

Bioton – czas na nowe produkty

Bioton ma za sobą bardzo dobry 2025 rok, w którym zrealizował dostawy insuliny do Malesji za ponad 100 mln zł. W bieżącym roku Bioton chce być również obecny na rynku malezyjskim, ale oprócz tego pracuje nad wprowadzeniem do oferty szeregu innych produktów – analogów insuliny, analogu GLP-1 pierwszej generacji (liraglutytu), który stracił już ochronę patentową oraz tabletek przeciwcukrzycowych i innych produktów. W wyniku aktualizacji naszych prognoz korygujemy cenę docelową w horyzoncie 12-mies. z 4,86 zł do 4,98 zł i z uwagi na spadek kursu od momentu wydania poprzedniej rekomendacji podnosimy ją z AKUMULUJ do KUPUJ.

Wyniki 2025 – mocny rok z istotnym udziałem Malesji

W 2025 roku Grupa Bioton zwiększyła przychody do 282,5 mln zł, co oznacza wzrost o 36% r/r, napędzany głównie dynamicznym rozwojem eksportu insuliny, zwłaszcza do Malesji – sprzedaż do tego kraju w całym roku wyniosła 106 mln zł. EBITDA za cały rok wyniosła 51,8 mln zł, wyraźnie rosnąc wobec 30,6 mln zł rok wcześniej. Rentowność brutto na sprzedaży poprawiła się do 32%, wspierana korzystniejszym miksem produktowym. Zadłużenie netto wraz z leasingami na koniec 2025 roku wyniosło 48,9 mln zł. W 2026 roku spółka zamierza kontynuować realizację kontraktu malezyjskiego.

Pipeline nowych produktów ma zwiększyć sprzedaż

Bioton konsekwentnie rozbudowuje portfolio, wprowadzając zarówno nowe leki, jak i produkty wspierające leczenie cukrzycy. W 2026 roku spółka przygotowuje wejście na rynek insuliny glargine oraz generycznego liraglutytu (GLP-1), których komercjalizacja planowana w drugiej połowie 2026 roku. Jednocześnie planuje wprowadzić do sprzedaży nowe molekuly DPP-4 i SGLT-2 we współpracy z Galenicum, oferuje system ciągłego monitorowania poziomu cukru we krwi (CGM), rozwija ofertę preparatów Intesta oraz zamierza oferować usługi CDMO na rynku.

Rynek leczenia cukrzycy i otyłości – wyścig innowacji

Na rynku leczenia otyłości widoczne są dwa trendy. Pierwszy i najważniejszy to poszukiwanie innowacji w leczeniu otyłości. Po kilku latach zacieklej rywalizacji Novo Nordisk i Eli Lilly na prowadzenie w tym obszarze wysunął się ten drugi podmiot. Drugi trend, który już widoczny był w zeszłym roku i spowodował m.in. niedobory insuliny w Malesji to rezygnacja największych graczy ze sprzedaży części starszych produktów. Europejska Agencja Medyczna poinformowała w październiku 2025 roku, że w związku z wycofywaniem z rynku części produktów przez Novo Nordisk konieczne są zmiany terapii u pacjentów. Szacujemy, że wartość produktów, które Novo Nordisk chce wycofać z rynku, wyniosła w 2024 roku na samym rynku polskim ponad 100 mln zł. Zarząd Biotonu postrzega to jako dużą szansę dla spółki na zagospodarowanie części rynku.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

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

Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (5,03 zł) oraz porównawczą (3,98 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 12-mies. implikuje wycenę równą 4,98 zł.

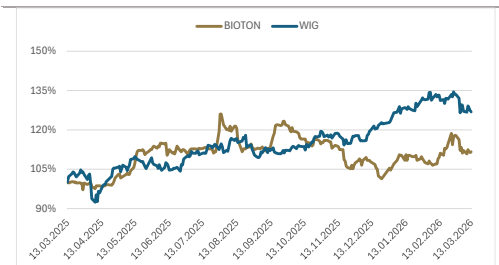
mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	181,6	207,8	282,5	266,0	283,6	291,6
EBITDA	50,3	30,6	51,6	51,4	62,0	63,8
EBIT	15,3	-5,7	13,3	13,9	25,3	27,8
zysk netto	2,3	-15,7	3,4	5,9	15,1	17,2
P/E (x)	nd	nd	102,5	58,7	23,0	20,2
EV/EBITDA (x)	8,1	12,4	7,3	6,6	5,0	4,2

Źródło: Bioton (2023-25), Noble Securities (prognozy 2026-28)

KUPUJ

(Aktualizacja – podwyższona)

Kurs	4,10 zł
Wycena (12M)	4,98 zł
Potencjał wzrostu	21%
Kapitalizacja	352 mln zł
Free float	68,4%
Śr. Wolumen 6M	33 510



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 suplementów Biolek. Na koniec 2024 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 364 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 4Q25 zbliżone do naszych oczekiwań. Wyniki 2025 roku istotnie lepsze w ujęciu rocznym.	5
Rynek polski	5
Eksport i rynki zagraniczne	5
Malezja w 2026 roku.....	6
Inicjatywy prorozwojowe.....	6
Wprowadzenie do oferty Glargine i Liraglutytu (GLP-1)	6
Rozwój w obszarze CDMO.....	6
Dywersyfikacja i nowe produkty	6
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY	7
Starcie dwóch gigantów i mechanizmów – Novo Nordisk (GLP-1) vs Eli Lilly (GLP-1/GIP)	7
POLSKI RYNEK DIABETOLOGICZNY	7
Wycofanie przez Novo Nordisk niektórych produktów z rynku ze względów komercyjnych	8
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	8
Zasady ESG.....	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	9

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 4,98 zł (poprzednio 4,86 zł)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	5,03	5,23	-4%
Wycena porównawcza	0,5	3,98	3,52	13%
Średnia ważona metod		4,51	4,38	3%
Cena docelowa (12M)		4,98	4,86	2%
Cena aktualna		4,10	4,40	-7%
Potencjał		21%	10%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na połowę marca 2026 r. (poprzednio początek października 2025 r.),
- Dług netto na dzień 31.12.2025 roku w wysokości 31 mln zł; efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka 5,14% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,5%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian); premia za ryzyko rynkowe 5,33% (poprzednio 5,46%).

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	266,0	283,6	291,6	299,9	308,5	317,4	326,6	336,2	346,2	356,5
NOPAT	11,1	20,2	22,2	24,4	26,6	29,0	31,5	34,2	37,0	40,0
Amortyzacja	37,5	36,8	36,0	35,3	34,6	33,9	33,2	32,6	31,9	31,3
Zmiany KON	8,1	-3,8	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8
CAPEX	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-14,0	-32,6	-31,9	-31,3
FCFF	42,7	39,2	42,1	43,4	44,9	46,5	48,2	31,6	34,3	37,2
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,84	0,77	0,70	0,63	0,57	0,52	0,47	0,43	0,39
DFCFF	39,6	33,0	32,2	30,2	28,4	26,7	25,2	15,0	14,8	14,6
SUMA DFCFF do 2035	259,7									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2035	471,9									
Zdyskontowana wartość rezydualna	203,6									
Wartość Firmy (EV)	463,3									
Dług netto 31.12.2025	31,1									
Udziałowcy mniejszościowi	0,0									
Wartość kapitałów własnych	432,1									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	5,03									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	5,03	5,33	5,72	6,24	6,97
WACC - 0,5%	4,76	5,02	5,35	5,79	6,38
WACC	4,52	4,75	5,03	5,40	5,88
WACC + 0,5%	4,31	4,50	4,75	5,06	5,46
WACC + 1,0%	4,11	4,28	4,49	4,76	5,09

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%
Premia za ryzyko	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%	10,47%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Koszt długu po tarczy	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA w latach 2026-28 (poprzednio 2025-27). 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 3,98 zł (poprzednio 3,52 zł).

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
NOVO NORDISK-B	630 472	10,6	11,8	11,7	8,1	8,8	8,6
ELI LILLY & CO	3 430 427	41,8	28,3	23,1	33,8	23,4	19,4
SANOFI	398 633	9,8	9,0	8,6	7,7	7,1	6,6
MERCK & CO	1 064 712	13,0	22,7	11,9	11,0	15,8	10,1
TONGHUA DONGBA-A	9 584	13,2	19,3	19,9	22,7	15,8	13,1
BIOCON LTD	25 359	139,5	78,7	39,4	26,8	22,9	17,7
Mediana		13,1	21,0	15,9	16,9	15,8	11,6
Bioton	348	58,7	23,0	20,2	6,6	5,0	4,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		3,5	0,1	0,3	-0,6	-0,7	-0,6
Implikowana wartość Bioton		0,9	3,7	3,2	10,2	11,9	9,5
Waga		16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Zasosowane premia/dyskonto		-20%					
Implikowana wartość godziwa Bioton		3,98					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.03.2026 r. godz. 7:44

Ostatnie wydarzenia

Wyniki 4Q25 zbliżone do naszych oczekiwań. Wyniki 2025 roku istotnie lepsze w ujęciu rocznym.

Przychody: w 4Q25 roku Grupa Bioton wypracowała 64,4 mln zł przychodów ze sprzedaży, co jest wynikiem zbliżonym do naszej prognozy zakładającej 65 mln zł. W ujęciu rok do roku przychody spadły o 17% (z 77,7 mln zł), co wynikało głównie z niższej sprzedaży insuliny na rynkach zagranicznych oraz przesunięć przetargowych. Na rynku polskim sprzedaż insuliny pozostała stabilna wartościowo, przy jednoczesnym wzroście udziału rynkowego do 44,3%. W całym 2025 roku przychody wzrosły o 36% r/r do poziomu 282,5 mln zł. Kluczowym driverem był eksport insuliny, zwłaszcza do Malezji, gdzie sprzedaż wzrosła o 85,6 mln zł r/r.

Wyniki i koszty operacyjne:

EBITDA w 4Q25 wyniosła 13,5 mln zł vs nasza prognoza 13,3 mln zł. **EBIT** wyniósł 3,9 mln zł, w porównaniu do naszej prognozy 3,6 mln zł. **Zysk netto** przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł 1,8 mln zł w porównaniu do 2,1 mln zł naszej prognozy. Łączne koszty (sprzedaży, ogólnego zarządu oraz B+R) wyniosły 20,8 mln zł, co oznacza wzrost o ok. 15% r/r. Głównym składnikiem wzrostu były koszty ogólnego zarządu (+26% r/r), związane m.in. z rozwojem struktur wspierających skalowanie działalności. Rentowność brutto na sprzedaży w 4Q25 wyniosła 40% w porównaniu do 28% przed rokiem m.in. ze względu na bardziej korzystny miks sprzedażowy. W całym 2025 roku wynik EBITDA wyniósł 51,8 mln zł vs 30,6 mln zł przed rokiem, a marża brutto na sprzedaży 32% w porównaniu do 31% przed rokiem.

Zadłużenie netto wraz z leasingami na koniec 2025 roku wyniosło 48,9 mln zł w porównaniu do 41,7 mln zł na koniec 3Q25 i 49,6 mln zł na koniec 2024 roku. Spółka systematycznie zmniejszała zadłużenie w ostatnich kwartałach, doprowadzając wskaźnik długu netto do EBITDA do poziomu poniżej 1,0x. Zarząd ocenia obecną sytuację finansową jako stabilną i bezpieczną, pozwalającą na prowadzenie bieżącej działalności bez nadmiernej presji ze strony instytucji finansowych.

(mln zł)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	r/r	4Q25P		2024	2025	r/r
Przychody ze sprzedaży	77,7	65,6	79,9	72,7	64,4	-17%	65,0		207,8	282,5	36%
Zysk brutto na sprzedaży	21,8	13,8	26,3	25,9	25,8	18%	23,4		64,8	91,8	42%
marża	28%	21%	33%	36%	40%		36%		31%	32%	
Koszty sprzedaży	9,2	8,8	9,5	9,0	9,9	7%	9,0		36,1	37,1	3%
Koszty ogólnego zarządu	7,9	8,3	9,0	9,1	9,9	26%	9,1		31,1	36,3	17%
Koszty badań i rozwoju	1,1	1,0	0,9	0,7	1,0	-4%	0,7		4,0	4,0	-2%
EBITDA	12,5	5,4	15,9	17,0	13,5	8%	13,3		30,6	51,8	69%
EBIT	3,1	-4,1	6,3	7,3	3,9	25%	3,6		-5,7	13,3	
Zysk netto	-4,5	-5,8	3,2	4,2	1,8		2,1		-15,6	3,4	

Źródło: Bioton (wyniki 4Q24-4Q25), Noble Securities (prognoza 4Q25P)

Rynek polski

Na rynku krajowym Bioton wygenerował w 2025 roku 97,4 mln zł przychodów, co stanowiło 34% globalnej struktury sprzedaży spółki. Insulina odpowiadała za 63% sprzedaży w Polsce. Polski rynek insuliny ludzkiej kurczy się na rzecz analogów, jednak Bioton zwiększył swój udział w nim o niemal 3 punkty procentowe, osiągając 43,3% udziału w rynku. Oprócz insuliny, leki doustne stanowią 23% sprzedaży w Polsce i odnotowały 6% wzrost. Pozostałe produkty również rosną - linia Intesta podwoiła się w ciągu roku i odpowiada już za 12% przychodów w kraju. Dodatkowo spółka wprowadziła do oferty system ciągłego monitorowania glukozy CareSens Air, choć jego sprzedaż jest obecnie na etapie początkowym to jednak spółka wiąże bardzo duże nadzieje z tym produktem w związku z dynamicznie rosnącym rynkiem i zaawansowaniu technologicznemu produktowi. W perspektywie 2026 roku, zarząd spodziewa się dalszego przejmowania udziałów rynkowych w Polsce w związku z wycofywaniem się Novo Nordisk oraz wzrostowi sprzedaży poza insuliną dzięki planowanym wprowadzeniom do oferty dystrybucyjnej Glargine (analog insuliny) i Liraglutytu (GLP-1) w drugiej połowie 2026 roku.

Eksport i rynki zagraniczne

Eksport stał się w 2025 roku głównym motorem wzrostu firmy, generując przychody na poziomie 185 mln zł, co oznacza wzrost o 59% w stosunku do roku poprzedniego. Najważniejszym czynnikiem wzrostu przychodów w 2025 roku był eksport do Malezji, który przyniósł o 84 mln zł więcej niż w 2024 roku. Wynikało to z realizacji kontraktu zawartego w 2024 roku oraz szybkiego wypełnienia luki rynkowej po wycofaniu się firmy Novo Nordisk. Oprócz Malezji, Bioton jest obecny na ponad 30 rynkach zagranicznych, z czego połowa zlokalizowana jest w Azji. Istotnymi odbiorcami w 2025 roku były Tajlandia, Chiny oraz Tunezja. Spółka celuje w duże rynki, gdzie ze względów ekonomicznych pacjenci nie mogą szybko przejść na droższe, nowoczesne analogi i gdzie Bioton może wykorzystać efekt skali w produkcji insuliny ludzkiej. Marże na rynkach zagranicznych są bardzo zróżnicowane.

Sprzedaż eksportowa grupy Bioton wg rynków w 2025 roku



Źródło: Bioton

Malezja w 2026 roku

Warto dodać, że w 2026 roku spółka zamierza kontynuować realizację kontraktu malezyjskiego. Spółka oczekuje decyzji o alokacji w przetargu na 2026 r. w Malezji. Otrzymała także dodatkowe zamówienia na 1Q26. Bioton na tym rynku współpracuje z dwoma dystrybutorami. Z perspektywy spółki rynek ten jest zabezpieczony, a ostateczny wynik zależy jedynie od alokacji zamówień między poszczególnych graczy, dla których Bioton będzie produkował insulinę pod ich markami.

Inicjatywy prorozwojowe

Wprowadzenie do oferty Glargine i Liraglutynu (GLP-1)

Spółka kładzie ogromny nacisk na wprowadzenie analogów insuliny i leków GLP-1 starszej generacji. W przypadku **Glarginy**, Bioton podpisał umowę z globalną firmą farmaceutyczną na dystrybucję tego leku w Polsce. Produkt posiada już scentralizowane pozwolenie EMA, a spółka oczekuje na decyzję refundacyjną na przełomie drugiego i trzeciego kwartału 2026 roku. W kontekście **Liraglutynu** (GLP-1), Bioton podpisał umowę na dystrybucję generycznego odpowiednika leków Виктоза i Saxenda. Produkt znajduje się już w magazynach spółki, a jego wprowadzenie planowane jest na drugą połowę 2026 roku.

Rozwój w obszarze CDMO

Bioton rozwija również działalność jako organizacja kontraktowa (CMO/CDMO). W lutym 2025 r. spółka zawarła umowę na produkcję glarginy dla globalnego partnera. Zakład przeszedł pozytywnie techniczne due diligence, a obecnie trwa transfer technologii i przygotowania do produkcji pierwszych serii testowych. Oprócz tego spółka prowadzi rozmowy z innymi podmiotami. Zarząd widzi duże zainteresowanie na rynku usługami CDMO.

Dywersyfikacja i nowe produkty

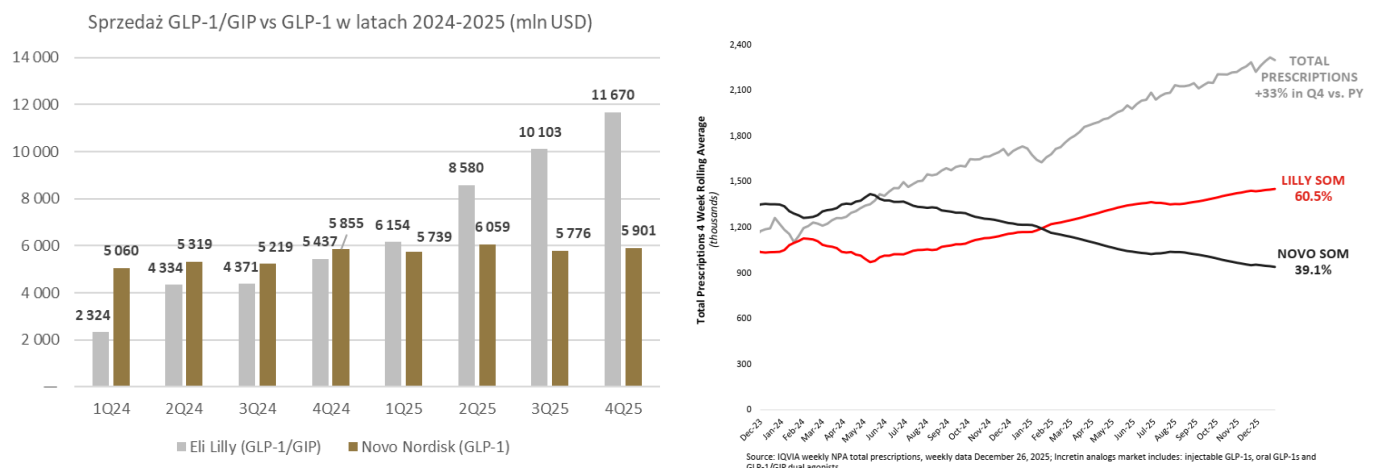
Bioton realizuje strategię "pełnego koszyka" produktów dla diabetyków. Spółka m.in. wprowadziła do oferty system ciągłego monitorowania glukozy CareSens Air, współpracujący z systemami iOS i Android. Choć sprzedaż dopiero startuje, spółka wiąże z nim duże nadzieje. Podpisano również umowę z hiszpańską firmą Galenicum na 6 nowych molekuł (leki doustne z grup DPP-4 i SGLT-2), które będą wprowadzane po wygaśnięciu ich ochrony patentowej. Oprócz tego spółka oferuje linię żywności specjalnego przeznaczenia medycznego Intesta opartą na maślanie sodu, która odnotowuje imponujące wzrosty sprzedaży nawet bez intensywnego marketingu.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

Starcie dwóch gigantów i mechanizmów – Novo Nordisk (GLP-1) vs Eli Lilly (GLP-1/GIP)

Poniższe wykresy mówią wszystko na temat starcia dwóch gigantów rynku diabetologicznego i dwóch komercjalizowanych przez nich mechanizmów. Jeszcze dwa lata temu Novo Nordisk postawił mocno na GLP-1 i wydawać by się mogło, że jego pozycja jest całkowicie niezagrożona, jednak dualny mechanizm wprowadzony przez Eli Lilly (GLP-1/GIP, komercjalizowany w różnych wskazaniach pod nazwami Mounjaro/Zepbound) okazał się skuteczniejszy w redukcji masy ciała, a reakcja rynkowa była szybka i zdecydowana – w ciągu kilku kwartałów Mounjaro/Zepbound istotnie wyprzedził Ozempic/Wegovy pod względem sprzedaży i udziałów rynkowych. Mimo ogromnego sukcesu, Eli Lilly nie powiedziało jednak jeszcze ostatniego słowa – w badaniu fazy 3b TOGETHER-PsA u pacjentów z łuszczycowym zapaleniem stawów (PsA) pokazuje, że jej lek przeciwpalny Taltz (IL-17A inhibitor) w kombinacji z Zepbound m.in. zwiększa odsetek pacjentów z odpowiedzią reumatologiczną ACR50 z 20,4% do 33,5%. Tym samym widać, że możliwe są różne kierunki rozwoju tych mechanizmów poza leczeniem cukrzycy i otyłości. W najbliższym czasie rynek prawdopodobnie będzie również przykładał dużą uwagę do wyników doustnych inhibitorów GLP-1 (Rybelsus zarejestrowany już przez Novo Nordisk) i Orforglipron rozwijany w 3 fazie przez Eli Lilly. Główna idea jest taka, że pacjenci, którym udało się obniżyć wagę zastrzykami mogą po pewnym czasie przejść na tabletki, co jest znacznie mniej uciążliwe w stosowaniu – bez efektu jo-jo. Rybelsus ma specyficzne restrykcje przyjmowania (rano, na pusty żołądek, popity małą ilością wody, z przyjęciem kolejnych leków trzeba poczekać 30 minut). W przypadku Orforglipronu, który jest lekiem małowcząsteczkowym, istnieje szansa na mniej restrykcyjne przyjmowanie, co mogłoby na starcie dać mu przewagę nad Rybelsusem, nie wspominając już o tym, że w wynikach 3 fazy (ACHIEVE-3) Orforglipron wykazał się lepszą kontrolą glikemii i większym spadkiem masy ciała w porównaniu do Rybelsusa. Eli Lilly oczekuje rejestracji Orforglipronu w kwietniu 2026 roku i wg danych z lutego przygotowała już zapas tabletek o wartości 1,5 mld USD.

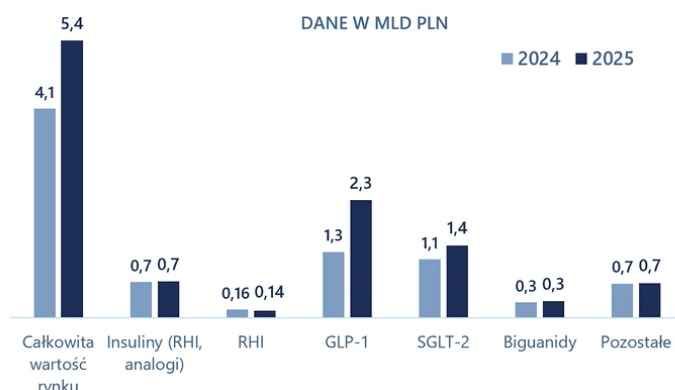
Sprzedaż leków GLP-1/GIP przez Novo Nordisk i Eli Lilly (lewy wykres), udziały w rynku analogów inkretyn (prawy wykres)



Źródło: Spółki, Noble Securities (lewy wykres), prezentacja za 4Q25 Eli Lilly (prawy wykres)

POLSKI RYNEK DIABETOLOGICZNY

Polski rynek diabetologiczny w latach 2024-2025



Źródło: Bioton za Ministerstwo Zdrowia

W Polsce insulina klasyczna wypada powoli z rynku, a sprzedaż GLP-1 dynamicznie rośnie. Biorąc pod uwagę zapowiedziane przez Novo Nordisk zmiany polegające na wycofaniu z rynku części produktów, o czym piszemy poniżej, można oczekiwać, że trend ten będzie się tylko pogłębiał.

Wycofanie przez Novo Nordisk niektórych produktów z rynku ze względów komercyjnych

Pod koniec października 2025 roku EMA opublikowała tzw. Medicine Shortage Communication dotyczący wycofania z rynku części insulin i analogów insulin przez Novo Nordisk. Czas wycofywania produktów z rynku będzie się różnił w zależności od kraju, jednak nastąpi to przed końcem 2026 r. W związku z powyższym Agencja EMA zaleca, aby pacjenci nie przerywali terapii samodzielnie, lecz konsultowali się z lekarzem w celu przejścia na inne dostępne preparaty insuliny ludzkiej lub analogi insuliny (np. krótko- lub długodziałające). Na poziomie krajowym EMA zalecała, aby krajowe agencje leków i ministerstwa zdrowia przygotowały plan przejścia na inne produkty, monitorowały dostępność insulin w hurtowniach i aptekach, przekazywały lekarzom wytyczne dotyczące zamienników terapeutycznych. Zarząd Biotonu postrzega to jako ogromną szansę dla spółki na przejęcie udziałów rynkowych. Przykładowe produkty objęte zmianami to Actrapid, Actraphane, Insulatard, Mixtard 30/50, Novomix 50 i Levemir. Sprawdziliśmy, jak wyglądała sprzedaż tych produktów w 2024 roku na rynku polskim wg danych NFZ – łącznie wynosiła ponad 100 mln zł.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy sprzedaży na 2026 rok i lata kolejne. Zakładamy, że mimo wszystko 2025 rok stanowi wysoką bazę i spółka będzie dążyła do tego, żeby powtórzyć w 2026 roku wynik roku poprzedniego. W 2027 roku dokonujemy lekkiej korekty różnych pozycji rachunku zysków i strat, co prowadzi do niewielkich zmian prognozy wyniku EBITDA.

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	266,0	0%	285,0	283,6	0%
Insulina	122,3	159,9	232,4	45%	200,0	200,0	0%	207,0	205,6	-1%
Kraj	67,2	63,3	47,2	-25%	60,0	60,0	0%	60,0	60,0	0%
Eksport	55,1	96,6	185,2	92%	140,0	140,0	0%	147,0	145,6	-1%
Towary i materiały	40,2	38,2	44,7	17%	60,0	60,0	0%	72,0	72,0	0%
Usługi	19,1	9,7	5,5	-43%	6,0	6,0		6,0	6,0	
Zysk brutto na sprzedaży	72,9	64,8	91,8	42%	93,1	93,1	0%	106,9	106,4	0%
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	71,5	67,2	73,4	9%	36,9	37,8	3%	37,6	38,6	3%
Zysk netto na sprzedaży	-4,1	-6,4	14,4	-325%	18,5	13,9	-25%	30,5	25,3	-17%
EBIT	15,3	-5,7	13,3	-333%	18,5	13,9	-25%	30,5	25,3	-17%
EBITDA	50,3	30,6	51,6	69%	56,0	51,4	-8%	67,3	62,0	-8%
zysk netto	2,3	-15,7	3,4	-122%	12,5	5,9	-53%	22,3	15,1	-32%

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

Zasady ESG

W raporcie rocznym za 2024 rok spółka opisuje zagadnienia pracownicze, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji, zagadnienia społeczne oraz zagadnienia dotyczące środowiska naturalnego. 22 lipca 2021 roku spółka poinformowała o stanie stosowania Dobrych Praktyk 2021. Bioton nie stosował zasad 1.6., 1.7., 2.1., 2.2., 2.11.6., 3.3., 3.6., 4.1., 4.3.

Niestosowane zasady dotyczą m.in. możliwości udziału w walnym zgromadzeniu za pomocą środków komunikacji audiowizualnej, wyodrębnienia w swojej strukturze jednostek audytu wewnętrznego. Spółka nie posiada również sformalizowanej polityki różnorodności, niemniej dokłada wszelkich starań, aby jej władze i kadra kierownicza były zróżnicowane ze względu na płeć, wiek, wykształcenie, doświadczenie zawodowe itp. Spółka zgodnie z zapisami KSH nie czuje się również zobowiązana odpowiadać na pytania akcjonariusza, zadane poza walnym zgromadzeniem, co oznacza, że może, ale nie musi udzielić odpowiedzi na pytania zadane w takim trybie. Spółka również jako członek indeksu SWIG80 nie organizuje co najmniej raz na kwartał spotkań dla inwestorów, w szczególności akcjonariuszy, analityków, ekspertów branżowych i przedstawicieli mediów.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko braku realizacji korzyści ekonomicznych związanych z posiadanymi WNI – 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.

poniedziałek, 16 marca 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, Adj+	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2
Revenue	181,6	207,8	282,5	266,0	283,6	291,6
Gross Margin %	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Operating Profit	15,3	-5,7	13,3	13,9	25,3	27,8
EBIT	15,3	-5,7	13,3	13,9	25,3	27,8
EBITDA	50,3	30,6	51,6	51,4	62,0	63,8
Pre-Tax Profit	7,2	-11,9	7,8	7,3	18,7	21,2
Net Income Adj+	2,3	-15,7	3,4	5,9	15,1	17,2
Net Debt	61,6	30,0	31,1	-6,4	-40,5	-77,5
BPS	7,0	6,8	6,8	6,9	7,1	7,3
CPS	0,5	0,4	0,3	0,7	0,6	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	44,1	40,7	43,6
CAPEX	44,2	11,6	13,1	14,0	14,0	14,0

Źródło: Bioton, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	181,6	207,8	282,5	266,0	283,6	291,6
Zysk brutto na sprzedaży	72,9	64,8	91,8	93,1	106,4	110,8
Koszty sprzedaży	41,0	36,1	37,1	37,8	38,6	39,4
Koszty ogólnego zarządu	30,5	31,1	36,3	37,4	38,5	39,7
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	19,4	0,7	-1,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	15,3	-5,7	13,3	13,9	25,3	27,8
Koszty i przychody finansowe netto	-8,1	-6,2	-5,5	-6,6	-6,6	-6,6
Zysk przed opodatkowaniem	7,2	-11,9	7,8	7,3	18,7	21,2
Podatek dochodowy	5,0	3,8	4,4	1,4	3,5	4,0
Zysk netto	2,3	-15,7	3,4	5,9	15,1	17,2
Amortyzacja	35,0	36,3	38,3	37,5	36,8	36,0
EBITDA	50,3	30,6	51,6	51,4	62,0	63,8

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

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	822,2	794,1	764,6	772,4	788,3	806,1
Aktywa trwałe	655,5	640,1	619,5	595,9	573,1	551,1
Rzeczowe aktywa trwałe	274,7	283,1	273,7	262,0	250,6	239,6
Wartości niematerialne	363,9	337,7	327,1	315,3	303,9	292,9
Inne aktywa trwałe	16,9	19,3	18,7	18,7	18,7	18,7
Aktywa obrotowe	166,8	154,0	145,1	176,5	215,2	255,0
Zapasy	118,2	107,3	95,0	86,1	88,3	90,1
Należności handlowe	42,8	34,7	37,8	35,6	37,9	39,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,9	7,0	8,3	50,8	84,9	121,9
Inne aktywa obrotowe	1,9	5,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Pasywa	822,2	794,1	764,6	772,4	788,3	806,1
Kapitał własny razem	606,4	590,5	594,0	599,9	615,0	632,2
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	104,9	105,6	106,2
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	29,3	30,1	30,7
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	5,9	15,1	17,2
Amortyzacja	35,0	36,3	38,3	37,5	36,8	36,0
Inne	4,3	-1,8	5,6	6,6	6,6	6,6
Zmiana kapitału obrotowego	-1,9	17,5	-24,7	8,1	-3,8	-2,2
CF operacyjny	39,6	36,3	22,6	58,1	54,7	57,6
CF inwestycyjny	-37,0	-11,6	-13,0	-14,0	-14,0	-14,0
CF finansowy	-8,1	-21,6	-8,3	-1,6	-6,6	-6,6
CF	-5,5	3,1	1,3	42,5	34,1	37,0

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	619,00	785,00	656,00	-6%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,30	-43%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,77	26%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	22,30	-12%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	93,68	2%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	334,50	27%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	664,00	21%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiileron	Akumuluj	17,30	15,40	18,70	-7%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	134,50	16%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,48	-6%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	246,90	15%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	24,50	85%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	6,20	48%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,05	64%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	80,40	17%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	40,00	60%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,55	17%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	23,10	28%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	53,90	82%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	26,72	-5%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	41,19	0%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	20,40	65%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,00	54%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	19090,00	20%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	4,12	18%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	8,70	67%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	14,95	-2%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	62,00	-25%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	15,80	-5%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,65	15%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,10	56%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	674,00	-45%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	9,22	-22%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	334,50	1%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	22,30	52%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	17,98	74%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	650,00	19%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiileron	Kupuj	24,10	19,70	18,70	29%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,39	167%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	92,00	100%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	9,20	63%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
Toya	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 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 16.03.2026 o godz. 17:00. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 16.03.2026 godz. 17:10.

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	nd	Akumuluj
Data wydania	2022-09-06	2023-04-20	2023-09-19	2024-04-18	2024-09-09	2025-03-05	2025-10-06
Kurs z dnia rekomendacji	3,8	3,5	3,8	3,5	3,47	3,5	4,4
Cena docelowa	4,7	5,3	5,4	4,46	4,32	4,52	4,86
WIG w dniu rekomendacji	48373,48	62756,88	66136,36	83189,46	81968,31	92060,85	107133,1

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, gamedev, 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