

Bioton (KUPUJ TP 4,98 zł z dn. 16.03.2026)

Wyniki 2Q26 – wyniki obciążone one-offem, ale glargina już się sprzedaje – neutralnie

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 i 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 operacyjnych wyniosła 17,6 mln zł (vs 13,1 mln zł nasza prognoza). Wyniki oceniamy neutralnie i zwracamy uwagę na sprzedaż analogu insuliny za 1 mln zł jeszcze przed objęciem refundacją, która miała miejsce 1 lipca 2026 roku. Zwracamy również uwagę na fakt, że spółka uzyskała pozwolenie na dopuszczenie do obrotu liraglutytu (GLP-1), którego wprowadzenie do obrotu planowane jest na 4Q26.

(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 zasilą ofertę handlową 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 dalszymi działaniami optymalizującymi procesy produkcyjne i zakupowe.

Zdarzenia jednorazowe – wyniki 2Q26 były pod silnym wpływem czynników jednorazowych. Kluczowy, jednorazowy czynnik, który wpłynął negatywnie na wyniki finansowe to pozostałe koszty operacyjne, które wzrosły do 18,7 mln zł w 2Q26 wobec 0,75 mln zł w 2Q25. Prawie cała ta kwota to 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.

Zanieczyszczenie fiolek Gensulin – wykryto zanieczyszczenie nierozpuszczalne (pochodna smaru producenta fiolek) w 47 partiach leku, w tym 5 serii zostało zwolnionych do obrotu i wycofanych. Wstępne szacunki skutków finansowych: ok. 7 mln zł. Spółka planuje dochodzenie roszczeń od producenta fiolek i z polis ubezpieczeniowych.

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 formulacyjną opartą na rozwiązaniach robotycznych, która umożliwia równoległe testowanie wielu wariantów formulacji 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, wnosząc o 42 mln zł grantów. Wnioski pozytywnie przeszły ocenę formalną i zostały skierowane do oceny merytorycznej.

Insulina glargine i liraglutyd – Po dniu bilansowym lek Semglee (insulina glargine) został objęty refundacją NFZ od 1 lipca 2026 r., co jako pierwszy długodziałający analog insuliny w portfolio Biotonu wzmacnia jego pozycję na rynku diabetologicznym, otwiera nowe źródła przychodów, a dodatkowo Spółka uzyskała pozwolenie na dopuszczenie do obrotu liraglutylu (GLP-1), którego wprowadzenie planowane jest na 4Q26.

Ostatnia rekomendacja: KUPUJ z dnia 16.03.2026 r. z ceną docelową 4,98 zł. Cena w dniu wydania 4,1 zł.

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

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
fl – 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% potencjał 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.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu, należne od NS:

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek 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

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 16.09.2026 o godz. 12:15. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 16.09.2026 godz. 12:25.

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.

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)
Eurocash	Trzymaj	5,70	5,76	5,38	6%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Mo-BRUK	Akumuluj	462,00	388,00	401,00	15%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	20,08	-1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	879,00	27%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,75	17%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	144,54	5%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	21,95	33%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	101,70	50%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	13,92	-31%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	129,00	-10%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	14,76	8%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,04	12%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	236,70	6%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	40,97	-32%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	26,10	61%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	16,56	90%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	20,50	5%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	72,50	53%	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	5,38		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	47,00	57%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,00	14%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	401,00		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	474,00	30%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	705,00	-5%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,80	39%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,76		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	20,10	3%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	7,94	-6%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,20	15%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	879,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	29,75	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,15	2%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	21680,00	21%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	16,56		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	10,54	47%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,46	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	68,20	-22%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,54	41%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	699,20	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	26,10	-46%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,10	42%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,70	25%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	144,54		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	401,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	474,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	474,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	15,04		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	129,00		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00	699,20		22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	705,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	13,92		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	236,70		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	16,56		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	7,94		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,95		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	72,50		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	26,10		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	20,50		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	47,00		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	40,97		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	35,46		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37	13,92		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	20,10		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,80		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	21680,00		06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	3,54		06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	10,54		03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	13,00		03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	68,20		30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,76		26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	22,20		24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03	35,46		23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	699,20		18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00	22,20		18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski

(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

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.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

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

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

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