

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, wnioskując 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

Bioton (BUY TP 4.98 PLN as of 16.03.2026)

2Q26 results – results burdened by a one-off item, but glargine is already being sold – neutral

Revenue from sales in 2Q26 amounted to PLN 71.1m, below our forecast of PLN 75m. Gross profit on sales was PLN 29.3m, giving a gross margin of approx. 41% — clearly above our assumptions (30%). Selling, general and administrative, and R&D costs combined amounted to approx. PLN 21.3m in 2Q26, i.e. slightly more than our assumed PLN 19m. A one-off burden on results was a provision of PLN 17.5m for fines and damages, which raised other operating costs to PLN 18.7m in 2Q26 vs PLN 0.75m a year earlier. As a result, EBIT in 2Q26 was -PLN 10.4m vs our forecast of +PLN 3.5m, and net profit -PLN 9.2m vs forecast of +PLN 2.5m. Reported EBITDA was -PLN 0.7m, while adjusted EBITDA (after adjusting for the balance of other operating income and expenses) was PLN 17.6m (vs our forecast of PLN 13.1m). We rate the results as neutral and draw attention to the sale of the insulin analogue for PLN 1m even before it was covered by reimbursement, which took place on 1 July 2026. We also note that the company obtained marketing authorization for liraglutide (GLP-1), whose launch is planned for 4Q26.

(PLN m)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	y/y	2Q26P
Revenue from sales	79.9	72.7	64.4	49.1	71.1	-11%	75.0
Gross profit on sales	26.3	25.9	25.8	14.5	29.3	11%	22.5
margin	33%	36%	40%	29%	41%		30%
Selling costs	9.5	9.0	9.9	10.1	10.1	6%	9.0
General and administrative costs	9.0	9.1	9.9	8.7	10.0	11%	9.0
R&D costs	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
adjusted EBITDA*	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
Net profit	3,2	4,2	1,8	-5,2	-9,2		2,5

Source: Bioton (results 2Q25-2Q26), Noble Securities (forecast 2Q26P), *net of other operating income and expenses

Revenue – decline in exports, domestic on the positive side

In 2Q2026, the Bioton Group achieved revenue of PLN 71.1 million, representing a decline of 11.3% y/y. The key factor driving this change was lower insulin sales in the Malaysian market. This decline is a consequence of the completion of deliveries resulting from the 2025 tender and the deferral of new orders related to the 2026 tender, which was awarded in June 2026.

Domestic – positive sales supported by oral medications and insulin analogue sales of PLN 1 million

Total sales in the Polish market in 1H26 amounted to PLN 50.1 million (+14.8% y/y) and were supported by oral medication sales. In the Polish market, revenue from sales of insulin (Gensulina and SemGlee at PLN 0.96 million) in the first half increased by 5.4% y/y to PLN 28.1 million. Gensulina's market share increased from 43.1% to 46.2%, confirming the Group's strengthened position in the human insulin segment, despite an 11.2% decline in the value of the entire domestic human insulin market. Beyond the insulin segment, significant sales growth was recorded for the aforementioned oral medications: Avamina SR (+52.3% y/y to PLN 6.4 million), Avamina (+23.7% y/y to PLN 3.8 million), Sitagliptin (+42.6% y/y to PLN 3.6 million) and Pioglitazone (+54.4% y/y to PLN 1.5 million). Bioton assesses that the launch of Semglee is a breakthrough for the company – it is the first long-acting insulin analogue (insulin glargine) to join Bioton's commercial portfolio.

Exports – decline in Malaysia

In the first half of 2026, foreign insulin sales declined by 38.1% y/y to PLN 60.1 million (vs. PLN 97.2 million in the same period of 2025). In the structure of foreign sales, the largest shares were: Malaysia (PLN 23.4 million), Tunisia (PLN 7.9 million), Vietnam (PLN 5.3 million) and Thailand (PLN 4.8 million). Sales growth was recorded in most of the other key export markets, in particular in Tunisia, Vietnam, Malta and Thailand, which partially offset the decline in Malaysia.

Results and operating costs

Gross profit on sales amounted to PLN 29.3 million, giving a gross margin of approximately 41% — well above our assumptions (30%). We assess that this is due in part to a change in the sales mix. Operating costs (sales, general administration and R&D) increased by 8.0% y/y to PLN 21.3 million (from PLN 19.7 million in 2Q25), mainly due to higher foreign distribution costs and increased personnel costs. In subsequent periods, the Company expects a gradual improvement in sales profitability along with increased delivery volumes resulting from the execution of new export contracts and further actions optimising production and procurement processes.

One-off events – 2Q26 results were heavily influenced by one-off factors. The key one-off factor that negatively impacted financial results was other operating expenses, which increased to PLN 18.7 million in 2Q26 vs. PLN 0.75 million in 2Q25. Almost the entire amount is a provision for "fines and damages" of PLN 17.5 million (principal of PLN 6.4 million plus interest of PLN 11.1 million), ruled on 26 May 2026 by the Warsaw Court of Appeal in connection with the enforcement of a foreign CIETAC arbitral award (dispute with Hefei Life Science Park Investments and Development). The Company decided not to file a cassation appeal, considering the low probability of it being upheld.

Gensulin vial contamination – insoluble contamination (a derivative of the vial manufacturer's lubricant) was detected in 47 batches of the drug, of which 5 batches had been released for sale and subsequently recalled. Preliminary estimates of financial impact: approximately PLN 7 million. The Company plans to pursue claims against the vial manufacturer and from insurance policies.

Growth initiatives

GLP-1 – Bioton S.A. is preparing to execute projects in the GLP-1 area, with the commencement of development work dependent on securing active pharmaceutical ingredient (API) supplies, and the first batch has already been delivered. The Company has also launched a modern, automated formulation platform based on robotic solutions, which enables parallel testing of multiple formulation variants and significantly accelerates the R&D process. This investment supports the automation of R&D work and the implementation of the product portfolio development strategy, including therapeutic projects in the GLP-1 area.

Contract manufacturing of insulin glargine – In February 2025, Bioton S.A. entered into a five-year agreement with a global pharmaceutical company for the contract manufacturing of insulin glargine, obtaining a non-exclusive licence for its production and commencing technology transfer to the Macierzysze plant. The Company successfully completed the plant assessment, conducted engineering trials in accordance with the product specification, and is preparing for validation batches planned for the second half of 2026. Investments in plant modernisation, which are expected to be completed in 2027, will support not only insulin glargine production but also the development of projects related to human insulin and GLP-1 therapies, and management views this contract as a key driver of the Company's future financial results growth.

Grant applications – In April 2026, Bioton submitted three applications to ABM for co-financing of R&D projects with a total value of PLN 79 million, requesting PLN 42 million in grants. The applications passed the formal assessment and were referred for substantive review.

Insulin glargine and liraglutide – After the balance sheet date, Semglee (insulin glargine) became eligible for NFZ reimbursement from 1 July 2026, and as the first long-acting insulin analogue in Bioton's portfolio, it strengthens the Company's position in the diabetes market and opens new revenue sources. Additionally, the Company obtained a marketing authorisation for liraglutide (GLP-1), the launch of which is planned for 4Q26.

Latest recommendation: BUY dated 16.03.2026 with a target price of PLN 4.98. Price on the date of issue PLN 4.1.

Krzysztof Radojewski
Deputy Head of the Research and Advisory Department
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

EXPLANATION OF TERMINOLOGY USED IN THE ANALYTICAL REPORT

BV – book value
EV – enterprise value plus net interest-bearing debt
EBIT – earnings before interest and taxes
CF (CFO) – cash flow from operating activities
NOPAT – net operating profit after tax
EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
EPS – earnings per share
DPS – dividend per share
lfl – like for like growth y/y
P – projections of Noble Securities S.A. analyst(s) preparing the recommendation
P/E – price-to-earnings ratio per share
P/EBIT – price-to-earnings before interest and tax ratio
P/EBITDA – price-to-earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization ratio
P/BV – price-to-book ratio per share
EV/EBIT – enterprise value to earnings before interest and taxes ratio
EV/EBITDA – enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization ratio
ROE – return on equity
ROA – return on assets
WACC – weighted average cost of capital
FCFF – free cash flow to the firm
Beta – coefficient reflecting the relationship between changes in a company's share price and changes in the value of the index
SG&A – selling, general, and administrative expenses
LTM – last twelve months

LEGAL DISCLAIMER

BASIC PRINCIPLES FOR PREPARING AN ANALYTICAL REPORT

This analytical report, hereinafter referred to as the "Report," was prepared by Noble Securities S.A. ("NS") with its registered office in Warsaw.

The Report was prepared on the basis of information available to the public on the date of its preparation. We have used, in particular, current and periodic reports published by the Issuer in the course of its disclosure obligations.

The Report reflects solely the knowledge and views of the Analyst as at the date of its preparation.

The projections and assessments presented in the Report are based solely on the Analyst's analysis. They have not been agreed with the Issuer or other entities. They are based on a number of assumptions that may prove to be inaccurate in the future.

Neither NS nor the Analyst guarantee that the projections will prove accurate.

The Report published by NS is valid for a period of 12 months, unless it is updated prior to that. The frequency of updates depends on the date of publication of the Issuer's financial results for a given reporting period, the market situation, or the Analyst's subjective assessment.

The system for issuing directional information has the following characteristics:

Buy – means at least +20% potential change in the target price relative to the reference price,
 Accumulate – means between +5% and +20% potential change in the target price relative to the reference price,
 Hold – means between -5% and +5% potential change in the target price relative to the reference price,
 Reduce – means between -5% and -20% potential change in the target price relative to the reference price,
 Sell – means at least -20% potential change in the target price relative to the reference price.

STRENGTHS AND WEAKNESSES OF THE VALUATION METHODS USED BY NS IN THE REPORT

The DCF method (discounted cash flow) – is one of the main techniques for valuing companies. It involves calculating the value of a company based on future cash flows, i.e., income and expenses. These flows are "discounted," i.e., converted to their present value.

- **Advantages of the DCF method:** it takes into account all cash flows in the company and shows the cost of money over time (the fact that a dollar today is worth more than a dollar in the future).
- **Disadvantages of the DCF method:** it requires many assumptions and estimates, and the valuation is highly dependent on changes in the parameters used.

Comparative method – involves comparing the company being valued with other companies in the same industry. It compares the so-called valuation multiples, i.e., financial ratios.

- **Advantages of the Comparative Method:** it provides a good picture of the current market situation, requires fewer assumptions than other methods, and is easy to use because there are many ratios available for comparison.
- **Disadvantages of the Comparative Method:** the results are variable because they depend on stock prices and stock market indices, the selection of comparable companies can be subjective, the method simplifies the company's situation and may overlook important factors, such as growth rate, corporate governance, assets not used in operations, and differences in accounting standards.

Sum-of-the-parts method – involves separate valuation of each segment of the company's operations. The results are then added up to obtain the total value of the company.

- **Disadvantages of the sum-of-the-parts method:** high sensitivity to changes in assumptions regarding the valuation of individual segments.

INTERESTS OR CONFLICTS OF INTEREST THAT COULD AFFECT THE REPORT'S OBJECTIVITY

The report was prepared by NS for a fee, at the request of the Warsaw Stock Exchange.

The Analyst is not a party to any agreement concluded with the Issuer and does not receive remuneration from the Issuer. The remuneration due to the Analyst for preparing the Report, payable by NS:

- is not directly related to transactions concerning brokerage services provided by NS;
- does not depend on other transactions conducted by NS or any other legal entity that is part of the group to which NS belongs;
- is not related to transaction fees received by NS or those entities.

The Analyst's remuneration (which may be payable in the future by NS on other grounds) may be indirectly dependent on the financial results of NS, including those obtained in the course of transactions involving investment banking services relating to the Issuer's financial instruments.

It is possible that NS has or will have the intention to submit an offer to provide services to the Issuer.

ORGANIZATIONAL AND ADMINISTRATIVE SOLUTIONS AS WELL AS INFORMATION BARRIERS ESTABLISHED TO PREVENT AND AVOID CONFLICTS OF INTEREST

A general description of the *Rules and Regulations for the Management of Conflicts of Interest in Noble Securities S.A.* is contained in Section 14 of the document *Detailed information on Noble Securities S.A.* available on the website: www.noblesecurities.pl in the tab: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty (Brokerage/Brokerage Rules and Regulations/Documents)*.

At the Client's request, NS will provide additional information on the Rules and Regulations for the Management of Conflicts of Interest in Noble Securities S.A. with the use of a durable medium or via the NS website www.noblesecurities.pl.

NS ensures that analysts are organisationally separated from persons (teams) performing activities that involve the risk of a conflict of interest. We prevent conflicts of interest from arising. In the event of such a conflict, we enable the protection of the Client's interests against its harmful effects. Analysts do not have access to information about transactions concluded on NS's own account or client orders. NS ensures that there is no possibility for third parties to exert any adverse influence on the way Analysts perform their work. NS ensures that the remuneration of one organizational unit:

- is not linked to the remuneration of employees of another organizational unit, or
- does not depend on the revenues generated by another organizational unit, if these units perform activities that involve the risk of a conflict of interest.

NS has implemented internal regulations concerning the flow of confidential information and professional secrets. The purpose of these regulations is to protect confidential information or professional secrets and to prevent their unjustified flow or misuse. NS limits the circle of persons having access to confidential information or professional secrets to the necessary minimum. In order to control access to important non-public information, NS has internal restrictions and barriers in place for the transfer of information. These are known as Chinese walls, which are rules, procedures, and physical solutions designed to prevent the flow and use of confidential information and professional secrets. NS applies restrictions on physical access (separate rooms, lockable cabinets) and access to IT systems.

The Rules and Regulations governing the provision of brokerage services and the maintenance of securities and cash accounts by Noble Securities S.A. specify:

- the rules for performing activities consisting in the preparation of analyses and other general recommendations concerning transactions in financial instruments, as well as
- the internal procedure governing this scope.

NS reveals in its Reports any connections and circumstances that could affect the objectivity of the Reports.

It is prohibited to:

- accept material or immaterial benefits from entities with a significant interest in the content of the Report,
- offer any content that is favourable to the Issuer by NS or the Analyst to that Issuer,
- disclose to the Issuer or persons other than Analysts any Report containing recommendations or target prices prior to its distribution for purposes other than verifying NS's compliance with its legal obligations.

NS has implemented internal regulations concerning the rules for concluding personal transactions by involved persons, which, for example, prohibit the use of information obtained in connection with the performance of official duties for personal transactions.

Analysts may not:

- enter into personal transactions involving the Issuer's financial instruments or related financial instruments prior to the publication of the Report,
- enter into personal transactions that are contrary to the content of the Report, and
- enter into personal transactions if NS commences or conducts work on the issue of the Issuer's financial instruments from the time the Analyst becomes aware of this information until the prospectus is published – in the case of a public offering – or until the offering is commenced.

OTHER INFORMATION AND DISCLAIMERS

NS ensures that the Report has been prepared with due care and diligence. The Analyst has based it on publicly available facts and information that he/she considered reliable, accurate, and objective. However, neither NS nor the Analyst guarantee that they are completely accurate and complete. Where the Report refers to websites used in its preparation, neither the Analyst nor NS accepts responsibility for the content of those websites.

Investing may involve significant investment risk. The analytical report cannot be treated as an assurance or guarantee that losses will be avoided or that potential or expected results (profits or other benefits from transactions carried out on its basis) will be achieved, or in connection with refraining from carrying out such transactions. A general description of financial instruments and the risks associated with investing in particular financial instruments is presented at www.noblesecurities.pl in the tab *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty (Brokerage/Brokerage Rules and Regulations/Documents)*. NS notes that the

above information has been prepared with due diligence, in a reliable manner and to the best of NS's knowledge, but may not be exhaustive. Depending on the specific situation in which the investor finds themselves, there may be other risk factors than those indicated in the above information provided by NS, or the existing risk factors may change. Investors should bear in mind that investments in individual financial instruments may result in the loss of some or all of the invested funds, and may even entail additional costs.

Investors using the Report may not waive the obligation to conduct an independent assessment and take into account circumstances other than those indicated by the Analyst or NS.

The Report has been prepared in accordance with legal requirements ensuring independence, in particular in accordance with Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No. 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards concerning technical measures for the objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy, and the disclosure of particular interests or conflicts of interest. The Report constitutes an investment research referred to in Article 36(1) of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

Neither the Report nor any part thereof constitutes:

- an offer within the meaning of Article 66 of the Act of 23 April 1964 - Polish Civil Code,
- a basis for concluding a contract or creating an obligation,
- a public offer to purchase financial instruments or a public offering of financial instruments within the meaning of Article 3 of the Act of 29 July 2005 on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organized Trading, and on Public Companies,
- an invitation to subscribe for or purchase the Issuer's securities,
- investment advisory services or portfolio management services referred to in the Act of 29 July 2005 on Trading in Financial Instruments,
- investment, legal, accounting or other advice.

The Report:

- is prepared without taking into account the individual situation and needs of the investor and does not constitute investment advisory services,
- is published on the NS website: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- is intended for distribution only in the Republic of Poland and is not intended for distribution or transmission, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia, or any other jurisdiction where such distribution would constitute a violation of the relevant laws of that jurisdiction or require registration in that jurisdiction,
- does not contain all information about the Issuer and does not allow for a full assessment of the Issuer, including its financial situation, as only certain data concerning the Issuer has been selected for the Report,
- is for informational purposes only, so it is not possible to comprehensively assess the Issuer on the basis of the Report,
- has not been disclosed to the Issuer to whom it directly or indirectly refers prior to its first distribution.

FINAL REMARKS

Analysts preparing the Report: Krzysztof Radojewski - Deputy Director of the Analysis and Advisory Department at Noble Securities S.A.

The completion of the preparation of the recommendation took place on 16.09.2026 at 12:15 PM. The first dissemination of the recommendation took place: 16.09.2026 at 12:25 PM.

The copyright to the Report is held by the Warsaw Stock Exchange. Distribution or reproduction of the Report (in whole or in part) without the prior written consent of the Warsaw Stock Exchange is prohibited.

Noble Securities S.A. is subject to supervision by the Polish Financial Supervision Authority.

All recommendations distributed by NS in last 12 months:

Company	Direction	Target price	Price at publication	Current price	Difference to price target	Date of publication (1)	Validity date (2)	Prepared by (3)
Eurocash	Hold	5,70	5,76	5,38	6%	10.09.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MO-BRUK	Accumulate	462,00	388,00	401,00	15%	31.08.2026	12M	Michał Sztabler
Enea	Hold	19,94	19,67	20,08	-1%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Accumulate	1117,00	977,00	879,00	27%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Accumulate	34,90	29,60	29,75	17%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Accumulate	151,70	138,00	144,54	5%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Buy	29,30	20,60	21,95	33%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Buy	152,70	89,40	101,70	50%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Hold	9,56	9,63	13,92	-31%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Reduce	116,00	138,00	129,00	-10%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Buy	16,00	12,80	14,76	8%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Aiileron	Hold	16,80	16,10	15,04	12%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Accumulate	250,00	226,00	236,70	6%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Reduce	27,90	34,30	40,97	-32%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Buy	41,90	30,30	26,10	61%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Buy	31,40	17,40	16,56	90%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Accumulate	21,52	18,65	20,50	5%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Buy	110,80	78,00	72,50	53%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Accumulate	30,31	25,75	24,70	23%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Accumulate	6,30	5,40	5,38		19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Buy	74,00	51,70	47,00	57%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Hold	14,84	14,95	13,00	14%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Buy	456,90	347,50	401,00		12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Hold	616,00	598,00	474,00	30%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Hold	667,00	640,00	705,00	-5%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Buy	39,90	26,90	28,80	39%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Accumulate	17,50	14,74	14,76		21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Accumulate	20,70	17,98	20,10	3%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Buy	7,50	5,20	7,94	-6%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Accumulate	25,60	23,00	22,20	15%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Buy	892,00	722,00	879,00		16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Accumulate	24,60	21,40	29,75	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Reduce	9,37	10,33	9,15	2%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Accumulate	26300,00	22500,00	21680,00	21%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Buy	43,10	20,70	16,56		31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Buy	15,50	8,90	10,54	47%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Accumulate	46,90	41,50	35,46	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sell	53,00	66,20	68,20	-22%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Buy	4,98	4,10	3,54	41%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sell	619,00	785,00	699,20	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sell	13,97	20,00	26,10	-46%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Accumulate	7,25	6,07	5,10	42%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Reduce	19,60	23,30	15,70	25%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Buy	95,70	75,00	144,54		16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Buy	424,80	352,50	401,00		14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Hold	802,00	798,00	474,00		12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Hold	416,00	414,00	474,00		05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Aiileron	Accumulate	17,30	15,40	15,04		23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Hold	156,00	142,00	129,00		22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Reduce	590,00	648,00	699,20		22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Accumulate	390,00	355,00	705,00		17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Hold	8,95	8,64	13,92		11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Accumulate	283,00	253,00	236,70		11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Buy	45,40	28,20	16,56		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Buy	9,20	6,50	7,94		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Buy	34,60	21,60	21,95		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Buy	94,40	60,40	72,50		27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Buy	63,90	44,00	26,10		26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	na	20,45	17,95	20,50		25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Buy	29,60	22,70	24,70		21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Buy	97,90	55,00	47,00		21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Hold	25,50	26,83	40,97		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Hold	41,00	41,79	35,46		19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Reduce	9,95	11,37	13,92		12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Accumulate	33,70	29,00	20,10		20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Buy	43,20	29,30	28,80		14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Buy	23000,00	17495,00	21680,00		06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Accumulate	4,86	4,40	3,54		06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Buy	14,50	9,96	10,54		03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Reduce	14,67	17,50	13,00		03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Reduce	46,20	49,60	68,20		30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Buy	15,00	10,00	14,76		26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Accumulate	27,30	23,10	22,20		24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Reduce	40,00	46,03	35,46		23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Accumulate	560,00	518,20	699,20		18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Buy	27,80	22,00	22,20		18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski

(1) Date of publication is simultaneously date of first publication, (2) recommendation is valid for a period of 12 months, unless it is previously updated,

(3) Job position: Dariusz Nawrot - Head of Research and Advisory Department, Krzysztof Radojewski - Deputy Head of Research and Advisory Department, Michał Sztabler - Equity Analyst, Dariusz Dadej - Equity Analyst, Mateusz Chrzanowski - Equity Analyst

ANALYSIS AND CONSULTING DEPARTMENT

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Industry, construction, developers, chemistry

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnology

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Industry, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Industrial companies, energy, mining

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Retail, Industry

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Technical analysis

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Technical analysis

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

INSTITUTIONAL CLIENT SERVICE DEPARTMENT

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

BIOTON

- Zakładamy, że 2Q26 będzie sprzedażowo nieco słabszy w ujęciu rocznym – prognozujemy sprzedaż na poziomie 75 mln zł. Zakładamy marżę brutto na sprzedaży na poziomie nieco wyższym niż w 1Q26, czyli ok. 30%. Zakładamy, że koszty sprzedaży, ogólnego zarządu i badań i rozwoju były w dalszym ciągu pod kontrolą i wyniosły łącznie ok. 19 mln zł. Tym samym oczekujemy wyniku EBIT za 2Q26 na poziomie ok. +3,5 mln zł, a EBITDA na poziomie ok. 13,1 mln zł. Wynik netto szacujemy na ok. +2,5 mln zł.

Data publikacji wyników	2026.09.15
Cena bieżąca [w PLN]	3,85
Cena docelowa [w PLN]	4,98
Zalecenie	Kupuj

Podstawowe dane

Kapitalizacja w mln PLN	327
Free float w %	81
Śr. wolumen 6M	37 792
Zmiana YTD w %	-1,4
Zmiana 1M w %	-4,2
P/E (LTM)	-
EV/EBITDA (LTM)	8,2
P/BV	0,6

Profil spółki

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i pracuje nad własnymi analogami insuliny. Głównym obszarem działalności Grupy jest diabetologia. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i suplementów Biolek.

Analitik:

Krzysztof Radojewski
+48 669 102 509

		2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26P	Zm. r/r	2025	2026P	2027P
mln PLN	Przychody	79,9	72,7	64,4	49,1	75,0	-6%	282,5	266,0	283,6
	EBITDA	15,9	17,0	13,5	5,8	13,1	-18%	51,6	51,4	62,0
	EBIT	6,3	7,3	3,9	-6,5	3,5	-45%	13,3	13,9	25,3
	Zysk netto	3,2	4,2	1,8	-6,1	2,5	-23%	3,4	5,9	15,1
%	Marża EBITDA	19,9%	23,3%	21,0%	11,8%	17,5%	-2,5 pp.	18,3%	19,3%	21,9%
	Marża EBIT	7,9%	10,0%	6,0%	-13,2%	4,7%	-3,2 pp.	4,7%	5,2%	8,9%
	Marża netto	4,1%	5,8%	2,7%	-12,4%	3,3%	-0,7 pp.	1,2%	2,2%	5,3%

Źródło: Spółka do 1Q'26, 2025, P - prognoza Noble Securities

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)
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	20,65	42%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	93,00	64%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	10,48	-9%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	131,00	-11%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	12,96	23%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,30	10%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	226,20	11%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Papco Group	Redukuj	27,90	34,30	43,89	-36%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	25,00	68%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	15,00	109%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	19,15	12%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	75,40	47%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	27,15	12%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	4,86	30%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	46,30	60%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,70	8%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	389,50	17%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	494,00	25%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	701,00	-5%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,00	43%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answeare.com	Akumuluj	20,70	17,98	18,90	10%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,95	26%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,75	18%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	917,00	-3%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	28,20	-13%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,42	-1%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20140,00	31%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70			31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,32	66%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	28,78	63%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	70,80	-25%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,85	30%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,85	30%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	732,80	-16%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	21,35	-35%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,12	42%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	16,35	20%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	137,00	-30%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40			23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00			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			17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64			11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00			11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00			26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00			21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Papco Group	Trzymaj	25,50	26,83			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			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			15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler

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 ocen, 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

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 27.07.2026 o godz. 11:59. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 27.07.2026 godz. 12:02.

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)
XTB	Kupuj	95,70	75,00	76,24	26%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	367,00	16%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	TRZYMAJ	802,00	798,00	636,00	26%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	636,00	-35%	05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	17,68	-2%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	144,90	8%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00	690,00	-14%	22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,44	-5%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	265,80	6%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	26,50	71%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	7,42	24%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,20	63%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	81,00	17%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	45,00	42%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,10	20%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	25,80	15%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	62,30	57%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	30,00	-15%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	38,19	7%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00	24,00	40%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,20	53%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	20200,00	14%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	4,05	20%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,69	50%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	16,05	-9%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	58,10	-20%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,55	3%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	24,05	14%	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	690,00	-19%	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	636,00	-22%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	6,87	38%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	592,00	-37%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	10,41	-31%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	367,00	-8%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	20,10	-4%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	25,00	36%	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	18,66	68%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	619,00	25%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	17,68	36%	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	1,86	99%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	101,50	81%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,25	82%	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
Answer.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
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	76,24	7%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler

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

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

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

Wyniki 1Q26 – neutralnie

Łącznie przychody ze sprzedaży w 1Q26 wyniosły 49,1 mln zł (-25% r/r, vs 50 mln zł nasza prognoza), marża brutto na sprzedaży była wyższa od naszych oczekiwań, ale koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były nieco wyższe, co łącznie dało wynik EBITDA nieco wyższy od naszej prognozy (5,8 mln zł vs oczekiwane przez nas 3,2 mln zł). Wynik netto wyniósł -5,2 mln zł (vs -6,1 mln zł nasza prognoza). Wyniki 1Q26 roku były naznaczone niższą sprzedażą na rynek malezyjski (4,7 mln zł w 1Q26 vs 34,7 mln zł w 1Q25) w związku z przesunięciami przetargów. Ten brak nadrobiły częściowo inne rynki zagraniczne (Tunezja, Chiny, Tajlandia) i stabilny rynek polski w obszarze insuliny oraz rosnąca sprzedaż innych produktów. Kluczowym tematem, który powinien wspierać wyniki spółki w kolejnych okresach to wprowadzania do oferty nowych produktów oraz decyzja o alokacji w przetargu malezyjskim. Spółka oczekuje poprawy marżowości w kolejnych kwartałach. W naszych prognozach zakładamy poprawę wyników w kolejnych okresach. Wyniki oceniamy neutralnie.

(mln zł)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	r/r	1Q26P
Przychody ze sprzedaży	65,6	79,9	72,7	64,4	49,1	-25%	50,0
Zysk brutto na sprzedaży	13,8	26,3	25,9	25,8	14,5	5%	10,5
marża	21%	33%	36%	40%	29%	41%	21%
Koszty sprzedaży	8,8	9,5	9,0	9,9	10,1	15%	8,0
Koszty ogólnego zarządu	8,3	9,0	9,1	9,9	8,7	5%	8,0
Koszty badań i rozwoju	1,0	0,9	0,7	1,0	1,1	11%	1,0
EBITDA	5,4	15,9	17,0	13,5	5,8	8%	3,2
EBIT	-4,1	6,3	7,3	3,9	-4,0	-2%	-6,5
Zysk netto	-5,8	3,2	4,2	1,8	-5,2	-11%	-6,1

Źródło: Bioton (wyniki 1Q25-1Q26), Noble Securities (prognoza 1Q26P)

Przychody – spadek w eksporcie (Malezja), kraj stabilnie w insulynie i ze wzrostami w innych obszarach

W I kwartale 2026 r. Grupa Bioton osiągnęła przychody na poziomie 49,1 mln zł, co oznacza spadek o 25,1% r/r, głównie z powodu niższej sprzedaży insuliny, zwłaszcza na rynku malezyjskim (4,7 mln zł w 1Q26 vs 34,7 mln zł w 1Q25) w związku z przesunięciami przetargów. Sprzedaż zagraniczna insuliny spadła o 48,3%, a jej struktura geograficzna uległa zmianie, przy wzroście znaczenia m.in. Tunezji (6,3 mln zł vs 3,4 mln zł przed rokiem) i Chin (3,8 mln zł w 1Q26, brak informacji nt. sprzedaży w 1Q25). W odniesieniu do dalszych zamówień dla Malezji spółka oczekuje na decyzję o alokacji w przetargu wydawaną przez Malezyjskie Ministerstwo Zdrowia.

Na rynku polskim przychody z insuliny pozostały stabilne, przy jednoczesnym wzroście udziału rynkowego, mimo spadkowego trendu całego rynku w kierunku insulin analogowych. Jednocześnie wzrosła sprzedaż pozostałych produktów, głównie dzięki preparatom wspierającym terapię cukrzycy, a wyniki kwartału odzwierciedlają przejściowe osłabienie po bardzo mocnym IV kwartale 2025 r.

Wynik i koszty operacyjne

W I kwartale 2026 r. koszt własny sprzedaży spadł o 33,2% r/r do 34,6 mln zł, a marża brutto na sprzedaży wzrosła do 29% (z 21% przed rokiem) dzięki zmianie struktury geograficznej i produktowej. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu łącznie wzrosły o 10% r/r do 18,8 mln zł, głównie na skutek wyższych kosztów sprzedaży związanych z dystrybucją zagraniczną i kosztami personalnymi. Spółka oczekuje poprawy marżowości w kolejnych okresach dzięki optymalizacji kosztów, poprawie miksu produktowego i lepszemu wykorzystaniu mocy produkcyjnych.

Inicjatywy prorozwojowe

GLP-1 – Spółka przygotowuje się do projektów w obszarze GLP-1, jednak rozpoczęcie prac rozwojowych zależy od zabezpieczenia dostaw substancji czynnej (API), której zakup jest w toku. Jednocześnie osiągnięto gotowość nowoczesnej, zautomatyzowanej platformy formułacyjnej, która zwiększa efektywność badań i wspiera rozwój portfela produktów.

Produkcja kontraktowa insuliny glargine – Projekt na kontraktowe wytwarzanie insuliny glargine (umowa z 7 lutego 2025 roku), która ma już centralną rejestrację na rynku europejskim jest w fazie transferu technologii i rozbudowy infrastruktury, a jego realizacja ma w ocenie zarządu istotny potencjał finansowy dla Biotonu. Zakończenie procesu doposażania zakładu ma być skończony w 2027 roku.

Wnioski grantowe – W kwietniu 2026 r. spółka złożyła do ABM trzy wnioski o dofinansowanie projektów B+R o łącznej wartości 79 mln zł, wnioskując o 42 mln zł wsparcia. Decyzje nie są jeszcze przesądzone, jednak ewentualne granty mogłyby przyspieszyć rozwój nowych leków, wzmocnić konkurencyjność spółki oraz umożliwić finansowanie projektów bez rozładnia kapitału.

Umowa współpracy z Biotts – w dniu 8 maja 2026 r. spółka zawarła ramową umowę współpracy z Biotts S.A. dotyczącą projektów badawczo-rozwojowych w obszarze technologii transdermalnego podawania insuliny. Przedmiotem umowy jest współpraca w zakresie wsparcia merytorycznego oraz rozwoju projektów R&D, w tym projektu insuliny transdermalnej, przy wykorzystaniu substancji czynnej (API) dostarczanej przez spółkę.

Umowa na komercjalizację esomeprazolu – 12 marca 2026 r. Bioton zawarł z CHEMO S.A. (Szwajcaria) pięcioletnią umowę licencyjno-dostawczą na komercjalizację esomeprazolu w Polsce, uzyskując niewyłączną licencję na dokumentację rejestracyjną oraz zobowiązując się do minimalnych rocznych zakupów produktu. Esomeprazol to lek zmniejszający wydzielanie kwasu solnego w żołądku.

Inne wydarzenia

Obniżenie kapitału zakładowego – 14 kwietnia 2026 r. NWZ Bioton S.A. zdecydowało o obniżeniu kapitału zakładowego poprzez zmniejszenie wartości nominalnej akcji w celu uporządkowania struktury kapitałowej. Operacja ta pozwoli pokryć straty z lat ubiegłych i w ocenę zarządu spółki ułatwi pozyskiwanie finansowania zewnętrznego – w tym grantowego – oraz wesprze realizację strategii rozwoju spółki.

Wyrok sądu apelacyjnego – Sąd Apelacyjny w Warszawie uznał wykonalność w Polsce wyroku chińskiego sądu arbitrażowego (CIETAC) z 2017 roku, nakazującego Bioton S.A. zapłatę łącznie ok. 1,69 mln USD (ok. 6,2 mln zł) odszkodowania i zaległych opłat licencyjnych na rzecz chińskiej spółki Hefei, wraz z narosłymi odsetkami. Bioton uważał roszczenie za przedawnione, jednak sąd odrzucił ten argument, uznając, że polskie prawo nie przewiduje analogicznych ograniczeń czasowych co chińskie. Postanowienie jest prawomocne od 26 maja 2026 r., choć spółka rozważa skargę kasacyjną.

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 ocen, 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 01.06.2026 o godz. 16:15. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 01.06.2026 godz. 16:25.

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)
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	18,50	16%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	78,00	42%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	25,95	17%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,30	19%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	15,00	-1%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	358,00	28%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	516,00	19%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	1038,00	-36%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	28,20	41%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	13,94	26%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answeare.com	Akumuluj	20,70	17,98	17,92	16%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,62	33%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,05	16%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	820,00	9%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	26,20	-6%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,41	0%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	22580,00	16%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	16,50	161%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	8,80	76%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	30,80	52%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	71,60	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,18	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	699,40	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	21,10	-34%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,47	33%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	19,10	3%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	103,64	-8%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,26	6%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	149,00	5%	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	1038,00	-62%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,58	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	232,60	22%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	20,50	69%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	29,95	113%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	52,90	85%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	33,59	-24%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			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			15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			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			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			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

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

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

Bioton (BUY TP 4.98 PLN as of 16.03.2026)

Q1 2026 Results – Neutral

Total sales revenue in Q1 2026 amounted to PLN 49.1 million (-25% YoY, vs. our forecast of PLN 50 million); the gross margin on sales was higher than we expected, but selling and general and administrative expenses were slightly higher, resulting in an EBITDA figure slightly higher than our forecast (PLN 5.8 million vs. our expected PLN 3.2 million). Net profit amounted to PLN -5.2 million (vs. our forecast of PLN -6.1 million). Q1 2026 results were marked by lower sales to the Malaysian market (PLN 4.7 million in Q1 2026 vs. PLN 34.7 million in Q1 2025) due to tender postponements. This shortfall was partially offset by other foreign markets (Tunisia, China, Thailand) and the stable Polish market in the insulin segment, as well as growing sales of other products. The key factor that should support the company's results in the coming periods is the introduction of new products to the portfolio and the allocation decision in the Malaysian tender. The company expects improved margins in the coming quarters. Our forecasts assume improved results in the coming periods. We view the results neutrally.

(PLN m)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	r/r	1Q26F
Sales revenues	65.6	79.9	72.7	64.4	49.1	-25%	50.0
Gross profit	13.8	26.3	25.9	25.8	14.5	5%	10.5
margin	21%	33%	36%	40%	29%	41%	21%
Selling costs	8.8	9.5	9.0	9.9	10.1	15%	8.0
G&A costs	8.3	9.0	9.1	9.9	8.7	5%	8.0
R&D expenses	1.0	0.9	0.7	1.0	1.1	11%	1.0
EBITDA	5.4	15.9	17.0	13.5	5.8	8%	3.2
EBIT	-4.1	6.3	7.3	3.9	-4.0	-2%	-6.5
Net profit	-5.8	3.2	4.2	1.8	-5.2	-11%	-6.1

Source: Bioton (actual 1Q25-1Q26), NS (1Q26F)

Revenue – decline in exports (Malaysia), stable performance in domestic insulin and growth in other areas

In the first quarter of 2026 the Bioton Group generated revenue of PLN 49.1 million, representing a 25.1% year-over-year decline, primarily due to lower insulin sales, particularly in the Malaysian market (PLN 4.7 million in 1Q26 vs. PLN 34.7 million in 1Q25) as a result of tender delays. Foreign insulin sales fell by 48.3%, and their geographic structure shifted, with increased importance from, among others, Tunisia (PLN 6.3 million vs. PLN 3.4 million a year ago) and China (PLN 3.8 million in 1Q26, no information on sales in 1Q25). Regarding further orders for Malaysia, the company is awaiting a decision on tender allocation from the Malaysian Ministry of Health.

In the Polish market, insulin revenues remained stable, with a simultaneous increase in market share, despite the overall market's downward trend toward insulin analogs. At the same time, sales of other products increased, mainly due to drugs supporting diabetes therapy, and the quarter's results reflect a temporary slowdown following a very strong fourth quarter of 2025.

Operating income and expenses

In the first quarter of 2026, cost of goods sold decreased by 33.2% year-over-year to PLN 34.6 million, while the gross margin on sales increased to 29% (from 21% a year earlier) due to changes in the geographic and product mix. Total selling and general administrative expenses rose by 10% year-over-year to PLN 18.8 million, mainly due to higher selling costs related to international distribution and personnel expenses. The company expects margins to improve in subsequent periods thanks to cost optimization, an improved product mix, and better utilization of production capacity.

Development Initiatives

GLP-1 – The Company is preparing for projects in the GLP-1 area; however, the start of development work depends on securing supplies of the active pharmaceutical ingredient (API), which is currently being procured. At the same time, a modern, automated formulation platform has been made ready, which increases research efficiency and supports the development of the product portfolio.

Contract manufacturing of insulin glargine – The project for the contract manufacturing of insulin glargine (agreement dated February 7, 2025), which already has centralized marketing authorization in the European market, is in the technology transfer and infrastructure expansion phase, and the Management Board believes its implementation holds significant financial potential for Bioton. The plant upgrade process is scheduled to be completed in 2027.

Grant Applications – In April 2026, the company submitted three applications to ABM for funding of R&D projects with a total value of PLN 79 million, requesting PLN 42 million in support. Decisions have not yet been made, but any grants could accelerate the development of new drugs, strengthen the company's competitiveness, and enable project financing without diluting equity.

Cooperation Agreement with Biotts – On May 8, 2026, the company entered into a framework cooperation agreement with Biotts S.A. regarding research and development projects in the field of transdermal insulin delivery technology. The subject of the agreement is cooperation in the area of technical support and the development of R&D projects, including a transdermal insulin project, using an active pharmaceutical ingredient (API) supplied by the company.

Agreement for the commercialization of esomeprazole – March 12, 2026. Bioton entered into a five-year licensing and supply agreement with CHEMO S.A. (Switzerland) for the commercialization of esomeprazole in Poland, obtaining a non-exclusive license to the registration documentation and committing to minimum annual purchases of the product. Esomeprazole is a drug that reduces the secretion of hydrochloric acid in the stomach.

Other events

Reduction of Share Capital – On April 14, 2026, the Extraordinary General Meeting of Bioton S.A. resolved to reduce the share capital by decreasing the par value of the shares in order to streamline the capital structure. This transaction will cover losses from previous years and, in the company's management's assessment, will facilitate the acquisition of external financing—including grants—and support the implementation of the company's development strategy.

Appellate court ruling – The Court of Appeals in Warsaw recognized the enforceability in Poland of the 2017 ruling by the Chinese arbitration court (CIETAC) from 2017, ordering Bioton S.A. to pay a total of approximately USD 1.69 million (approx. PLN 6.2 million) in compensation and overdue license fees to the Chinese company Hefei, along with accrued interest. Bioton considered the claim to be time-barred, but the court rejected this argument, ruling that Polish law does not provide for time limits analogous to those in Chinese law. The ruling is final as of May 26, 2026, although the company is considering filing a cassation appeal.

Last recommendation: BUY TP 4.98 PLN as of 16.03.2026. Price on the day of issue 4.1 PLN

Krzysztof Radojewski
Deputy Head of Research and Advisory Department
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
+48 22 213 22 35

EXPLANATION OF TERMINOLOGY USED IN THE ANALYTICAL REPORT

BV – book value
EV – enterprise value plus net interest-bearing debt
EBIT – earnings before interest and taxes
CF (CFO) – cash flow from operating activities
NOPAT – net operating profit after tax
EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
EPS – earnings per share
DPS – dividend per share
lfl – like for like growth y/y
P – projections of Noble Securities S.A. analyst(s) preparing the recommendation
P/E – price-to-earnings ratio per share
P/EBIT – price-to-earnings before interest and tax ratio
P/EBITDA – price-to-earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization ratio
P/BV – price-to-book ratio per share
EV/EBIT – enterprise value to earnings before interest and taxes ratio
EV/EBITDA – enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization ratio
ROE – return on equity
ROA – return on assets
WACC – weighted average cost of capital
FCFF – free cash flow to the firm
Beta – coefficient reflecting the relationship between changes in a company's share price and changes in the value of the index
SG&A – selling, general, and administrative expenses
LTM – last twelve months

LEGAL DISCLAIMER

BASIC PRINCIPLES FOR PREPARING AN ANALYTICAL REPORT

This analytical report, hereinafter referred to as the “Report,” was prepared by Noble Securities S.A. (“NS”) with its registered office in Warsaw.

The Report was prepared on the basis of information available to the public on the date of its preparation. We have used, in particular, current and periodic reports published by the Issuer in the course of its disclosure obligations.

The Report reflects solely the knowledge and views of the Analyst as at the date of its preparation.

The projections and assessments presented in the Report are based solely on the Analyst's analysis. They have not been agreed with the Issuer or other entities. They are based on a number of assumptions that may prove to be inaccurate in the future.

Neither NS nor the Analyst guarantee that the projections will prove accurate.

The Report published by NS is valid for a period of 12 months, unless it is updated prior to that. The frequency of updates depends on the date of publication of the Issuer's financial results for a given reporting period, the market situation, or the Analyst's subjective assessment.

The system for issuing directional information has the following characteristics:

Buy – means at least +20% potential change in the target price relative to the reference price,
Accumulate – means between +5% and +20% potential change in the target price relative to the reference price,
Hold – means between -5% and +5% potential change in the target price relative to the reference price,
Reduce – means between -5% and -20% potential change in the target price relative to the reference price,
Sell – means at least -20% potential change in the target price relative to the reference price.

STRENGTHS AND WEAKNESSES OF THE VALUATION METHODS USED BY NS IN THE REPORT

The DCF method (discounted cash flow) – is one of the main techniques for valuing companies. It involves calculating the value of a company based on future cash flows, i.e., income and expenses. These flows are “discounted,” i.e., converted to their present value.

- **Advantages of the DCF method:** it takes into account all cash flows in the company and shows the cost of money over time (the fact that a dollar today is worth more than a dollar in the future).
- **Disadvantages of the DCF method:** it requires many assumptions and estimates, and the valuation is highly dependent on changes in the parameters used.

Comparative method – involves comparing the company being valued with other companies in the same industry. It compares the so-called valuation multiples, i.e., financial ratios.

- **Advantages of the Comparative Method:** it provides a good picture of the current market situation, requires fewer assumptions than other methods, and is easy to use because there are many ratios available for comparison.
- **Disadvantages of the Comparative Method:** the results are variable because they depend on stock prices and stock market indices, the selection of comparable companies can be subjective, the method simplifies the company's situation and may overlook important factors, such as growth rate, corporate governance, assets not used in operations, and differences in accounting standards.

Sum-of-the-parts method – involves separate valuation of each segment of the company's operations. The results are then added up to obtain the total value of the company.

- **Disadvantages of the sum-of-the-parts method:** high sensitivity to changes in assumptions regarding the valuation of individual segments.

INTERESTS OR CONFLICTS OF INTEREST THAT COULD AFFECT THE REPORT'S OBJECTIVITY

The report was prepared by NS for a fee, at the request of the Warsaw Stock Exchange.

The Analyst is not a party to any agreement concluded with the Issuer and does not receive remuneration from the Issuer. The remuneration due to the Analyst for preparing the Report, payable by NS:

- is not directly related to transactions concerning brokerage services provided by NS;
- does not depend on other transactions conducted by NS or any other legal entity that is part of the group to which NS belongs;
- is not related to transaction fees received by NS or those entities.

The Analyst's remuneration (which may be payable in the future by NS on other grounds) may be indirectly dependent on the financial results of NS, including those obtained in the course of transactions involving investment banking services relating to the Issuer's financial instruments.

It is possible that NS has or will have the intention to submit an offer to provide services to the Issuer.

ORGANIZATIONAL AND ADMINISTRATIVE SOLUTIONS AS WELL AS INFORMATION BARRIERS ESTABLISHED TO PREVENT AND AVOID CONFLICTS OF INTEREST

A general description of the *Rules and Regulations for the Management of Conflicts of Interest in Noble Securities S.A.* is contained in Section 14 of the document *Detailed information on Noble Securities S.A.* available on the website: www.noblesecurities.pl in the tab: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty (Brokerage/Brokerage Rules and Regulations/Documents)*.

At the Client's request, NS will provide additional information on the Rules and Regulations for the Management of Conflicts of Interest in Noble Securities S.A. with the use of a durable medium or via the NS website www.noblesecurities.pl.

NS ensures that analysts are organisationally separated from persons (teams) performing activities that involve the risk of a conflict of interest. We prevent conflicts of interest from arising. In the event of such a conflict, we enable the protection of the Client's interests against its harmful effects. Analysts do not have access to information about transactions concluded on NS's own account or client orders. NS ensures that there is no possibility for third parties to exert any adverse influence on the way Analysts perform their work. NS ensures that the remuneration of one organizational unit:

- is not linked to the remuneration of employees of another organizational unit, or
- does not depend on the revenues generated by another organizational unit, if these units perform activities that involve the risk of a conflict of interest.

NS has implemented internal regulations concerning the flow of confidential information and professional secrets. The purpose of these regulations is to protect confidential information or professional secrets and to prevent their unjustified flow or misuse. NS limits the circle of persons having access to confidential information or professional secrets to the necessary minimum. In order to control access to important non-public information, NS has internal restrictions and barriers in place for the transfer of information. These are known as Chinese walls, which are rules, procedures, and physical solutions designed to prevent the flow and use of confidential information and professional secrets. NS applies restrictions on physical access (separate rooms, lockable cabinets) and access to IT systems.

The Rules and Regulations governing the provision of brokerage services and the maintenance of securities and cash accounts by Noble Securities S.A. specify:

- the rules for performing activities consisting in the preparation of analyses and other general recommendations concerning transactions in financial instruments, as well as
- the internal procedure governing this scope.

NS reveals in its Reports any connections and circumstances that could affect the objectivity of the Reports.

It is prohibited to:

- accept material or immaterial benefits from entities with a significant interest in the content of the Report,
- offer any content that is favourable to the Issuer by NS or the Analyst to that Issuer,
- disclose to the Issuer or persons other than Analysts any Report containing recommendations or target prices prior to its distribution for purposes other than verifying NS's compliance with its legal obligations.

NS has implemented internal regulations concerning the rules for concluding personal transactions by involved persons, which, for example, prohibit the use of information obtained in connection with the performance of official duties for personal transactions.

Analysts may not:

- enter into personal transactions involving the Issuer's financial instruments or related financial instruments prior to the publication of the Report,
- enter into personal transactions that are contrary to the content of the Report, and
- enter into personal transactions if NS commences or conducts work on the issue of the Issuer's financial instruments from the time the Analyst becomes aware of this information until the prospectus is published – in the case of a public offering – or until the offering is commenced.

OTHER INFORMATION AND DISCLAIMERS

NS ensures that the Report has been prepared with due care and diligence. The Analyst has based it on publicly available facts and information that he/she considered reliable, accurate, and objective. However, neither NS nor the Analyst guarantee that they are completely accurate and complete. Where the Report refers to websites used in its preparation, neither the Analyst nor NS accepts responsibility for the content of those websites.

Investing may involve significant investment risk. The analytical report cannot be treated as an assurance or guarantee that losses will be avoided or that potential or expected results (profits or other benefits from transactions carried out on its basis) will be achieved, or in connection with refraining from carrying out such transactions. A general description of financial instruments and the risks associated with investing in particular financial instruments is presented at www.noblesecurities.pl in the tab Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty (Brokerage/Brokerage Rules and Regulations/Documents). NS notes that the

above information has been prepared with due diligence, in a reliable manner and to the best of NS's knowledge, but may not be exhaustive. Depending on the specific situation in which the investor finds themselves, there may be other risk factors than those indicated in the above information provided by NS, or the existing risk factors may change. Investors should bear in mind that investments in individual financial instruments may result in the loss of some or all of the invested funds, and may even entail additional costs.

Investors using the Report may not waive the obligation to conduct an independent assessment and take into account circumstances other than those indicated by the Analyst or NS.

The Report has been prepared in accordance with legal requirements ensuring independence, in particular in accordance with Commission Delegated Regulation (EU) 2016/958 of 9 March 2016 supplementing Regulation (EU) No. 596/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards concerning technical measures for the objective presentation of investment recommendations or other information recommending or suggesting an investment strategy, and the disclosure of particular interests or conflicts of interest. The Report constitutes an investment research referred to in Article 36(1) of Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

Neither the Report nor any part thereof constitutes:

- an offer within the meaning of Article 66 of the Act of 23 April 1964 - Polish Civil Code,
- a basis for concluding a contract or creating an obligation,
- a public offer to purchase financial instruments or a public offering of financial instruments within the meaning of Article 3 of the Act of 29 July 2005 on Public Offering, Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organized Trading, and on Public Companies,
- an invitation to subscribe for or purchase the Issuer's securities,
- investment advisory services or portfolio management services referred to in the Act of 29 July 2005 on Trading in Financial Instruments,
- investment, legal, accounting or other advice.

The Report:

- is prepared without taking into account the individual situation and needs of the investor and does not constitute investment advisory services,
- is published on the NS website: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- is intended for distribution only in the Republic of Poland and is not intended for distribution or transmission, directly or indirectly, in the United States of America, Canada, Japan or Australia, or any other jurisdiction where such distribution would constitute a violation of the relevant laws of that jurisdiction or require registration in that jurisdiction,
- does not contain all information about the Issuer and does not allow for a full assessment of the Issuer, including its financial situation, as only certain data concerning the Issuer has been selected for the Report,
- is for informational purposes only, so it is not possible to comprehensively assess the Issuer on the basis of the Report,
- has not been disclosed to the Issuer to whom it directly or indirectly refers prior to its first distribution.

FINAL REMARKS

Analysts preparing the Report: Krzysztof Radojewski - Deputy Director of the Analysis and Advisory Department at Noble Securities S.A.

Date and time of completion of the Report: 1 June 2026, 4:15 p.m. Date and time of first distribution of the Report: 1 June 2026, 4:25 p.m.

The copyright to the Report is held by the Warsaw Stock Exchange. Distribution or reproduction of the Report (in whole or in part) without the prior written consent of the Warsaw Stock Exchange is prohibited.

Noble Securities S.A. is subject to supervision by the Polish Financial Supervision Authority.

All recommendations distributed by NS in last 12 months:

Company	Direction	Target price	Price at publication	Current price	Difference to price target	Date of publication (1)	Validity date (2)	Prepared by (3)
Aplisens	Accumulate	21,52	18,65	18,50	16%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Buy	110,80	78,00	78,00	42%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Accumulate	30,31	25,75	25,95	17%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Accumulate	6,30	5,40	5,30	19%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Sonel	Hold	14,84	14,95	15,00	-1%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Buy	456,90	347,50	358,00	28%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Hold	616,00	598,00	516,00	19%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Hold	667,00	640,00	1038,00	-36%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Buy	39,90	26,90	28,20	41%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Accumulate	17,50	14,74	13,94	26%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Accumulate	20,70	17,98	17,92	16%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Buy	7,50	5,20	5,62	33%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Accumulate	25,60	23,00	22,05	16%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Buy	892,00	722,00	820,00	9%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Accumulate	24,60	21,40	26,20	-6%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Reduce	9,37	10,33	9,41	0%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Accumulate	26300,00	22500,00	22580,00	16%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Buy	43,10	20,70	16,50	161%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Buy	15,50	8,90	8,80	76%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Accumulate	46,90	41,50	30,80	52%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sell	53,00	66,20	71,60	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Buy	4,98	4,10	4,18	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sell	619,00	785,00	699,40	-11%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sell	13,97	20,00	21,10	-34%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Accumulate	7,25	6,07	5,47	33%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Reduce	19,60	23,30	19,10	3%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Buy	95,70	75,00	103,64	-8%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Buy	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Hold	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Hold	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Accumulate	17,30	15,40	16,26	6%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Hold	156,00	142,00	149,00	5%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Reduce	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Accumulate	390,00	355,00	1038,00	-62%	17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Hold	8,95	8,64	10,58	-15%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Accumulate	283,00	253,00	232,60	22%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Buy	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Buy	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Buy	34,60	21,60	20,50	69%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Buy	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Buy	63,90	44,00	29,95	113%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	na	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Buy	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Buy	97,90	22,00	52,90	85%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Hold	25,50	26,83	33,59	-24%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Hold	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Reduce	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Accumulate	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Buy	43,20	29,30			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Buy	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Accumulate	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Buy	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Reduce	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Reduce	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Buy	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Accumulate	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Reduce	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Accumulate	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Buy	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Hold	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Accumulate	9,50	8,10			15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Accumulate	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sell	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Accumulate	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Reduce	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Buy	33,90	27,30			18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Accumulate	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Buy	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Buy	31,30	20,40			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Buy	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Buy	24,10	19,70			25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Buy	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Buy	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Buy	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Buy	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Accumulate	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej

(1) Date of publication is simultaneously date of first publication, (2) recommendation is valid for a period of 12 months, unless it is previously updated,

(3) Job position: Dariusz Nawrot - Head of Research and Advisory Department, Krzysztof Radojewski - Deputy Head of Research and Advisory Department, Michał Sztabler - Equity Analyst, Dariusz Dadej - Equity Analyst, Mateusz Chrzanowski - Equity Analyst

ANALYSIS AND CONSULTING DEPARTMENT

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Industry, construction, developers, chemistry

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnology

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Industry, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Industrial companies, energy, mining

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Retail, Industry

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Technical analysis

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Technical analysis

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

INSTITUTIONAL CLIENT SERVICE DEPARTMENT

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