

Bioton – nowe produkty już się sprzedają

Raportowane wyniki Biotonu za I półrocze 2026 roku są obciążone rezerwą na odszkodowanie związane ze starym wyrokiem chińskiego sądu arbitrażowego i dlatego na pierwszy rzut oka w naszej ocenie nie prezentują pełnego obrazu finansowego spółki. Jeśli jednak spojrzymy głębiej, to widoczny jest wzrost sprzedaży na rynku polskim i przełamanie negatywnej tendencji związanej z kurczącym się rynkiem insuliny ludzkiej. Oczekujemy, że nowe produkty, w tym analog insuliny glargine i liraglutyd, będą wspierać wyniki spółki w najbliższych kwartałach i latach. W wyniku aktualizacji naszych prognoz i założeń podtrzymujemy cenę docelową w horyzoncie 12-mies. na poziomie 5 zł i podtrzymujemy rekomendację KUPUJ.

Wyniki I półrocza 2026 – one-offy i pierwsze przychody z analogów

Przychody ze sprzedaży w 2Q26 wyniosły 71,1 mln zł (-11% r/r), a w całym 1H26 wyniosły 120,2 mln zł, co oznacza spadek 17% r/r. Na spadek wpłynęła m.in. wysoka baza z zeszłego roku związana ze sprzedażą do Malezji. W tym roku sprzedaż do tego kraju będzie realizowana w II połowie roku. EBITDA raportowana w 2Q26 wyniosła -0,7 mln zł, a skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych wyniosła 17,6 mln zł. W całym 1H26 raportowana EBITDA wyniosła 5,1 mln zł, a skorygowana 22 mln zł (vs 21,5 mln zł w 1H26). Naszą uwagę w wynikach zwróciła pierwsza sprzedaż Semglee, czyli analogu insuliny glargine, która wyniosła ok. 1 mln zł, a refundację uzyskała od 1 lipca, co będzie wspierać jej sprzedaż w kolejnych kwartałach.

Analogi już się sprzedają, a liraglutyd jest już zarejestrowany

W 2Q26 roku spółka zebrała pierwsze plony ze swojej pracy z ostatnich kwartałów i lat. Sprzedaż insuliny glargine wyniosła ok. 1 mln zł i może ta wartość się wydawać mała, to jednak w naszej ocenie jest to ważny krok w kierunku rozbudowy portfolio produktowego. W wynikach I półrocza 2026 roku widać również systematycznie rosnący segment leków doustnych. Wkrótce powinien się w przychodach pojawić również liraglutyd, który spółka już zarejestrowała. Wszystko to skłania nas do postawienia hipotezy, że sprzedaż krajowa Biotonu ma dużą szansę rosnąć w najbliższych kwartałach i latach i przełamać negatywny trend związany z kurczeniem się rynku insuliny klasycznej.

Eksport w tym roku słabszy, ale spółka cały czas liczy na kolejne rynki

W I półroczu sprzedaż eksportowa spółki była niższa w ujęciu rocznym i wyniosła 70 mln zł w porównaniu do 102 mln zł w 2025 roku. Zakładamy, że w całym roku nie uda się spółce poprawić w eksporcie ubiegłego mocnego roku. Bioton jednak nie odpuszcza rynku insuliny klasycznej i w dalszym ciągu liczy na nowe rynki zagraniczne w krajach wschodzących.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

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

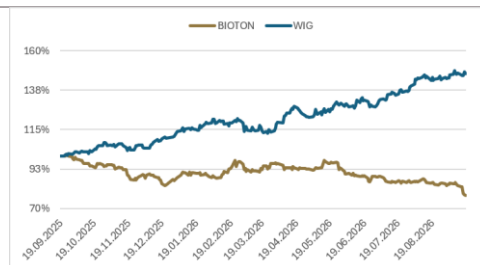
Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (4,79 zł) oraz porównawczą (4,15 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 12-mies. implikuje wycenę równą 5,0 zł.

mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	181,6	207,8	282,5	282,2	292,2	298,8
EBITDA	50,3	30,6	51,6	41,1	62,8	64,5
EBIT	15,3	-5,7	13,3	3,5	26,1	28,4
zysk netto	2,3	-15,7	3,4	-1,9	15,8	17,7
P/E (x)	nd	nd	88,6	nd	19,1	17,0
EV/EBITDA (x)*	7,2	10,8	6,4	5,3	4,3	3,7

Źródło: Bioton (2023-25), Noble Securities (2026P-28P), *w 26' skor. * one-off (16,9 mln zł)

KUPUJ**(Aktualizacja – podtrzymana)**

Kurs	3,5 zł
Wycena (12M)	5,0 zł
Potencjał wzrostu	42%
Kapitalizacja	301 mln zł
Free float	82,8%
Śr. Wolumen 6M	35 729



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i dystrybutorem innych leków diabetologicznych. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i supełentów Biolek. Na koniec 2025 r. Grupa zatrudniała 389 osoby.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Yifan Pharmaceutical Co. Ltd	31,65%
Basolma Holding Ltd.	7,16%
ALS Investment 2 sp. z o.o.	6,0%
Mirosław Czarnik	5,03%
Pozostali	45,16%

Źródło: Bioton

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

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
Ostatnie wydarzenia	5
Wyniki I półrocza i II kwartału 2026 roku	5
Inicjatywy prorozwojowe.....	6
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY	7
Zasady ESG.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	8

WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (wagi bez zmian). Wyznaczamy cenę docelową w horyzoncie 12 miesięcznym na 5,0 zł (poprzednio 4,98 zł)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,50	4,79	5,03	-5%
Wycena porównawcza	0,50	4,15	3,98	4%
Średnia ważona metod		4,47	4,51	-1%
Cena docelowa (12M)		5,0	5,0	0%
Cena aktualna		3,50	4,10	-15%
Potencjał		42%	21%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek października 2026 r. (poprzednio na połowę marca 2026 r.),
- Dług netto na dzień 31.12.2025 roku w wysokości 31 mln zł; efektywna stopa podatkowa od 2027 roku na poziomie 22% (poprzednio 19%),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka 5,78% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,14%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian); premia za ryzyko rynkowe 5,25% (poprzednio 5,33%).

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	282,2	292,2	298,8	305,7	313,0	320,7	328,7	337,1	346,0	355,3
NOPAT	2,8	20,3	22,2	24,2	26,3	28,6	31,0	33,6	36,4	39,3
Amortyzacja	37,5	36,8	36,0	35,3	34,6	33,9	33,2	32,6	31,9	31,3
Zmiany KON	4,6	-2,3	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
CAPEX	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-16,0	-32,6	-31,9	-31,3
FCFF	29,0	38,8	40,5	41,7	43,0	44,5	46,1	31,4	34,0	36,9
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,59	0,54	0,48	0,44	0,40
DFCFF	28,2	34,3	32,3	30,1	28,1	26,3	24,7	15,2	14,9	14,6
SUMA DFCFF do 2035	248,9									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2035	442,0									
Zdyskontowana wartość rezydualna	193,7									
Wartość Firmy (EV)	442,7									
Dług netto 31.12.2025	31,1									
Udziałowcy mniejszościowi	0,0									
Wartość kapitałów własnych	411,5									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	4,79									

Źródło: Noble Securities

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	4,78	5,05	5,40	5,86	6,47
WACC - 0,5%	4,54	4,78	5,08	5,46	5,97
WACC	4,33	4,54	4,79	5,12	5,54
WACC + 0,5%	4,13	4,31	4,54	4,82	5,17
WACC + 1,0%	3,95	4,11	4,31	4,55	4,85

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%	5,78%
Premia za ryzyko	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%	11,03%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Koszt długu po tarczy	6,08%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
Dług netto/EV	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA w latach 2026-28 (bez zmian). W 2026 roku zysk netto i EBITDA skorygowaliśmy szacunkowo o zdarzenie jednorazowe w wysokości 16,9 mln zł, które zaniżyło wynik tego roku. Do ostatecznej wyceny zastosowaliśmy 20% dyskonto (bez zmian), aby uwzględnić fakt, iż spółki porównywalne są większe, mają bardziej ugruntowaną pozycję rynkową i w większości płacą dywidendy. Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 4,15 zł (poprzednio 3,98 zł).

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
NOVO NORDISK-B	661 800	11,5	11,5	10,7	8,3	8,5	8,1
ELI LILLY & CO	4 283 324	32,3	25,1	21,7	26,6	21,2	18,4
SANOFI	381 348	8,4	8,0	7,4	7,0	6,5	6,0
MERCK & CO	1 405 568	53,9	15,5	14,1	28,0	12,7	11,7
TONGHUA DONGBA-A	8 682	23,3	19,6	17,4	13,0	10,7	10,0
BIOCON LTD	25 231	100,6	56,9	35,4	22,5	18,1	14,8
Mediana		27,8	17,6	15,8	17,8	11,7	10,9
Bioton	301	25,3	19,1	17,0	5,3	4,3	3,7
Premia/dyskonto do mediany (%)		-9%	9%	8%	-70%	-63%	-66%
Implikowana wartość Bioton		3,8	3,2	3,2	11,9	8,9	8,9
Waga		16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Zasosowane premia/dyskonto					-20%		
Implikowana wartość godziwa Bioton					4,15		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 25.09.2026 r. o godz. 7:45

Ostatnie wydarzenia

Wyniki półrocza i II kwartału 2026 roku

Przychody ze sprzedaży w 2Q26 wyniosły 71,1 mln zł, poniżej naszej prognozy 75 mln zł. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 29,3 mln zł, co daje marżę brutto ok. 41% — wyraźnie powyżej naszych założeń (30%). Koszty sprzedaży, ogólnego zarządu, badań i rozwoju łącznie wyniosły w 2Q26 ok. 21,3 mln zł, czyli nieco więcej niż zakładane przez nas 19 mln zł. Jednorazowym obciążeniem wyników była rezerwa 17,5 mln zł na kary i odszkodowania, która podniosła pozostałe koszty operacyjne do 18,7 mln zł w 2Q26 wobec 0,75 mln zł rok wcześniej. W efekcie EBIT w 2Q26 wyniósł -10,4 mln zł wobec naszej prognozy +3,5 mln zł, a wynik netto -9,2 mln zł wobec prognozy +2,5 mln zł. EBITDA raportowana wyniosła -0,7 mln zł, a skorygowana o saldo pozostałych przychodów i kosztów oper. wyniosła 17,6 mln zł (vs 13,1 mln zł nasza prognoza).

(mln zł)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r	2Q26P
Przychody ze sprzedaży	79,9	72,7	64,4	49,1	71,1	-11%	75,0
Zysk brutto na sprzedaży	26,3	25,9	25,8	14,5	29,3	11%	22,5
marża	33%	36%	40%	29%	41%		30%
Koszty sprzedaży	9,5	9,0	9,9	10,1	10,1	6%	9,0
Koszty ogólnego zarządu	9,0	9,1	9,9	8,7	10,0	11%	9,0
Koszty badań i rozwoju	0,9	0,7	1,0	1,1	1,3	47%	1,0
EBITDA	15,9	17,0	13,5	5,8	-0,7		13,1
EBITDA skorygowana*	16,2	16,7	14,7	4,5	17,6	8%	13,1
EBIT	6,3	7,3	3,9	-4,0	-10,4		3,5
Zysk netto	3,2	4,2	1,8	-5,2	-9,2		2,5

Źródło: Bioton (wyniki 2Q25-2Q26), Noble Securities (prognoza 2Q26P), *o saldo pozostałych przych. i kosztów operacyjnych

Przychody – spadek w eksporcie, kraj na plusie

W 2Q2026 r. Grupa Bioton osiągnęła przychody na poziomie 71,1 mln zł, co oznacza spadek o 11,3% r/r. Najważniejszym czynnikiem determinującym tę zmianę była niższa sprzedaż insuliny na rynku malezyjskim. Spadek ten jest konsekwencją zakończenia odbiorów wynikających z przetargu z 2025 roku oraz przesunięcia nowych zamówień związanych z przetargiem na rok 2026, który został rozstrzygnięty w czerwcu 2026.

Kraj – sprzedaż na plusie wsparta sprzedażą leków doustnych i analogu insuliny za 1 mln zł

Łączna sprzedaż na rynku polskim w 1H26 wyniosła 50,1 mln zł (+14,8% r/r) i była wspierana sprzedażą preparatów doustnych. Na rynku polskim przychody ze sprzedaży insuliny (Gensulina oraz SemGlee za 0,96 mln zł) w I półroczu wzrosły o 5,4% r/r do 28,1 mln zł. Udział rynkowy Gensuliny zwiększył się z 43,1% do 46,2%, co potwierdza umocnienie pozycji Grupy w segmencie insulin ludzkich, mimo spadku o 11,2% wartości całego krajowego rynku insulin ludzkich. Poza segmentem insulin istotne wzrosty sprzedaży odnotowały wspomniane preparaty doustne: Avamina SR (+52,3% r/r do 6,4 mln zł), Avamina (+23,7% r/r do 3,8 mln zł), Sitagliptina (+42,6% r/r do 3,6 mln zł) oraz Pioglitazone (+54,4% r/r do 1,5 mln zł). Bioton ocenia, że wprowadzenie Semglee do obrotu ma dla spółki charakter przełomowy – jest to pierwszy długodziałający analog insuliny (insulina glargine), który zasilil ofertę handlową Biotonu. Dla przypomnienia na rynku polskim sprzedaż wszystkich refundowanych insulin zawierających insulinum glarginum wyniosła w 2025 roku ok. 121 mln zł (vs 111 mln zł w 2023 roku). Lek Semglee (insulina glargine) został objęty refundacją NFZ od 1 lipca 2026 r. jako pierwszy długodziałający analog insuliny w portfolio Biotonu.

Eksport – spadek w Malezji

W I półroczu 2026 roku sprzedaż zagraniczna insuliny spadła o 38,1% r/r do 60,1 mln zł (wobec 97,2 mln zł w analogicznym okresie 2025). W strukturze sprzedaży zagranicznej największy udział miały: Malezja (23,4 mln zł), Tunezja (7,9 mln zł), Wietnam (5,3 mln zł) oraz Tajlandia (4,8 mln zł). Na większości pozostałych kluczowych rynkach eksportowych odnotowano wzrost sprzedaży, w szczególności w Tunezji, Wietnamie, na Malcie i w Tajlandii, co częściowo zrekompensowało spadek w Malezji.

Wynik i koszty operacyjne

Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 29,3 mln zł, co daje marżę brutto ok. 41% — wyraźnie powyżej naszych założeń (30%). Oceniamy, że wynika to m.in. ze zmiany miksu sprzedażowego. Koszty operacyjne (sprzedaż, ogólny zarząd i B+R) wzrosły o 8,0% r/r do 21,3 mln zł (z 19,7 mln zł w 2Q25), głównie z powodu wyższych kosztów dystrybucji zagranicznej oraz wzrostu kosztów osobowych. W kolejnych okresach Spółka oczekuje stopniowej poprawy rentowności sprzedaży wraz ze wzrostem wolumenu dostaw wynikających z realizacji nowych kontraktów eksportowych oraz dalszych działań optymalizujących procesy produkcyjne i zakupowe.

Zdarzenia jednorazowe – wyniki 2Q26 były pod wpływem czynników jednorazowych. Kluczowy czynnik, który wpłynął negatywnie na wyniki finansowe to pozostałe koszty operacyjne – głównie rezerwa na kary i odszkodowania w wysokości 17,5 mln zł (należność główna 6,4 mln zł plus odsetki 11,1 mln zł), zasądzona 26 maja 2026 r. przez Sąd Apelacyjny w Warszawie w związku ze stwierdzeniem wykonalności zagranicznego wyroku arbitrażowego CIETAC (spór z Hefei Life Science Park Investments and Development). Spółka zdecydowała się nie wnosić skargi kasacyjnej, uznając niskie prawdopodobieństwo jej uwzględnienia.

Uchwały NWZA z kwietnia i rejestracja obniżenia kapitału w sierpniu 2026 roku

W dniu 14 kwietnia 2026 r. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Bioton S.A. podjęło uchwałę o obniżeniu kapitału zakładowego poprzez zmniejszenie wartości nominalnej akcji. Po zakończeniu procedury konwokacyjnej wpis obniżenia kapitału do KRS został dokonany 21 sierpnia 2026 r., dzięki czemu zmiana stała się skuteczna, a wartość nominalna jednej akcji wynosi obecnie 0,10 zł. Działanie to w ocenie zarządu spółki ma na celu uporządkowanie struktury kapitałowej spółki i dostosowanie jej do rzeczywistej sytuacji finansowej. Środki wynikające z obniżenia kapitału zostały przeniesione na kapitał zapasowy, co umożliwia pokrycie strat z lat ubiegłych. Zmiana ma również ułatwić spółce pozyskiwanie finansowania zewnętrznego, w szczególności bezzwrotnych środków publicznych i grantów wspierających projekty badawczo-rozwojowe oraz inwestycje strategiczne.

Uchwały WZA z 23 czerwca 2026 roku

Zwyczajne Walne Zgromadzenie spółki z 23 czerwca 2026 roku m.in. zatwierdziło sprawozdania finansowe, udzieliło absolutorium członkom zarządu i rady nadzorczej oraz podjęło uchwałę w sprawie zmiany statutu spółki. Dodatkowo ZWZ powołało na nową kadencję 8 członków Rady Nadzorczej: Dariusza Trzeciaka, Ju Bo Liu, Wei Fan jako niezależnego członka, Rafała Deja jako niezależnego członka, Jia Li, Kaiguo Xia, Nicola Cadei oraz Yun Song Cun.

Stwierdzenie wykonalności zagranicznego wyroku sądu polubownego

W maju 2026 roku Sąd Apelacyjny w Warszawie stwierdził wykonalność wyroku Chińskiej Komisji ds. Międzynarodowego Arbitrażu Gospodarczego i Handlowego (CIETAC) z 2017 roku, zasądzając na rzecz Hefei Life Science Park Investments kwotę odszkodowania w wysokości 1,5 miliona USD wraz z narosłymi odsetkami. Spór dotyczył wzajemnych rozliczeń wynikających z umowy z 2011 roku zawartej między Biotonem, SciGen Ltd. a stroną chińską. Bioton uważał roszczenie za przedawnione, jednak sąd odrzucił ten argument, uznając że polskie prawo nie przewiduje analogicznych ograniczeń czasowych co chińskie. Po uzyskaniu opinii prawnej wskazującej na niskie prawdopodobieństwo przyjęcia skargi kasacyjnej, spółka podjęła uchwałę o niezłożeniu odwołania. Spółka utworzyła rezerwę w kwocie 17,5 mln zł i zaksięgowała ją w pozostałych kosztach operacyjnych, co obciążyło wynik II kwartału i całego I półrocza 2026 roku.

Inicjatywy prorozwojowe**GLP-1**

Bioton S.A. przygotowuje się do realizacji projektów w obszarze GLP-1, przy czym rozpoczęcie prac rozwojowych zależy od zapewnienia dostaw substancji czynnej (API), a pierwsza partia została już dostarczona. Spółka uruchomiła również nowoczesną, zautomatyzowaną platformę formułacyjną opartą na rozwiązaniach robotycznych, która umożliwia równoległe testowanie wielu wariantów formułacji i znacząco przyspiesza proces badawczo-rozwojowy. Inwestycja ta wspiera automatyzację prac B+R oraz realizację strategii rozwoju portfela produktów, w tym projektów terapeutycznych z obszaru GLP-1.

Produkcja kontraktowa insuliny glargine

W lutym 2025 r. Bioton S.A. zawarł pięcioletnią umowę z globalną firmą farmaceutyczną na kontraktową produkcję insuliny glargine, uzyskując niewyłączną licencję do jej wytwarzania oraz rozpoczynając transfer technologii do zakładu w Macierzyszu. Spółka pomyślnie zakończyła ocenę zakładu, przeprowadziła próby inżynieryjne zgodne ze specyfikacją produktu i przygotowuje się do szarż walidacyjnych planowanych na drugą połowę 2026 r. Inwestycje w modernizację zakładu, które mają zakończyć się w 2027 r., będą wspierać nie tylko produkcję insuliny glargine, ale także rozwój projektów związanych z insuliną ludzką i terapiami GLP-1, a zarząd postrzega ten kontrakt jako istotny czynnik przyszłego wzrostu wyników finansowych Spółki.

Wnioski grantowe

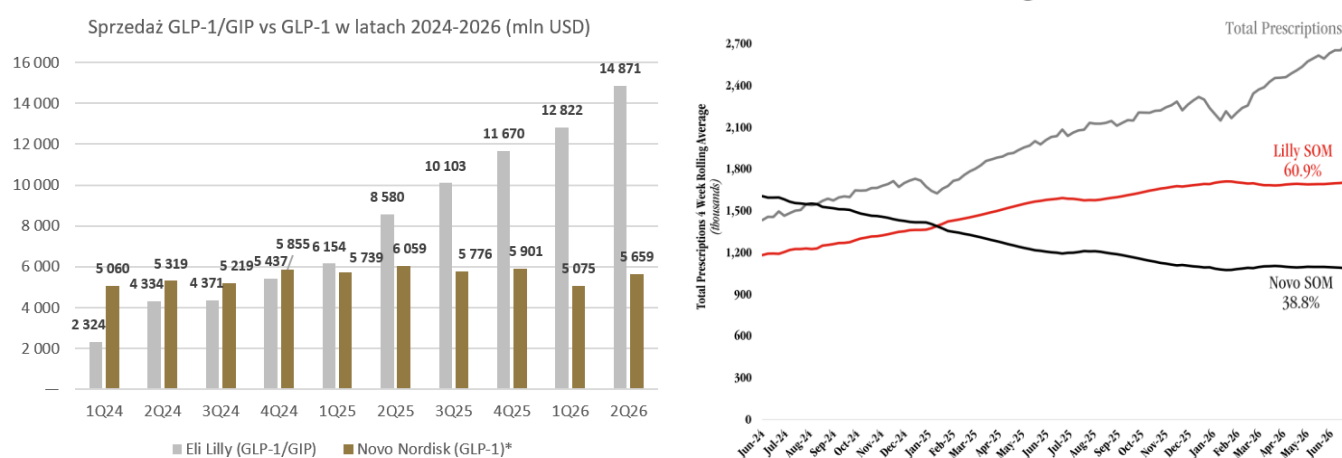
W kwietniu 2026 r. Bioton złożył do ABM trzy wnioski o dofinansowanie projektów B+R o łącznej wartości 79 mln zł, wnioskując o 42 mln zł grantów. Wnioski pozytywnie przeszły ocenę formalną i zostały skierowane do oceny merytorycznej.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Eli Lilly umacnia swoją pozycję na rynku

W poprzednim raporcie pisaliśmy o starciu dwóch gigantów rynku diabetologicznego i dwóch komercjalizowanych przez nich mechanizmów. Od tego czasu pozycja Eli Lilly tylko się umocniła – Zepbiund i Mounjaro (GLP-1/GIP) zwiększają sprzedaż, a sprzedaż GLP-1 pioniera tego rynku – duńskiego Novo Nordisk jest pod presją. Sprzedaż tabletki GLP-1 Novo Nordisk (Rybelsus/Wegovy pill; doustny semaglutyd) w 1Q26 wyniosła ok. 1,1 mld USD, ale miało to miejsce jeszcze przed wejściem na rynek tabletki Foundayo od Eli Lilly w 2Q26, której sprzedaż w pierwszym kwartale komercjalizacji wyniosła 98 mln USD. W kontekście starszych produktów, w wynikach Novo Nordisk widać istotny spadek sprzedaży Victozy i Saxendy (liraglutyd) – o ok. 30% w 1H26 do poziomu ok. 213 mln USD, przy czym większość sprzedaży jest poza USA. W ujęciu całorocznym implikowałoby to wg naszych szacunków ok. 400 mln USD. Piszemy o tym, ponieważ Bioton wprowadza do oferty generyczny liraglutyd w Polsce.

Sprzedaż leków GLP-1/GIP przez Novo Nordisk i Eli Lilly (lewy wykres), udziały w rynku analogów inkretyn (prawy wykres)



Źródło: Spółki, Noble Securities (lewy wykres; *Novo Nordisk – sprzedaż skorygowana), prezentacja za 2Q26 Eli Lilly (prawy wykres)

POLSKI RYNEK DIABETOLOGICZNY

Według informacji prasowych sprzedaż Moujaro w Polsce w 2025 roku wyniosła 1,6 mld zł, a Ozempiku i Wegovy 1,45 mld zł. Trzecim analogiem GLP-1 starszej generacji jest Saxenda, zawierająca substancję czynną liraglutyd. Bioton zarejestrował w lipcu 2026 roku dwie marki liraglutylu – Ladiazol i Obexorin. Podobnie, jak większość generycznych marek liraglutylu jest on produkowany w procesie syntezy chemicznej. Bioton wprowadza liraglutyd na rynek na mocy porozumienia dystrybucyjnego z globalną firmą farmaceutyczną z marca 2025 roku. Nie posiadamy dokładnych danych sprzedażowych oryginalnego liraglutylu (Saxenda/Victoza). Wiadomo, że w 1H26 globalna sprzedaż (głównie poza USA) zaraportowana przez Novo Nordisk wyniosła ok. 213 mln USD. W Polsce w I półroczu 2026 roku popyt na analogi receptora GLP-1 (takie jak semaglutyd pod marką Ozempic) utrzymał się na rekordowo wysokim poziomie. Dla przypomnienia tylko Ozempic jest refundowany – i wyłącznie w cukrzycy typu 2, przy odpłatności 30%. Refundacja obejmuje dawki 0,25 / 0,5 / 1,0 mg. Natomiast Mounjaro nie jest w Polsce refundowane we wskazaniu cukrzycy typu 2. We wskazaniu otyłości Wegovy, Mounjaro i Saxenda pozostają pełnopłatne.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy sprzedaży na 2026 rok i lata kolejne. Poniżej przedstawiamy podsumowanie zmian prognoz.

	2023	2024	2025	zmiana	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana	2027P Stara	2027P Nowa	zmiana
Przychody	181,6	207,8	282,5	36%	266,0	282,2	6%	285,0	292,2	3%
Kraj	126,5	111,2	97,4		126,0	122,1	-3%	138,0	132,1	
Eksport	55,1	96,6	185,2		140,0	160,0	14%	147,0	160,0	
Zysk brutto na sprzedaży	72,9	64,8	91,8	42%	93,1	105,3	13%	106,9	112,5	5%
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	71,5	67,2	73,4	9%	36,9	41,2	11%	37,6	42,0	11%
Zysk netto na sprzedaży	-4,1	-6,4	14,4	-325%	18,5	20,5	11%	30,5	26,1	-15%
EBIT	15,3	-5,7	13,3	-333%	18,5	3,5	-81%	30,5	26,1	-15%
EBITDA	50,3	30,6	51,6	69%	56,0	41,1	-27%	67,3	62,8	-7%
zysk netto	2,3	-15,7	3,4	-122%	12,5	-1,9	-115%	22,3	15,8	-29%

Źródło: Bioton (wyniki 2023-2025), Noble Securities (prognozy 2026-27)

Zasady ESG

W raporcie rocznym za 2025 rok spółka opisuje zagadnienia pracownicze, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji, zagadnienia społeczne oraz zagadnienia dotyczące środowiska naturalnego. W 2025 r. Bioton nie odnotował istotnych zdarzeń negatywnych w obszarze ESG – zatrudnienie wzrosło do 389 osób, wypadki przy pracy pozostały na niskim, wyłącznie lekkim poziomie, a spółka utrzymała certyfikaty jakości (GMP, ISO 13485) bez stwierdzonych niezgodności. Wzrost zużycia energii, wody i odpadów wynikał ze zwiększonej produkcji, przy czym 97% odpadów trafiło do odzysku, a udział energii odnawialnej rósł. Raportowanie niefinansowe nie wskazuje na podwyższone ryzyko regulacyjne czy reputacyjne.

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

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

Ryzyko związane ze strategią komercjalizacji produktów spółki i grupy na kluczowych rynkach – znacząca część przychodów i zysków Biotonu pochodzi ze sprzedaży insuliny ludzkiej, której rynek stopniowo się kurczy i która jest wypierana przez inne leki (np. analogi insuliny czy analogi GLP-1). Aby pozostać konkurencyjnym Bioton musi rozbudować swoją ofertę produktową. Spółka podejmuje różne inicjatywy rozszerzenia portfela produktów i od ich skuteczności będą zależały przyszłe wyniki finansowe.

piątek, 25 września 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2
Revenue	181,6	207,8	282,5	282,2	292,2	298,8
Gross Margin %	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Operating Profit	15,3	-5,7	13,3	3,5	26,1	28,4
EBIT	15,3	-5,7	13,3	3,5	26,1	28,4
EBITDA	50,3	30,6	51,6	41,1	62,8	64,5
EBITDA adjusted*	30,9	29,9	52,7	58,0	62,8	64,5
Pre-Tax Profit	7,2	-11,9	7,8	-1,9	19,5	21,9
Net Income Adj+	2,3	-15,7	3,4	-1,9	15,8	17,7
Net Debt	61,6	30,0	31,1	6,9	-27,4	-63,4
BPS	7,0	6,8	6,8	6,8	7,0	7,2
CPS	0,5	0,4	0,3	0,5	0,7	0,7
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Equity %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Return on Assets %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciation	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Amortization	21,8	23,1	25,1	24,4	23,6	22,9
Free Cash Flow	-4,5	24,7	9,6	29,7	40,9	42,6
CAPEX	44,2	11,6	13,1	16,0	16,0	16,0

Źródło: Bioton, Noble Securities, *o pozostałe przychody i koszty operacyjne

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	181,6	207,8	282,5	282,2	292,2	298,8
Zysk brutto na sprzedaży	72,9	64,8	91,8	105,3	112,5	116,5
Koszty sprzedaży	41,0	36,1	37,1	41,2	42,0	42,8
Koszty ogólnego zarządu	30,5	31,1	36,3	39,7	40,5	41,3
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	19,4	0,7	-1,1	-16,9	0,0	0,0
EBIT	15,3	-5,7	13,3	3,5	26,1	28,4
Koszty i przychody finansowe netto	-8,1	-6,2	-5,5	-5,4	-6,6	-6,6
Zysk przed opodatkowaniem	7,2	-11,9	7,8	-1,9	19,5	21,9
Podatek dochodowy	5,0	3,8	4,4	0,0	3,7	4,2
Zysk netto	2,3	-15,7	3,4	-1,9	15,8	17,7
Amortyzacja	35,0	36,3	38,3	37,5	36,8	36,0
EBITDA	50,3	30,6	51,6	41,1	62,8	64,5

Źródło: Bioton (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	822,2	794,1	764,6	765,3	781,6	799,7
Aktywa trwałe	655,5	640,1	619,5	597,9	577,1	557,1
Rzeczowe aktywa trwałe	274,7	283,1	273,7	263,0	252,6	242,6
Wartości niematerialne	363,9	337,7	327,1	316,3	305,9	295,9
Inne aktywa trwałe	16,9	19,3	18,7	18,7	18,7	18,7
Aktywa obrotowe	166,8	154,0	145,1	167,4	204,4	242,6
Zapasy	118,2	107,3	95,0	88,1	89,5	90,8
Należności handlowe	42,8	34,7	37,8	37,7	39,1	39,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,9	7,0	8,3	37,5	71,8	107,8
Inne aktywa obrotowe	1,9	5,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Pasywa	822,2	794,1	764,6	765,3	781,6	799,7
Kapitał własny razem	606,4	590,5	594,0	592,1	607,9	625,6
Zobowiązania długookresowe	50,3	60,5	67,7	67,7	67,7	67,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12,7	0,0	7,3	7,3	7,3	7,3
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	0,2	7,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Inne	37,4	52,6	48,6	48,6	48,6	48,6
Zobowiązania krótkookresowe	165,6	143,1	102,9	105,5	106,0	106,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	52,9	37,0	32,2	37,1	37,1	37,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	54,1	53,0	32,4	30,0	30,5	30,9
Inne	58,6	53,1	38,4	38,4	38,4	38,4

Źródło: Bioton (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	2,3	-15,7	3,4	-1,9	15,8	17,7
Amortyzacja	35,0	36,3	38,3	37,5	36,8	36,0
Inne	4,3	-1,8	5,6	5,4	6,6	6,6
Zmiana kapitału obrotowego	-1,9	17,5	-24,7	4,6	-2,3	-1,7
CF operacyjny	39,6	36,3	22,6	45,7	56,9	58,6
CF inwestycyjny	-37,0	-11,6	-13,0	-16,0	-16,0	-16,0
CF finansowy	-8,1	-21,6	-8,3	-0,5	-6,6	-6,6
CF	-5,5	3,1	1,3	29,2	34,3	36,0

Źródło: Bioton (2023-25), Noble Securities (2026P-2028P)

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Budimex	Sprzedaj	562,00	713,00	704,60	-20%	17.09.2026	12M	Dariusz Nawrot
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,26	8%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	402,50	15%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	19,83	1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	915,00	22%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,55	18%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	153,96	-1%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	19,80	48%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	98,90	54%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	13,22	-28%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	118,00	-2%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	14,30	12%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,10	11%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	245,90	2%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	42,72	-35%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	22,00	90%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	15,92	97%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	19,35	11%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	69,80	59%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	24,70	23%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,26		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	47,30	56%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	12,30	21%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	402,50		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	460,00	34%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	744,00	-10%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	27,10	47%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,30		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,95	-6%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	7,22	4%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,95	12%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	915,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	29,55	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	8,90	5%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	24640,00	7%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	15,92		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,32	50%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	34,63	35%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	69,00	-23%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,50	42%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00			05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,25	-42%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	4,98	46%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,90	23%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	153,96		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	402,50		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	460,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	460,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	15,10		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	118,00		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	744,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	13,22		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	245,90		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	15,92		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	7,22		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	19,80		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	69,80		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	22,00		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	19,35		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,70		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00	47,30		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	42,72		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	34,63		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	13,22		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	21,95		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	27,10		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	24640,00		06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,50		06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	10,32		03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	12,30		03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	69,00		30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,30		26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 12 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Dariusz Nawrot - Dyrektor Departamentu Analiz i Doradztwa, Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Analityk Akcji

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
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
lfl – 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
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

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 w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich 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. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 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.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analitik 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;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości 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

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A. zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekaze przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów* w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. 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, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez 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. Ma on 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. Są to tzw. chińskie mury, czyli 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.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz 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,
- 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.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych 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. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał 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, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty

finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż 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 fragmentów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani 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:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- 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 tym 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,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 25.09.2026 o godz. 08:50. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 25.09.2026 godz. 08:55.

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

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dla Bioton S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	Akumuluj	Kupuj
Data wydania	2023-04-20	2023-09-19	2024-04-18	2024-09-09	2025-03-05	2025-10-06	2026-03-16
Kurs z dnia rekomendacji	3,5	3,8	3,5	3,47	3,5	4,4	4,1
Cena docelowa	5,3	5,4	4,46	4,32	4,52	4,86	4,98
WIG w dniu rekomendacji	62756,88	66136,36	83189,46	81968,31	92060,85	107133,1	120931,4

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl
tel.: +48 12 422 31 00
Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, game dev, XTB

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl
tel: +48 697 970 113
Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04