

Bioton – rozbudowa oferty jest kluczowa

Bioton ma za sobą dobre I półrocze roku, ale rynek dynamicznie się zmienia i spółka podejmuje działania, aby rozbudować swoją ofertę rynkową i zdywersyfikować ją poza insulinę ludzką. Wiele z tych inicjatyw powinno mieć pozytywne przełożenie na wyniki począwszy od przyszłego roku. W wyniku aktualizacji naszych prognoz oraz założeń korygujemy wycenę z 4,52 zł do 4,86 zł za akcję w horyzoncie 9-mies. i wydajemy rekomendację AKUMULUJ.

Wyniki 1H2025 – dobre I półrocze, duże dostawy do Malesji

Przychody Grupy w I połowie 2025 roku wyniosły 145,5 mln zł (+65% r/r), z czego Malesja wygenerowała 65,8 mln zł sprzedaży, a Polska 43,7 mln zł (vs 44,3 mln zł przed rokiem). Insulina ludzka w 1H25 stanowiła 85% sprzedaży ogółem. Inne ważne rynki w I półroczu to m.in. Tunezja i Tajlandia. EBITDA w 1H25 wyniosła 21,3 mln zł (+92% r/r). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w 1H25 pod kontrolą – łącznie wzrosły o ok. 3% r/r. Wynik netto w I półroczu 2025 roku wyniósł -2,6 mln zł (vs -7,8 mln zł przed rokiem). Zadłużenie netto bez leasingów na koniec półrocza wynosiło 26 mln zł, co było najniższym poziomem w historii.

Rozwój portfela konieczny do wzrostu w długim okresie

Insulina ludzkiej w dalszym ciągu pozostaje dla wielu chorych podstawowym lekarstwem, ale rynek bardzo dynamicznie się zmienia i Bioton musi rozbudować portfel produktów, aby pozostać konkurencyjnym w średnim i długim okresie. Spółka świadoma tego podejmuje wiele inicjatyw w tym kierunku. Bioton pracuje nad własnymi analogami insuliny oraz nad kontraktowym jej wytwarzaniem, rozwija eksport insuliny i startuje w przetargu na dalsze dostawy do Malesji, wprowadził do dystrybucji i uzyskał refundację na system ciągłego monitorowania poziomu cukru we krwi oraz pracuje nad wprowadzeniem 6 nowych cząsteczek do oferty w 2026 roku, w tym liraglutyd i tikagrelor. Nowe inicjatywy powinny pozwolić spółce utrzymać sprzedaż w kolejnych latach, a nawet ją zwiększyć.

Rewolucja GLP-1 dociera do Polski

Analogi GLP-1 szturmem zdobywają rynek polski. Zarówno w 2024 roku, jak i w I połowie 2025 roku należały do liderów wzrostów sprzedaży, ciągnąc w górę wartość całego rynku leków w Polsce. W pierwszej połowie 2025 roku analogi GLP-1 pozostawały liderem wzrostu na rynku leków w Polsce, a wartość rynku w cenach detalicznych dla pacjentów przekroczyła 1,3 mld zł, co wskazuje na możliwość osiągnięcia w całym 2025 roku wartości około 3 mld zł. Na polskim rynku do maja 2025 roku było dostępnych już 7 różnych leków tego typu, większość z nich nierefundowanych. Jednak od 1 lipca 2025 roku Ozempic objęto refundacją dla wskazań leczenia cukrzycy typu 2, co dodatkowo wzmocni jego pozycję.

Ryzyka dla wyceny i rekomendacji

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

Wartość akcji Biotonu SA oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (5,23 zł) oraz porównawczą (3,52 zł), co po zważeniu równymi wagami w horyzoncie 9-mies. implikuje wycenę równą 4,86 zł.

mln zł	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	182	208	260	266	285
EBITDA	50	31	42	56	67
EBIT	15	-6	4	19	31
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	2	-16	-1	13	22
P/E (x)	166	nd	nd	30	17
EV/EBITDA (x)*	14,2	14,1	9,5	6,4	4,7

Źródło: Bioton (wyniki 2023-24), Noble Securities (prognozy 2025-2027), *EBITDA skorygowana o one-offy



AKUMULUJ

Kurs akcji	4,40 zł
Wycena	4,86 zł
Potencjał wzrostu	10%
Kapitalizacja	378 mln zł
Free float	68,4%
Śr. wolumen 6M	51 837



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Bioton jest producentem rekombinowanej insuliny ludzkiej (RHI) i dystrybutorem innych leków diabetologicznych. W skład GK wchodzi również producent dodatków do pasz i suplementów Biolek. Na koniec 2024 r. zatrudnienie w Grupie wynosiło 364 osoby.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Yifan Pharmaceutical Co. Ltd	31,6%
Basolma Holding Ltd.	7,2%
AIS Investment 2 sp. z o.o.	6,0%
Mirosław Czarnik	5,0%
Pozostali	50,2%

Źródło: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

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

SPIS TREŚCI

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF.....	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	4
OSTATNIE WYDARZENIA.....	5
ROZWÓJ PRODUKTOWY	6
GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY	8
INSULINUM GLARGINUM (GLARGINE)	8
AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH.....	9
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA	9

WYCENA

Akcje Biotonu wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi 50% (wagi bez zmian). Wyznaczamy cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym na 4,86 zł (poprzednio 4,52 zł)

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	5,23	5,17	1%
Wycena porównawcza	0,5	3,52	2,96	19%
Średnia ważona metod		4,38	4,07	8%
Cena docelowa (9M)		4,86	4,52	7%
Cena aktualna		4,40	3,50	26%
Potencjał		10%	29%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek października 2025 (poprzednio: początek marca 2025),
- Dług netto na dzień 31.12.2024 roku w wysokości 44 mln zł; efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka 5,5% (średnia rentowność obligacji 10-letnich w Polsce; poprzednio: 5,86%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian); premia za ryzyko rynkowe 5,46% (poprzednio 5,15%).

DCF	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	260	266	285	295	304	315	326	337	349	361
NOPAT	3	15	24	27	30	33	36	39	43	47
Amortyzacja	38	38	37	36	35	35	34	33	33	32
Zmiany KON	-7	2	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4
CAPEX	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-33	-32
FCFF	23	43	45	49	51	53	55	57	39	43
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Współczynnik dyskonta	0,98	0,88	0,80	0,72	0,65	0,59	0,54	0,49	0,44	0,40
DFCFF	23	38	36	35	33	31	29	28	17	17
SUMA DFCFF do 2034	287									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2%									
Wartość rezydualna na 2034	516									
Zdyskontowana wartość rezydualna	205									
Wartość Firmy (EV)	493									
Dług netto 31.12.2024	44									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	449									
Liczba akcji (w tys.)	85,9									
Wartość na 1 akcję	5,23									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	5,26	5,55	5,93	6,41	7,08
WACC - 0,5%	4,98	5,24	5,56	5,97	6,52
WACC	4,74	4,96	5,23	5,58	6,03
WACC + 0,5%	4,51	4,71	4,94	5,24	5,62
WACC + 1,0%	4,31	4,48	4,68	4,94	5,26

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Koszt długu po tarczy	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%	6,08%
Dług netto/EV	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów insuliny. Uwzględniliśmy wskaźniki P/E, EV/EBITDA w latach 2025-27 z pominięciem P/E na rok 2025 (wartość ujemna), co nieco podniosło wycenę porównawczą (poprzednio uwzględnialiśmy niską wartość dodatnią na bazie wskaźnika P/E na 2025 rok). Do ostatecznej wyceny zastosowaliśmy 20% dyskonto (bez zmian), aby uwzględnić fakt, iż spółki porównywalne są większe, mają bardziej ugruntowaną pozycję rynkową i w większości płacą dywidendy. **Na bazie tej analizy wyznaczamy wycenę jednej akcji Biotonu na poziomie 3,52 zł (poprzednio 2,96 zł).**

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
NOVO NORDISK-B	951 999	15,5	14,2	13,1	11,5	10,6	9,8
ELI LILLY & CO	2 813 294	36,0	27,2	22,4	29,6	23,2	19,4
SANOFI	448 162	11,1	10,2	9,5	8,1	7,5	7,0
MERCK & CO	810 599	10,0	9,3	8,5	8,5	7,8	7,3
TONGHUA DONGBA-A	8 266	21,8	17,6	20,4	17,8	14,6	14,1
BIOCON LTD	19 217	126,3	74,0	33,7	22,5	18,2	14,2
Mediana		18,6	15,9	16,8	14,7	12,6	11,9
Bioton	377	nd	30,1	16,9	9,5	6,4	4,7
Premia/dyskonto do średniej (%)		nd	89%	1%	-35%	-49%	-60%
Implikowana wartość Bioton			2,3	4,3	6,9	8,4	10,0
Waga			20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Zasosowane premia/dyskonto					-20%		
Implikowana wartość godziwa Bioton					3,52		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 03.10.2025 r. godz. 12:00

OSTATNIE WYDARZENIA

Wyniki I półrocza 2025 roku

Przychody ze sprzedaży w 2Q25 wyniosły 79,9 mln zł (vs 76 mln zł nasza prognoza), EBITDA 15,9 mln zł (vs 14,4 mln zł nasza prognoza), a wynik netto 3,2 mln zł (vs 3,2 mln zł nasza prognoza). Wyniki były zbliżone do naszych oczekiwań.

(mln zł)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	2Q25P	1H24	1H25	r/r
Przychody ze sprzedaży	50,6	42,0	77,7	65,6	79,9	58%	76,0	88,1	145,5	65%
Zysk brutto na sprzedaży	17,6	14,4	21,8	13,8	26,3	50%	24,3	28,6	40,1	40%
marża	35%	34%	28%	21%	33%		32%	33%	28%	
Koszty sprzedaży	10,1	8,2	9,2	8,8	9,5	-6%	10,0	18,7	18,3	-2%
Koszty ogólnego zarządu	8,6	7,5	7,9	8,3	9,0	4%	8,4	15,7	17,2	10%
Koszty badań i rozwoju	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	-21%	1,0	2,2	1,8	-17%
Saldo pozostałej działalności oper	1,0	0,4	-0,6	0,1	-0,3	-134%		0,9	-0,2	-125%
EBITDA	7,7	6,9	12,5	5,4	15,9	108%	14,4	11,1	21,3	92%
EBITDA skorygowana*	6,7	6,5	13,1	5,3	16,2	142%				
EBIT	-1,3	-2,0	3,1	-4,1	6,3	-595%	4,9	-6,8	2,2	
Zysk netto	-2,8	-3,4	-4,5	-5,8	3,2	-216%	3,2	-7,8	-2,6	

Źródło: Bioton (wyniki 2Q24-2Q25), NS (prognoza 2Q25P), *o saldo poz. przych. i kosztów oper.

Przychody

Przychody w 2Q25 wyniosły 79,9 mln zł (+58% r/r) i największy udział w nich stanowiła insulina 68 mln zł (vs 35,7 mln zł w 2Q24). Zgodnie z oczekiwaniami, kluczowym rynkiem była Malesja, która wygenerowała 65,8 mln zł sprzedaży w 1H2025 i ok. ok. 31 mln zł przychodów w samym 2Q25. Sprzedaż na rynku polskim w I półroczu 2025 r. wyniosła 43,7 mln zł (vs 44,3 mln zł przed rokiem). Sprzedaż towarów i materiałów w I półroczu 2025 r. wyniosła 19,7 mln zł (vs 18 mln zł przed rokiem).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe (mln zł)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	r/r	1H24	1H25	r/r
Sprzedaż razem	50,6	42,0	77,7	65,6	79,9	63%	88,1	145,5	65%
Insulina	35,7	29,2	66,5	55,8	68,0	89%	64,2	123,8	93%
Towary i materiały	10,6	10,2	10,0	8,3	11,4	-4%	18,0	19,7	9%
Usługi	4,4	2,6	1,1	1,5	0,4	-42%	5,9	1,9	-67%

Źródło: Bioton (wyniki 2Q24-2Q25)

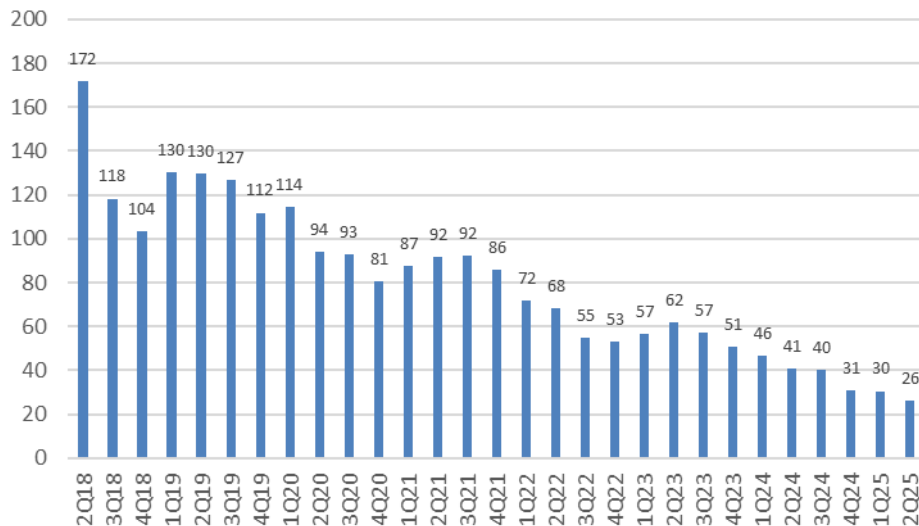
Wynik i koszty operacyjne

W pierwszym półroczu 2025 udział sprzedaży insuliny na rynek polski vs rynki międzynarodowe był niższy (21,5% vs 45,5%) w porównaniu do analogicznego okresu roku 2024, co spowodowało wygenerowanie wyższego kosztu własnego sprzedaży (koszt własny sprzedaży Insuliny na rynku polskim jest niższy w porównaniu do kosztu własnego sprzedaży dla rynków międzynarodowych). Pozytywny wpływ na koszt własny sprzedaży w pierwszym kwartale 2025 miał korzystny mix sprzedaży form insuliny na rynkach międzynarodowych (wyższa sprzedaż wkładów vs fiolek, których koszt własny sprzedaży jest niższy). W ocenie spółki, w kolejnych kwartałach 2025 tendencja ta będzie ulegała nadal poprawie i przewidywany jest większy udział w sprzedaży na rynku polskim, czyli produktów średnio / wysoko marżowych. Również przewidywana jest poprawa kosztu własnego sprzedaży dla wszystkich insulin, co wynika z planowanych planów produkcyjnych oraz wysokości kosztów. Wszystkie te elementy powinny mieć pozytywny wpływ na marżę w kolejnych kwartałach. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w 1H25 pod kontrolą – łącznie wzrosły o ok. 3% r/r.

Zadłużenie netto

W I półroczu 2025 roku dodatnie przepływy z działalności operacyjnej (+15,9 mln zł) i niskie nakłady inwestycyjne (7 mln zł) pozwoliły na dalszą redukcję zadłużenia netto, które na koniec I półrocza roku wyniosło z leasingiem 44 mln zł, a bez leasingu 26 mln zł.

Dług netto (bez leasingu) Grupy Bioton w okresie 2Q18-2Q25



Źródło: Noble Securities na bazie danych Bioton

Zmiany w zarządzie

W dniu 29 lipca 2025 r. Pan Adam Tomasz Polonek złożył rezygnację z pełnienia funkcji Członka Zarządu Spółki z dniem 31 lipca 2025 r. Powodem rezygnacji są przyczyny osobiste. Jego miejsce w spółce zajął Romuald Harwas. Związany wcześniej m.in. z Synektikiem, Pure Biologics, Synaptise S.A. oraz WPD Pharmaceuticals Inc.

Uchwały ZWZA z dnia 23 czerwca 2025 roku

ZWZA spółki Bioton 23 czerwca podjęło standardowe uchwały w sprawie zatwierdzenia sprawozdań finansowych oraz udzielenia absolutorium członkom zarządu i rady nadzorczej. ZWZA postanowiło pokryć stratę za rok 2024 w kwocie ok. 18,5 mln zł z zysków z lat przyszłych. ZWZA powołało również do rady nadzorczej pana Kaiguo Xia, pełniącemu obecnie funkcję dyrektora do spraw jakości w Hefei Xinzhu Biological Technology Co. Wcześniej z członkostwa w RN zrezygnowała Pani Valery Yeo.

ROZWÓJ PRODUKTOWY

Rozwój produktów biopodobnych

Glargine – własny rozwój

Bioton rozpoczął własny rozwój leku Glargine, wg stanu na wrzesień 2025 roku spółka z powodzeniem wyprodukowała partie laboratoryjne uzyskując obiecujące wyniki i nadal znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Spółka spodziewa się, że będzie gotowa do produkcji pełnych szarż w 2026 r, jednakże kontynuacja projektu i tempo jego postępów zależą od zdolności finansowej spółki oraz znalezienia inwestora.

Glargine – produkcja kontraktowa

W dniu 8 listopada 2024 r. Bioton zawarł komercyjną Umowę Licencyjną i Dostawy z globalną firmą farmaceutyczną na dystrybucję w Polsce biopodobnego długodziałającego analogu insuliny, Glargina, który uzyskał centralną autoryzację Europejskiej Agencji Leków do obrotu we wszystkich krajach Unii Europejskiej. Bioton planuje wprowadzenie leku na rynek Polski po uzyskaniu refundacji w pierwszym kwartale 2026. Według stanu na wrzesień 2025 r. projekt przeszedł do fazy drugiej „transfer technologii”.

Liraglutyd – sprzedaż na bazie zewnętrznej licencji

Liraglutyd to substancja czynna leku Victoza/Saxenda, który jest stosowany głównie w leczeniu otyłości i cukrzycy typu 2. Liraglutyd jest analogiem ludzkiego hormonu inkretynowego GLP-1 i działa poprzez aktywację receptorów GLP-1, co powoduje zwiększenie wydzielania insuliny zależnie od poziomu glukozy we krwi, hamowanie wydzielania glukagonu oraz spowolnienie opróżniania

żołądka. Liraglutyd został wprowadzony na rynek w 2009 roku przez firmę Novo Nordisk pod nazwą handlową Victoza i kluczowy patent dotyczący tej substancji czynnej wygaś w listopadzie 2024 r., aczkolwiek poszczególne patenty mogą obowiązywać dłużej. Sprzedaż Victozy przez Novo Nordisk spadła w 2024 roku do 5,5 mld DKK (ok. 870 mln USD) z uwagi na przechodzenie pacjentów na podawanie raz w tygodniu. Victoza jest podawana raz dziennie.

W dniu 17 marca 2025 r. Bioton zawarł Term Sheet z globalną firmą farmaceutyczną, na podstawie którego otrzyma licencję na dossier produktów dla zastrzyków Liraglutide 6mg/ml - 3ml (odpowiednik generyczny Victoza i Saxenda), synthetic, w postaci wstrzykiwacza w celu dystrybucji Produktów w Polsce. Obecny plan zakłada wprowadzenie na rynek w drugiej połowie 2026 r.

CGMs

System ciągłego monitorowania poziomu cukru we krwi (CGMs) wprowadzony przez Bioton jako dystrybutora na rynek pod koniec zeszłego roku, w sierpniu 2025 r. otrzymał pozytywną decyzję o refundacji, która obecnie pozwala spółce w pełni rozwijać sprzedaż w Polsce przez pozostałą część 2025 r.

Nowe leki

Spółka planuje obecnie wprowadzenie 6 nowych cząsteczek w 2026 r. – wśród nich znajdują się Glargine i Liraglutide, natomiast pozostałe są przeznaczone do alternatywnych obszarów terapeutycznych innych niż cukrzyca. Bioton planuje wprowadzenie produktu zawierającego substancję czynną Tikagrelor w postaci tabletek powlekanych na rynek pod koniec 2026 r. Dodatkowo na bazie aneksu do umowy z października 2024 roku z Galenicum Health, S.L.U., Bioton rozszerzył współpracę o 5 nowych molekuł, z grupy terapeutycznej inhibitorów DPP-4 i SLGT2 które będą wprowadzane sukcesywnie na rynek Polski w latach 2026-2030.

Współpraca z EnteroTarget ApS

Wykorzystując insulinę zwykłą Biotonu, EnteroTarget ApS opracowało kapsułki doustne (zgłoszenie patentowe) oraz czopki w postaci tabletek. Nastąpił postęp w pracach klinicznych i do września 2025 r. zakończono próby bezpieczeństwa fazy 1b w Polsce (w Rzeszowie i Tychach) bez żadnych zdarzeń niepożądanych związanych z API. EnteroTarget planuje obecnie rozpoczęcie badań fazy 2 z produktami EnteroCalm w 2026 r.

Insulina klasyczna w eksporcie

W ocenie spółki niedobory insuliny klasycznej w niektórych krajach nadal występują. Spółka oczekuje obecnie na wyniki przetargu na 2026 rok ogłoszonego przez Ministerstwo Zdrowia Malezji przed podpisaniem kolejnego aneksu. Dodatkowo prowadzi rozmowy nad wydłużeniem obecnej umowy o dodatkowy wolumen dostaw do końca 2025 roku, jak również sprawdza dodatkowe możliwości produkcji kontraktowej ze swoim obecnym partnerem strategicznym. Pozyskanie kolejnych kontraktów w Malezji powinno się charakteryzować w naszej ocenie wyższą rentownością od realizowanej do tej pory.

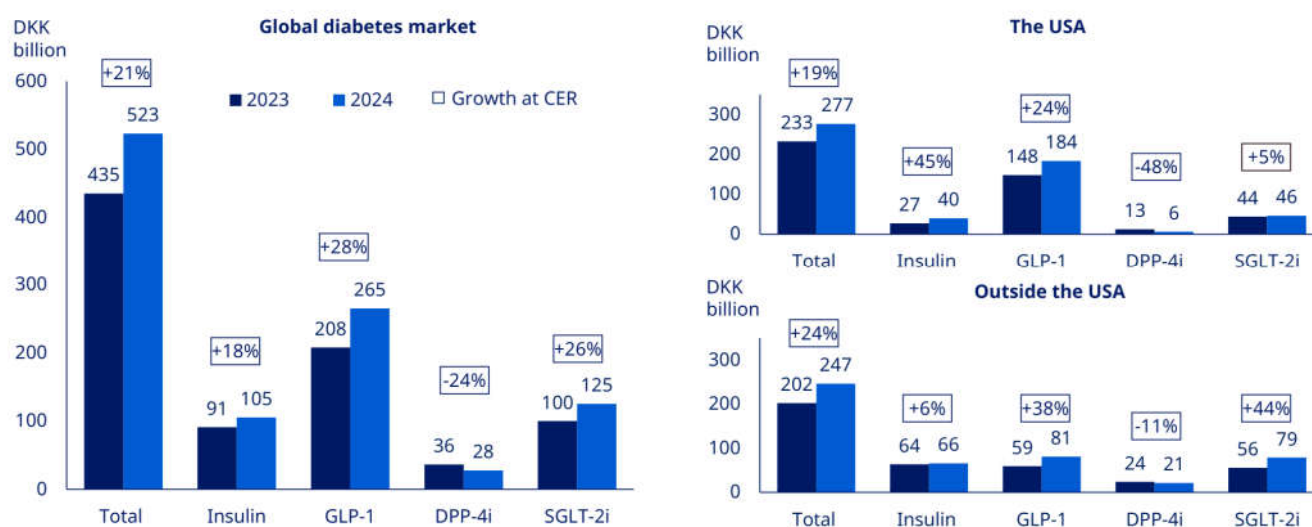
Przetarg malezyjski

Dla przypomnienia, poprzedni przetarg malezyjski ogłoszony przez Ministerstwo Zdrowia Malezji na lata 2022–2025 dotyczący dostaw ludzkiej insuliny obejmował trzyletni kontrakt o wartości około 375 mln MYR (ok. 90 mln USD). W tym przetargu Biocon odpowiadał za 80% dostaw insuliny dla Ministerstwa Zdrowia Malezji (MoH), natomiast Novo Nordisk za pozostałe 20%. Kontrakt obowiązywał od 29 kwietnia 2022 do 28 kwietnia 2025 roku i został przedłużony o dodatkowe 6 miesięcy do 28 października 2025 r. W sierpniu 2024 Biocon była krytykowana za niewypełnienie zobowiązań kontraktowych, co prowadziło do niedoborów insuliny. Bioton uczestniczył w uzupełnieniu niedoborów insuliny i dostarczył jej do Malezji za ok. 100 mln zł w 2025 roku.

Natomiast nowy przetarg w Malezji to kolejny trzyletni krajowy przetarg na dostawę ludzkiej insuliny o wartości ponad 400 mln MYR obejmujący dostawy na lata 2025–2028 ogłoszony przez Ministerstwo Zdrowia Malezji. Wkrótce zostaną przedstawione jego wyniki. Bioton podał, że uczestniczy w tym przetargu, ale z informacji prasowych wynika, że bierze w nim również udział nowy gracz – malezyjska firma Pharmaniaga, która dopiero co wyszła z trudnej sytuacji finansowej (status Practice Note 17/2005 – PN17 w Malezji oznacza, że spółka notowana na giełdzie Bursa Malaysia znajduje się w trudnej sytuacji finansowej). Planowany start dostaw to koniec czwartego kwartału 2025 roku lub początek roku finansowego 2026. Na chwilę obecną nie wiemy, jaka będzie dalsza skala dostaw Biotonu do Malezji, ale w naszych prognozach zakładamy, że w 2026 roku i kolejnych latach sprzedaż eksportowa Biotonu będzie stabilna z lekką tendencją wzrostową.

GLOBALNY RYNEK DIABETOLOGICZNY

2024 rok i I połowa 2025 roku zaburzyły nieco, w naszej ocenie, obraz całego rynku diabetologicznego. Po słabym 2023 roku, kiedy rynek insuliny ogółem spadł globalnie o 11%, w 2024 roku nastąpiło odbicie na tym rynku, jednak głównie w kontekście rynku amerykańskiego, który wzrósł o 45%. Prawdopodobnie jednym z czynników była zmiana polityki rabatowania największych graczy. Rynki insuliny i ich analogów poza USA lekko wzrosły (+6% r/r), a cały rynek globalnie wzrósł o 18%. W tym kontekście należy jednak pamiętać, że rynek insuliny ludzkiej jest najmniejszą składową tego rynku. Oczywiście rynek analogów GLP-1 dalej istotnie rośnie, jednak w ostatnim czasie napotkał on pewne wyzwania związane z wytwarzaniem recepturowym (compounding). Z racji ograniczonej podaży GLP-1 (semaglutynu i tirzepatynu) na rynku amerykańskim ogłoszono w 2022 roku niedobory na rynku tych leków, co umożliwiło aptekom ich sporządzanie recepturowe dla pacjentów z pominięciem kwestii patentowych. Otworzyło to jednak puszkę Pandory i mimo, że problemy niedoborów zostały rozwiązane w II połowie 2024/I połowie 2025 roku, to jednak Novo Nordisk wskazał w swojej komunikacji, że tzw. compounding stanowi w dalszym ciągu problem, co spowodowało obniżenie przez niego prognoz wzrostu na 2025 r. Drugą największą i cały czas rosnącą grupą leków przeciwcukrzycowych pozostają SGLT-2i.

Globalny rynek diabetologiczny w 2023 i 2024 roku (mld DKK)

Źródło: Novo Nordisk – prezentacja za 1H2025 roku

INSULINUM GLARGINUM (GLARGINE)

Ponieważ Bioton w dalszym ciągu upatruje swojej szansy rynkowej w postaci wejścia na rynek insuliny glarginum (Glargine), krótko przeanalizowaliśmy wielkość tego rynku. Dla przypomnienia oryginalnymi lekami zawierającymi substancję czynną insuliny glarginum są Lantus/Toujeo produkowane przez Sanofi. Lantus zawiera dawkę 100 j./ml i patent na niego już wygaś, a Toujeo zawiera dawkę 300 j./ml i patent na niego wygaśnie w 2028 roku. Na rynku europejskim są dostępne dwa biopodobne odpowiedniki Lantusa – Abasaglar i Semglee. Ponieważ w obszarze zainteresowań Biotonu jest rynek polski i europejski spojrzeliśmy na sprzedaż Lantusa w Europie – wyniosła ona w 2024 roku 340 mln EUR w porównaniu do 357 mln EUR w 2023 roku. Spadek wynika głównie z biopodobnej konkurencji. Na rynku polskim sprzedaż wszystkich refundowanych insuliny zawierających insuliny glarginum wyniosła w 2023 roku ok. 111 mln zł (vs 106 mln zł w 2022 roku), a sprzedaż Abasaglaru w 2023 roku ok. 25 mln zł. Dla porównania wartość rynku refundowanej insuliny klasycznej w Polsce wyniosła w 2023 roku 225 mln zł. Tym samym polski rynek insuliny glarginum stanowi w dalszym ciągu spory kawałek tortu w porównaniu do rynku insuliny klasycznej.

Rewolucja GLP-1 dociera do Polski, rośnie też rynek inhibitorów SGLT2

Analogi GLP-1 zdobywają szturmem już nie tylko światowy, ale również rynek polski. Jest to na tyle gwałtowny wzrost, że na nawet spółka Neuca w raporcie rocznym za 2024 rok wskazała, że analogi GLP-1 w 2024 roku przesądziły o wzroście polskiego rynku hurtu aptecznego osiągając w II półroczu 2024 roku sprzedaż na poziomie prawie 1 mld zł. Biorąc pod uwagę, że w I półroczu 2025 roku agenci GLP-1 pozostawali niekwestionowanym liderem wzrostów w Polsce, a rynek tych leków w okresie styczeń-czerwiec 2025 był wart (w cenach detalicznych dla pacjentów) ponad 1,3 mld zł, można oczekiwać, że ich sprzedaż w 2025 roku sięgnie blisko 3 mld zł. Według stanu na maj w Polsce dostępnych było już 7 leków tego typu, w większości nierefundowanych, jednak od 1 lipca Ozempic został objęty refundacją przy wskazaniu cukrzycy typu II, co umocni jeszcze jego pozycję na rynku.

Na drugim miejscu w rankingu wzrostu popytu w Polsce w I półroczu 2025 roku były inhibitory SGLT2 (dapagliflozyna, empagliflozyna i canagliflozyna) – leki także stosowane w leczeniu cukrzycy oraz zmniejszające masę ciała. Wartość tego rynku z I półroczu 2025 roku wyniosła 700 mln zł, czyli o 189 mln zł więcej niż w analogicznym okresie rok temu.

AKTUALIZACJA ZAŁOŻEŃ DO PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Aktualizujemy nasze prognozy sprzedaży na 2025 rok, jednak z uwagi na niższą oczekiwaną rentowność, nasza prognoza EBITDA na bieżący rok praktycznie się nie zmienia. W 2026 roku oczekujemy zbliżonych przychodów do 2025 roku, jednak w stosunku do poprzednich prognoz, również zakładamy niższą rentowność, co spowodowało, że nasza prognoza EBITDA na 2026 rok jest również zbliżona do poprzedniej.

Podsumowanie zmian prognoz na tle wyników za 2022-2024

	2022	2023	2024	zmiana	2025P Stara	2025P Nowa	zmiana	2026P Stara	2026P Nowa	zmiana
Przychody	223	182	208	14%	230	260	13%	251	266	6%
Insulina	186	122	160	31%	165	209	27%	175	200	14%
Kraj	78	67	63	-6%	65	65	0%	65	60	-8%
Eksport	108	55	97	75%	100	144	44%	110	140	27%
Towary i materiały	22	40	38	-5%	55	45	-18%	66	60	-9%
Usługi	16	19	10		10	6		10	6	
Zysk brutto na sprzedaży	96	73	65	-11%	81	77	-4%	95	93	-2%
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	65	71	67	-6%	37	36	-3%	38	37	-3%
Zysk netto na sprzedaży	25	-4	-6	56%	6	4	-30%	19	19	-2%
EBIT	21	15	-6	-137%	6	4	-30%	19	19	-2%
EBITDA	56	50	31	-39%	42	42	1%	54	56	3%
zysk netto	1	2	-16	-788%	1	-1	-183%	14	13	-8%

Źródło: Bioton (wyniki 2022-2024), Noble Securities (prognozy 2025-26)

Zasady ESG

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

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

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

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

Wskaźnik	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EPS, Adj+	0,40	0,03	0,02	0,03	-0,18	-0,01	0,14	0,26
Revenue	222	163	233	182	208	260	266	285
Gross Margin %	47%	48%	41%	40%	31%	30%	35%	38%
Operating Profit	49	14	21	15	-6	4	19	31
EBIT	49	14	21	15	-6	4	19	31
EBITDA	80	46	56	50	31	42	56	67
Pre-Tax Profit	42	8	5	7	-12	-1	15	27
Net Income Adj+	34	3	1	2	-16	-1	13	22
Net Debt	88	101	67	62	44	24	-16	-59
BPS	7,2	7,0	7,0	7,0	6,8	6,8	6,9	7,2
CPS	0,49	0,06	0,65	0,46	0,42	0,42	0,63	0,66
DPS	0	0	0	0	0	0	0	0
Return on Equity %	6%	0%	0%	0%	-3%	0%	2%	4%
Return on Assets %	5%	0%	0%	0%	-2%	0%	2%	3%
Depreciation	17	14	14	23	23	23	23	23
Amortization	15	17	21	12	14	16	15	14
Free Cash Flow	37	-7	27	-5	25	24	43	46
CAPEX	5	13	30	44	12	12	12	12

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	222	163	233	182	208	260	266	285
Zysk brutto na sprzedaży	105	78	96	73	65	77	93	107
Koszty sprzedaży	35	32	35	41	36	36	37	38
Koszty ogólnego zarządu	39	28	30	30	31	33	34	35
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	22	1	-4	19	1	0	0	0
EBIT	49	14	21	15	-6	4	19	31
Koszty i przychody finansowe netto	-7	-6	-16	-8	-6	-5	-3	-3
Zysk przed opodatkowaniem	42	8	5	7	-12	-1	15	27
Podatek dochodowy	8	5	4	5	4	0	3	5
Zysk netto	34	3	1	2	-16	-1	13	22
Amortyzacja	32	32	34	35	36	38	38	37
EBITDA	80	46	56	50	31	42	56	67

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa	867	848	810	822	794	791	783	807
Aktywa trwałe	716	673	657	655	640	613	588	562
Rzeczowe aktywa trwałe	310	286	275	275	283	270	257	244
Wartości niematerialne	370	362	363	364	338	324	311	299
Inne aktywa trwałe	36	26	19	17	19	19	19	19
Aktywa obrotowe	151	175	153	167	154	178	195	244
Zapasy	90	125	111	118	107	120	113	117
Należności handlowe	38	39	31	43	35	43	44	48
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	22	9	9	4	7	9	32	75
Inne aktywa obrotowe	1	2	1	2	5	5	5	5
Pasywa	867	848	810	822	794	791	783	807
Kapitał własny razem	620	605	606	606	591	590	602	624
Zobowiązania długookresowe	90	78	63	50	60	60	60	60
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	39	29	19	13	14	14	14	14
Zobowiązania z tytułu podatku odroczonego	0	0	0	0	8	8	8	8
Inne	51	48	44	37	39	39	39	39
Zobowiązania krótkookresowe	157	166	141	166	143	141	120	122
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	71	81	58	53	37	20	3	3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	50	37	36	54	53	68	64	66
Inne	36	49	47	59	53	53	53	53

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Zysk netto przed opodatkowaniem	34	3	1	2	-16	-1	13	22
Amortyzacja	32	32	34	35	36	38	38	37
Inne	6	18	-26	4	-2	5	3	3
Zmiana kapitału obrotowego	-29	-47	46	-2	17	-7	2	-5
CF operacyjny	42	6	56	40	36	36	55	57
CAPEX	5	13	30	44	12	12	12	12
Dezynwestycje i inne	0	9	0	7	0	0	0	0
CF inwestycyjny	-5	-4	-29	-37	-12	-12	-12	-12
Podwyższenie kapitału	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-19	-9	-10	-6	-17	-17	-17	0
Inne	3	-6	-16	-7	-5	-5	-3	-3
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0	0	0	0	0	0	0	0
CF finansowy	-22	-15	-26	-8	-22	-22	-20	-3
CF	15	-14	1	-5	3	2	23	43
Stan środków pieniężnych na początek okresu	7	22	8	9	4	7	9	32
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	22	8	9	4	7	9	32	75

Źródło: Bioton (2020-24), Noble Securities (2025P-2027P)

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
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
IFI – 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

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 znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania 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, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 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.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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. 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 lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi 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

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności 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 o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę 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, który ma 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, tzw. chińskie mury, tj. 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.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych 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. Zakazane jest 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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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..

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. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz 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 w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka 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, w szczególności 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 choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli 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 zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- 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

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1796-bioton-s-a>,
- 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 szczególności 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.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Krzysztof Radojewski

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 06.10.2025, godz. 17.00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 06.10.2025, godz. 17.00.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Bioton SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	26.07.2019 godz. 8:58	05.05.2020 godz. 17:30	24.07.2020 godz. 18:09	06.11.2020 godz. 10:00	20.04.2021 godz. 8:55	07.09.2021 godz. 8:35	19.04.2022 godz. 10:40
Kurs z dnia rekomendacji	5,26	3,89	4,64	4,35	5,56	4,97	4,12
Cena docelowa	7,48	6,37	6,79	7,29	8,02	7,70	7,15
WIG w dniu rekomendacji	60 249,72	45 018,81	51 672,44	48 392,71	59 785,22	70 970,40	63 760,06

Ostatnio wydane rekomendacje dotycząca Bioton SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	06.09.2022 godz. 8:35	20.04.2023 godz. 17:10	19.09.2023 godz. 9:35	18.04.2024 godz. 8:30	06.09.2024 godz. 8:30	05.03.2025 godz. 8:55
Kurs z dnia rekomendacji	3,75	3,54	3,83	3,50	3,47	3,50
Cena docelowa	4,68	5,34	5,41	4,46	4,32	4,52
WIG w dniu rekomendacji	49 380,47	62 756,88	66 439,42	82 393,93	83 429,65	89 280,31

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Kupuj	15,0	10,0	11,05	36%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,3	23,1	23,35	17%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,0	46,0	42,84	-7%	23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,0	518,2	517,40	8%	18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,8	22,0			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,0	455,0	445,00	11%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,5	8,1	8,38	13%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,0	324,0	396,50	-6%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,2	9,4	8,72	-18%	8.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,0	295,0	279,50	21%	8.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,2	23,2	21,85	-12%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,9	27,3	26,10	30%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,2	20,4	22,85	2%	22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,1	31,9	37,00	38%	18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,3	20,4	18,40	70%	3.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,1	568,0	548,00	41%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,1	19,7	17,06	41%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,0	32,5	38,00	126%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,7	21,8	22,80	48%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,9	5,7	7,84	52%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	59,7	30,1	28,35	111%	24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,9	19,4	26,10	-16%	13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,0	270,0			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,7	3,5	2,81	32%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,0	98,0	106,00	74%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,0	10,3	8,85	69%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,1	16,5	17,70	-14%	8.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,3	10,6	11,05	29%	6.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,0	640,0	517,40	0%	29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,3	27,9	30,00	4%	22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,4	6,4	10,50	18%	17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,2	23,9	29,80	42%	11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,0	529,0			7.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,3	19,6	18,20	34%	2.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvü Therapeutics	Kupuj	59,8	19,3			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,8	48,8			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,9	9,3			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,0	632,0			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,5	3,5	4,41	2%	5.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,0	18140,0	17400,00	34%	3.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,4	17,3			3.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,5	23,2			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,0	557,0			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,4	39,7	49,00	-20%	12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,3	64,9			11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,8	31,4			6.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,4	4,4			3.02.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Trzymaj	26,8	28,2			13.01.2025	9M	Dariusz Dadej
Unibep	nd	11,7	7,0			20.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
11bit studios	Kupuj	242,9	162,0	199,00	22%	19.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	24,0	20,1			16.12.2024	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Kupuj	550,0	460,0			12.12.2024	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	nd	16,6	15,4			12.12.2024	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	222,9	169,2	273,50	-19%	2.12.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Bogdanka	Trzymaj	22,3	23,0	21,85	2%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	5,3	5,5	6,88	-23%	2.12.2024	9M	Michał Sztabler
XTB	Kupuj	88,6	70,7			29.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Toya	nd	12,4	7,5			29.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Molecure	Kupuj	17,6	10,3			29.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	70,6	53,5			27.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Akumuluj	3,9	3,6			26.11.2024	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	394,7	332,0			22.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Kupuj	20,7	15,8			20.11.2024	9M	Dariusz Dadej
Torpol	Kupuj	36,0	29,9			15.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
11 bit studios	Kupuj	423,0	269,0			14.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	74,4	48,6			14.11.2024	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Akumuluj	540,0	503,0			6.11.2024	9M	Dariusz Nawrot
Amica	Kupuj	82,3	58,0	58,40	41%	4.11.2024	9M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Redukuj	6,2	6,8	10,66	-42%	18.10.2024	9M	Michał Sztabler
Torpol	Akumuluj	36,5	32,4			14.10.2024	9M	Dariusz Nawrot
Captor Therapeutics	Kupuj	127,9	73,0			8.10.2024	9M	Krzysztof Radojewski

(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**Sobiesław Kozłowski, MPW**sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewskikrzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztablermichal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadejdariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPWkrzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowskimateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrotdariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel.: +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawskijacek.borawski@noblesecurities.pl

Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH**Jacek Paszkowski, CFA**jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudzińskipiotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel.: +48 22 244 13 04