

Mo-BRUK SA – 3Q25 pod wpływem odpisu

W związku z lepszymi niż oczekiwania raportowanymi danymi za 2Q25 oraz spodziewaną poprawą w segmencie spalania i zestalania, lekko w górę korygujemy nasze założenia dotyczące przychodów. Jednocześnie, biorąc pod uwagę oczekiwania Zarządu dotyczące marży EBITDA, ale też dostrzegając negatywne tendencje związane z wzrostem kosztów usług obcych i kosztów finansowych, nieco w dół w 2025 i lekko w górę w latach następnych korygujemy prognozy rentowności. W wynikach uwzględniamy odpis zaplanowany w 3Q25, jednak korygujemy dane porównywalne do wyceny porównawczej. W efekcie wciąż dostrzegamy 15% potencjał wzrostowy dla wartości akcji w średnim okresie. Dlatego podtrzymujemy rekomendację AKUMULUJ podnosząc cenę docelową do 338,0 zł za akcję (z 321,0 zł). Równocześnie rozpoczynamy pokrycie analityczne spółki w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego GPW.

Perspektywa następnych kwartałów

Zarząd pozytywnie ocenia perspektywę wzrostu przychodów w całym 2025 r. i spodziewa się, że drugie półrocze operacyjnie będzie lepsze. W 2H25 spółka realizuje nowe kontrakty na dostawy RDF oraz neutralizację tzw. „bomb ekologicznych”. Ostateczne zamknięcie kwestii opłat podwyższonych wyeliminowało ryzyko ich podnoszenia w przetargach publicznych. Mo-BRUK realizuje obecnie kontrakty dotyczące utylizacji nielegalnych składowisk odpadów niebezpiecznych o łącznej wartości przekraczającej 45 mln zł przypadających na spółkę, z czego 25-31,8 mln zł powinno dotyczyć roku 2025 a 18,2-20 mln zł roku 2026. Wg Zarządu wsparciem dla wyników będzie również m.in. pozytywny wkład spółki El-Kajo, której marża rośnie z każdym kolejnym miesiącem. Grupa dąży do powrotu marży EBITDA z działalności podstawowej do poziomu 50%.

Odpis planowany w 3Q25

W III kwartale br. zrealizowany zostanie odpis aktualizujący z tytułu należności na rzecz Marszałka Woj. Dolnośląskiego. Spółka przekazała środki celem zabezpieczenia spłaty potencjalnych roszczeń związanych z opłatami podwyższonymi, gdyby przyszłe wyroki okazały się negatywne dla spółki. Uwzględniamy z tego tytułu w prognozach około 52 mln zł negatywnego wpływu na EBIT oraz około 63 mln zł na zysk netto. Zwracamy jednak uwagę, że jedynie 33 mln zł stanowi odpływ gotówkowy, ponieważ 29,4 mln zł przeksięgowano ze środków zabezpieczonych na opłatę za 2017, a dodatkowo w przypadku korzystnych wyroków środki te mogą wrócić do spółki wraz z odsetkami. Wskaźniki spółki do wyceny porównawczej celem lepszego porównania korygujemy o w/w odpis.

Realizacja strategii M&A

Grupa podpisała warunkową umowę nabycia firmy Eco Point PSA za 46 mln zł (minus dług netto, plus ew. earn-out 10 mln zł), która zajmuje się odbiorem i przetwarzaniem odpadów niebezpiecznych i innych pochodzących z rynku usług portowych, stoczniowych i przemysłu. Cena zakupu jest atrakcyjna w naszej opinii. Przedstawione warunki transakcji implikują EV/EBITDA na poziomie 4,2x (5,1x z earn-out). Ze względu na warunek nieskorzystania przez Skarb Państwa z prawa pierwokupu pod znakiem zapytania jest konsolidacja w 4Q25, jednak intencją stron w dalszym ciągu pozostaje, aby nabycie nastąpiło w 2025 r. Dodatkowo wg Prezesa istnieje prawdopodobieństwo ogłoszenia jeszcze jednej akwizycji w tym roku.

Wartość akcji Mo-BRUK SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (303,9 zł) oraz porównawczą (321,5 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 338,0 zł.

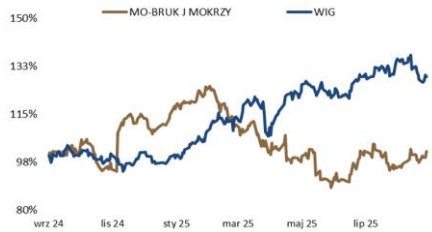
| mln zł                   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży   | 243,4 | 237,0 | 283,9 | 293,7 | 306,1 | 322,1 |
| EBITDA                   | 117,3 | 109,1 | 116,7 | 71,5  | 129,3 | 135,1 |
| Zysk / strata netto j.d. | 92,2  | 78,9  | 70,5  | 16,8  | 71,1  | 78,4  |
| EPS                      | 26,2  | 22,4  | 20,0  | 4,8   | 20,2  | 22,3  |
| DPS                      | 31,5  | 13,2  | 13,2  | 13,2  | 0,0   | 14,3  |
| P/E (x)                  | 11,4  | 13,6  | 16,3  | 61,8  | 14,6  | 13,2  |
| EV/EBITDA (x)            | 8,2   | 10,2  | 10,6  | 16,0  | 8,3   | 7,6   |



AKUMULUJ

(Aktualizacja - podtrzymana)

|                    |              |
|--------------------|--------------|
| Cena bieżąca       | 295,0 zł     |
| Cena docelowa (9M) | 338,0 zł     |
| Potencjał wzrostu  | +15%         |
| Kapitalizacja      | 1 038 mln zł |
| Free float         | 80,00%       |
| Śr. wolumen 6M     | 7 197        |



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Działalność Mo-BRUKu koncentruje się w trzech powiązanych ze sobą obszarach: zestalanie i stabilizacja odpadów nieorganicznych, produkcja paliw alternatywnych oraz spalanie odpadów niebezpiecznych i medycznych. Spółka posiada zakłady w Niecwi, Karsach, Skarbimierzu oraz spółki zależne w Jedliczu i Bydgoszczy.

STRUKTURA AKCJONARIATU

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Modus, Patronum, MontoG F.R. | 20,00% |
| OFE Allianz Polska           | 7,60%  |
| OFE NN                       | 6,98%  |
| OFE PZU Złota Jesień         | 6,01%  |
| OFE PKO BP Bankowy           | 5,12%  |
| Pozostali                    | 54,28% |

Źródło: Spółka, Serwis informacyjny GPW,

Dariusz Dadej  
Analityk akcji

[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
+48 602 445 334

Źródło: Spółka, Noble Securities, P - prognoza NS, wyniki 2025 skorygowane o odpisy

Zakończenie sporządzania rekomendacji: 2025.09.08 16:20. Pierwsze rozpowszechnienie: 2025.09.08 16:30

SPIS TREŚCI

WYCENA..... 3

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH..... 5

PODSUMOWANIE PROGNOZ..... 6

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA..... 7

    Kluczowe cechy modelu biznesowego..... 8

    Realizacja strategii M&A..... 10

    Obecnie realizowane projekty inwestycyjne ..... 10

WYNIKI 2Q25 powyżej rynkowego konsensusu i naszej prognozy..... 11

OPŁATY PODWYŻSZONE NAKŁADANE PRZEZ MARSZAŁKA WOJ. DOLNOŚLĄSKIEGO ..... 13

POLITYKA DYWIDENDOWA..... 13

ZAGROŻENIA I RYZYKA..... 14

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)..... 15

DANE OPERACYJNE..... 16

TABELE Z PROGNOZAMI..... 17

WYCENA

Akcje Mo-BRUK wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej w równych wagach wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową równą 338,0 zł. W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

| Podsumowanie wyceny       | Waga (x) | Wycena 1 akcji (zł) | Poprzednio | Zmiana % |
|---------------------------|----------|---------------------|------------|----------|
| Wycena DCF                | 0,50     | 303,9               | 294,4      | 3%       |
| Wycena porównawcza        | 0,50     | 321,5               | 299,3      | 7%       |
| Średnia ważona metod      |          | 312,7               | 296,8      | 5%       |
| <b>Cena docelowa (9M)</b> |          | <b>338,0</b>        | 321,0      | 5%       |
| Cena aktualna             |          | 295,0               | 270,0      | 9%       |
| Potencjał                 |          | 15%                 | 19%        |          |

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 8 września 2025r.,
- Poziom długu netto na dzień 31.12.2024 r. w wysokości 82 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0%,
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,47% (poprzednio 5,54%), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF

| DCF                              | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        | 2029P        | 2030P        | 2031P        | 2032P        | 2033P        | 2034P        |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ze sprzedaży           | 293,7        | 306,1        | 322,1        | 343,8        | 376,6        | 391,1        | 424,2        | 440,1        | 474,0        | 497,1        |
| NOPAT                            | 32,1         | 79,1         | 85,5         | 91,1         | 99,5         | 103,9        | 113,0        | 116,9        | 156,2        | 136,9        |
| Amortyzacja                      | 31,7         | 31,2         | 29,1         | 27,2         | 25,3         | 23,6         | 22,0         | 20,6         | 19,2         | 17,9         |
| Zmiany KON                       | -0,1         | -1,2         | -1,1         | -1,2         | -1,8         | -0,8         | -1,9         | -0,9         | -1,9         | -1,3         |
| CAPEX                            | -45,8        | -31,3        | -16,9        | -17,0        | -17,2        | -17,4        | -17,5        | -17,7        | -17,9        | -17,9        |
| <b>FCFF</b>                      | <b>17,8</b>  | <b>77,7</b>  | <b>96,7</b>  | <b>100,0</b> | <b>105,8</b> | <b>109,3</b> | <b>115,7</b> | <b>118,9</b> | <b>155,5</b> | <b>135,6</b> |
| WACC                             | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> | <b>10,6%</b> |
| Współczynnik dyskonta            | 0,97         | 0,88         | 0,79         | 0,72         | 0,65         | 0,58         | 0,53         | 0,48         | 0,43         | 0,39         |
| DFCFF                            | 17,3         | 68,1         | 76,5         | 71,6         | 68,4         | 63,9         | 61,2         | 56,8         | 67,2         | 52,9         |
| SUMA DFCFF do 2034               | 604          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy  | 1%           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość rezydualna na 2034       | 1 423        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 556          |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość Firmy (EV)               | 1 160        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Dług netto 31.12.2023            | 82           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Mniejszościowi i inne            | 8            |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość kapitałów własnych       | 1 070        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Liczba akcji (w mln.)            | 3,52         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Wartość na 1 akcję               | 303,9        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

Źródło: Noble Securities

| Analiza wrażliwości |                          |       |       |       |       |
|---------------------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                     | Stopa wzrostu rezydualna |       |       |       |       |
|                     | -1%                      | 0%    | 1%    | 2%    | 3%    |
| WACC - 1,0%         | 306,6                    | 324,0 | 345,5 | 372,6 | 407,9 |
| WACC - 0,5%         | 289,7                    | 305,0 | 323,5 | 346,7 | 376,3 |
| WACC                | 274,4                    | 287,8 | 303,9 | 323,9 | 349,0 |
| WACC + 0,5%         | 260,4                    | 272,2 | 286,3 | 303,5 | 325,0 |
| WACC + 1,0%         | 247,5                    | 258,0 | 270,4 | 285,4 | 303,9 |

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od **stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko**:

| Analiza wrażliwości |                       |       |       |       |       |
|---------------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Premia za ryzyko    | Stopa wolna od ryzyka |       |       |       |       |
|                     | 3,5%                  | 4,5%  | 5,5%  | 6,5%  | 7,5%  |
| MRP - 1,0%          | 455,2                 | 392,2 | 343,2 | 303,9 | 271,9 |
| MRP - 0,5%          | 421,6                 | 366,2 | 322,5 | 287,2 | 258,0 |
| 5,46%               | 392,2                 | 343,2 | 303,9 | 271,9 | 245,3 |
| MRP + 0,5%          | 366,2                 | 322,5 | 287,2 | 258,0 | 233,5 |
| MRP + 1,0%          | 343,2                 | 303,9 | 271,9 | 245,3 | 222,8 |

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od zmiany **marży brutto na sprzedaży oraz WACC**:

| Analiza wrażliwości |                                                  |       |       |       |       |
|---------------------|--------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| WACC                | Δ marża brutto na sprzedaży (w latach 2028-2034) |       |       |       |       |
|                     | -1,8%                                            | -0,8% | 0,2%  | 1,2%  | 2,2%  |
| WACC - 1,0%         | 237,9                                            | 291,7 | 345,5 | 399,3 | 453,0 |
| WACC - 0,5%         | 224,3                                            | 273,9 | 323,5 | 373,2 | 422,8 |
| 10,6%               | 212,0                                            | 258,0 | 303,9 | 349,9 | 395,9 |
| WACC + 0,5%         | 200,9                                            | 243,6 | 286,3 | 329,0 | 371,7 |
| WACC + 1,0%         | 190,9                                            | 230,6 | 270,4 | 310,1 | 349,9 |

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

| WACC                      | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P | 2034P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka     | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% | 5,47% |
| 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   | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% | 10,9% |
| Efektywna stopa podatkowa | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% |
| Koszt długu               | 6,00% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% |
| Koszt długu po tarczy     | 4,84% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% | 4,43% |
| Dług netto/EV             | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| WACC                      | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% | 10,6% |

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki zagraniczne. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E oraz EV/EBITDA skorygowanych o odpis z 3Q25 na lata 2025-2027 wynika, że spółka notowana jest generalnie z dyskontem względem spółek porównywalnych. Wskaźniki P/E i EV/EBITDA kalkulujemy w równych wagach.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

| Spółka                              | Kapitalizacja<br>(mln PLN) | P/E (x) |       |       | EV/EBITDA (x) |       |       |
|-------------------------------------|----------------------------|---------|-------|-------|---------------|-------|-------|
|                                     |                            | 2025P   | 2026P | 2027P | 2025P         | 2026P | 2027P |
| SIMS LTD                            | 6 330                      | 29,0    | 18,4  | 13,6  | 7,8           | 6,7   | 5,8   |
| ARE HOLDINGS INC                    | 4 251                      | 11,3    | 10,2  | 9,6   | 19,8          | 16,6  | 15,7  |
| CLEANAWAY WASTE                     | 14 598                     | 30,1    | 25,1  | 21,6  | 9,8           | 8,5   | 7,9   |
| GREENPLY INDUS                      | 1 475                      | 32,7    | 26,4  | 18,2  | 17,5          | 13,9  | 11,5  |
| ZHEJIANG WEIMI-A                    | 17 338                     | 11,0    | 9,5   | 8,4   | 9,6           | 8,5   | 7,5   |
| WASTE MANAGEMENT                    | 321 318                    | 29,1    | 25,7  | 22,4  | 14,9          | 13,7  | 12,7  |
| ORIZON VALORIZAC                    | 3 611                      | 37,3    | 15,6  | 11,3  | 10,8          | 8,0   | 5,9   |
| SECHE ENVIRONNEM                    | 2 986                      | 11,9    | 9,2   | 7,8   | 6,6           | 5,9   | 5,5   |
| CONCH VENTURE                       | 9 128                      | 7,2     | 6,5   | 5,9   | 13,9          | 13,0  | 11,2  |
| BEIJING ENTERPRI                    | 645                        | 15,6    | 6,5   | 4,6   | 3,4           | 3,1   | 2,8   |
| SIT SPA                             | 170                        | 9,7     | 6,5   | 4,0   | 5,5           | 4,7   | 4,3   |
| DYNAGREEN ENVI-H                    | 4 617                      | 10,0    | 9,2   | 8,6   | 11,3          | 10,9  | 10,6  |
| ŚREDNIA                             |                            | 19,6    | 14,1  | 11,3  | 10,9          | 9,5   | 8,5   |
| Mo-BRUK                             | 1 038                      | 15,4    | 14,7  | 13,3  | 8,8           | 8,3   | 7,6   |
| Premia/dyskonto do średniej (%)     |                            | -21%    | 5%    | 18%   | -19%          | -12%  | -10%  |
| Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK |                            | 374,2   | 284,0 | 252,5 | 354,4         | 337,5 | 326,1 |
| Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK |                            |         |       | 321,5 |               |       |       |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na: 08.09.2025 11:37

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

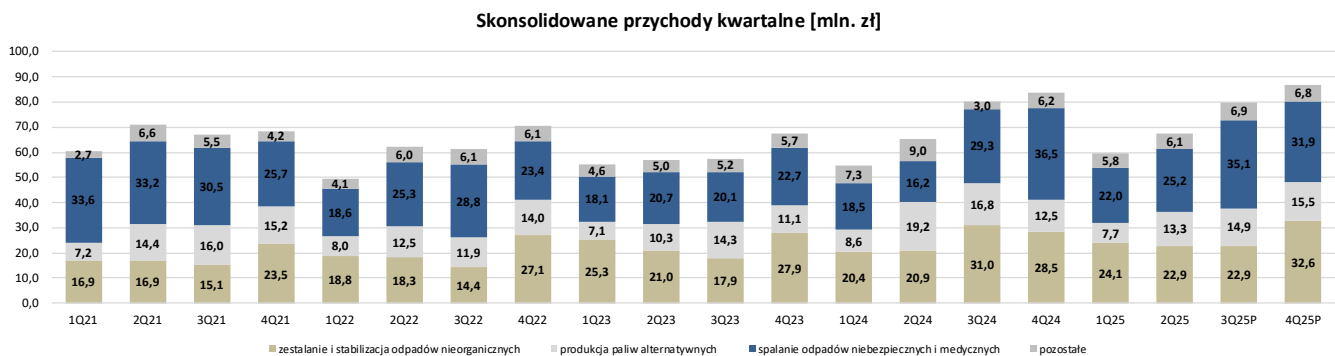
Mo-Bruk ocenia pozytywnie perspektywy wzrostu przychodów w całym 2025 r. i spodziewa się, że drugie półrocze operacyjnie będzie lepsze od pierwszego. W II półroczu br. spółka realizuje nowe kontrakty na dostawy RDF oraz neutralizację tzw. „bomb ekologicznych”. ostateczne zamknięcie kwestii opłat podwyższonych wyeliminowało ryzyko ich podnoszenia w przetargach publicznych. Mo-BRUK realizuje obecnie kontrakty dotyczące utylizacji nielegalnych składowisk odpadów niebezpiecznych o łącznej wartości przekraczającej 45 mln zł przypadających na spółkę, z czego 25-31,8 mln zł powinno dotyczyć roku 2025 a 18,2-20 mln zł roku 2026. Wg Zarządu wsparciem dla wyników będzie również m.in. pozytywny wkład spółki El-Kajo, której marża rośnie z każdym kolejnym miesiącem. Grupa dąży do powrotu marży EBITDA z działalności podstawowej do poziomu 50%. Podzielamy opinię Zarządu i oczekujemy poprawy raportowanych danych począwszy od 3Q25 (z uwzględnieniem planowanego odpisu).

Wciąż utrzymuje się wysoki udział kosztów usług obcych, który spółka tłumaczy znaczącym wzrostem kosztu odbioru paliwa alternatywnego oraz wzrostem kosztów zagospodarowania kruszywa wytwarzanego w procesie zestalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych. Podobna sytuacja najprawdopodobniej będzie jeszcze widoczna w 2H25. Innymi czynnikami mogącymi negatywnie wpływać na przyszłe wyniki są okresowo pojawiające się awarie w poszczególnych zakładach oraz kontrole urzędnicze, które mają miejsce w spółce.

Zarząd zwraca uwagę na obowiązującą od 1 stycznia br. ustawę o odpadach w kontekście „bomb ekologicznych”, która wprowadza nowe zasady dofinansowania działań związanych z usuwaniem odpadów. W jej myśl środki finansowe mogą być przekazywane z rezerwy celowej budżetu państwa, dofinansowanie obejmuje również usuwanie odpadów niebezpiecznych, samorządy mogą uzyskać dofinansowanie przekraczające 80% kosztów przedsięwzięcia oraz maksymalny poziom wsparcia wynosi 99% kosztów kwalifikowanych. Zarząd wskazuje jako pozytywny czynnik rosnący popyt na sztuczne ‘zielone kruszywa’ wykorzystywane w budownictwie drogowym oraz prefabrykaty. Trend ten powinien wspierać rozwój segmentu zestalania i stabilizacji. Jednocześnie niepokój budzi spadek cen w tym obszarze, wynikający z pojawienia się nowej konkurencji.

Zakładamy, że koszty odsetkowe powinny w kolejnych kwartałach maleć dzięki spodziewanej obniżce stóp procentowych oraz spłacie rat kapitałowych. CAPEX natomiast, bez uwzględnienia transakcji M&A, wg przedstawicieli spółki do końca roku 2025 nie powinien przekroczyć 17-20 mln zł.

Uwzględniając wyniki pierwszego półrocza (vs. nasza prognoza) zakładamy, że przychody ze sprzedaży za cały 2025 rok wyniosą 293,7 mln zł vs. 283,9 mln w 2024 (wzrost o 3% r/r), przy czym widocznej poprawy oczekujemy od 3Q25. Lekko w górę korygujemy również prognozy przychodów dotyczące lat 2026-27. Konserwatywnie zakładamy jednocyfrowe i lekko malejące dynamiki wzrostu przychodów w latach następnych do 4,9% w 2034 roku. Wpływy z odzysku mułów węglowych traktujemy jako potencjalną opcję (jak poprzednio) redukując do zera wpływ z tego tytułu, choć Zarząd wspominał podczas ostatniej konferencji o możliwym podaniu do wiadomości publicznej informacji w tej sprawie w najbliższych kwartałach. Ze względu na plany istotnego obniżenia kosztów energii elektrycznej widzimy potencjał do lekkiej poprawy rok do roku marży w 3Q25 i całym 2025 roku z obecnego poziomu. Do końca roku spółka zamierza do 90% energii pozyskiwać z własnych źródeł. Skorygowana marża EBITDA zakładana przez nas powinna wynieść w roku 2025 około 42,2% vs 41,1% w roku poprzednim. W latach 2026 i 2027 zakładamy odpowiednio 42,2% i 42,0% vs 44,2% i 44,1% poprzednio. W tym przypadku również ostrożnie zakładamy konsekwentne spadki do 37,8% w 2034 roku.



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

| Wybrane dane finansowe (mln zł) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25P | 1Q26P | 2Q26P | 3Q26P | 4Q26P | 1Q27P | 2Q27P | 3Q27P | 4Q27P |
|---------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody                       | 59,6 | 67,5 | 79,8  | 86,9  | 66,1  | 72,7  | 81,1  | 86,2  | 71,5  | 80,9  | 79,9  | 79,8  |
| dynamika r/r                    | 8,7% | 3,3% | -0,3% | 3,7%  | 10,9% | 13,0% | 1,6%  | -0,8% | 8,2%  | 11,2% | -1,5% | -0,3% |
| Koszty operacyjne razem         | 43,3 | 49,0 | 55,1  | 57,0  | 45,9  | 50,7  | 51,5  | 54,4  | 48,6  | 55,0  | 50,4  | 55,1  |
| Zysk/ strata ze sprzedaży       | 16,3 | 18,5 | 24,7  | 29,9  | 20,2  | 22,1  | 29,6  | 31,7  | 22,9  | 26,0  | 29,5  | 24,7  |
| Pozostałe przychody operacyjne  | 1,4  | 2,4  | 1,1   | 1,1   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,3   | 1,3   | 1,3   | 1,1   |
| Pozostałe koszty operacyjne     | 0,6  | 0,9  | 53,2  | 0,9   | 2,6   | 2,6   | 2,6   | 2,6   | 2,9   | 2,9   | 2,9   | 53,2  |
| EBIT                            | 17,1 | 20,0 | -27,4 | 30,1  | 18,8  | 20,7  | 28,2  | 30,4  | 21,3  | 24,4  | 27,9  | -27,4 |
| EBITDA                          | 24,3 | 27,7 | -19,1 | 38,5  | 25,9  | 28,4  | 36,4  | 38,6  | 27,9  | 31,6  | 35,5  | -19,1 |
| Przychody finansowe             | 0,5  | 0,5  | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,3   |
| Koszty finansowe                | 2,3  | 3,2  | 13,0  | 2,2   | 2,6   | 2,6   | 2,6   | 2,6   | 2,4   | 2,4   | 2,4   | 13,0  |
| Zysk/ strata przed podatkiem    | 15,2 | 17,3 | -40,1 | 28,1  | 16,5  | 18,4  | 25,9  | 28,0  | 19,3  | 22,4  | 25,9  | -40,1 |
| Podatek                         | 2,7  | 3,3  | -7,8  | 5,5   | 3,2   | 3,6   | 5,0   | 5,4   | 3,7   | 4,3   | 5,0   | -7,8  |
| Zysk/strata netto               | 12,6 | 14,0 | -32,3 | 22,7  | 13,3  | 14,8  | 20,9  | 22,6  | 15,6  | 18,0  | 20,9  | -32,3 |

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

| Wybrane dane finansowe (mln zł)  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P | 25r/r | 26r/r | 27r/r |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody                        | 243,4 | 237,0 | 283,9 | 293,7 | 306,1 | 322,1 | 3%    | 4%    | 5%    |
| dynamika r/r                     | -8,9% | -2,6% | 19,8% | 3,4%  | 4,2%  | 5,2%  |       |       |       |
| Koszty operacyjne razem          | 129,7 | 141,2 | 190,3 | 204,3 | 202,5 | 209,8 | 7%    | -1%   | 4%    |
| Zysk/ strata brutto ze sprzedaży | 113,7 | 95,9  | 93,6  | 89,4  | 103,6 | 112,3 | -5%   | 16%   | 8%    |
| Pozostałe przychody operacyjne   | 4,6   | 3,8   | 5,0   | 6,1   | 4,9   | 5,3   | 21%   | -18%  | 8%    |
| Pozostałe koszty operacyjne      | 6,3   | 3,7   | 2,9   | 55,6  | 10,4  | 11,6  | 1788% | -81%  | 11%   |
| EBIT                             | 111,9 | 96,0  | 95,7  | 39,8  | 98,1  | 106,0 | -58%  | 146%  | 8%    |
| EBITDA                           | 117,3 | 109,1 | 116,7 | 71,4  | 129,3 | 135,1 | -39%  | 81%   | 5%    |
| Przychody finansowe              | 2,4   | 3,3   | 0,9   | 1,5   | 1,2   | 1,3   | 72%   | -22%  | 11%   |
| Koszty finansowe                 | 0,5   | 1,7   | 7,8   | 20,7  | 10,4  | 9,4   | 165%  | -50%  | -10%  |
| Zysk/ strata przed podatkiem     | 113,8 | 97,6  | 88,7  | 20,6  | 88,8  | 97,9  | -77%  | 332%  | 10%   |
| Podatek                          | 21,7  | 18,7  | 18,4  | 3,7   | 17,2  | 19,0  | -80%  | 369%  | 10%   |
| Zysk/strata netto                | 92,2  | 78,9  | 70,3  | 16,9  | 71,6  | 79,0  | -76%  | 323%  | 10%   |

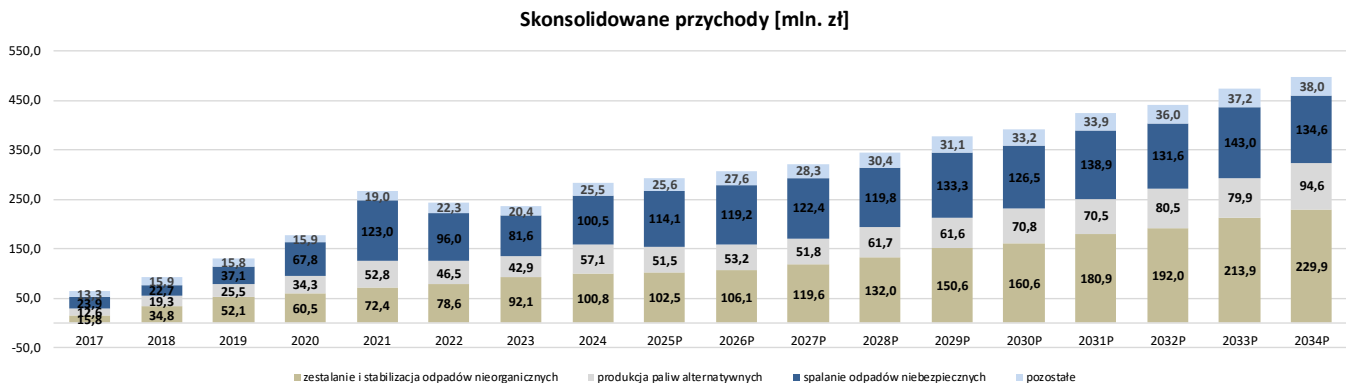
Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

## PODSUMOWANIE PROGNOZ

Zmiany w naszej prognozie dotyczą przede wszystkim:

- Uaktualniamy prognozy przerobionych wolumenów odpadów i cen za ich przyjęcie, a w konsekwencji planowanych przychodów Mo-BRUK w latach 2025-2034.

- Ze względu na zakładany wzrost wolumenów i cen w spalaniu lekko w górę korygujemy prognozy marż w całym okresie prognozy.
- Uaktualniamy zakładane wpływy z „bomb ekologicznych” w 2025 r. do 25-31,8 mln zł oraz 18,2-20 mln zł w 2026r. W latach następnych pozostawiamy na niezmienionym poziomie tj. 11% przychodów z zestalania i spalania.



Źródło: Mo-BRUK, P-prognoza. Noble Securities

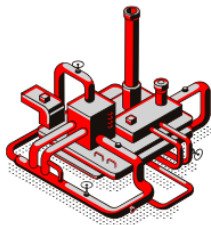
Uwzględniając zapowiadany odpis, występujące w spółce tendencje oraz biorąc pod uwagę zapowiedzi zarządu, dotyczące planowanego rozwoju spółki poniżej przedstawiamy podsumowanie prognoz dotyczące trzech najbliższych lat (2025-2027).

|                          | 2025<br>Stara | 2025<br>Nowa | zmiana | 2026<br>Stara | 2026<br>Nowa | zmiana | 2027<br>Stara | 2027<br>Nowa | zmiana |
|--------------------------|---------------|--------------|--------|---------------|--------------|--------|---------------|--------------|--------|
| Przychody                | 290,6         | 293,7        | 1%     | 301,8         | 306,1        | 1%     | 319,1         | 322,1        | 1%     |
| zysk brutto na sprzedaży | 94,3          | 89,4         | -5%    | 101,7         | 103,6        | 2%     | 110,9         | 112,3        | 1%     |
| EBITDA                   | 127,4         | 71,5         | -44%   | 133,5         | 129,3        | -3%    | 140,6         | 135,1        | -4%    |
| rentowność EBITDA        | 43,8%         | 24,3%        |        | 44,2%         | 42,2%        |        | 44,1%         | 42,0%        |        |
| EBIT                     | 95,7          | 39,8         | -58%   | 102,3         | 98,1         | -4%    | 111,5         | 106,0        | -5%    |
| zysk netto j.d.          | 70,8          | 16,8         | -76%   | 76,9          | 71,1         | -8%    | 85,1          | 78,4         | -8%    |

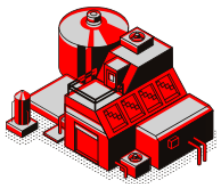
Źródło: Noble Securities

## MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

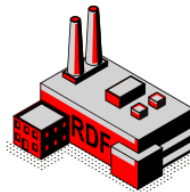
Działalność, na której koncentruje się Grupa Mo-BRUK obejmuje przetwarzanie odpadów przemysłowych, niebezpiecznych oraz wybranych frakcji odpadów komunalnych. Emitent z odpadów produkuje m.in. paliwa alternatywne będące cennym surowcem energetycznym, a także według własnej, opatentowanej technologii wytwarza sztuczne kruszywo mające dopuszczenie do stosowania m.in. w drogownictwie lub jako materiał rekultywacyjny. Grupa posiada dwie spalarnie, w których przetwarzane są m.in. odpady przemysłowe i medyczne.



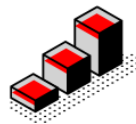
**Spalanie odpadów przemysłowych i medycznych**



**Zestawienie i stabilizacja odpadów**



**Produkcja RDF**



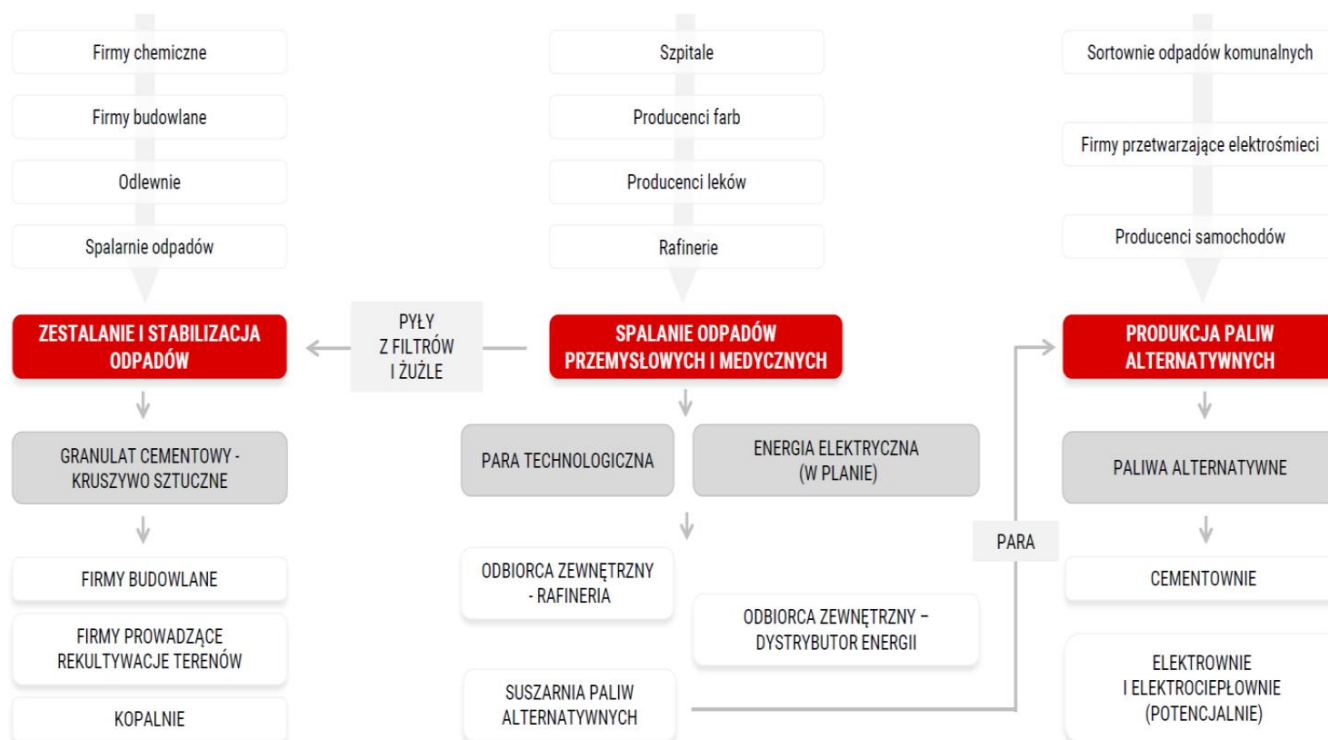
**Pozostała działalność**

Źródło: Mo-BRUK

Obecna działalność Grupy skupia się w następujących obszarach:

- gospodarka odpadami, w ramach tego obszaru spółka prowadzi następujące działania: - produkcja paliw alternatywnych; - spalanie odpadów przemysłowych i medycznych; - unieszkodliwianie odpadów; - stabilizacja i zestalanie (cementacja) odpadów nieorganicznych i produkcja granulatu cementowego;
- sprzedaż detaliczna paliw płynnych na własnych stacjach paliw oraz pozostała działalność, w ramach której Mo-BRUK prowadzi usługi diagnostyki samochodowej we własnej stacji kontroli pojazdów i usługi laboratoryjne.

Grupa Kapitałowa Mo-BRUK S.A. której wiodącym segmentem jest gospodarka odpadami w ramach tego segmentu, z którego pochodzi ponad 90% skonsolidowanych przychodów wyróżnia trzy linie biznesowe związane z przetwarzaniem i unieszkodliwianiem odpadów:



Źródło: Mo-BRUK

## Kluczowe cechy modelu biznesowego

Model biznesowy Mo-BRUK opiera się na wysokomarżowej działalności w obszarze przetwarzania odpadów przemysłowych i niebezpiecznych, z wyraźnie zdefiniowanymi przewagami konkurencyjnymi:

**Opłaty za przyjęcie odpadów (gate fee) są dominującym źródłem przychodów** – Spółka generuje przychody głównie poprzez pobieranie opłat od dostawców odpadów za ich unieszkodliwienie lub przetworzenie. Taki model zapewnia stabilność finansową i ogranicza zależność od cykliczności popytu na produkty końcowe.

**Wysokie bariery wejścia:** Działalność Mo-BRUK wymaga uzyskania szeregu zezwoleń środowiskowych (w tym pozwoleń zintegrowanych), co znacząco ogranicza możliwość wejścia nowych podmiotów na rynek. Bariery regulacyjne stanowią istotny element ochrony pozycji rynkowej spółki.

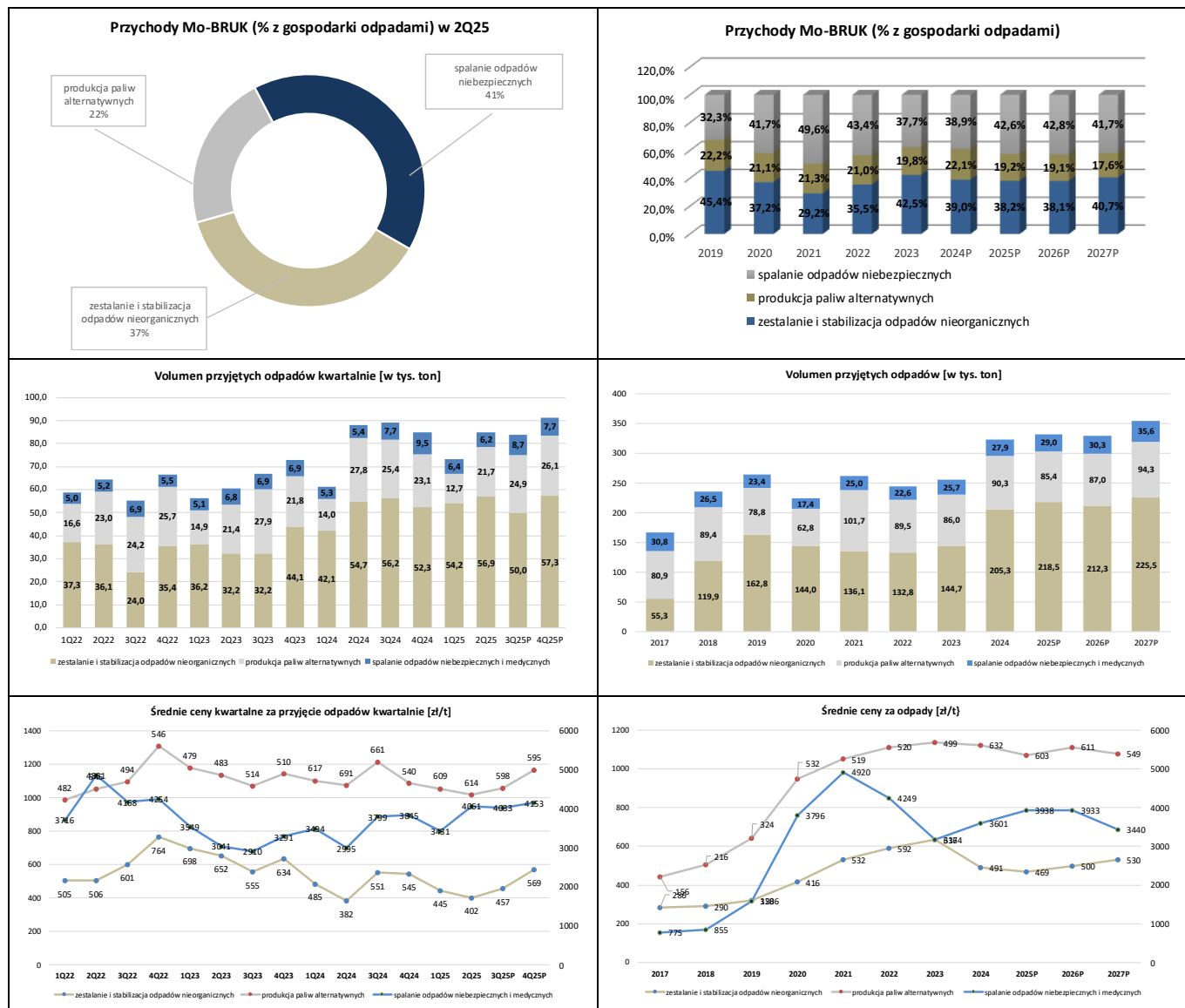
**Synergia operacyjna:** Spółka efektywnie wykorzystuje odpady powstałe w jednym procesie jako surowiec w innym, co przekłada się na optymalizację kosztów i zwiększenie efektywności operacyjnej. Przykładem jest wykorzystanie pary technologicznej ze spalarni do suszenia paliw alternatywnych.

**Innowacje i własność intelektualna:** Mo-BRUK posiada kilka patentów technologicznych związanych z przetwarzaniem odpadów, co wzmacnia jej pozycję jako lidera technologicznego w branży i umożliwia oferowanie unikalnych rozwiązań.

**Strategia wzrostu przez akwizycje:** Spółka konsekwentnie realizuje strategię ekspansji poprzez przejmowanie podmiotów posiadających odpowiednie licencje i infrastrukturę. Pozwala to na szybkie zwiększenie mocy przerobowych oraz wejście na nowe rynki geograficzne.



W określeniu strategii rozwoju Grupy Zarząd kieruje się misją oraz wizją GK Mo-BRUK, a także głównymi celami wyznaczonymi przez akcjonariuszy. Misją Grupy jest zapewnienie wszystkim zainteresowanym klientom usługi utylizacji odpadów każdego rodzaju z gwarancją ich dalszego przetworzenia zgodnie z zachowaniem wymogów ochrony środowiska. Ważnym elementem misji Grupy jest prowadzenie działań z poszanowaniem środowiska naturalnego i wspieranie rozwoju gospodarki o obiegu zamkniętym. Prowadzenie biznesu w sposób zrównoważony jest kluczowym elementem dla rozwoju zarówno Grupy, jak i całej gospodarki. Z tego względu Grupa dąży do zwiększenia wykorzystania mocy produkcyjnych, wdrożenia najnowocześniejszych światowych oraz własnych technologii przerobu odpadów oraz propagowania szeroko pojętej proekologicznej gospodarki odpadami. Zarząd Grupy dąży do realizacji wizji, w której postrzegana jest ona jako lider przetwarzania odpadów przemysłowych w skali europejskiej. Najważniejszym celem Zarządu Mo-BRUK jest maksymalizacja długoterminowej wartości Grupy dla akcjonariuszy.



Źródło: Mo-BRUK; P - prognozy Noble Securities

Inwestycje rzeczowe w Grupie ukierunkowane są na modernizację i odtworzenie środków trwałych oraz na rozwój, z uwzględnieniem działań proekologicznych. Plany rozwojowe Grupy uwzględniają wzrost mocy produkcyjnych dzięki rozwojowi organicznemu i przejęciom.

## Realizacja strategii M&A.

Spółka kontynuuje analizy rynkowe i identyfikację potencjalnych podmiotów do przejęcia. Mo-BRUK zdefiniował trzy kluczowe segmenty, skupiając swoją uwagę na podmiotach: 1) z branży odpadów przemysłowych, w tym niebezpiecznych, 2) z branży morskiej i odpadów płynnych, 3) zajmujących się zbieraniem i przetwarzaniem odpadów automotive (m.in. oleje, opony, akumulatory). Jak informują przedstawiciele spółki, Mo-BRUK prowadzi rozmowy z kilkoma podmiotami. Zarząd nie rezygnuje jednak z dalszych przejęć. Prezes podtrzymał oczekiwanie na finalizację w 2025 roku „niektórych transakcji” w obszarze M&A.

## Przejęcie Eco Point PSA

29 maja br. Grupa Mo-BRUK ogłosiła zawarcie warunkowej, przedwstępnej umowy nabycia 100% akcji spółki Eco Point PSA z siedzibą w Gdańsku. Podmiot specjalizuje się w odbiorze i przetwarzaniu odpadów niebezpiecznych oraz innych niż niebezpieczne, pochodzących głównie z sektora usług portowych, stoczniowych i przemysłowych.

W 2024 roku znormalizowany zysk EBITDA Eco Point wyniósł ponad 11 mln zł przy przychodach na poziomie 25 mln zł. Spółka nie posiada zadłużenia kredytowego. Wartość transakcji została określona na 46 mln zł pomniejszoną o wartość długu netto, przy czym cena ma zostać uiszczona w dwóch ratach. Dodatkowo, przewidziano możliwość zwiększenia wartości transakcji o około 10 mln zł w formie mechanizmu earn-out, uzależnionego od realizacji zdefiniowanych celów biznesowych. Ostateczna wysokość earn-out zostanie ustalona na podstawie poziomu EBITDA osiągniętego w kolejnych okresach.

4 sierpnia 2025 r. podpisano aneks do warunkowej przedwstępnej umowy sprzedaży akcji Eco Point PSA na rzecz Emitenta. W związku ze spełnieniem określonych warunków PSPA, zawarto również warunkową umowę sprzedaży 100% akcji spółki.

Zawarcie umowy warunkowej uzależnione było m.in. od przejęcia przez Eco Point PSA spółki Eco Point Sp. z o.o. Finalizacja transakcji pozostaje również uzależniona od nieskorzystania przez Skarb Państwa z prawa pierwokupu..

Informacje te oceniamy lekko pozytywnie. Cena zakupu jest atrakcyjna. Przedstawione warunki transakcji implikują EV/EBITDA na poziomie 4,2x (5,1x z earn-out). Natomiast średnia dla spółek porównawczych na 3 kolejne lata od '25 wynosi ~10, ~8, ~7. Jednakże po zakupie firmy często pojawiają się trudności z integracją struktur organizacyjnych, co może prowadzić do opóźnień i nieefektywności operacyjnych.

## Obecnie realizowane projekty inwestycyjne

- **Modernizacja i rozbudowa instalacji do odzysku odpadów w Niecwi** – zwiększenie możliwości przetwarzania odpadów z obecnych 100 tys. Mg/rok do 140 tys. Mg/rok poprzez budowę drugiej linii do przetwarzania odpadów oraz dostosowanie zakładu do wymogów Najlepszych Dostępnych Technik (BAT).
- **Modernizacja i rozbudowa instalacji do odzysku odpadów w Skarbmierzu** – zwiększenie możliwości przetwarzania odpadów z obecnych 70 tys. Mg/rok do 140 tys. Mg/rok poprzez modernizację istniejących linii produkcyjnych do przetwarzania odpadów oraz zwiększenie powierzchni magazynowych.
- **Modernizacja i rozbudowa termicznego przekształcania odpadów w Jedliczu** – w wyniku realizacji inwestycji, spalarnia w Jedliczu będzie w stanie przetwarzać ok. dwa razy więcej odpadów względem obecnie przetwarzanej ilości odpadów, osiągając wydajność na poziomie 16 tys. Mg/rok. Spółka jest na etapie pozyskania stosownych pozwoleń administracyjnych.
- **Instalacje wytwarzające energię elektryczną** - aby zredukować wysokie koszty energii elektrycznej, zakończono I etap budowy instalacji fotowoltaicznej o mocy 250 kW, której docelowa moc w całej Grupie wynosić będzie 0,8 MW. Zakończenie inwestycji w instalację fotowoltaiczną planowane jest na koniec 2025 roku. Dodatkowo w instalacjach do termicznego unieszkodliwiania odpadów zlokalizowanych w ZPPA Karsy oraz Raf-Ekologii planowane jest uruchomienie dwóch jednostek do produkcji energii elektrycznej z energii cieplnej pochodzącej ze spalania odpadów (turbiny ORC) o łącznej mocy 2,1 MW. W wyniku realizacji tej inwestycji Grupa planuje zrealizować ostatecznie obieg gospodarki zamkniętej.
- **Modernizacja hali oraz wymiana linii RDF w Karsach** - realizowana inwestycja polega na wymianie wyeksploatowanej linii do produkcji paliwa alternatywnego oraz gruntownej modernizacji hali produkcyjnej zlokalizowanej w Zakładzie Produkcji Paliw Alternatywnych w Karsach. Efektem realizacji tego przedsięwzięcia będzie zastąpienie istniejącej linii, nowocześniejszą o wydajności przetwarzania odpadów 140 tys. Mg/rok.

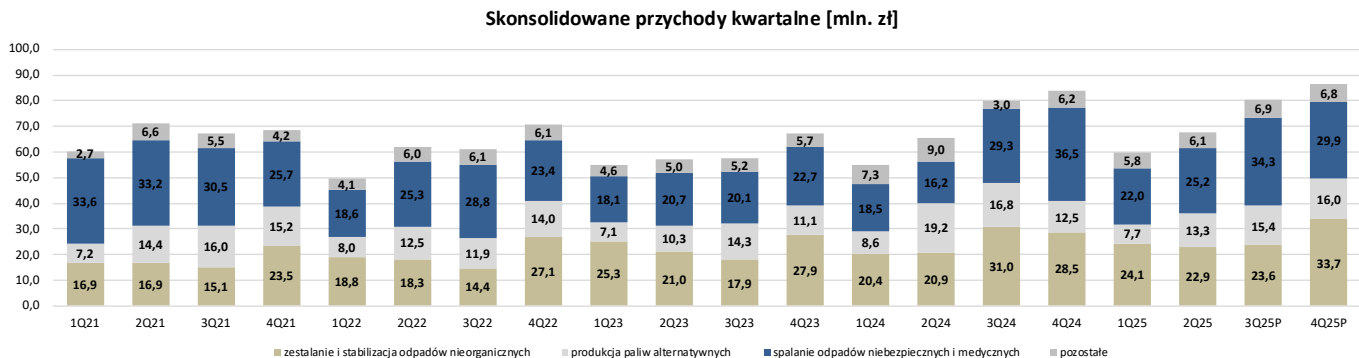
WYNIKI 2Q25 powyżej rynkowego konsensusu i naszej prognozy.

Wyniki 2Q25 oceniamy pozytywnie. Raportowane dane plasują się wyraźnie powyżej naszych oczekiwań i generalnie powyżej rynkowego konsensusu. Spółka notuje rekordowy przychodowo drugi kwartał i wzrosty sprzedaży w głównych segmentach podstawowej działalności. Zestalanie i stabilizacja odpadów nieorganicznych rośnie o +9% r/r. Spalanie odpadów niebezpiecznych i medycznych rośnie aż +56%. Jedynie produkcja paliw alternatywnych odnotowuje spadek o-31%. Ze względu na wzrost kosztów usług obcych o 14% i świadczeń pracowniczych o 17% r/r EBIT spada o 9% r/r. Nieco lepiej wygląda EBITDA, która rośnie o 6% r/r do 27,7 mln zł, co dzieje się jednak za sprawą 85,9% wyższej amortyzacji. W 2Q25 w ujęciu ilościowym spółka przerobiła o 4% mniej odpadów r/r, czyli 84,4 tys. ton odpadów wobec 87,9 tys. ton rok wcześniej. Średnie ceny jednak odnotowują wzrosty w spalaniu (+36% r/r) i zestalaniu (+5% r/r) nieco zniwelowane przez spadek cen w RDF (-11% r/r). Marża EBITDA wzrosła o 0,9 p.p. r/r do 41,0%. Koszty odsetkowe wzrosły o 2,3 mln zł w związku z finansowaniem inwestycji. Marża netto spadła o 5,3 p.p. rok do roku do 20,7%. Wskaźnik zadłużenia finansowego netto do EBITDA w grupie wyniósł na koniec czerwca 0,65x. Zarząd pozytywnie ocenia perspektywy wzrostu przychodów w drugiej połowie roku. Grupa dąży do powrotu marży EBITDA z działalności podstawowej do poziomu 50%. Trzeci kwartał obciążony będzie odpisem aktualizującym z tytułu należności na rzecz Marszałka Woj. Dolnośląskiego.

| Wybrane dane finansowe (mln zł) | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25 | 2Q25 | r/r  | Δ      | 2Q25P | wyniki2Q/P | Kons.2Q 2Q vs. kons. |
|---------------------------------|-------|-------|-------|------|------|------|--------|-------|------------|----------------------|
| Przychody                       | 65,3  | 80,0  | 83,7  | 59,6 | 67,5 | 3%   | 2,1    | 64,4  | 5%         | 65,0 4%              |
| dynamika r/r                    | 14,6% | 39,2% | 24,2% | 8,7% | 3,3% |      | -0,114 | -1,5% |            |                      |
| Koszty operacyjne razem         | 44,2  | 48,3  | 59,8  | 43,3 | 49,0 | 11%  | 4,8    | 47,2  |            |                      |
| Zysk/ strata ze sprzedaży       | 21,1  | 31,7  | 23,9  | 16,3 | 18,5 | -12% | -2,6   | 17,1  |            |                      |
| Pozostałe przychody operacyjne  | 1,5   | 0,8   | 1,1   | 1,4  | 2,4  | 61%  | 0,9    | 1,1   |            |                      |
| Pozostałe koszty operacyjne     | 0,6   | 0,2   | 1,5   | 0,6  | 0,9  | 56%  | 0,3    | 0,9   |            |                      |
| EBIT                            | 22,1  | 32,3  | 23,5  | 17,1 | 20,0 | -9%  | -2,0   | 17,3  | 15%        | 19,8 1%              |
| EBITDA                          | 26,2  | 36,6  | 32,0  | 24,3 | 27,7 | 6%   | 1,5    | 25,1  | 10%        | 26,8 3%              |
| Przychody finansowe             | 0,1   | 0,3   | 0,4   | 0,5  | 0,5  | 676% | 0,5    | 0,3   |            |                      |
| Koszty finansowe                | 1,0   | 1,8   | 4,0   | 2,3  | 3,2  | 214% | 2,2    | 2,2   |            |                      |
| Zysk/ strata przed podatkiem    | 21,1  | 30,8  | 19,9  | 15,2 | 17,3 | -18% | -3,8   | 15,4  |            |                      |
| Podatek                         | 4,1   | 6,2   | 4,6   | 2,7  | 3,3  | -19% | -0,8   | 3,0   |            |                      |
| Zysk/strata netto               | 17,0  | 24,7  | 15,3  | 12,6 | 14,0 | -18% | -3,0   | 12,4  | 12%        | 14,3 -2%             |

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

Przychody raportowane za 2Q25 wyniosły 67,5 mln zł, wobec 65,3 w roku poprzednim (wzrost o 3% r/r). Plasują się one 5% powyżej naszej prognozy i 4% powyżej rynkowego konsensusu. Spółka odnotowała 31% spadek przychodów rok do roku w segmencie produkcji paliw alternatywnych, 9% wzrost w segmencie zestalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych oraz aż 56% wzrost w segmencie spalania odpadów niebezpiecznych i medycznych. W drugim kwartale 2025 r. grupa zagospodarowała 84,8 tys. ton odpadów, z czego 56,9 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji, 21,7 tys. ton na segment RDF, a 6,2 tys. ton na spalanie. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 22,9 mln zł, 13,3 mln zł i 25,2 mln zł. W analogicznym okresie poprzedniego roku łącznie Mo-BRUK zagospodarował 87,9 tys. ton odpadów. Pozytywem jest zwiększanie wolumenów i cen przerobionych odpadów w zestalaniu i spalaniu. W RDF było gorzej zarówno pod względem wolumenu (-22% r/r) jak i cen (-11% r/r)..

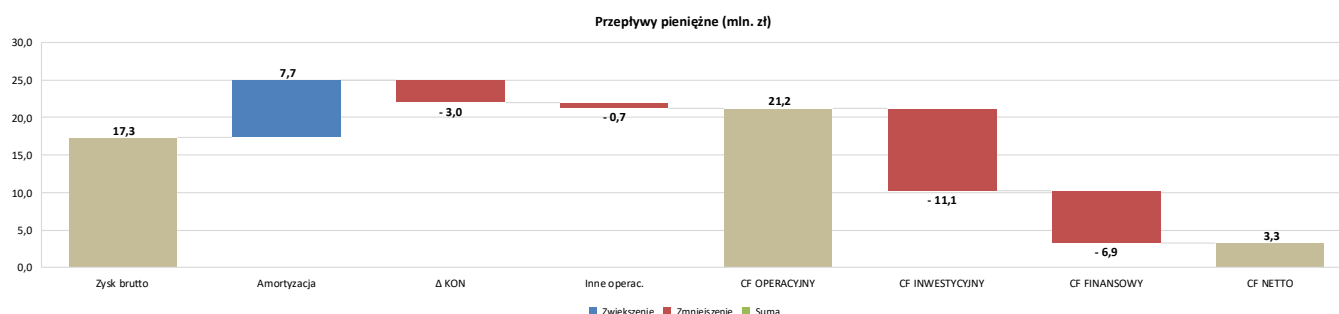


Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

**EBITDA, EBIT.** Pomimo rekordowych dla 2Q przychodów zysk z działalności operacyjnej w drugim kwartale 2025 r. spadł o 9% r/r do 20,0 mln zł, a EBITDA ze względu na podwyższoną amortyzację wzrosła o 6% do 27,7 mln. Marża EBITDA wzrosła r/r do 41,0% z 40,1% w 2Q24. Rentowność EBITDA z działalności podstawowej wyniosła wg spółki 45%. Wzrost kosztów operacyjnych o 11% w ujęciu r/r związany jest głównie ze wzrostem amortyzacji oraz kosztów usług obcych (+14% do 17,9 mln zł), który spółka tłumaczy znaczącym wzrostem kosztu odbioru paliwa alternatywnego przez cementownie oraz wzrostem kosztów zagospodarowania kruszywa wytwarzanego w procesie zestalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych.

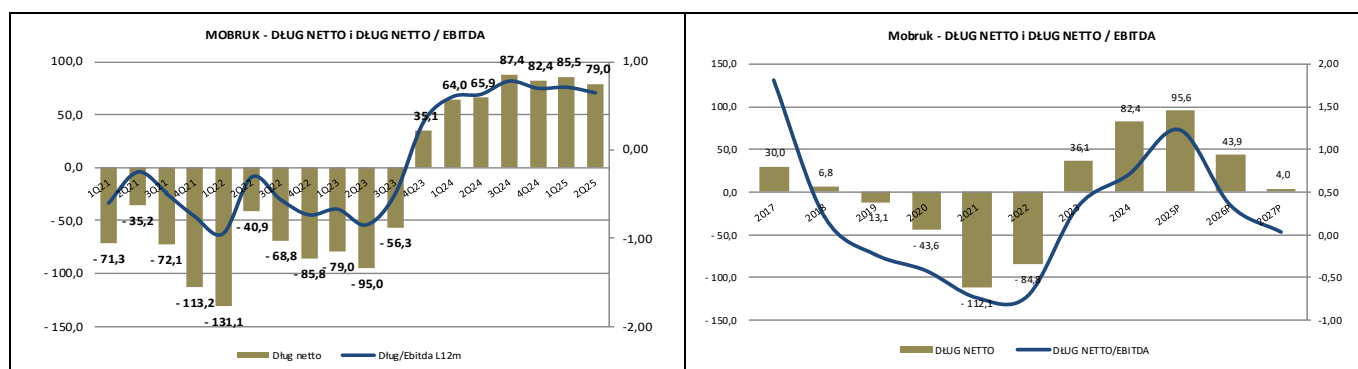
**Zysk netto** w 2Q25 wyniósł 14,0 mln zł vs 17,0 mln przed rokiem co oznacza spadek o 18% r/r. Wynik ten jednak plasuje się wyraźnie powyżej naszych założeń. Rentowność netto wyniosła w ten sposób 20,8% vs 26,0% przed rokiem i 21,1% w poprzednim kwartale. Zarząd wskazuje, że spadek zysku netto w analizowanym okresie wynika ze wzrostu amortyzacji o 3,5 mln zł rok do roku, będącego konsekwencją realizowanych inwestycji oraz ze zwiększenia kosztów odsetkowych związanych z ich finansowaniem.

**Przepływy pieniężne w 2Q24.** CF operacyjny pozostaje solidny +21,2 mln zł pomimo spadku o 22% r/r).



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

**Zadłużenie.** Grupa na koniec okresu sprawozdawczego posiadała zobowiązania z tytułu kredytów bankowych i pożyczek o wartości 44,1 mln zł. Inne zobowiązania finansowe wynikają głównie z zawartych umów leasingowych, których wartość wynosi 60,7 mln zł. Pozostałe zobowiązania finansowe w kwocie 29,2 mln zł stanowią zdyskontowaną maksymalną wartość premii możliwej do uzyskania przez sprzedających udziały spółki EL-KAJO po osiągnięciu, określonych w umowie, wyników finansowych zawartych w klauzuli earn-out. Na koniec czerwca 2025 r. grupa dysponowała 55,03 mln zł środków pieniężnych, a wskaźnik zadłużenia finansowego netto do EBITDA wynosił 0,65 vs 0,64 przed rokiem.



Źródło: Mo-BRUK; P - prognozy Noble Securities, zadłużenie finansowe w układzie kwartalnym nie obejmuje zobowiązań z tytułu prawa wieczystego użytkowania gruntów.

## OPLĄTY PODWYŻSZONE NAKŁADANE PRZEZ MARSZAŁKA WOJ. DOLNOŚLĄSKIEGO

Marszałek Województwa Dolnośląskiego nakładał na Mo-BRUK regularnie opłatę podwyższoną za składowanie odpadów w latach 2013-2020 na składowisku przy ul. Górniczej 1 w Wałbrzychu bez zatwierdzonej instrukcji eksploatacji składowiska.

### Kluczowe wydarzenia (czerwiec – sierpień 2025)

#### Wyroki NSA z 1 lipca 2025 r.

Za rok 2015 – NSA oddalił skargę Mo-BRUK, co skutkuje zobowiązaniem zapłaty ok. 5,82 mln zł plus odsetki. Spółka zabezpieczyła środki: 4,3 mln zł na konto Urzędu Skarbowego, 3,6 mln zł na konto techniczne; do 3 lipca 2025 r. dopłacono kolejne ok. 1,9 mln zł odsetek.

Za rok 2016 – roszczenie uległo przedawnieniu w pierwotnej wysokości 17,48 mln zł.

Za rok 2017 – NSA oddalił skargę kasacyjną SKO. Środki wcześniej dobrowolnie wpłacone (~24,5 mln zł) mają być zaliczone wraz z należnymi odsetkami (łącznie ok. 29,4 mln zł) na poczet opłat za 2018 i 19 rok.

#### Postępowania w sprawie lat 2018 i 2019

2018 – SKO wydało decyzję nakładającą opłatę podwyższoną w wysokości 38,07 mln zł. Do 3 lipca 2025 r. blokada na koncie spółki wynosiła 2,7 mln zł; łącznie z odsetkami to ok. 45,6 mln zł. Mo-BRUK zaskarżył tę decyzję 17 stycznia 2025 r.

2019 – decyzja SKO nakłada opłatę 14,26 mln zł; z odsetkami łączne zobowiązanie to ok. 16,6 mln zł. Zaskarżono 18 czerwca 2025 r.

#### Zabezpieczenie wpłat i odpisy księgowe

2 lipca 2025 r. zarząd podjął uchwałę o wpłacie na rzecz Urzędu Marszałkowskiego: 38,1 mln zł (za 2018) i 14,3 mln zł (za 2019), z zastrzeżeniem zwrotu, jeśli decyzje okażą się niezasadne.

Łączna wartość potencjalnych zobowiązań (z odsetkami) do 3 lipca 2025 r. wynosi 62,1 mln zł, z czego 29,4 mln zł przebiegowało ze środków zabezpieczonych na opłatę za 2017 r. Pozostałe 32,7 mln zł pokryte zostały środkami własnymi spółki.

Mo-BRUK utworzył 100% odpis aktualizujący dla tych należności, co wpłynie na wynik netto za III kwartał 2025 r.

#### Zwrot odsetek i umorzenie postępowania za rok 2017

Zarząd otrzymał 15 lipca 2025 r. pismo (z datą 14 lipca), informujące m.in. o zwrocie oprocentowania nadpłaty w związku z opłatą za rok 2017. Nadpłata wynosiła 24,56 mln zł, a Marszałek dokonał przelewu 4,99 mln zł odsetek. 13 sierpnia 2025 r. poinformowano, że Naczelnik Urzędu Skarbowego w Nowym Sączu umorzył postępowanie egzekucyjne dot. opłat za 2017 r. Spółka oczekuje na decyzję SKO we Wrocławiu w sprawie umorzenia wymierzenia opłat.

Spółka uważa, że podjęte działania eliminują ryzyko operacyjne, w szczególności przy udziale w przetargach publicznych. Płynność spółki pozostaje stabilna, a zaplanowana dywidenda (46,3 mln zł za 2024 r.) ma zostać wypłacona 30 października 2025 r.

Ze zrozumieniem przyjmujemy decyzję spółki o uregulowaniu zobowiązania w wysokości około 62,1 mln zł, wraz z jednoczesnym dokonaniem 100% odpisu aktualizującego. Postrzegamy ten krok jako element dostosowania do bieżących warunków operacyjnych oraz przejaw ostrożności, przy czym ostatecznie odpływ tych środków nie jest przesądzony. W związku z tym uwzględniamy zaplanowane odpisy w wynikach finansowych za III kwartał 2025 roku. Jednocześnie, w celu zapewnienia większej porównywalności danych, dokonujemy korekty wskaźników porównawczych za 2025 rok o wskazane zdarzenia jednorazowe.

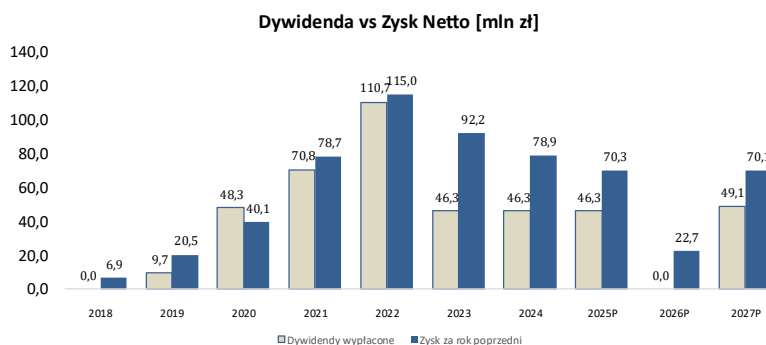
## POLITYKA DYWIDENDOWA

Polityka dywidendowa zakłada rekomendowanie akcjonariuszom podczas walnego zgromadzenia Walnemu przeznaczenia od 50 do 100% zysku netto Mo-BRUKu na dywidendę pod warunkiem nieprzekroczenia wartości 2,5 wskaźnika DN/EBITDA na koniec roku obrotowego. Polityka Dywidendowa ustalona została na czas nieokreślony i ma podlegać okresowej weryfikacji.

Przy rekomendacji podziału zysku wypracowanego przez Mo-BRUK, zarząd spółki ma brać pod uwagę plany inwestycyjne, w tym akwizycyjne, sytuację finansową i płynnościową grupy, istniejące i przyszłe zobowiązania (w tym potencjalne ograniczenia związane z umowami kredytowymi i emisją instrumentów dłużnych) oraz oceny perspektyw grupy w określonych uwarunkowaniach rynkowych i makroekonomicznych.

Walne zgromadzenie Mo-Bruku zdecydowało, by z zysku netto za 2024 rok przeznaczyć łącznie 46,3 mln zł na dywidendę, co daje 13,17 zł na akcję. Pozostałą część zeszłorocznego zysku netto, czyli 23,8 mln zł, przeznaczono na kapitał zapasowy. Dzień dywidendy wyznaczono na 30 lipca, a jej wypłata nastąpi 30 października 2025 roku.

Walne zgromadzenie Mo-Bruku zdecydowało również o upoważnieniu Zarządu spółki do przeprowadzenia skupu do 124 tys. akcji za maksymalnie 50 mln zł do końca grudnia 2026 roku. Cena nabywanych akcji nie może być niższa niż 200 zł i wyższa niż 400 zł za papier. Obecnie ze względu na CAPEX, plany M&A i podwyższone opłaty marszałkowskie, które spółka zdecydowała się uiścić liczymy się z możliwością braku dywidendy za 2025 rok. Powrotu do większego dzielenia się zyskiem oczekujemy począwszy od dywidendy za 2026 rok.



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

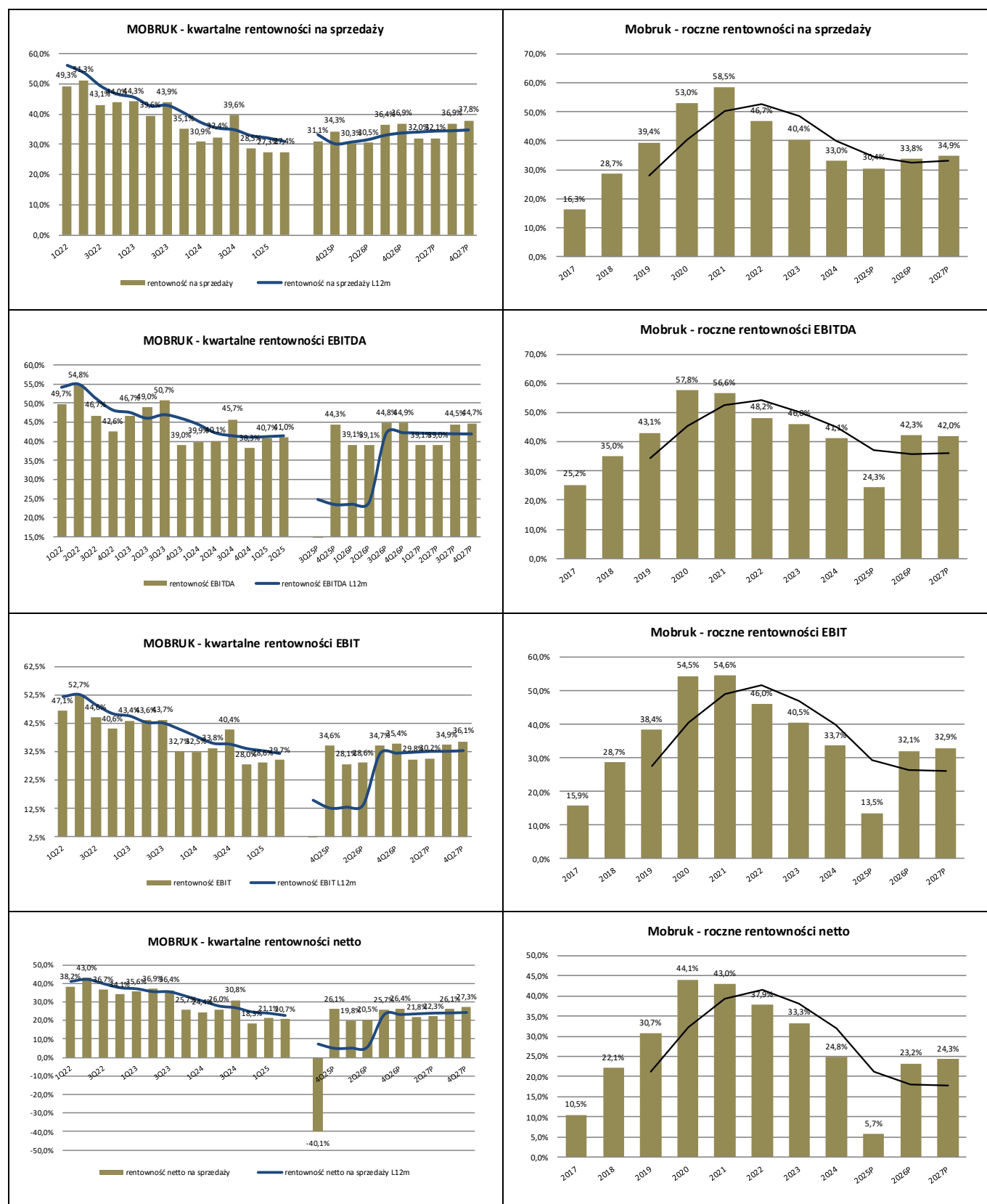
## ZAGROŻENIA I RYZYKA

- Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym.
- Ryzyko związane ze zmianami w regulacjach prawnych dotyczących kwestii ochrony środowiska oraz ich interpretacji.
- Ryzyko związane z nielegalnymi praktykami oraz koniunkturą w branży, w której działa Grupa.
- Ryzyko związane z reglamentowaniem oferty ubezpieczeniowej dla podmiotów w branży, w której działa Grupa.
- Plan dalszego rozwoju innych firm mogą powodować wzrost konkurencji w segmencie rynku na którym działa Mo-BRUK.
- Ryzyko kursowe związane z umowami zagranicznymi na zagospodarowanie odpadów, w których wynagrodzenie wyrażone jest w euro.
- Ryzyko związane z wymogiem posiadania ważnych zezwoleń.
- Ryzyko związane z niezadowoleniem społecznym odnośnie do działalności Grupy.
- Ryzyko wyrządzenia szkody w środowisku.
- Ryzyko związane z dokonywaniem transakcji w ramach Grupy Kapitałowej.
- Ryzyko związane z utratą głównych dostawców.
- Ryzyko związane z utratą odbiorców paliw alternatywnych oraz presją na marżę w tym segmencie.
- Ryzyko związane z przedłużającym się stanem wojny za wschodnią granicą Polski.

## ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

- **ŚRODOWISKO (E):** Misją Mo-BRUK-u jest zapewnienie wszystkim zainteresowanym klientom usługi utylizacji odpadów każdego rodzaju, z gwarancją ich dalszego przetworzenia, zgodnie z zachowaniem wymogów ochrony środowiska. Działania Grupy w obszarze przetwarzania odpadów mają bezpośredni wpływ na ochronę i oszczędność surowców naturalnych. RDF zastępuje paliwa kopalne. Dla przykładu wartość opału wyprodukowanego w 2023 roku RDF jest porównywalna z rocznym zużyciem energii cieplnej przez 0,4 mln osób. Procesy zestalania i stabilizacji odpadów pozwalają na oszczędzanie zasobów naturalnych wykorzystywanych w budownictwie drogowym. Poprzez termiczne przekształcanie spółka skutecznie eliminuje niebezpieczne odpady, zapobiegając ich negatywnemu wpływowi na środowisko oraz wytwarza energię z ciepła odpadowego. Pobór wody i zużycie energii to obszary stanowiące obecnie dla spółki szansę na dalsze ograniczenie negatywnego wpływu. W najbliższej przyszłości Mo-BRUK planuje zaspokoić potrzeby produkcyjne wodą z odpadów i retencji, a energię elektryczną pozyskiwać całkowicie z ciepła odpadowego.
- **SPOŁECZEŃSTWO (S):** W obszarze działań na rzecz społeczeństwa Mo-BRUK skupia się przede wszystkim na pracownikach, następnie na rozwijaniu współpracy z gminami i lokalnymi społecznościami. Obecność podmiotów Grupy Mo-BRUK w 8 lokalizacjach w Polsce wpływa na to, że to właśnie gminy, w których prowadzi działalność są dla niej kluczowym partnerem w prowadzeniu działań na rzecz lokalnych społeczności. W ramach strategii Grupa zamierza rozszerzyć swoje działania społeczne, podejmując współpracę z nowymi partnerami społecznymi, np. fundacjami ochrony środowiska.
- **ZARZĄDZANIE (G):** Podstawą odpowiedzialnej społecznie działalności MoBRUK jest Kodeks Wartości. To zbiór zasad zgodnie z którymi postępują wszyscy pracownicy Grupy. Od 2019 roku w organizacji funkcjonuje Polityka antykorupcyjna. Sprawne procedury zgłoszeń pozwalają szybko reagować na ryzyko naruszeń. Od momentu wdrożenia Polityki nie zarejestrowano incydentów związanych z korupcją i przekupstwem. Spółka stosuje zasady ładu korporacyjnego zawarte w zbiorze „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”.
- Mo-BRUK publikuje raporty ESG, które są dostępne do pobrania na stronie. Powstały one zgodnie ze Standardami GRI (Global Reporting Initiative) oraz z Wytycznymi do raportowania ESG GPW. Firma zaraportowała wskaźniki obejmujące obszary tematyczne, takie jak: środowisko i klimat, etyka, pracownicy, otoczenie społeczne oraz zagadnienia ekonomiczne.
- W czerwcu 2023 roku grupa przedstawiła raport z kalkulacji śladu węglowego, który obejmuje zakres 1. Emisje bezpośrednio z operacji własnych/kontrolowanych oraz 2. Emisje pośrednie z wykorzystaniem zakupionej energii elektrycznej, pary, ogrzewania i chłodzenia. Ujawnienia dotyczące śladu węglowego znalazły się także w Raporcie ESG 2023 grupy.
- Publikując strategię ESG na lata 2025-2028 spółka dołączyła do grona spółek zarządzających kwestiami ESG na poziomie strategicznym, badających swój wpływ na klimat i komunikujących się z rynkiem za pomocą raportów przygotowanych zgodnie z globalnymi standardami. Strategia ESG uporządkowała podejście firmy do zrównoważonego rozwoju, a także wyznaczyła kierunki budowania odpowiedzialnej środowiskowo i społecznie organizacji. Dodatkowo stanowi istotny argument w procesie ubiegania się o finansowanie inwestycji.

## DANE OPERACYJNE



Źródło: Mo-BRUK; P - prognozy Noble Securities



TABELE Z PROGNOZAMI

| Wskaźnik           | 2022  | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P | 2027P |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, GAAP          | 26,2  | 22,4  | 20,0  | 4,8   | 20,3  | 22,4  |
| Revenue            | 243,4 | 237,0 | 283,9 | 293,7 | 306,1 | 322,1 |
| Gross Margin %     | 50,9% | 47,9% | 43,6% | 37,7% | 41,3% | 42,4% |
| EBIT               | 111,9 | 96,0  | 95,7  | 39,8  | 98,1  | 106,0 |
| EBIT margin        | 46,0% | 40,5% | 33,7% | 13,6% | 32,0% | 32,9% |
| EBITDA             | 117,3 | 109,1 | 116,7 | 71,5  | 129,3 | 135,1 |
| EBITDA margin      | 48,2% | 46,0% | 41,1% | 24,3% | 42,2% | 42,0% |
| Net margin         | 37,9% | 33,3% | 24,8% | 5,8%  | 23,4% | 24,5% |
| Net Income, GAAP   | 92,2  | 78,9  | 70,3  | 16,9  | 71,6  | 79,0  |
| Net Debt           | -84,8 | 36,1  | 82,4  | 97,9  | 27,6  | -12,4 |
| Net debt/EBITDA    | -0,72 | 0,33  | 0,71  | 1,37  | 0,21  | -0,09 |
| BPS                | 53,6  | 62,9  | 70,2  | 61,8  | 82,2  | 90,4  |
| DPS                | 31,50 | 13,17 | 13,17 | 13,18 | 0,00  | 14,27 |
| P/BV               | 5,56  | 4,85  | 4,67  | 4,77  | 3,59  | 3,27  |
| Return on Equity % | 49%   | 36%   | 28%   | 8%    | 25%   | 25%   |
| Return on Assets % | 34%   | 23%   | 15%   | 3%    | 13%   | 14%   |
| Depreciation       | 5,4   | 13,1  | 21,0  | 31,7  | 31,2  | 29,1  |
| Amortization       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Free Cash Flow     | 82    | 8     | 24    | 13    | 80    | 98    |
| CAPEX              | 10    | 60    | 69    | 46    | 31    | 17    |

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

| Rachunek zysków i strat                         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                   | <b>243,4</b> | <b>237,0</b> | <b>283,9</b> | <b>293,7</b> | <b>306,1</b> | <b>322,1</b> |
| Koszty operacyjne razem                         | 129,7        | 141,2        | 190,3        | 204,3        | 202,5        | 209,8        |
| <b>Zysk/ strata brutto ze sprzedaży</b>         | <b>113,7</b> | <b>95,9</b>  | <b>93,6</b>  | <b>89,4</b>  | <b>103,6</b> | <b>112,3</b> |
| Pozostałe przychody operacyjne                  | 4,6          | 3,8          | 5,0          | 6,1          | 4,9          | 5,3          |
| Pozostałe koszty operacyjne                     | 6,3          | 3,7          | 2,9          | 55,6         | 10,4         | 11,6         |
| <b>EBIT</b>                                     | <b>111,9</b> | <b>96,0</b>  | <b>95,7</b>  | <b>39,8</b>  | <b>98,1</b>  | <b>106,0</b> |
|                                                 |              |              |              |              |              |              |
| Przychody finansowe                             | 2,4          | 3,3          | 0,9          | 1,5          | 1,2          | 1,3          |
| Koszty finansowe                                | 0,5          | 1,7          | 7,8          | 20,7         | 10,4         | 9,4          |
| Podatek dochodowy                               | 21,7         | 18,7         | 18,4         | 3,7          | 17,2         | 19,0         |
| <b>Zysk/strata netto</b>                        | <b>92,2</b>  | <b>78,9</b>  | <b>70,3</b>  | <b>16,9</b>  | <b>71,6</b>  | <b>79,0</b>  |
| <b>Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej</b> | <b>92,2</b>  | <b>78,9</b>  | <b>70,5</b>  | <b>16,8</b>  | <b>71,1</b>  | <b>78,4</b>  |
|                                                 |              |              |              | 67,3         |              |              |
|                                                 |              |              |              |              |              |              |
| Amortyzacja                                     | 5,4          | 13,1         | 21,0         | 31,7         | 31,2         | 29,1         |
| <b>EBITDA</b>                                   | <b>117,3</b> | <b>109,1</b> | <b>116,7</b> | <b>71,5</b>  | <b>129,3</b> | <b>135,1</b> |

Źródło: Spółka, Noble Securities

| Bilans                                  | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa</b>                           | <b>271,4</b> | <b>339,3</b> | <b>472,4</b> | <b>483,2</b> | <b>545,1</b> | <b>557,2</b> |
| <b>Aktywa trwałe</b>                    | <b>146,0</b> | <b>258,4</b> | <b>352,3</b> | <b>366,5</b> | <b>366,6</b> | <b>354,3</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe                  | 143,3        | 215,8        | 315,2        | 329,3        | 329,4        | 317,1        |
| Wartości niematerialne                  | 0,8          | 40,0         | 20,3         | 20,3         | 20,3         | 20,3         |
| Inne aktywa trwałe                      | 1,8          | 2,5          | 16,9         | 16,9         | 16,9         | 16,9         |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                  | <b>125,4</b> | <b>80,1</b>  | <b>120,1</b> | <b>116,8</b> | <b>178,5</b> | <b>202,9</b> |
| Zapasy                                  | 1,1          | 2,0          | 3,8          | 4,1          | 4,0          | 4,2          |
| Należności handlowe                     | 23,4         | 29,6         | 25,8         | 26,7         | 27,9         | 29,3         |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty      | 86,8         | 18,2         | 58,8         | 54,4         | 115,1        | 137,8        |
| Inne aktywa obrotowe                    | 14,1         | 30,3         | 31,6         | 31,6         | 31,6         | 31,6         |
| <b>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</b> | <b>0,0</b>   | <b>0,8</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   |

|                                               |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Pasywa</b>                                 | <b>271,4</b> | <b>338,4</b> | <b>472,4</b> | <b>483,2</b> | <b>545,1</b> | <b>557,2</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                         | <b>188,3</b> | <b>220,9</b> | <b>246,9</b> | <b>217,5</b> | <b>289,1</b> | <b>317,9</b> |
| <b>Przypadający udziałom niekontrolującym</b> |              | <b>0,9</b>   | <b>1,8</b>   | <b>1,9</b>   | <b>2,4</b>   | <b>3,0</b>   |
| <b>Zobowiązania długookresowe</b>             | <b>22,9</b>  | <b>60,7</b>  | <b>168,3</b> | <b>207,5</b> | <b>197,9</b> | <b>180,6</b> |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe       | 0,0          | 4,2          | 93,1         | 132,3        | 122,7        | 105,4        |
| Inne                                          | 22,9         | 56,5         | 75,2         | 75,2         | 75,2         | 75,2         |
| <b>Zobowiązania krótkookresowe</b>            | <b>60,2</b>  | <b>55,9</b>  | <b>57,2</b>  | <b>58,3</b>  | <b>58,1</b>  | <b>58,7</b>  |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe       | 1,6          | 7,5          | 22,1         | 22,1         | 22,1         | 22,1         |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług          | 12,7         | 15,9         | 14,3         | 15,4         | 15,2         | 15,8         |
| Inne                                          | 45,9         | 32,5         | 20,8         | 20,8         | 20,8         | 20,8         |

Źródło: Spółka, Noble Securities

| Rachunek przepływów pieniężnych             | 2022          | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P        | 2027P        |
|---------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk netto przed opodatkowaniem             | 114,8         | 100,9        | 104,4        | 62,0         | 109,7        | 116,8        |
| Amortyzacja                                 | 5,4           | 13,1         | 21,0         | 31,7         | 31,2         | 29,1         |
| Inne                                        | -7,8          | -5,9         | -27,5        | -31,5        | -11,6        | -10,7        |
| Zmiana kapitału obrotowego                  | 0,7           | -20,7        | -1,4         | -0,1         | -1,2         | -1,1         |
| Zapłacony podatek dochodowy                 | -21,1         | -19,5        | -3,1         | -3,7         | -17,2        | -19,0        |
| <b>CF operacyjny</b>                        | <b>91,9</b>   | <b>67,9</b>  | <b>93,4</b>  | <b>58,5</b>  | <b>110,9</b> | <b>115,1</b> |
| CAPEX                                       | -10,3         | -59,6        | -69,3        | -45,8        | -31,3        | -16,9        |
| Inne                                        | 2,3           | -27,3        | 0,6          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>CF inwestycyjny</b>                      | <b>-8,1</b>   | <b>-86,8</b> | <b>-68,7</b> | <b>-45,8</b> | <b>-31,3</b> | <b>-16,9</b> |
| Podwyższenie kapitału                       | 0,0           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego               | -0,5          | -3,0         | 30,8         | 39,2         | -9,6         | -17,3        |
| Inne                                        | 0,0           | 0,0          | 37,7         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Odsetki                                     | 0,0           | -0,4         | -6,3         | -10,0        | -9,3         | -8,1         |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli    | -110,7        | -46,3        | -46,3        | -46,3        | 0,0          | -50,1        |
| <b>CF finansowy</b>                         | <b>-111,2</b> | <b>-49,7</b> | <b>16,0</b>  | <b>-17,1</b> | <b>-18,9</b> | <b>-75,5</b> |
| <b>CF</b>                                   | <b>-27,3</b>  | <b>-68,6</b> | <b>40,7</b>  | <b>-4,4</b>  | <b>60,7</b>  | <b>22,7</b>  |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 114,1         | 86,8         | 18,2         | 58,8         | 54,4         | 115,1        |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu   | 86,8          | 18,2         | 58,8         | 54,4         | 115,1        | 137,8        |

Źródło: Spółka, Noble Securities

**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 ocenne, 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 9 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 porównywanych). 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek 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.

Emitent miał możliwość zapoznania się z częścią Raportu w zakresie faktów prezentowanych w części opisowej dotyczących Emitenta. Weryfikacja przez Emitenta nie dotyczyła elementów ocennych.

**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](http://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](http://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>,
- 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

Analityk sporządzający Raport: Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji: 2025.09.08 16:20. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 2025.09.08 16:30.

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 wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Mo-BRUK S.A. |           |            |           |            |            |            |            |
|------------------------------------------------------------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Rekomendacja/aktualizacja                                        | Kupuj     | Kupuj      | Akumuluj  | Kupuj      | Akumuluj   | Akumuluj   | Akumuluj   |
| Data wydania                                                     | 7.04.2022 | 26.10.2022 | 9.05.2023 | 23.11.2023 | 23.05.2024 | 22.11.2024 | 30.05.2025 |
| Kurs z dnia rekomendacji                                         | 398,0     | 293,0      | 290,0     | 290,0      | 320,0      | 332,0      | 270,0      |
| Cena docelowa                                                    | 500,9     | 371,7      | 337,2     | 390,3      | 375,8      | 394,7      | 321,0      |
| WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)                             | 64 264,5  | 47 700,3   | 63 135,7  | 74 444,8   | 88 314,4   | 79 017,9   | 101 476,0  |

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

| Spółka              | Zalecenie | Cena docelowa (4) | Cena przy wydaniu | Cena bieżąca | Różnica do Ceny Docelowej | Data wydania (1) | Data ważności (2) | Sporządził (3)       |
|---------------------|-----------|-------------------|-------------------|--------------|---------------------------|------------------|-------------------|----------------------|
| Bogdanka            | Redukuj   | 19,22             | 23,20             | 22,90        | -16%                      | 19.08.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Forte               | Kupuj     | 33,90             | 27,30             | 28,60        | 19%                       | 18.08.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Apator              | Akumuluj  | 23,20             | 20,40             | 22,20        | 5%                        | 22.07.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Selvita             | Kupuj     | 51,10             | 31,90             | 32,70        | 56%                       | 18.07.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Auto Partner        | Kupuj     | 31,30             | 20,40             | 21,15        | 48%                       | 03.07.2025       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| InterCars           | Kupuj     | 774,10            | 568,00            | 572,00       | 35%                       | 30.06.2025       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ailleron            | Kupuj     | 24,10             | 19,70             | 18,16        | 33%                       | 25.06.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Captor Therapeutics | Kupuj     | 86,00             | 32,50             | 35,00        | 146%                      | 24.06.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Celon Pharma        | Kupuj     | 33,70             | 21,80             | 22,50        | 50%                       | 24.06.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Molecure            | Kupuj     | 11,90             | 5,70              | 6,45         | 84%                       | 24.06.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Ryvu Therapeutics   | Kupuj     | 59,70             | 30,10             | 27,90        | 114%                      | 24.06.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Pepco Group         | Akumuluj  | 21,90             | 19,36             | 20,70        | 6%                        | 13.06.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| MO-BRUK             | Akumuluj  | 321,00            | 270,00            | 294,50       | 9%                        | 30.05.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Photon Energy       | nd        | 3,70              | 3,50              | 2,95         | 25%                       | 21.05.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Noctiluca           | nd        | 184,00            | 98,00             | 99,60        | 85%                       | 15.05.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Mabion              | nd        | 15,00             | 10,30             | 8,70         | 72%                       | 15.05.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Sonel               | nd        | 15,14             | 16,50             | 17,20        | -12%                      | 08.05.2025       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Unibep              | nd        | 14,30             | 10,60             | 10,15        | 41%                       | 06.05.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Budimex             | Sprzedaj  | 515,00            | 640,00            | 533,40       | -3%                       | 29.04.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Answear.com         | Akumuluj  | 31,30             | 27,85             | 29,70        | 5%                        | 22.04.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| TOYA                | nd        | 12,40             | 6,37              | 9,59         | 29%                       | 17.04.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| MCI Capital         | nd        | 42,20             | 23,90             | 31,30        | 35%                       | 11.04.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Budimex             | Trzymaj   | 510,00            | 529,00            |              |                           | 07.04.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Aplisens            | nd        | 24,30             | 19,60             | 17,90        | 36%                       | 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             | 47,74        | -25%                      | 19.03.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Eurocash            | Akumuluj  | 9,90              | 9,32              | 8,24         | 20%                       | 19.03.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Budimex             | Sprzedaj  | 510,00            | 632,00            |              |                           | 13.03.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Bioton              | nd        | 4,52              | 3,50              | 4,16         | 9%                        | 05.03.2025       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| LPP                 | Kupuj     | 23 300,00         | 18 140,00         | 17510,00     | 33%                       | 03.03.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Huuuge              | Kupuj     | 25,40             | 17,32             | 20,50        | 24%                       | 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             | 45,00        | -12%                      | 12.02.2025       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| XTB                 | Kupuj     | 81,30             | 64,90             | 78,00        | 4%                        | 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      |
| Answear.com         | Trzymaj   | 26,80             | 28,15             |              |                           | 13.01.2025       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Unibep              | nd        | 11,70             | 6,98              |              |                           | 20.12.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| 11bit studios       | Kupuj     | 242,90            | 162,00            | 182,00       | 33%                       | 19.12.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ailleron            | Akumuluj  | 24,00             | 20,10             |              |                           | 16.12.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Budimex             | Kupuj     | 550,00            | 460,00            |              |                           | 12.12.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Sonel               | nd        | 16,61             | 15,40             |              |                           | 12.12.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| CD Projekt          | Kupuj     | 222,90            | 169,20            | 250,80       | -11%                      | 02.12.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Bogdanka            | Trzymaj   | 22,34             | 23,00             | 22,90        | -2%                       | 02.12.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Wielton             | Trzymaj   | 5,31              | 5,50              | 7,02         | -24%                      | 02.12.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| XTB                 | Kupuj     | 88,60             | 70,70             |              |                           | 29.11.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Toya                | nd        | 12,40             | 7,50              |              |                           | 29.11.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Molecure            | Kupuj     | 17,60             | 10,30             |              |                           | 29.11.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Selvita             | Kupuj     | 70,60             | 53,50             |              |                           | 27.11.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Tauron PE           | Akumuluj  | 3,94              | 3,60              | 9,23         | -57%                      | 26.11.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| MO-BRUK             | Akumuluj  | 394,70            | 332,00            |              |                           | 22.11.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Pepco Group         | Kupuj     | 20,68             | 15,77             |              |                           | 20.11.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Torpol              | Kupuj     | 36,00             | 29,90             |              |                           | 15.11.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| 11 bit studios      | Kupuj     | 423,00            | 269,00            |              |                           | 14.11.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Ryvu Therapeutics   | Kupuj     | 74,40             | 48,60             |              |                           | 14.11.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Budimex             | Akumuluj  | 540,00            | 503,00            |              |                           | 06.11.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Amica               | Kupuj     | 82,30             | 58,00             | 54,50        | 51%                       | 04.11.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| PGE                 | Redukuj   | 6,15              | 6,79              | 11,27        | -45%                      | 18.10.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Torpol              | Akumuluj  | 36,50             | 32,40             |              |                           | 14.10.2024       | 9M                | Dariusz Nawrot       |
| Captor Therapeutics | Kupuj     | 127,90            | 73,00             |              |                           | 08.10.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| MCI Capital         | nd        | 43,70             | 27,10             |              |                           | 30.09.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Creepy Jar          | Kupuj     | 575,40            | 359,00            | 455,00       | 26%                       | 26.09.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| 11bit studios       | Kupuj     | 622,20            | 353,00            |              |                           | 23.09.2024       | 9M                | Mateusz Chrzanowski  |
| Mabion              | nd        | 17,30             | 16,90             |              |                           | 18.09.2024       | 9M                | Krzysztof Radojewski |
| Apator              | Akumuluj  | 21,40             | 18,30             |              |                           | 12.09.2024       | 9M                | Michał Sztabler      |
| Dino Polska         | Redukuj   | 26,46             | 31,10             |              |                           | 09.09.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Eurocash            | Redukuj   | 8,10              | 9,62              |              |                           | 09.09.2024       | 9M                | Dariusz Dadej        |
| Bioton              | nd        | 4,32              | 3,47              |              |                           | 09.09.2024       | 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, Dariusz Nawrot – Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

**Sobiesław Kozłowski, MPW**  
[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 39  
Modelowe portfele, strategia i banki

**Krzysztof Radojewski**  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 35  
Biotechnologia

**Michał Sztabler**  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 22 213 22 36  
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

**Mateusz Chrzanowski**  
[mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl](mailto:mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 785 904 686  
Przemysł, automotive, gaming, XTB

**Dariusz Nawrot**  
[dariusz.nawrot@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.nawrot@noblesecurities.pl)  
tel.: +48 783 931 515  
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

**Jacek Borawski**  
[jacek.borawski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.borawski@noblesecurities.pl)  
Analiza techniczna

## 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