD.

### Ryzyka dla naszej 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 (8,21 zł) oraz porównawczą (6,75 zł), co po zważeniu równymi wagami implikuje wycenę równą 7,48 zł.**

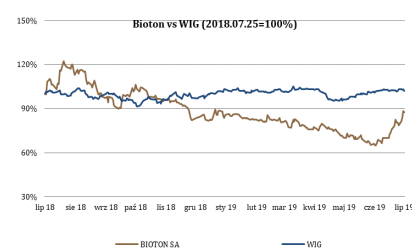
mln zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	362	241	195	289	344
EBITDA	36	-23	9	25	30
EBIT	2	-52	-22	-6	1
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	-27	26	24	-10	-5
P/E (x)	-16,5	17,3	18,7	-43,9	-84,8
EV/EBITDA (x)	17,2	-24,2	61,3	23,3	19,0

Źródło: Bioton (wyniki 2017,2018), Noble Securities (prognozy 2019-2021)

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 26.07.2019 o godz. 08:55. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 26.07.2019 o godz. 08:58.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	5,26 zł
Wycena	7,48 zł
Potencjał wzrostu	42%
Kapitalizacja	452 mln zł
Free float	45,31%
Śr. wolumen 6M	36 470



### 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 2018 roku Grupa zatrudniała 579 osób.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

Dongren Investment Co. Ltd.	24,7%
Perfect Trend Ventures Ltd.	11,9%
Troqueera Enterprises Ltd	9,9%
Basolma Holding Ltd	7,2%
Pozostali	46,3%

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblescurities.pl

+48 22 213 22 35

Kamil Jędrej

kamil.jedrej@noblescurities.pl

+48 22 213 22 37

## WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% i wyznaczając bieżącą wycenę równą 7,48 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	0,5	8,21
Wycena porównawcza	0,5	6,75
Średnia ważona metod		7,48
Cena aktualna		5,26
Potencjał		42%

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek sierpnia 2019 roku,
- Dług netto na dzień 31.12.2018 roku w wysokości 104 mln zł,
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 20%,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2%,
- Parametr beta na poziomie 1,5, stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,5%, premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6%.

## WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	195	289	344	349	344	270	326	383	602	610
NOPAT	-17	-4	0	0	0	8	22	36	96	96
Amortyzacja	31	30	29	29	28	28	27	27	26	26
Zmiany KON	15	-25	-15	-2	0	15	-21	-21	-81	-3
CAPEX	-20	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-26
<b>FCFF</b>	<b>8</b>	<b>-7</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>92</b>
WACC	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
Współczynnik dyskonta	0,96	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,52	0,46	0,42	0,38
DFCFF	8	-6	5	14	14	25	11	16	14	35
SUMA DFCFF do 2028	136									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2028	1 062									
Zdyskontowana wartość rezydualna	673									
Wartość Firmy (EV)	809									
Dług netto 31.12.2018	104									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	705									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	8,2									

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	7,7	8,5	9,7	11,1	13,0
WACC - 0,5%	7,1	7,9	8,9	10,1	11,8
WACC	6,6	7,3	8,2	9,3	10,7
WACC + 0,5%	6,2	6,8	7,6	8,5	9,8
WACC + 1,0%	5,8	6,4	7,1	7,9	8,9

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,5%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
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	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>

Źródło: Noble Securities

## ANALIZA WRAŻLIWOŚCI WYCENY DCF NA ZAŁOŻENIE DOTYCZĄCE ANALOGÓW

Przedstawiamy analizę wrażliwości wyceny DCF na założenie docelowego udziału Biotonu w rynku analogów (inne czynniki bez zmian). W uproszczeniu zakładamy, że rynek analogów pozostanie stabilny do momentu, gdy Bioton wejdzie na rynek ze swoimi analogami. Z jednej strony prawdopodobnie będą rosły wolumeny sprzedaży analogów, ale z drugiej strony wejście leków biopodobnych powstrzyma wzrost cen albo wręcz spowoduje ich lekką erozję. Naszym bazowym założeniem jest 1% udziału w rynku (bez USA) licząc w cenach producenta (Bioton będzie producentem kontraktowym dla Yifan).

Analiza wrażliwości					
	Docelowy udział w rynku analogów				
	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%
Wycena DCF na akcję	4,9	6,5	8,2	9,9	11,6

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki EV/EBITDA i EV/Sales (50% wagi przypisujemy EV/EBITDA pomijając przejściowy 2019 rok i 50% wycenie EV/Sales). Przychody skorygowaliśmy o refakturowane koszty badań i rozwoju nad analogami insuliny. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 6,75 zł.**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
NOVO NORDISK-B	450 369	20,1	17,6	15,9	13,9	13,1	12,1	6,6	6,2	5,7
ELI LILLY & CO	406 606	19,4	16,3	14,7	15,9	14,0	12,6	5,5	5,1	4,8
SANOFI	403 234	13,1	12,1	11,4	11,7	10,2	9,2	3,1	3,0	2,9
MERCK & CO	812 523	17,4	15,5	14,0	12,7	11,7	11,0	5,2	4,9	4,6
TONGHUA DONGBA-A	17 372	31,1	25,5	21,5	22,5	18,5	15,9	10,2	8,8	7,7
BIOCON LTD	15 827	37,1	28,7	21,1	20,8	15,4	12,0	5,2	4,2	3,4
<b>Mediana</b>		<b>19,7</b>	<b>16,9</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>12,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
Bioton	452	18,7	-43,9	-84,8	61,3	23,3	19,0	2,9	2,7	2,5
Premia/dyskonto do średniej (%)		-5%	-359%	-655%	311%	72%	57%	-46%	-45%	-46%
Implikowana wartość Bioton					2,5	2,8	10,9	10,7	10,9	
Waga					25%	25%	17%	17%	17%	
Implikowana wartość godziwa Bioton					<b>6,75</b>					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 25.07.2019 r. godz. 17:15

## **MODEL BIZNESOWY – EWOLUCJA GRUPY KAPITAŁOWEJ**

### **POCZĄTKI SPÓŁKI**

Bioton powstał jako spółka z ograniczoną odpowiedzialnością w 1989 i rozpoczął działalność gospodarczą w 1993 roku. Początkowo działalność Biotonu koncentrowała się na hurtowej i detalicznej sprzedaży produktów leczniczych, a po serii połączeń m.in. z oddziałem doświadczalno-produkcyjnym Instytutu Biotechnologii i Antybiotyków i po procesie reorganizacji, działalność Biotonu objęła także działalność produkcyjną. Produkcja Biotonu początkowo obejmowała antybiotyki produkowane w oparciu o licencję i według własnej oryginalnej technologii. Działalność związana z antybiotykami została sprzedana w 2010 roku.

### **NABYCIE LICENCJI OD BTG**

**W 1996 roku udziałowcem Bioton został Prokom Investments**, a uzyskane wsparcie finansowe umożliwiło Biotonowi zawarcie w 1997 roku umowy licencyjnej z amerykańską firmą biotechnologiczną BTG (Ferring), która udzieliła Biotonowi (formalnie spółce Ibatech Sp. z o.o, która to spółka za zgodą stron przekazała swoje prawa Biotonowi) licencji na produkcję, promocję i sprzedaż rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) na rynku polskim, oraz niewyłączną licencję obejmującą Rosję i kraje WNP. Licencję na produkcję insuliny wykupiły również SciGen (terytorium Azji i Australii) oraz Diosynth (reszta świata).

### **DOPUSZCZENIE INSULINY DO SPRZEDAŻY W POLSCE I WIECZYSTA LICENCJA**

Po latach badań Biotonowi udało się wyprodukować insulinę na skalę przemysłową, a w 2001 roku produkt został zarejestrowany w Polsce pod nazwą Gensulin i rozpoczęła się jego sprzedaż. W latach 2001-2003 spółce udało się zdobyć ok. 2% rynku. Zmiany na liście refundacyjnej pod koniec 2003 roku pomogły spółce zwiększyć udział do 6,5%, a w marcu 2005 roku po obniżce limitu refundacji i obniżce ceny Gensulin do 14,8%. Obecnie Bioton posiada ok. 34% w polskim rekombinowanej insuliny ludzkiej. **W 2012 roku Bioton podpisał umowę z Ferringiem, która rozszerzyła licencję o analogi insuliny.** Warto również dodać, że w 2014 roku wygasło ograniczenie terytorialne związane z pozostałymi rynkami i dzięki temu Bioton uzyskał dostęp do rynku europejskiego, amerykańskiego oraz do krajów Afryki i Bliskiego Wschodu. W dniu 15 maja 2018 r Bioton zawarł aneksy do istniejących umów licencyjnych dotyczących insulin produkowanych przez spółkę. Zawarte aneksy skutkowały wcześniejszym rozwiązaniem istniejących i jednoczesnym zawarciem w to miejsce nowych umów licencyjnych, na mocy których **Bioton jak i SciGen otrzymały nieograniczone niewyłączne prawa do produkcji, sprzedaży i dystrybucji insuliny, w tym także ciągłe, wieczyste oraz niewyłączne prawo do używania i wykonywania procesów produkcyjnych na bazie pierwotnie otrzymanych praw łącznie na terenie całego świata.** Dodatkowo Bioton i SciGen zostali zwolnieni z płacenia dodatkowych opłat licencyjnych dotyczących rekombinowanej insuliny ludzkiej. Łączna kwota opłaty na rzecz Ferring wynosiła 2 mln USD i stanowiła opłatę za wcześniejsze rozwiązanie wcześniej wspomnianych umów i zawarcie w to miejsce nowych. W przypadku analogów insuliny Bioton jest zobowiązany do płacenia opłat licencyjnych przez dziesięć lat od momentu ich rejestracji.

### **PRZEJĘCIE SCIGEN W 2006 ROKU I WYJŚCIE Z TEJ INWESTYCJI W 2018 ROKU**

**W marcu 2006 Bioton przejął kontrolę nad spółką SciGen notowaną na singapurskiej giełdzie.** Zakup tej spółki wpisywał się w strategię rozwoju Grupy Bioton, gdyż SciGen posiadał licencję na bazie umowy z BTG (Ferring) na sprzedaż insuliny na rynkach azjatyckich. W ramach reorganizacji i restrukturyzacji Grupy SciGen, w 2012 roku zostały podjęte decyzje o sprzedaży zakładów produkcyjnych w Izraelu (SciGen Israel Ltd, który miał produkować szczepionkę przeciwko wirusowemu

zapaleniu wątroby typu B) i Chinach (formy gotowe insuliny), co przełożyło się na spadek kosztów stałych. Na rynku indyjskim Bioton w 2012 pozyskał inwestora, który miał wesprzeć finansowo budowę zakładu leków biotechnologicznych (objął połowę udziałów za 8 mln USD w spółce SciGen BioPharma Private Ltd), a w maju 2014 roku została podpisana umowa sprzedaży pozostałej połowy udziałów za 7 mln USD, co było elementem racjonalizacji posiadanego majątku.

**W dniu 15 maja 2018 r. zarząd Biotonu powziął uchwałę o sprzedaży wszystkich posiadanych akcji SciGen Ltd** oraz zawarł umowę inwestycyjną z Yifan International Pharmaceutical Co. Ltd (Yifan). Sprzedaż została zrealizowana w trybie wezwania na zakup wszystkich akcji SciGen, ogłoszonego przez inwestora. W dniu 3 lipca 2018 r. Yifan uzyskał ostatnią niezbędną zgodę regulacyjną, po której sfinalizował transakcję. Uznano, że utrata kontroli nad SciGen nastąpiła 30 czerwca 2018 r. i transakcja została ujęta na ten dzień.

Wartość zobowiązań SciGenu wobec Biotonu na koniec 2017 roku wynosiła 12 mln USD z tytułu odsetek od zobowiązań handlowych, 0,5 mln USD z tytułu zobowiązań handlowych oraz 63,6 mln USD z tytułu pożyczek. W wyniku transakcji sprzedaży akcji SciGen pożyczki od Biotonu zostały częściowo skonwertowane na prawa do prowadzenia działalności handlowej na szeregu rynkach, głównie Azji Wschodniej, polegającej na handlu produktami na bazie rekombinowanej insuliny ludzkiej oraz prawa do szeregu znaków towarowych SciLin, a częściowo umorzone. **Dzięki transakcji przejęcia tych praw Bioton posiada obecnie prawo do sprzedaży insuliny i analogów insuliny na całym świecie.** Główne rynki, na których SciGen realizuje przychody to Korea Południowa, Australia, Singapur i Tajlandia. Największy udział w przychodach spółki SciGen miał w 2018 roku lek onkologiczny Heri Injection.

SciGen miał w 2017 roku przychody na poziomie 40,4 mln USD i 4,2 mln zł zysku na poziomie EBIT (ok. 4,6 mln USD poziomie EBITDA). Na koniec 2017 roku SciGen miał ujemne kapitały własne na poziomie -53,3 mln USD. Spółka funkcjonowała tylko dzięki pożyczkom od Biotonu. Warto dodać, że wyniki SciGenu w pierwszej połowie 2018 roku uległy istotnemu pogorszeniu (przychody 59 mln zł vs 76 mln zł w 1H17, EBIT -0,7 mln zł vs 8 mln zł w 1H17), co jest związane z pojawieniem się konkurencji wobec leku Heri Injection i pogorszeniem wyników jego sprzedaży. Tym samym na transakcję trzeba spojrzeć przez pryzmat wyników SciGenu w pierwszej połowie 2018 roku, a nie rekordowego 2017 roku. **Transakcja sprzedaży SciGen wpisuje się w strategię porządkowania Grupy Kapitałowej. Dzięki sprzedaży SciGenu, Bioton poprawił swoją płynność finansową, a dzięki licencji zachował możliwość sprzedaży swojej insuliny na rynkach azjatyckich przy zachowaniu dotychczasowej współpracy dystrybucyjnej i praw do sprzedaży.**

Po sprzedaży SciGenu, Bioton przestał konsolidować całą działalność dystrybucyjną SciGenu na rynkach azjatyckich, jednak w dalszym ciągu będzie dostarczać formy gotowe insuliny do SciGenu, gdyż SciGen nie posiada własnego zakładu produkcyjnego. W 2017 roku SciGen zakupił od Biotonu gotowe produkty (insulinę) za kwotę 5,5 mln USD, ale pobrał też od Biotonu 1,1 mln USD opłat licencyjnych za sprzedaż insuliny na rynku Chin i Wietnamu (SciGen posiadał licencję na Azję). Po sprzedaży SciGenu nie będzie już opłat licencyjnych, gdyż obecnie Bioton posiada licencję na cały świat.

## NABYCIE BIOPARTNERS W 2007 ROKU I UPADŁOŚĆ TEGO PODMIOTU W 2019 ROKU

W **marcu 2007** roku do Grupy został włączony **BioPartners Holding AG**. Jest to spółka szwajcarska zajmująca się pracą nad opracowaniem leków oraz ich rejestracją, w tym m.in. interferonu beta, stosowanym do leczenia stwardnienia rozsianego oraz hormonu wzrostu. Od 2000 roku współpracowała z koreańskim LG Life Sciences przy pracach nad rozwojem oraz komercjalizacją hormonu wzrostu (podawanego codziennie oraz o dowolnym uwalnianiu, podawanego raz w tygodniu). BioPartners zarejestrował w 2006 roku hormon wzrostu Valtropin, jednak nie wprowadził go na rynek. Przeszkodą mogła być m.in. forma podawania – był on w postaci liofilizowanej i wymagał sporządzenia roztworu

oraz brak chętnych do współpracy dystrybucyjnej. LG Life Sciences wprowadził hormon wzrostu do sprzedaży na rynek koreański w 2007 roku. W sierpniu 2013 roku BioPartners zarejestrował hormon o powolnym uwalnianiu na rynku europejskim – Somatropina BioPartners (Valtropin SR). LG Life Sciences również zarejestrował produkt na rodzimym rynku. Jednak z uwagi na niedostarczenie przez LG Life Sciences do Biopartners produktu gotowego do wprowadzenia do obrotu, Valtropin SR nie został skomercjalizowany, a certyfikat rejestracyjny zgodnie z przepisami wygasł w listopadzie 2017 roku. **W 2015 Bioton dokonał odpisu aktualizującego wartość licencji udzielonej umową oraz pożyczek udzielonych BioPartners do wartości zerowej.** W postępowaniu arbitrażowym Biopartners domagało się od LG Chem (wcześniej LG Life Sciences) odszkodowania w kwocie nie niższej niż 6 mln USD. W wyniku postępowania spółka w dniu 03.01.2019 r. otrzymała informację, że Trybunał Arbitrażowy Międzynarodowej Izby Handlowej oddalił wniosek o odszkodowanie firmy Biopartners GmbH. Trybunał w orzeczeniu arbitrażowym zasądził pokrycie kosztów przez Biopartners w wysokości 0,3 mln USD plus koszty prawne w kwocie ponad 2,8 mln USD. **Biopartners GmbH w dniu 12 marca 2019 r. oraz Biopartners Holdings AG w dniu 13 marca 2019 r. złożyły wnioski o ogłoszenie upadłości.** Procedura upadłościowa rozpoczęła się w dniu 21 marca 2019 r. Szacuje się, że całe postępowanie upadłościowe zajmie ok. siedmiu miesięcy dla obu firm, ponieważ spółki nie posiadają aktywów.

## NABYCIE SPÓŁEK WŁOSKICH W 2008 I ICH SPRZEDAŻ W 2015 ROKU

W 2008 roku do Grupy zostały włączone za pośrednictwem spółki holdingowej Tricel **dwie partnerskie spółki włoskie Pharmatex Italia** (producent iniekcyjnych produktów leczniczych) **oraz Fisiopharma** (dystrybutor). Spółki te są producentami antybiotyków sprzedawanych m.in. na rynku włoskim. Nie były to spółki strategiczne z punktu widzenia rozwoju Biotonu w diabetologii, dlatego w 2015 roku zostały sprzedane.

## NABYCIE SPÓŁKI BIOLEK W 2011 ROKU

W **październiku 2011 roku** Bioton przejął kontrolę nad polską spółką **Biolek Sp. z o.o.**, producentem dodatków do paszy dla zwierząt o właściwościach zbliżonych do antybiotyków oraz leków dla ludzi wspomagających leczenie problemów gastrycznych (Intesta). 26 listopada 2016 roku Komisja Europejska zezwoliła na wprowadzenie na rynek Unii Europejskiej preparatu Suilectin stosowanego w chowie trzody chlewnej jako dodatku paszowego. Uprawnienie zostało udzielone na 10 lat. Suilectin jest wyciągiem izolektyn z fasoli zwyczajnej, który cechuje się efektywnością zbliżoną do dodatków antybiotykowych. Sprzedaje się głównie na rynku polskim. Preparaty Suiacid, Birdacid są produkowane przez kontraktowego producenta z Włoch. Biolek sprzedaje je głównie w Brazylii. Grupą leków, która wykazuje najwyższe wzrosty są leki wspomagające leczenie problemów gastrycznych – Intesta (Energast). Bioton nabył udziały w Bioleku od spółki Troqueera Enterprises Ltd w zamian za emisję własnych akcji. Troqueera Enterprises Ltd w chwili obecnej jest w dalszym ciągu jednym z akcjonariuszy Biotonu. Na mocy porozumienia zawartego 14.08.2013 r. z Troqueera Enterprises w przypadku uzyskania przez Biolek zysku EBITDA 30 mln zł, Bioton jest zobowiązany do wypłaty premii na rzecz Troqueera Enterprises w wysokości 10,6 mln zł w formie bezgotówkowej w drodze emisji akcji spółki lub w gotówce (częściowo bądź w całości).

## POZYSKANIE CHIŃSKIEGO INWESTORA

W 2015 roku nastąpiły zmiany w akcjonariacie – Prokom Investments sprzedał akcje na rzecz rządowego funduszu China-CEE Fund, a NovoTek ogłosił wezwanie na 33% akcji Biotonu. Wśród akcjonariuszy Biotonu pojawił się również Harbin Gloria Pharmaceuticals. Ostatecznie po zmianach akcjonariatu głównym akcjonariuszem jest Dongren Investment Co. Ltd i Uniapek (powiązany z Jubo Liu), który ma 24,7% udziału w kapitale i Perfect Trend Ventures Limited (powiązany z Kong Dezhao), który posiada 11,9%. Trzecim największym akcjonariuszem jest wspomniany już wcześniej Troqueera Enterprises Ltd.

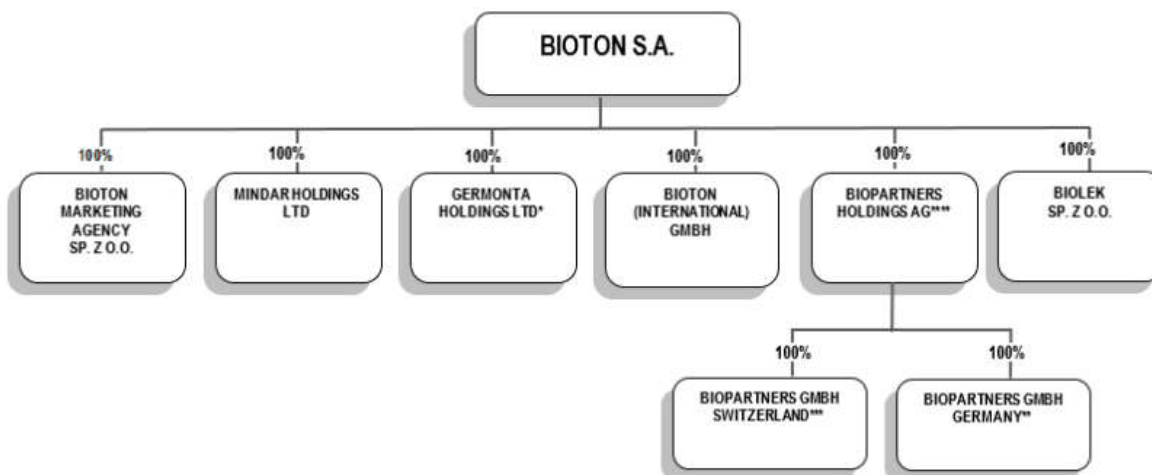
## STRATEGIA

### UPROSZCZENIE GRUPY KAPITAŁOWEJ

Po sprzedaży szeregu spółek w ciągu ostatnich lat oraz postawieniu w stan likwidacji BioPartners model biznesowy Grupy Bioton uległ znacznemu uproszczeniu. Opiera się na jednostce dominującej Bioton, spółce zależnej Biolek i kilku spółkach bez istotnego wpływu na działalność. Składa się na niego kilka filarów:

- **produkcja i sprzedaż insuliny** w postaci form gotowych na rynku polskim i na rynkach zagranicznych (głównie azjatyckich),
- sprzedaż hurtowa insuliny w proszku, jeżeli sprzedaż jest na bazie umowy transferu technologii produkcji form gotowych (np. w planach wejście na rynek brazylijski),
- **praca nad własnymi analogami insuliny** – dwoma szybkodziałającymi oraz jednym długodziałającym na bazie posiadanej technologii rekombinacji DNA,
- **sprzedaż innych leków diabetologicznych** – tabletki przeciwcukrzycowe (m.in. metformina – Avamina, paski do glukometrów, leki kardiologiczne i inne),
- produkcja i dystrybucja dodatków do paszy (Suilectin, Suiacid, Birdacid) i leków wspomagających leczenie problemów gastrycznych (Intesta/Energast) przez spółkę Biolek.

### Schemat struktury organizacyjnej Biotonu według stanu na koniec 2018 roku



Źródło: Bioton, \*\*\*\*Spółka Biopartners GmbH oraz Biopartners Holdings AG w marcu 2019r. złożyły wnioski o ogłoszenie upadłości

### PRODUKCJA INSULINY

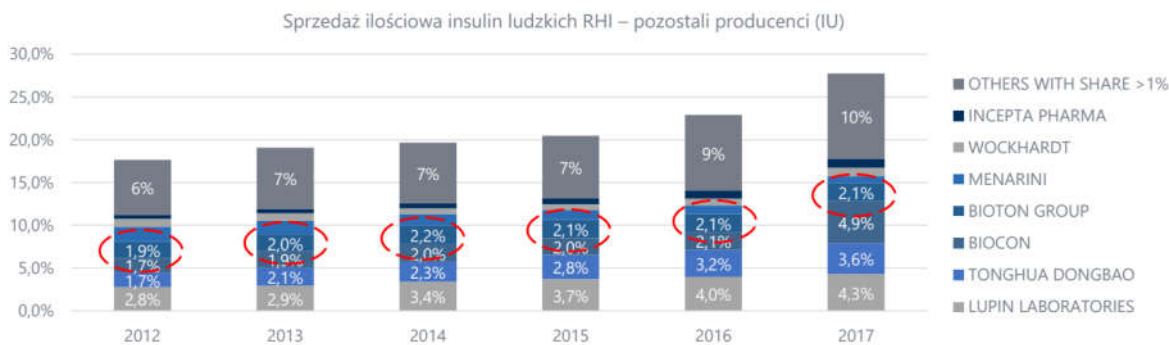
Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI). Grupa posiada dwa zakłady produkcyjne: Zakład Produkcyjny Nr 1 zajmujący się produkcją form gotowych oraz Zakład Biotechnologii wytwarzający substancję aktywną. Oba zakłady znajdują się na terenie spółki dominującej w Macierzyszu. Fabryka była rozbudowywana, m.in. w 2013 roku, co zwiększyło jej możliwości produkcyjne znacząco powyżej bieżących potrzeb. W fabryce mogą być produkowane również analogi insuliny.

### POZYCJA RYNKOWA

Bioton posiada licencję na sprzedaż insuliny na całym świecie i jest w tej chwili czwartym europejskim producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej posiadającym cały łańcuch produkcji od substancji do formy gotowej po Novo Nordisk, Eli Lilly i Sanofi-Aventis. Udział Biotonu w globalnym rynku insuliny ludzkiej według stanu na koniec 2017 roku wynosił ok. 2,1%. Wprowadzenie do oferty analogów insuliny pozwoli wzmocnić pozycję spółki w zakresie diabetologii i zwiększyć udział spółki w rynku

produktów insulinowych. Światowy rynek insulin (rekombinowanej insuliny ludzkiej i analogów) według danych IMS wynosił na koniec 2017 roku ok. 40 mld USD rocznie, z czego trzech największych konkurentów posiada ponad 70% tego rynku. Udział insuliny klasycznej wynosi około 10% w światowym rynku. Wzrost segmentu analogów insuliny będzie w kolejnych latach spowodowany głównie przez zmiany w stylu życia oraz starzenia się populacji. Wśród mniejszych podmiotów obecnych na rynku insuliny ludzkiej dominują podmioty działające na rynkach indyjskim i azjatyckim – Lupin, Tonghua Dongbao i Biocon.

### Udział w globalnym rynku rekombinowanej insuliny ludzkiej mniejszych graczy



Źródło: Bioton za IMS 2017

### UMOWA RAMOWA Z YIFAN NA ROZWÓJ ANALOGÓW

16 lipca 2019 roku Bioton podpisał umowę ramową z Yifan na rozwój analogów insuliny. Jest to umowa obejmująca cały proces począwszy od opracowania substancji czynnej, poprzez proces badań klinicznych, rejestrację oraz komercjalizację leków. Poszczególne czynności i warunki związane z wykonaniem etapów umowy zostaną szczegółowo uregulowane w oddzielnie zawartych zleceniach. **Wszystkie koszty związane z zakupem i instalacją sprzętu potrzebnego do realizacji każdego etapu umowy, zakupem surowców i substancji pomocniczych niezbędnych do wytworzenia produktów w zakresie ujętym odpowiednimi zleceniami szacowane na łącznie ok. 100 mln EUR zostaną pokryte przez Yifan.** W wyniku całego procesu Bioton chce wyprodukować analogi insuliny, będące lekami biopodobnymi wobec leków referencyjnych – krótkodziałających analogów insuliny (lek referencyjny – **Humalog** produkowany przez Eli Lilly) i długodziałającego analogu insuliny (lek referencyjny **Lantus** produkowany przez Sanofi-Aventis). Prace rozwojowe będą obejmować wdrożenie w skali produkcyjnej produktów spełniających specyfikację istniejących substancji w taki sposób, aby produkt końcowy spełniał warunki leku referencyjnego. **Wyprodukowanie analogów i ich rejestracja w EMA i na rynku chińskim według szacunków zarządu Biotonu zajmie ok. 4 lata.**

**Podpisana umowa ma kluczowe znaczenie dla bieżących i przyszłych wyników finansowych spółki. Poniżej opisujemy jej główny wpływ na wyniki finansowe:**

1. W okresie badań nad analogami Bioton będzie ponosił ich koszty, które będą refakturowane na Yifan, tym samym w całym okresie badań i rozwoju oraz rejestracji, zakładamy, że wpływ prac rozwojowych na wyniki finansowe Biotonu będzie neutralny.
2. Od momentu zarejestrowania produktu, Bioton nabędzie 25-letnie prawo do produkcji, dystrybucji, rynku, oferowania i sprzedaży produktu na zasadzie wyłączności na terytorium Polski jak również prawo pierwszeństwa otrzymania prawa do korzystania w krajach Europy, pod własną marką. **Tym samym na rynku polskim, Bioton może wykorzystać własny potencjał sprzedażowy, a w Europie dokonać wyboru, na których rynkach będzie działać.**
3. **Od momentu rejestracji Bioton będzie również działać jako producent kontraktowy analogów na całym świecie.** Szczegóły dotyczące współpracy w tym zakresie będą przedmiotem odrębnej umowy.



**ANALOGI SZANSĄ NA SKOKOWY WZROST**

Patenty dotyczące substancji aktywnej znajdującej się w Humalogu (insulin lispro) produkowanym przez Eli Lilly wygasły na najważniejszych rynkach. W 2017 roku na niektórych europejskich rynkach została wprowadzona do dystrybucji biopodobna wersja leku, a w Stanach Zjednoczonych w 2Q18. **Globalna sprzedaż Humalogu w 2018 roku wynosiła według danych IMS w 2017 roku 7,1 mld USD.** Z kolei licząc w cenach producenta netto, Eli Lilly zaraportował, że jego globalna sprzedaż Humalogu w 2018 roku wyniosła 3 mld USD, z czego 1,8 mld USD w USA i 1,2 mld USD poza Stanami Zjednoczonymi. **Jeszcze większa jest sprzedaż Lantusa (insulin glargine) produkowanego przez Sanofi-Aventis, którego sprzedaż w 2017 roku według IMS wyniosła 11,3 mld USD.** Z kolei Sanofi-Aventis w swoim raporcie rocznym podał, że w całym 2018 roku sprzedaż netto Lantusa wyniosła 3,6 mld EUR, z czego 1,7 mld EUR w USA, 0,7 mld USD w Europie i 1,3 mld EUR w krajach rozwijających się i reszcie świata. Eli Lilly uzyskało rejestrację swojego biopodobnego analoga do Lantusa o nazwie Abasaglar na rynku europejskim w 2015 roku i w grudniu 2016 roku w Stanach Zjednoczonych (Basaglar). Mylan i Biocon zarejestrowali swojego biopodobnego analoga Semglee na rynku europejskim i australijskim w marcu 2018 roku. Natomiast Merck & Co and Samsung Bioepis w 2018 roku ogłosili, że wycofują się z planów komercjalizacji swojego biopodobnego analoga do Lantusa. **Tym samym mimo wygaśnięcia patentów konkurencja na rynku jest bardzo ograniczona, co stwarza ogromną szansę dla Biotonu. Rejestrując analogi Bioton zyska dostęp do rynku wartego według danych IMS ok. 35,3 mld USD.**

Oryginalny lek	Sprzedaż w cenach producenta netto w 2018 roku			Leki biopodobne
	USA	Europa	Reszta świata	
Humalog (insulin lispro) - Eli Lilly	1,8 mld USD	bd	1,2 mld USD	Admelog (Sanofi-Aventis) - rejestracja EMA maj 2017, rejestracja FDA grudzień 2017; Biocon/Mylan – faza przedkliniczna
Lantus (insulin glargine) - Sanofi-Aventis	1,7 mld EUR	0,7 mld EUR	1,3 mld EUR	Abasaglar/Basaglar (Eli Lilly) - rejestracja EMA 2015, rejestracja FDA grudzień 2016; Semglee (Mylan/Biocon) - rejestracja EMA i w Australii w marcu 2018 roku

Źródło: Raport za 2018 rok Sanofi-Aventis i Eli-Lilly, informacje prasowe

**Łatwiejsza rejestracja analogów w USA od 2020 roku**

13 maja 2019 roku odbyło się publiczne spotkanie przedstawicieli FDA mające na celu dyskusję na temat ułatwienia dostępu do insuliny dla pacjentów z uwagi na bardzo wysokie ceny. Częścią planu ma być ułatwienie rejestracji na rynku amerykańskim produktów insulinowych, które od marca 2020 roku mają być traktowane jako leki biopodobne, a nie jak było do tej pory – leki. W trakcie dyskusji wskazano na badanie przeprowadzone przez Schaefer Center, z którego wynika, że średnia cena w czterech kategoriach insuliny wzrosła o 16% rocznie w okresie 2012-2016. Z kolei raport opublikowany w 2018 roku przez Congressional Research Service, wskazał, że cena jednego typu insuliny wzrosła prawie 600% w okresie 2001-2015.

**KONIECZNOŚĆ WYELIMINOWANIA TRITONU**

Bioton musi ponieść nakłady na zgody regulacyjne dotyczące wprowadzania zoptymalizowanych procesów technologicznych mających na celu wyeliminowanie Tritonu z procesu produkcyjnego zgodnie z wymogami regulacyjnymi w Unii Europejskiej. Od 1 stycznia 2021 używanie Tritonu w procesie produkcyjnym zostanie zabronione. Spółka opracowuje zmodyfikowaną technologię, która wyklucza tę substancję. Zdaniem zarządu jest wysoce prawdopodobne, że zgłoszone zmiany rejestracyjne zostaną zatwierdzone, ponieważ zmiany w procesie są postrzegane jako nieznaczne, podczas gdy produkty pozostają takie same przed oraz po wprowadzeniu zmian w procesie produkcyjnym. Spółka wytworzyła 3 serie substancji aktywnej spełniające specyfikację zwolnieniową, z których wytworzyła 3 serie produktu finalnego RHI. Aktualnie, zgodnie z wymaganymi kolejnymi etapami przygotowania dokumentacji rejestracyjnej trwają testy/badania stabilności: badania stresowe, przyspieszone oraz długoterminowe. **Nakłady na dostosowanie procesu produkcyjnego bez użycia Tritonu to ok. 5 mln zł.**

## UMOWA O DOFINANSOWANIE Z NCBiR

W dniu 13.03.2017 r. pomiędzy spółką a Narodowym Centrum Badań i Rozwoju została zawarta umowa o dofinansowanie projektu „Opracowanie innowacyjnej technologii wytwarzania krótko i długodziałających analogów insuliny mających zastosowanie w terapii cukrzycy”. Całkowity koszt realizacji projektu wynosi i maksymalna kwota wydatków kwalifikujących się do objęcia wsparciem wynosi 50,7 mln zł. Na podstawie umowy Biotonowi zostało przyznane dofinansowanie w kwocie nieprzekraczającej 21 mln zł, które umożliwi spółce rozszerzenie portfela leków stosowanych w leczeniu cukrzycy o analogii insuliny.

## ZINTEGROWANY PAKIET DIABETOLOGICZNY

Strategią rozwoju Biotonu w diabetologii oprócz ekspansji geograficznej i pracą nad wprowadzeniem do sprzedaży własnych analogów insuliny jest również zwiększanie sprzedaży leków powiązanych, takich, jak tabletki przeciwcukrzycowe, paski do glukometrów i inne, co ma zapewnić zintegrowany pakiet dla pacjenta z nieprawidłowym poziomem cukru. Terapia rozpoczyna się od podania tabletek przeciwcukrzycowych. W krajach rozwiniętych do leczenia cukrzycy typu 2 stosuje się również analogi GLP-1. Docelowym lekiem jest insulina lub jej analogi. Ostatnim etapem jest leczenie powikłań cukrzycowych, np. problemów z sercem, kiedy to podaje się tabletki kardiologiczne. Biorąc pod uwagę fakt, iż wszystkie te leki są dystrybuowane przez ten sam zespół sprzedażowy, co insulina, jest to sposób na zwiększenie sprzedaży bez ponoszenia istotnych nakładów finansowych. Bioton na bazie umowy dystrybucyjnej z firmą MSD sprzedaje doustne leki przeciwcukrzycowe oraz produkty szpitalne. Jest również podmiotem odpowiedzialnym za dystrybucję na rynku polskim Avaminy (metformina).

## MODELE DYSTRYBUCJI

Poniżej przedstawiamy różne modele dystrybucyjne działania spółki.

- a) **Model bezpośredni** – Bioton działa w tym modelu na rynku polskim. Spółka jest obecna na tym rynku od wielu lat i ma odpowiednie siły sprzedażowo-marketingowe oraz bazę pacjentów z ponad 18% udziałem w łącznym rynku wszystkich insulin oraz ponad 34% udziałem w rynku RHI stanowiącej połowę rynku w Polsce (według danych za rok 2018). W ramach tego modelu spółka będzie miała wpływ na wszystkie poziomy odpowiedzialności od produkcji, przez rejestracje po sprzedaż i marketing.
- b) **Model pośredni** – polega na tym, że spółka będzie producentem produktu i w zależności od wymagań rejestracyjnych, strategii na danych rynkach, będzie współpracować w spełnieniu wymagań rejestracyjnych na zasadach umów dystrybucyjnych, transferu technologii jeżeli takie są wymogi urzędów, czy współfinansowania i aktywnego udziału w procesie rejestracji.
- c) **Model producenta** – dla rynków z wysokimi barierami wejścia jak np. rynek Stanów Zjednoczonych. W ramach takiej współpracy spółka może udzielić licencji, przekazać prawa, dane wymagane przez producenta, aby dystrybutor mógł wykonać odpowiedni zakres badań klinicznych oraz zarejestrować produkt na danym rynku.

## UMOWA DYSTRYBUCYJNA Z YIFAN INTERNATIONAL PHARMACEUTICAL

W dniu 27 marca 2018 r. spółka zawarła z Yifan International Pharmaceutical Co. Ltd z siedzibą w Hong Kongu 15-letnią umowę ramową globalnej dystrybucji sprzedaży i marketingu produktów spółki (RHI). **Jest to w chwili obecnej główna umowa dystrybucyjna Biotonu.** W ramach umowy partner przejmie koszty rejestracyjne, koszty działań komercyjnych, marketingowych i budowania sieci sprzedaży dystrybucyjnej na poszczególnych rynkach. W ramach umowy Bioton otrzymał z góry wynagrodzenie (upfront) 6,8 mln USD. W przypadku importu Yifan zyskał prawo wyłączności. Przychody z tytułu wynagrodzenia upfront są ujmowane w przychodach przyszłych okresów i rozliczane wraz z upływem czasu.

## WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

### ZAŁOŻENIA DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

#### 1. Rekombinowana insulina ludzka:

- **rynek polski** – zakładamy, że sprzedaż w kolejnych latach pozostanie płaska;
- **rynek eksportowy** – zakładamy, że sprzedaż w eksporcie pozostanie płaska, a główny potencjał wzrostu stanowi rynek brazylijski, nad którym spółka obecnie pracuje. Zakładamy sprzedaż na rynku brazylijskim na poziomie 10 mln zł w 2020 roku i 20 mln zł od 2021 roku,

#### 2. Analogi insuliny:

- **Etap badań i rozwoju – lata 2020-2023:** zakładamy, że koszty badań i rozwoju w wysokości 430 mln zł będą się rozkładać następująco: 80 mln zł w 2020 roku, po 120 mln zł w 2021 i 2022 roku oraz 110 mln zł w 2023 roku i zostaną pokryte przez przychody tej samej wysokości (refakturowane koszty na Yifan), tym samym dzięki współpracy z Yifan koszty badań i rozwoju Biotonu w zakresie analogów będą mieć neutralny wpływ na wynik EBITDA; zakładamy koszty badań i rozwoju poza analogami na 5 mln zł rocznie,
- **Etap komercjalizacji - począwszy od 2024 roku:** zakładamy pierwszą sprzedaż w 2024 roku 30 mln zł, w 2025 roku 80 mln zł, w 2026 roku 130 mln zł, a w kolejnych latach osiągnięcie ok. 1% udziału w rynku analogów licząc bez rynku amerykańskiego i w cenach producenta netto, co według naszych szacunków wynosi ok. 342 mln zł.

IMS globalną sprzedaż analogów szacuje na ok. 35,2 mld USD. Bazując na danych przedstawionych w prezentacji kwartalnej Novo Nordisk szacujemy, że odpowiada to za ok. 18 mld USD w cenach producenta netto, z czego ok. połowa sprzedaży jest realizowana w USA, a reszta poza tym rynkiem. **Ponieważ Bioton w pierwszej kolejności zarejestruje analogi w EMA i na rynku chińskim, zakładamy, że jego docelowe rynki będą poza USA.** Tym samym według naszych szacunków otrzymujemy potencjalny rynek dla analogów Biotonu w cenach producenta na poziomie ok. 9 mld USD (34,2 mld zł). **Osiągnięcie 1% udziału w rynku wydaje się być założeniem konserwatywnym, biorąc pod uwagę, że obecnie Bioton posiada ok. 2% w całym rynku rekombinowanej insuliny ludzkiej.** Na tej sprzedaży zakładamy 35% marży brutto na sprzedaży (naszym zdaniem jest to założenie konserwatywne). Przy wycenie DCF przeprowadziliśmy również analizę wrażliwości wyceny na założenie osiągnięcia określonego udziału w rynku analogów.

#### 3. Biolek: pomijamy ten podmiot w naszych założeniach jako mało istotny.

#### 4. Pozostałe produkty:

Zarząd Biotonu mocno stawia na wzrost w obszarze diabetologii, co jest tendencją światową. Dodatkowo jest to w znacznym stopniu proces bezinwestycyjny, a ograniczony jedynie koniecznością zamrożenia kapitału obrotowego. W skład tej grupy wchodzi tabletki przeciwcukrzycowe, leki kardiologiczne, paski do pomiaru glikemii oraz suplementy diety. W tej grupie produktów spółka realizuje niższe marże niż na sprzedaży insuliny. Zakładamy wzrosty sprzedaży w obszarze tabletek przeciwcukrzycowych na poziomie 10% i na średniorocznym poziomie 5% w obszarze pozostałych produktów i towarów.

#### 5. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu – zakładamy w kolejnych kwartałach 2019 roku koszty zbliżone do poziomu z 1Q19 i spadek kosztów o 3 mln zł w 2020 roku dzięki prowadzonej restrukturyzacji i optymalizacji kosztowej,

6. CAPEX – Nakłady odtworzeniowe to około 5-10 mln zł rocznie. Zakładamy 7,5 mln zł rocznie.

### Podsumowanie założeń do prognoz wyników finansowych

Przychody	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Insulina	179,8	122,0	130,0	140,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Analogi insuliny				80,0	120,0	120,0	110,0	30,0	80,0	130,0	342,0	342,0
Refakturowane koszty badań				80,0	120,0	120,0	110,0					
Przychody ze sprzedaży analogów								30,0	80,0	130,0	342,0	342,0
Towary, materiały i usługi	62,0	84,8	64,6	69,0	73,6	78,7	84,1	90,0	96,3	103,1	110,5	118,4
Doustne leki przeciwcukrzycowe	16,5	18,0	22,6	24,8	27,3	30,0	33,0	36,4	40,0	44,0	48,4	53,2
Pozostałe towary i materiały	45,6	66,8	42,0	44,1	46,3	48,6	51,1	53,6	56,3	59,1	62,1	65,2
<b>RAZEM</b>			194,6	289,0	343,7	348,7	344,1	270,0	326,3	383,1	602,5	610,4

marża brutto na sprzedaży	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Insulina				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Analogi - refakturowane koszty badań*				100%	100%	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Analogi - przychody ze sprzedaży								35%	35%	35%	35%	35%
Towary, materiały i usługi				35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%

Zysk brutto na sprzedaży	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Insulina	84,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Analogi - refakturowane koszty badań*	80,0	120,0	120,0	110,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Analogi - przychody ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	10,5	28,0	45,5	119,7	119,7			
Towary, materiały i usługi	15,4	16,2	17,0	17,9	18,8	19,7	20,7	21,7	22,8			

Źródło: Założenia Noble Securities, \*założenie techniczne - zakładamy, że przychody i marże brutto na sprzedaży w całości kompensują koszty badań i rozwoju analogów

### WYNIKI 2018 ROKU I 1Q19

Porównując wyniki Grupy Bioton za 2018 i 2017 rok, warto zwrócić uwagę na wyłączenie z konsolidacji w połowie 2018 roku Grupy SciGen, co miało istotne przełożenie na spadek przychodów. Jeżeli spojrzymy na wyniki Biotonu z wyłączeniem Grupy SciGen, sytuacja wygląda bardziej stabilnie – przychody Biotonu do podmiotów zewnętrznych w 2018 roku wyniosły 183,4 mln zł w porównaniu do 213,4 mln zł w 2017 roku. Niższa sprzedaż to skutek głównie spadku sprzedaży na rynku chińskim o ponad 20 mln zł. Rynek polski pozostaje stabilny – z lekką tendencją wzrostową w obszarze produktów diabetologicznych poza insuliną. Przed sprzedażą SciGenu oprócz Polski, największymi rynkami zbytu w 2018 roku z punktu widzenia Grupy były Korea Południowa (20% przychodów), Australia (12%) oraz Chiny (10%). Po sprzedaży SciGenu proporcje te ulegną istotnej zmianie i głównym rynkiem zbytu będzie Polska. Z uwagi na wysoki poziom kosztów stałych, w spółce widoczny jest efekt wysokiej dźwigni operacyjnej - zarówno spadek, jak i wzrost przychodów ma znacznie większe przełożenie na poziom wyniku operacyjnego. Na wyniki 1Q19 miała zmiana miksu sprzedażowego oraz zmiana rozliczenia z dystrybutorami, co wpłynęło głównie na poziom rentowności. Zakładamy, że w kolejnych kwartałach rentowność będzie się normalizować w kierunku realizowanej wcześniej.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	r/r	2Q19P	3Q19P	4Q19P	2017	2018	2019	r/r
Przychody ze sprzedaży	46,1	84,3	48,4	62,3	30,7	-33,3%	57,8	51,4	52,2	361,6	241,2	194,6	-19,3%
Bioton PL	18,2	55,5	47,4	39,4	30,7		57,8	51,4	52,2	213,4	183,4	194,6	
Insulina	18,6	42,9	33,2	17,5	17,0		43,0	35,0	35,0	151,3	122,0	130,0	
Doustne leki przeciwcukrzycowe	4,5	5,7	6,4	1,4	5,3	17,2%	5,1	6,1	6,1	16,5	18,0	22,6	25,2%
Pozostałe towary, materiały	9,9	9,1	9,6	10,4	8,3	-16,1%	9,8	10,3	11,1	37,2	39,0	39,5	1,2%
Usługi	-0,2	1,7	14,0	-11,2	2,5		0,2	0,2	0,2	8,4	4,4	3,1	
Korekty	-10,7												
SciGen	24,0				0,0								
<b>zysk brutto na sprzedaży*</b>	<b>21,4</b>	<b>29,4</b>	<b>24,4</b>	<b>23,9</b>	<b>5,2</b>	<b>-75,6%</b>	<b>29,1</b>	<b>25,1</b>	<b>27,7</b>	<b>126,9</b>	<b>99,1</b>	<b>87,2</b>	<b>-12,1%</b>
koszty sprzedaży	21,1	21,0	17,6	14,8	16,8	-20,4%	16,8	16,8	16,8	69,6	74,6	67,2	
koszty ogólnego zarządu	14,0	8,1	9,0	7,9	9,2	-34,1%	9,2	9,2	9,2	35,4	39,0	36,8	
koszty badań i rozwoju	9,7	1,7	1,5	20,1	1,1	-88,2%	1,0	1,0	1,0	21,8	33,0	4,1	
zysk na sprzedaży	-23,3	-1,5	-3,7	-18,9	-21,9	-6,0%	2,1	-1,9	0,7	0,1	-47,4	-21,0	
EBIT	-24,6	-3,4	-2,8	-19,2	-22,5	-8,5%	2,1	-1,9	0,7	-1,7	-50,0	-21,6	
<b>EBITDA</b>	<b>-16,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-13,3</b>	<b>-14,8</b>	<b>-10,6%</b>	<b>9,8</b>	<b>5,8</b>	<b>8,3</b>	<b>22,9</b>	<b>-24,1</b>	<b>9,1</b>	<b>-137,7%</b>

zysk netto	-22,6	-34,0	-2,8	-16,4	27,0	0,5	-2,7	-0,7	-259	-75,8	24,1
marża zysku brutto na sprzedaży	46%	49%	48%	37%	17%	50%	49%	53%	52%	50%	45%
marża EBITDA	-36%	3%	7%	-21%	-48%				9%	-12%	5%
dług netto	153,1	179,1	118,5	103,9	130,3				159,6	103,9	106,6

Źródło: Bioton (wyniki 1Q18-1Q19, 2017, 2018), Noble Securities (2019P - prognoza), \*od 2Q18 jednostkowy

## Nowe rynki zbytu

Spółka podejmuje działania w celu rejestracji RHI na nowych rynkach, w tym głównie Brazylii (proces rejestracji jest w toku) oraz Chin (proces rejestracji się zakończył, szczególnie w zakresie rejestracji zwiększonej skali produkcji, jednakże wartość zgromadzonych nakładów nie podlega jeszcze amortyzacji). Zarząd spółki zwłaszcza rynek brazylijski postrzega jako bardzo perspektywiczny. Na tym rynku Bioton działa z lokalnym partnerem na bazie umowy transferu technologii produkcji form gotowych. Docelowo spółka ma uczestniczyć w scentralizowanym procesie przetargowym, który w przypadku wygrania skutkować będzie dużymi zamówieniami. W naszych prognozach zakładamy, że będą to w 2020 roku przychody na poziomie 10 mln zł w 2020 roku i 20 mln zł począwszy od 2021 roku.

## OGRANICZONA SEZONOWOŚĆ

Sprzedaż insuliny charakteryzuje się stosunkowo niewielkimi wahaniami sezonowymi w odniesieniu do przyjmowania leków przez pacjentów. Ze względu na przewlekły charakter choroby oraz długi okres stosowania preparatów przez pacjentów, sprzedaż insuliny utrzymuje się na podobnym poziomie we wszystkich miesiącach roku (z wyjątkiem miesięcy wakacyjnych, tradycyjnie najmniej korzystnych dla przemysłu farmaceutycznego). Jednakże większość nowych przypadków cukrzycy jest diagnozowana w czasie, kiedy pacjent cierpi na infekcje. Zakażenia mogą także zaburzyć równowagę metaboliczną pacjentów już leczonych z powodu cukrzycy. Dlatego pacjenci najczęściej zmieniają sposób leczenia wiosną i jesienią i wtedy też rozpoznaje się większość nowych przypadków cukrzycy. Wahania kwartalnej sprzedaży mogą nastąpić w odniesieniu do realizowanej sprzedaży do dystrybutorów, którzy są klientami grupy i dokonują zakupów według określonych zamówień, które różnią się swoją wielkością i wartością co powoduje wahania sprzedaży w poszczególnych miesiącach czy kwartałach.

## POLITKA DYWIDENDOWA

W 2018 roku Bioton nie wypłacił dywidendy i nie planuje wypłaty dywidendy w 2019 roku.

## ZASTOSOWANIE MSSF 15

W sprawozdaniu za rok 2018 Grupa po raz pierwszy zastosowała MSSF 15. Na wartość przychodów w 2018 roku miał wpływ wprowadzenia standardu MSSF 15 związanego z zasadami rozpoznawania przychodu z udzielonych licencji. W przypadku Biotonu dotyczyło to firm Harbin Gloria Pharmaceuticals Co. Ltd i Pharamsyntez Nord JSC oraz rozliczeniem części upfrontu przypadającego na umowę z Yifan International w roku 2018. Na dzień 1 stycznia 2018 r. Grupa skorygowała przychody uzyskane w latach ubiegłych, do których umowy jeszcze trwają. Zmiana ta wpłynęła na zmniejszenie przychodów na poziomie skonsolidowanym za rok 2018 o kwotę 20,9 mln zł oraz związanym z tym zmniejszeniem osiągniętych marż. Powstały również przychody przyszłych okresów w kwocie 40,9 mln zł, które zostaną rozpoznane w czasie trwania kontraktów tj. przez okres 10 i 15 lat od dat umów. Wpływ jest nie gotówkowy, gdyż kwoty te spółka otrzymała w terminach przewidzianych umowami.

**W kolejnych okresach stosowanie MSSF 15 będzie miało wpływ na rozpoznawanie przychodu z udzielonych licencji (np. z tytułu udzielenia licencji dystrybutorom) – będą one rozpoznane w czasie trwania kontraktów tj. przez okres 10 i 15 lat od dat umów i ujmowane w pozycji przychodów z tytułu usług.**

## Zmiana ujęcia skapitalizowanych nakładów na projekty rozwojowe

W związku z otrzymanym zastrzeżeniem audytora do skróconego śródrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego Grupy na 30 czerwca 2018 r. oraz otrzymanym zaleceniu KNF wskazującym na zmianę ujęcia skapitalizowanych nakładów na projekty rozwojowe w rachunku zysków i strat do czasu

uzyskania rejestracji leków biopodobnych, zarząd spółki podjął decyzję o zmianie ujęcia skapitalizowanych nakładów na wartości niematerialne związanych z projektem analogowym odpowiednio w koszty lat 2018, 2017 i lat ubiegłych, tj. w okresie poniesienia nakładów. Wartość nakładów ujętych w rachunku zysków i strat w kosztach badań i rozwoju wyniosła 31,2 mln zł w 2018 roku oraz 15,9 mln zł w 2017 roku (38,3 mln zł w poprzednie okresy poprzez zmianę wyniku z lat poprzednich). Powyższa zmiana miała wpływ na dane porównawcze sprawozdania finansowego. **W kolejnych okresach Bioton będzie ujmować nakłady na projekt rejestracji analogów bezpośrednio w wynik finansowy, co mogłoby go istotnie obciążać, gdyby nie podpisana umowa ramowa z Yifan, który w całości sfinansuje ten proces. W przypadku prac rozwojowych związanych z rejestracją RHI na nowych rynkach lub wydatków na wyeliminowanie z procesu produkcyjnego Tritonu, będą one kapitalizowane.**

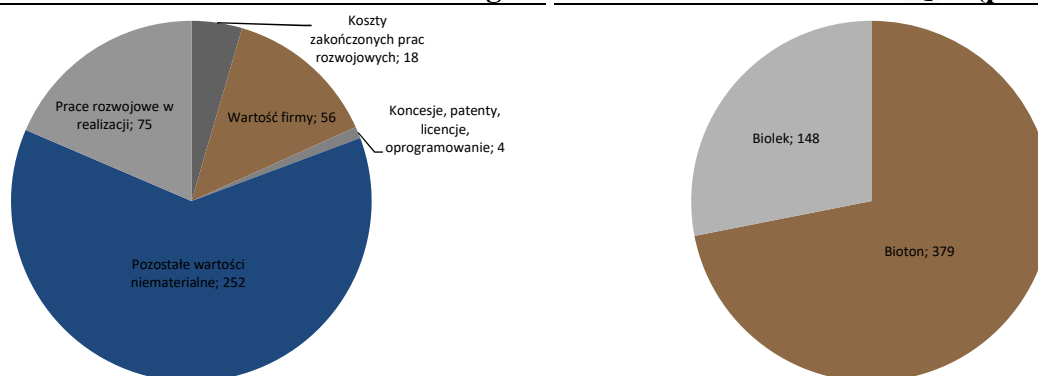
## PLYNNOŚĆ FINANSOWA

Bioton na poziomie skonsolidowanym posiadał na koniec 1Q2019 dług netto na poziomie 130,3 mln zł. Spółka na koniec 1Q2019 roku posiadała zadłużenie i linię faktoringową w BOŚ Banku w łącznej wysokości ok. 35 mln zł, kredyt w HSBC w wysokości ok. 10,6 mln zł, kredyt czteroletni w Bank of China 12 mln EUR (51,4 mln zł) spłacany w ratach kwartalnych, pożyczkę od akcjonariusza UniApek S.A. w wysokości 27,1 mln zł oraz zobowiązania leasingowe o wartości kilkunastu mln zł. Zobowiązania są spłacane na bieżąco z przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę.

## WARTOŚCI NIEMATERIALNE

Szereg akwizycji przeprowadzonych przez spółkę w przeszłości oraz prowadzone prace badawcze i rozwojowe doprowadził do występowania w bilansie znaczących wartości niematerialnych. Warto jednak zauważyć, że w ostatnich latach nastąpił ich istotny spadek – m.in. w wyniku odpisania w 2015 roku nakładów poniesionych na prace badawcze w Grupie BioPartners oraz sprzedażą w 2018 roku Grupy SciGen. Łącznie wycena wartości niematerialnych na koniec 1Q2019 roku wynosiła 471 mln zł, a wartość firmy Biolek 55,5 mln zł. Łącznie amortyzacja wartości niematerialnych wyniosła w 2018 roku 13,5 mln zł. Poniżej przedstawiamy wartości niematerialne w rozbiciu na kategorie (według stanu na koniec 2018 roku) oraz na spółki (wg stanu na 1Q19). Wzrost wartości niematerialnych w 1Q19 (ok. 90 mln zł) wynika głównie z zamknięcia procesu przejęcia licencji na rynki azjatyckie od SciGen w zamian za umorzenie pożyczki, co było jednym z elementów transakcji sprzedaży SciGen.

### Wartości niematerialne netto w mln zł według stanu na koniec 2018 roku i 1Q19 (prawy wykres)



Źródło: Bioton S.A., Noble Securities

## RYNEK INSULINY

### CUKRZYCA CHOROBA CYWILIZACYJNA

Cukrzyca jest chorobą cywilizacyjną i liczba chorych systematycznie rośnie. Według danych i prognoz International Diabetes Federation globalna liczba chorych na cukrzycę wzrosła z 151 mln osób w 2000 roku do 425 mln osób w 2017 roku (wzrost średnioroczny o 6,3%), a w 2045 roku ma wynieść 629 mln osób (wzrost średnioroczny o 1,4%). Szacuje się, że 25-30% chorych na cukrzycę może nie wiedzieć, że choruje i nie ma zdiagnozowanej choroby.

Liczba chorych na cukrzycę (mln)	2017	2045P	zmiana
Afryka	15,5	41,0	164%
Europa	58,0	67,0	16%
Środkowy Wschód i Północna Afryka	38,7	82,0	112%
Ameryka Północna i Karaiby	45,9	62,0	35%
Ameryka Centralna i Południowa	26,0	42,0	61%
Azja Południowo-Wschodnia	82,0	151,0	84%
Zachodni Pacyfik	158,8	183,0	15%
<b>Razem</b>	<b>424,9</b>	<b>628,0</b>	<b>48%</b>

Źródło: International Diabetes Federation

### CUKRZYCA TYPU 1

Cukrzyca typu 1, inaczej zwana cukrzycą insulinozależną, jest autoimmunologiczną chorobą prowadzącą do powolnego zniszczenia produkujących insulinę komórek  $\beta$  wysp trzustkowych i w następstwie tego do utraty zdolności jej wydzielania. Choroba leczona jest, poprzez podawanie przez cały okres życia pacjenta, insuliny o krótkim czasie działania do spożywanych w ciągu dnia posiłków, a także insulinę o długo działającym, bezszczytowym analogu – tzw. bazę, która podawana jest raz na dobę. Leczenie wymaga od pacjenta kilkukrotnych podskórnych wstrzyknięć leku w roztworze, a także systematycznego, wielokrotnego oznaczania poziomu glukozy we krwi. Szacuje się, że cukrzyca typu 1 stanowi około 10% wszystkich przypadków zachorowań na cukrzycę. **Do leczenia cukrzycy typu 1 stosuje się insulinę klasyczną (rekombinowaną insulinę ludzką) oraz analogi insuliny. W Polsce ok. 160 tys. osób jest chorych na cukrzycę typu 1.**

### CUKRZYCA TYPU 2

Cukrzyca typu 2 jest inaczej zwana cukrzycą insulinoniezależną lub cukrzycą wieku dorosłego. Jest to choroba metaboliczna charakteryzująca się wysokim stężeniem glukozy we krwi oraz opornością na insulinę i względnym niedoborem insuliny. Klasycznymi objawami cukrzycy są nadmierne pragnienie, częstomocz oraz nadmierne zwiększenie łaknienia. Cukrzyca typu 2 stanowi około 90% przypadków cukrzycy. Otyłość jest uważana za główną przyczynę cukrzycy typu 2 wśród osób z genetycznymi uwarunkowaniami do rozwoju tej choroby. Wyniki badania Nurses Health Study wskazało, że ryzyko cukrzycy dla osób z BMI przekraczającym 35 kg/m<sup>2</sup> jest 40 krotnie wyższe niż dla osób z BMI poniżej tego progu. Według badań opublikowanych w 2014 roku przez Gatineau, w przypadku Wielkiej Brytanii, 90% dorosłych w wieku 16-54 z cukrzycą typu 2 miało nadwagę lub otyłość, a 17,6% osób z nadwagą lub otyłością powyżej 18 roku życia miało zdiagnozowaną cukrzycę. Do leczenia cukrzycy typu II stosuje **doustne leki przeciwcukrzycowe oraz analogi GLP-1, wsparte insuliną. Według danych Najwyższej Izby Kontroli opracowanych na bazie informacji z NFZ, liczba pacjentów chorych na cukrzycę typu 2, na koniec 2015 r., wyniosła 1.639 tys. osób, a wg stanu na koniec 2016 r. 1.658 tys. osób (wzrost o 1,1%). Według tego samego źródła, ogólna liczba chorych na cukrzycę wyniosła 1.797 tys. osób w 2015 r. i 1.819 tys. osób w 2016 r. (wzrost o 1,3%). Z kolei International Diabetes Federation liczbę chorych na cukrzycę w Polsce szacuje na ok. 2,24 mln osób.**

## INSULINA I INNE LEKI WSPOMAGAJĄCE LECZENIE CUKRZYCY

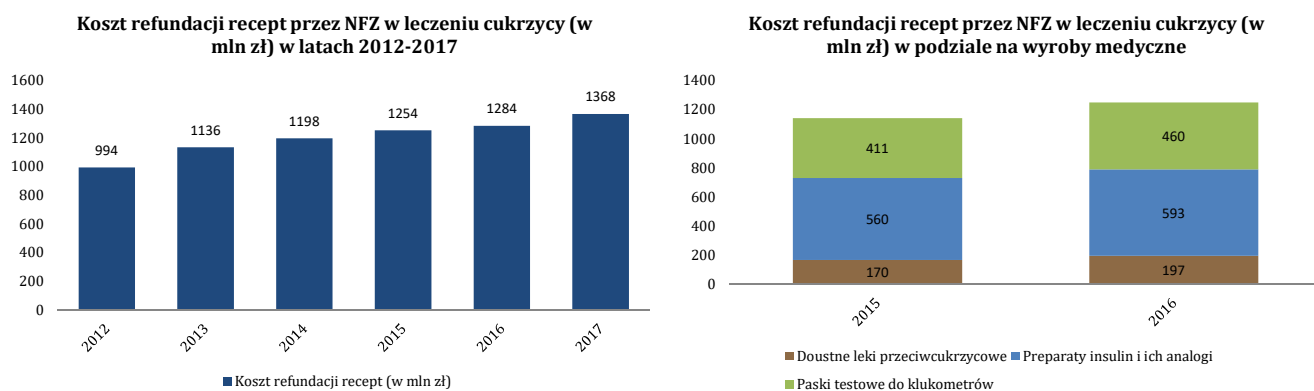
**Insulina** to hormon produkowany przez trzustkę, a dokładnie przez komórki beta wysp trzustkowych (wysp Langerhansa). Insulina reguluje poziom cukru we krwi.

**Insulina ludzka – inaczej rekombinowana insulina ludzka** jest produkowana w laboratorium przez sterylne bakterie lub drożdże piekarskie metodą rekombinacji DNA i jest identyczna w budowie z insuliną ludzką powstającą w organizmie. Bioton produkuje rekombinowaną insulinę ludzką przy pomocy zmodyfikowanej bakterii *Escherichia coli*.

**Insulina analogowa – inaczej analog insuliny** jest to zmieniony metodami inżynierii genetycznej preparat insuliny ludzkiej. Wprowadzone modyfikacje zmieniają szybkość i czas działania tej insuliny.

Według opracowania Małgorzaty Rzepy „Cukrzyca i wspomaganie jej leczenia środkami pochodzenia roślinnego” (Wrocław, 2008), preparaty insuliny stosowane są przez około 20% wszystkich chorych na cukrzycę, co w Polsce oznaczałoby niespełna **400 tys. osób**. Według innych źródeł **wymagających leczenia insuliną w Polsce jest ok. 600 tys. osób**.

### Koszt refundacji recept przez NFZ w leczeniu cukrzycy w Polsce (w mln zł)



Źródło: Departament Analiz i Strategii Narodowy Fundusz Zdrowia (Raport Cukier, otyłość – konsekwencje. Przegląd literatury, szacunki dla Polski), luty 2019, NIK (Raport Informacja o wynikach kontroli PROFILAKTYKA I LECZENIE CUKRZYCY TYPU 2, KZD.430.007.2017) na bazie danych NFZ

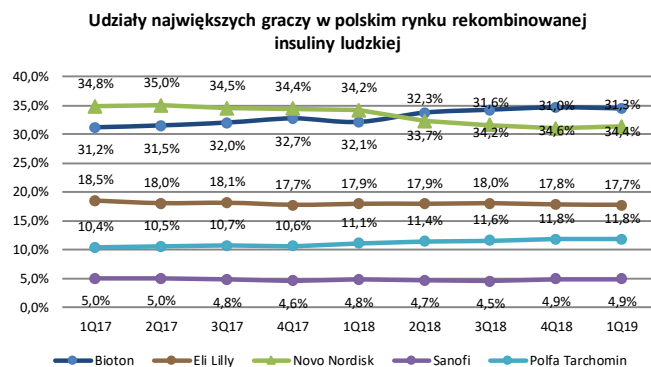
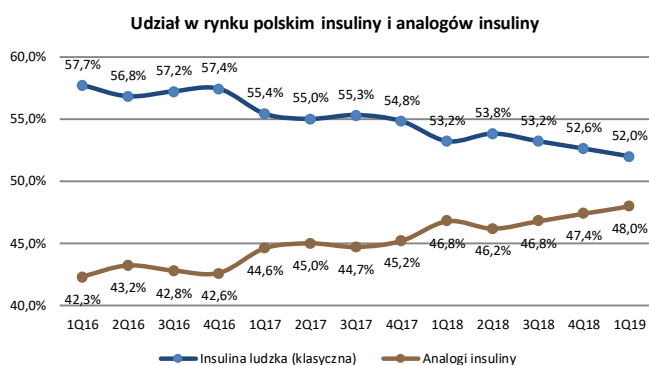
Cukrzyca jest chorobą przewlekłą, a insulina, analogi insuliny i leki doustne objęte są refundacją Narodowego Funduszu Zdrowia. W 2016 roku 49% (593 mln zł) refundacji leków w leczeniu cukrzycy stanowiła insulina i analogi, 36% (460 mln zł) paski testowe do glukometrów i 15% (197 mln zł) doustne leki przeciwcukrzycowe.

### RYNEK POLSKI – INSULINA KLASYCZNA JESZCZE DOMINUJE

W 1Q2019 roku według szacunków IMS/IQVIA insulina klasyczna stanowiła ok. 52% całego polskiego rynku insulinowego, jednak systematycznie taci ona udział rynkowy na rzecz analogów insuliny. Udział Biotonu w polskim rynku insuliny klasycznej wynosi 34%, a w całym rynku insulinowym 18%. Głównymi kanałami zbytu są hurtownie farmaceutyczne. Bioton wprowadził Genslin do sprzedaży w 2001 roku i systematycznie zwiększał swój udział kosztem konkurencji (Novo Nordisk, Eli Lilly i Sanofi).



## Udział w polskim rynku insuliny i analogów insuliny

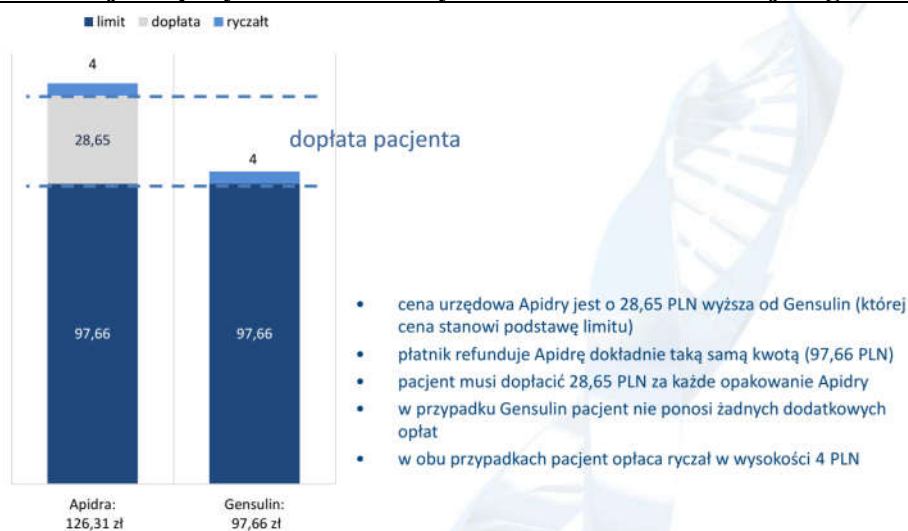


Źródło: Bioton za IMS/IQVIA

## REFUNDACJA KSZTAŁTUJE RYNEK

W Polsce na wszystkie leki refundowane obowiązują ceny urzędowe ustalane przez Ministerstwo Zdrowia (w wyniku negocjacji z producentami) publikowane raz na dwa miesiące, w drodze obwieszczenia. Każda substancja czynna jest refundowana przez płatnika do pewnego poziomu zwanego limitem refundacji (jeśli cena jest wyższa od limitu różnicę dopłaca pacjent). Limity dotyczą zazwyczaj więcej niż jednej substancji chemicznej. **Leki objęte jednym limitem refundacji stanowią tzw. grupę limitową.** W grupie limitowej znajdują się leki o podobnym działaniu, dawkowaniu i sposobie podawania (np. insuliny i analogi krótkodziałające). Wpływ na zmiany udziałów w rynku polskim największych graczy oprócz zmian o charakterze organicznym mają zmiany na listach refundacyjnych. Według ostatniej listy refundacyjnej od 1 maja 2019 roku refundacją objętych jest kilka analogów, a ich ceny wynoszą od ok. 24 zł wzwyż vs ok. 4 zł za opakowanie insuliny klasycznej. Refundacja Gensulin Biotonu została od stycznia 2019 roku przedłużona o trzy kolejne lata.

## System refundacji na przykładzie insuliny Biotonu i krótkodziałającego analogu



Ceny urzędowe analogu krótkodziałającego vs Gensulin

Źródło: Bioton

## RYNEK GLOBALNY – ANALOGI WYPIERAJĄ INSULINY KLASYCZNE

Według danych IMS/IQVIA cały globalny rynek produktów insulinowych (iniekcyjnych – rekombinowanej insuliny ludzkiej i analogów) wynosił w 2017 roku ok. **39,6 mld USD** i w okresie ostatnich pięciu lat rósł wartościowo w średniorocznym tempie ok. 13,1% i ilościowo w średniorocznym tempie ok. 4,3%. Szybszy wzrost wartościowy niż ilościowy oznacza m.in., że droższe produkty (analogi) wypierają tańsze (rekombinowaną insulinę ludzką). **Globalny rynek produktów insulinowych dzieli się na długodziałające (40%), mieszane (25%) i szybko działające (35%). O utracie znaczenia**

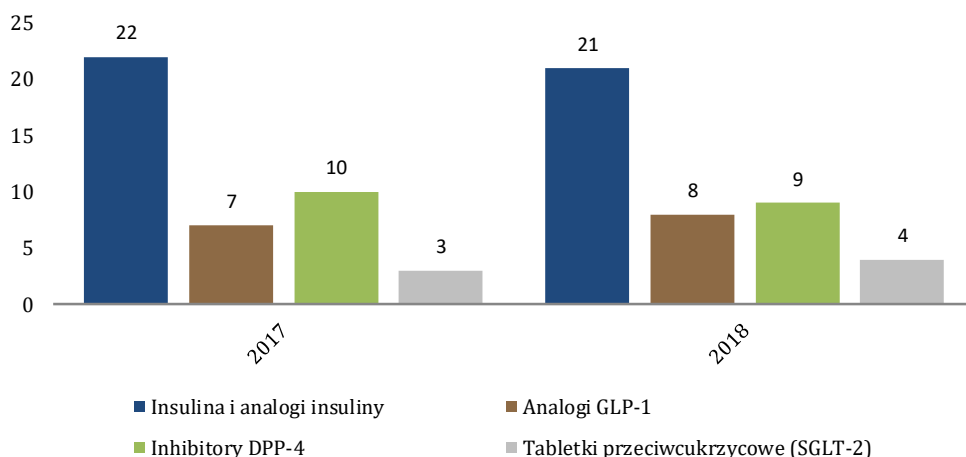
rekombinowanej insuliny ludzkiej świadczy fakt, że w przypadku Novo Nordisk, przychody z jej sprzedaży stanowiły 8% przychodów ogółem. Dla porównania przychody z analogów miały 44% udział w sprzedaży, a analogów GLP-1 miały 24% udział w sprzedaży. Według danych IMS wartość rynku analogów w 2017 roku wynosiła 35,3 mld EUR, a insuliny ludzkiej 4,3 mld USD. Oznacza to, że RHI stanowi zaledwie 10% całego rynku produktów insulinowych.

### GLP-1 SYSTEMATYCZNIE ROŚNIE

Zauważalną tendencją w skali światowej podejścia do leczenia cukrzycy typu 2 jest leczenie analogami inkretyny GLP-1 (glukagonopodobny peptyd-1). Analogii inkretyn to odpowiedniki ludzkiej inkretyny GLP-1, która zwiększa wydzielanie insuliny oraz zmniejsza wydzielanie glukagonu i motorykę przewodu pokarmowego. Analogi inkretyn to dosyć nowa grupa leków stosowanych w leczeniu cukrzycy typu 2, wykorzystująca fizjologiczny efekt hipoglikemizujący inkretyn. Inkretyny, a więc GLP-1 i GIP (zależny od glukozy peptyd insulinotropowy), są hormonami przewodu pokarmowego wydzielanymi ze śluzówki jelit po spożyciu posiłków i uczestniczą w regulacji wydzielania insuliny i glukagonu z trzustki oraz motoryki przewodu pokarmowego. Uważa się, że poposiłkowe wydzielanie insuliny w 50–70% zależne jest od działania GLP-1 i GIP. Niestety, fizjologicznie czas działania tych hormonów jest krótki (1–2 min), gdyż ulegają rozkładowi przez peptydazy – enzymy rozkładające wiązania białkowe. **Badania nad wydłużeniem efektu działania GLP-1 i GIP doprowadziły do pozyskania dwóch grup leków: analogów GLP-1 i inhibitorów DPP-4 (leków blokujących działanie DPP-4).** Analogi GLP-1 stosuje się poprzez iniekcję, podobnie jak insulinę i analogi insuliny. Z kolei inhibitory DPP-4 mają postać tabletek. Wpływ analogów GLP-1 na przewod pokarmowy skutkuje utratą masy ciała, co jest korzystne u osób otyłych z cukrzycą typu 2. **Globalny rynek analogów GLP-1 w cenach producenta netto według danych przedstawionych w prezentacji za 1Q19 spółki Novo Nordisk wynosił w 2018 roku 8 mld USD, a rynek inhibitorów DPP-4 wynosił 9 mld USD.**

### Globalny rynek markowych leków dla diabetyków w 2017 i 2018 r. w cenach producenta netto

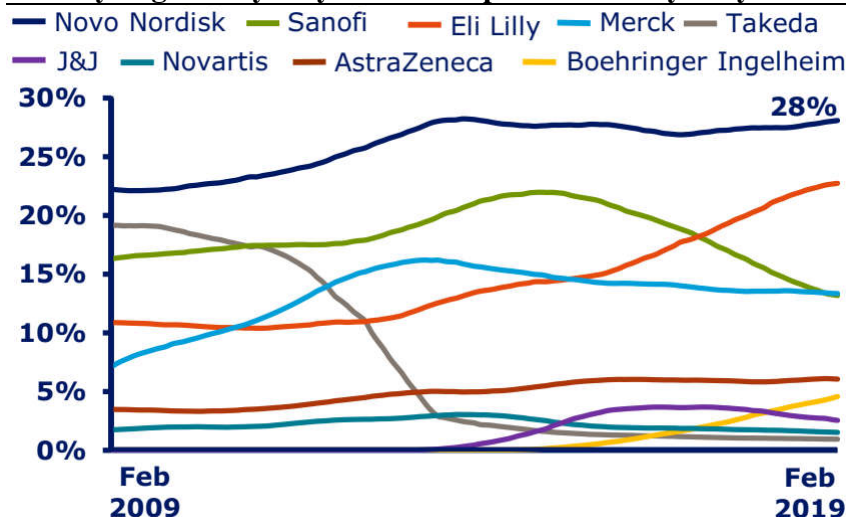
Globalny rynek leków przeciwcukrzycowych w latach 2017-2018 (mld USD)



Źródło: Novo Nordisk (Prezentacja wyników za 1Q19)

### NOVO NORDISK LIDEREM RYNKOWYM

Na rynku leków przeciwcukrzycowych liderem od wielu lat Novo Nordisk, którego udział na koniec 1Q19 sięgał 28%, przy czym jego udział w rynku insulinowym wynosił 46,7% i udział w rynku analogów GLP-1 wynosił 46%. Kolejnymi graczami są Eli Lilly (22%) i Sanofi Aventis (13%) oraz Merck (13%).

**Udziały w globalnym rynku leków przeciwcukrzycowych w ostatnich 10 latach**

Źródło: Novo Nordisk za IQVIA (Prezentacja wyników za 1Q19)

**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. Samo wprowadzenie do sprzedaży analogu insuliny to koszt ok. 100 mln EUR, a zakończony sukcesem proces rejestracji nie gwarantuje osiągnięcia przez lek zakładanych efektów ekonomicznych. Jednocześnie niepowodzenie prac rozwojowych mogłoby spowodować brak możliwości uzyskania tychże efektów, co może skutkować negatywnym wpływem na sytuację finansową lub wyniki.

**Ryzyko rozwiązania umowy z Yifan w zakresie współpracy przy rozwoju analogów insuliny** – podpisana 17 lipca 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.

**Ryzyko kursu walutowego** – spółka zarówno generuje przychody w obcych walutach, jak i ponosi koszty – obie kategorie stanowią znaczną część w rachunku zysków i strat. W związku z tym, spółka ma otwartą pozycję walutową netto. Tym samym, wahania kursu walutowego mogą mieć istotny wpływ na wyniki osiągane przez spółkę. Po sprzedaży SciGenu ryzyko kursu walutowego spadło w Grupie Bioton.

**Ryzyko zmian polityki refundacyjnej** – Polityka refundacyjna ma znaczący wpływ na ceny leków dla pacjentów. Tym samym, zmiany w postaci wprowadzenia nowych leków lub zmiany poziomu refundacji mogą mieć decydujący wpływ na konkurencyjność leków oferowanych przez spółkę, co może prowadzić do utraty udziałów rynkowych, i w rezultacie mieć negatywny wpływ na wyniki spółki. Refundacja Gensulin Biotonu na rynku polskim została przedłużona od stycznia 2019 roku o kolejne 3 lata.

**Ryzyko związane z odmową lub opóźnieniami w dopuszczeniu produktów spółki do obrotu** – Działalność spółki koncentruje się w obszarze silnie regulowanym pod kątem dopuszczenia do obrotu konkretnych produktów. Przygotowanie dokumentacji niezbędnej do uzyskania pozwolenia dla danego produktu oraz procedury dopuszczeniowe, szczególnie na niektórych rynkach, wymaga dużego nakładu pracy oraz czasu. Powyższe mogą powodować znaczące opóźnienia we wprowadzeniu nowych produktów spółki do obrotu, a tym samym mieć negatywny wpływ na wyniki spółki.

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>362</b>	<b>241</b>	<b>195</b>	<b>289</b>	<b>344</b>
Zysk brutto na sprzedaży	186	116	87	179	226
Koszty sprzedaży	103	83	67	65	66
Koszty ogólnego zarządu	54	51	37	35	35
Koszty badań i rozwoju	25	33	4	85	125
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-2	-2	-1	0	0
<b>EBIT</b>	<b>2</b>	<b>-52</b>	<b>-22</b>	<b>-6</b>	<b>1</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-24	68	22	-7	-7
Zysk przed opodatkowaniem	-22	15	1	-13	-7
Podatek dochodowy	6	-11	-23	-2	-1
<b>Zysk netto</b>	<b>-27</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>
Amortyzacja	33	29	31	30	29
<b>EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>-23</b>	<b>9</b>	<b>25</b>	<b>30</b>

Źródło: Bioton (2017, 2018), Noble Securities (2019P-2021P)

Bilans	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa</b>	<b>1 098</b>	<b>1 010</b>	<b>1 023</b>	<b>1 034</b>	<b>1 032</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>846</b>	<b>859</b>	<b>878</b>	<b>855</b>	<b>833</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	342	336	331	320	309
Wartości niematerialne	422	405	517	506	495
Inne aktywa trwałe	82	118	30	30	30
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>252</b>	<b>151</b>	<b>145</b>	<b>178</b>	<b>198</b>
Zapasy	105	78	67	68	73
Należności handlowe	102	62	50	74	88
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	39	8	25	33	34
Inne aktywa obrotowe	7	3	3	3	3
<b>Pasywa</b>	<b>1 098</b>	<b>1 010</b>	<b>1 023</b>	<b>1 034</b>	<b>1 032</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>740</b>	<b>713</b>	<b>737</b>	<b>727</b>	<b>721</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>105</b>	<b>123</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	23	18	18	18	18
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	46	33	33	33	33
Inne	35	72	49	49	49
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>259</b>	<b>174</b>	<b>186</b>	<b>207</b>	<b>211</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	175	94	114	134	134
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	49	56	48	49	53
Inne	35	24	24	24	24

Źródło: Bioton (2017, 2018), Noble Securities (2019P-2021P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk netto przed opodatkowaniem	-27	26	24	-10	-5
Amortyzacja	33	29	31	30	29
Inne	14	-57	-22	7	7
Zmiana kapitału obrotowego	-18	29	-8	-25	-15
<b>CF operacyjny</b>	<b>2</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>2</b>	<b>16</b>
CAPEX	18	43	20	8	8
Dezynwestycje i inne	9	81	0	0	0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-9</b>	<b>37</b>	<b>-20</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-29	-85	20	20	0
Inne	-10	-7	-7	-7	-7
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0
<b>CF finansowy</b>	<b>-44</b>	<b>-96</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>-7</b>
<b>CF</b>	<b>-51</b>	<b>-31</b>	<b>17</b>	<b>8</b>	<b>1</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	90	39	8	25	33
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	39	8	25	33	34

Źródło: Bioton (2017, 2018), Noble Securities (2019P-2021P)

Wybrane wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA	9,8%	-9,5%	4,7%	8,5%	8,7%
marża EBIT	0,6%	-21,7%	-11,1%	-1,9%	0,2%
marża netto	-7,6%	10,8%	12,4%	-3,6%	-1,5%
Dług netto	160	104	107	119	118
Dług netto/EBITDA	4,5	-4,5	11,7	4,9	3,9
Liczba akcji	85,9	85,9	85,9	85,9	85,9
Dywidenda na akcję	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Źródło: Bioton (2017, 2018), Noble Securities (2019P-2021P)



**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  
**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 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 MOGLYBY 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 jakkolwiek 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 jakkolwiek 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 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.

Inwestowanie 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 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/analiza2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1792-tim-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, Kamil Jędrej

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 26.07.2019, godz. 8.55. Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 26.07.2019, godz. 8.58.

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..

**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)
MCI Capital	nd	26,5	7,3	9,2	189%	28.06.2019	24M	Krzysztof Radojewski, Kamil Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	8,4	68%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	464,7	395,0	407,5	14%	06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	39,9	31%	21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	144,1	-23%	20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	135,4	6%	28.03.2019	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	18,2	47%	15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	116,4	20%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	25,1	79%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	8,2	38%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Aparator	Kupuj	31,0	22,8	24,3	28%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	221,7	-12%	04.01.2019	9M	Kamil Jędrej
Pfleiderer Group	Trzymaj	33,8	31,4	28,0	21%	19.12.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	16,0	10,5	10,5	52%	18.12.2018	nd	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Kupuj	43,5	29,0	8,4	419%	17.12.2018	zawieszona	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,7	45,0	35,9	49%	14.12.2018	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	321,8	264,0			30.11.2018	9M	Kamil Jędrej
Dino Polska	Trzymaj	83,9	83,5			27.11.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	52,5	47,5			09.10.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Ciech	Kupuj	72,2	47,7			26.09.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Bogdanka	Akumuluj	67,6	61,4			24.09.2018	w trakcie aktualizacji	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	24,8	20,6			31.08.2018	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Kupuj	62,7	49,8			23.08.2018	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Trzymaj	213,2	197,4			06.08.2018	9M	Kamil Jędrej
Alumetal	Trzymaj	53,8	48,5			01.08.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Budimex	Redukuj	106,4	126,6			30.07.2018	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.12.2018), Kamil Jędrej - Analityk Akcji, \*korekta ceny o split akcji

**DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH**

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
 mobile: +48 22 213 22 35  
 spółki przemysłowe, handlowe, budowlane, deweloperzy

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 36  
 spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie, transport

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
 gaming, IT, media

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