

## 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.

|                                |                   |
|--------------------------------|-------------------|
| <b>Data publikacji wyników</b> | <b>2026.09.15</b> |
| <b>Cena bieżąca [w PLN]</b>    | <b>3,85</b>       |
| <b>Cena docelowa [w PLN]</b>   | <b>4,98</b>       |
| <b>Zalecenie</b>               | <b>Kupuj</b>      |

### 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<br>(4) | Cena przy<br>wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny<br>Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności<br>(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 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](http://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](http://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](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

**Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:**

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

**Raport:**

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,

- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

#### UWAGI KOŃCOWE

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

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 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<br>(4) | Cena przy<br>wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny<br>Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności<br>(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](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

### Krzysztof Radojewski

[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

### Mateusz Chrzanowski, DI

[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

### Michał Sztabler

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

### Dariusz Dadej

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

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

### Krzysztof Ojczyk, MPW

[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

### Jacek Borawski

[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

### Szymon Pogoda

[szymon.pogoda@noblesecurities.pl](mailto:szymon.pogoda@noblesecurities.pl)

tel. +48 785 925 184

## DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

### Jacek Paszkowski, CFA

[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

### Piotr Dudziński

[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04