

Mo-BRUK SA – szykuje się rekordowy rok 2026

Aktualizujemy wycenę i rekomendację po publikacji danych za cały 2025 rok. W związku z rozpoczętą konsolidacją EcoPoint oraz rekordowym portfelem zamówień i projektów na 2026 r. w górę korygujemy nasze założenia dotyczące przychodów. Jednocześnie, biorąc pod uwagę trwały spadek cen w przetargach dotyczących utylizacji bomb ekologicznych i wzrost kosztów operacyjnych, w dół korygujemy prognozy rentowności. W efekcie dostrzegamy 31% potencjał wzrostowy dla wartości akcji w średnim okresie. Dlatego też **podtrzymujemy rekomendację KUPUJ** podnosząc 12-mies. cenę docelową do 456,9 zł za akcję (z 424,8 zł).

Perspektywa następnych kwartałów

Zgodnie z założeniami spółki, cały 2026 r. ma być okresem pełnego wykorzystania zainstalowanych mocy, bez przestojów inwestycyjnych, co powinno przełożyć się na około 17% wzrost przychodów rok do roku (do ponad 370 mln zł wobec zakładanych 350 mln zł wcześniej) przy utrzymaniu wysokiej ponad 40% rentowności EBITDA. Dodatkowym wsparciem dla wyników w 2026 r. mają być rekordowy portfel kontraktów (> 200 mln zł), rozwój nowych segmentów – w tym przetwarzania olejów i wód zaolejonych – oraz możliwe akwizycje, co razem uzasadnia pozytywną, stabilną perspektywę wynikową na kolejne kwartały.

Kontrakty na neutralizację bomb ekologicznych – istotne wsparcie

Szacunkowy łączny wolumen projektów dotyczących neutralizacji bomb w portfelu wynosi obecnie ok. 23,6 tys. ton, a potencjalne przychody na 2026 r. sięgają ok. 127 mln zł, stanowiąc więc będą potencjalnie ~40% rocznych przychodów vs 18% w poprzednim roku. Największe projekty koncentrują się w województwie mazowieckim (ok. 18 tys. ton i ponad 87 mln zł przychodów), ale realizowane są także w wielu gminach (Mykanów, Częstochowa, Zgierz czy Siemianowice Śląskie). Większość z nich jest już w trakcie realizacji, a część znajduje się na etapie planowania. Pomimo trwałego spadku cen w tego typu kontraktach segment wciąż wyróżnia się ponadprzeciętnymi cenami jednostkowymi. Typowe stawki oscylują obecnie w przedziale ~3,9–7,0 tys. zł/t. Projekty tego typu wciąż stanowią więc solidny fundament do dalszego wzrostu wyników w 2026 roku.

Oleje i wody zaolejone - nowy segment gospodarki odpadami w grupie

Począwszy od 4Q25 spółka raportuje przychody również w nowym segmencie, którego pojawienie się jest konsekwencją przejścia Eco Point - oleje i wody zaolejone. Nowy segment w samym IV kwartale przyjął 5,8 tys. ton surowca, wypracowując 7,8 mln zł przychodu. Na rok 2026 zakładamy łącznie 32 mln zł sprzedaży w tym segmencie.

Optymalizacja struktury operacyjnej

W celu optymalizacji struktury operacyjnej Mo-BRUK wyodrębnia spółki celowe dla poszczególnych zakładów. Strategia ta ogranicza przenoszenie ryzyk na spółkę dominującą. Dzięki temu problemy jednego podmiotu nie zakłócają działalności pozostałych zakładów.

Wartość akcji Mo-BRUK SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (423,0 zł) oraz porównawczą (401,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 12-miesięczną cenę docelową równą 456,9 zł.

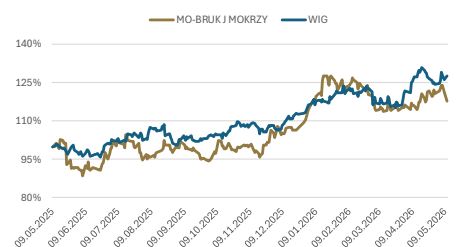
mln zł	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	237	284	320	374	423	448
EBITDA	109	117	87	159	178	188
Zysk / strata netto j.d.	79	71	15	87	104	113
EPS	22,4	20,0	4,2	24,6	29,5	32,1
DPS	13,2	13,2	13,2	13,2	17,5	22,4
P/E (x)	13,6	16,3	77,5	14,1	11,8	10,8
EV/EBITDA (x)	10,3	10,7	14,7	8,3	7,1	6,4

Źródło: Spółka (2023-2025), Noble Securities (2026P-2028P)

KUPUJ

(Aktualizacja - podtrzymana)

Kurs	347,5 zł
Wycena (12M)	456,9 zł
Potencjał wzrostu	31%
Kapitalizacja	1 223 mln zł
Free float	80%
Śr. Wolumen 6M	5 448



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, spalanie odpadów niebezpiecznych i medycznych oraz przetwarzanie wód zaolejonych i olejów przemysłowych. Spółka posiada zakłady w Niecwi, Karsach, Skarbimierzu oraz spółki zależne w Jedliczu, Bydgoszczy i Gdańsku.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Modus, Patronum, MontoG	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: Serwis informacyjny biznes.pap.pl, Noble Securities

Dariusz Dadej
Analityk akcji
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
+48 602 445 334

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
ANALIZA WRAŻLIWOŚCI.....	4
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	5
OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA	5
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH	6
PODSUMOWANIE PROGNOZ	7
WYNIKI 4Q25	9
REALIZACJA STRATEGII M&A	9
POLITYKA DYWIDENDOWA	9
ZAGROŻENIA I RYZYKA	10
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)	11
DANE OPERACYJNE	12
TABELE Z PROGNOZAMI.....	13

WYCENA

Akcje Mo-BRUK wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej w równych wagach wyznaczając 12-miesięczną cenę docelową równą 456,9 zł. W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	423,0	420,9	0%
Wycena porównawcza	0,5	401,7	366,2	10%
Średnia ważona metod		412,3	393,6	5%
Cena docelowa (12M)		456,9	424,8	8%
Cena aktualna		347,5	352,5	-1%
Potencjał		31%	21%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 12 maja 2026r.,
- Poziom długu netto na 31.12.2025 r. w wysokości 124 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,48% (poprzednio 5,26%), premia za ryzyko w wysokości 5,33% (poprzednio 5,46%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	374	423	448	467	487	507	526	540	548	555
NOPAT	99	115	123	127	133	138	142	181	148	185
Amortyzacja	36	36	36	34	33	32	30	29	28	27
Zmiany KON	-5	-5	-2	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-1
CAPEX	-26	-19	-21	-19	-20	-22	-24	-27	-29	-27
FCFF	103	127	135	141	143	145	147	182	147	185
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,70	0,63	0,57	0,52	0,47	0,42	0,38
DFCFF	97	108	104	98	90	83	76	85	62	71
SUMA DFCFF do 2035	874									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,00%									
Wartość rezydualna na 2035	1 969									
Zdyskontowana wartość rezydualna	754									
Wartość Firmy (EV)	1 628									
Dług netto 31.12.2025	124									
Mniejszościowi i inne	15,32									
Wartość kapitałów własnych	1 488									
Liczba akcji (w mln.)	3,52									
Wartość na 1 akcję	423,0									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
Stopa wzrostu rezydualna					
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	427,0	451,0	480,6	518,1	567,2
WACC - 0,5%	403,7	424,6	450,1	482,0	523,1
WACC	382,5	400,8	423,0	450,3	485,0
WACC + 0,5%	363,2	379,3	398,6	422,2	451,7
WACC + 1,0%	345,5	359,7	376,6	397,1	422,4

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

Podsumowanie wyceny	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%	5,48%
Premia za ryzyko	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%	5,33%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Efektywna stopa podatkowa	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po tarczy	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Dług netto/EV	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
<i>Źródło: Noble Securities</i>										

ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

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

Analiza wrażliwości					
Stopa wolna od ryzyka					
Premia za ryzyko	3,46%	4,46%	5,46%	6,46%	7,46%
MRP - 1,0%	634,1	545,7	477,3	423,0	378,7
MRP - 0,5%	586,9	509,5	448,7	399,7	359,5
5,46%	545,7	477,3	423,0	378,7	342,0
MRP + 0,5%	509,5	448,7	399,7	359,5	325,9
MRP + 1,0%	477,3	423,0	378,7	342,0	311,1

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

Analiza wrażliwości					
Δ marża brutto na sprzedaży (w latach 2029-2035)					
WACC	-2,02%	-1,02%	-0,02%	0,98%	1,98%
WACC - 1,0%	335,7	408,1	480,6	553,0	625,4
WACC - 0,5%	316,9	383,5	450,1	516,7	583,3
10,4%	300,0	361,5	423,0	484,4	545,9
WACC + 0,5%	284,8	341,7	398,6	455,5	512,3
WACC + 1,0%	271,0	323,8	376,6	429,4	482,1

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki zagraniczne. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2026-2028 wynika, że spółka notowana jest z ok. 12% dyskontem względem spółek porównywalnych. Wskaźniki P/E i EV/EBITDA kalkulujemy w równych wagach.

Podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
SIMS LTD	11 262	20,8	13,8	13,5	8,0	6,7	6,7
ARE HOLDINGS INC	7 729	13,2	13,6	12,7	15,5	14,2	14,3
CLEANAWAY WASTE	12 829	22,1	18,4	16,1	8,0	7,3	6,8
GREENPLY INDUS	1 273	36,2	21,9	16,7	15,3	11,7	9,8
ZHEJIANG WEIMI-A	19 538	12,8	11,1	10,3	9,8	8,6	8,2
WASTE MANAGEMENT	310 118	26,1	23,1	21,0	13,3	12,4	11,7
ORIZON VALORIZAC	5 726	31,1	18,3	15,6	10,5	7,0	5,8
SECHE ENVIRONNEM	2 775	17,8	13,0	10,5	5,1	4,6	4,3
CONCH VENTURE	10 032	7,8	7,1	6,7	10,7	10,1	9,7
BEIJING ENTERPRI	721	5,2	4,6	4,0	2,9	2,8	2,6
SIT SPA	294	9,0	6,3	5,2	4,9	4,5	
DYNAGREEN ENVI-H	6 031	10,4	9,9	9,5	11,8	11,4	10,9
Mediana		15,5	13,3	11,6	10,1	8,0	8,2
Mo-BRUK	1223	14,3	11,9	11,0	8,3	7,1	6,4
Premia/dyskonto do mediany (%)		-8%	-10%	-5%	-18%	-11%	-21%
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK		381,6	390,8	371,7	431,2	393,7	441,3
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK					401,7		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 12.05.2026 r. godz. 7:29

OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

6 stycznia 2026

Mo-BRUK otrzymał decyzje Samorządowego Kolegium Odwoławczego (SKO), które umarzają w całości postępowania dotyczące opłat podwyższonych za składowanie odpadów za lata 2016 i 2020, kończąc te sprawy administracyjne na etapie SKO.

13 marca 2026

Spółka poinformowała o zawarciu umowy dzierżawy Zakładu Odzysku Odpadów Nieorganicznych w Skarbimierzu na rzecz swojej spółki zależnej Solidra sp. z o.o. Umowa została podpisana w formie aktu notarialnego i zaczęła obowiązywać od 1 kwietnia 2026 r. Obejmuje ona zarówno nieruchomości (budynki, hale, infrastruktura), jak i ruchomości oraz prawa wynikające z decyzji administracyjnych. Została zawarta na czas nieokreślony, a czynsz ustalono na warunkach rynkowych.

13 kwietnia 2026

Mo-BRUK S.A., jako lider konsorcjum (wraz z Raf-Ekologia i Epichem), zawarł z Gminą Zgierz umowę na usunięcie odpadów niebezpiecznych z terenu w miejscowości Kolonia Głowa. Maksymalne wynagrodzenie dla konsorcjum wynosi 7,44 mln zł brutto, a realizacja ma zakończyć się do 20 czerwca 2026 r. Ostateczna wartość kontraktu zależy od faktycznej ilości usuniętych odpadów.

6 maja 2026

ZWZ spółki zależnej Raf-Ekologia zdecydowało o podziale zysku za 2025 r. w wysokości ok. 20,26 mln zł, z czego 18 mln zł ma trafić na dywidendę, a ok. 2,26 mln zł na kapitał zapasowy. Całość dywidendy zostanie wypłacona Mo-BRUK (jedynemu wspólnikowi) w dwóch ratach: 10 mln zł do 22 maja 2026 r. oraz 8 mln zł do 30 września 2026 r., przy czym wypłata ta poprawi wynik jednostkowy emitenta, ale nie wpłynie na jego wynik skonsolidowany.

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

W krótkim terminie (2026) spółka odnotuje wyraźną poprawę wyników raportowanych względem 2025 r. Kluczowym czynnikiem jest brak powtórzenia znaczącego odpisu (65,2 mln zł), który obniżył wynik EBITDA i zysk netto. Dodatkowo portfel zamówień na 2026 rok przekracza obecnie 200 mln zł, a kontrakty związane z likwidacją odpadów niebezpiecznych (~127 mln zł) zapewniają dobrą widoczność przychodów.

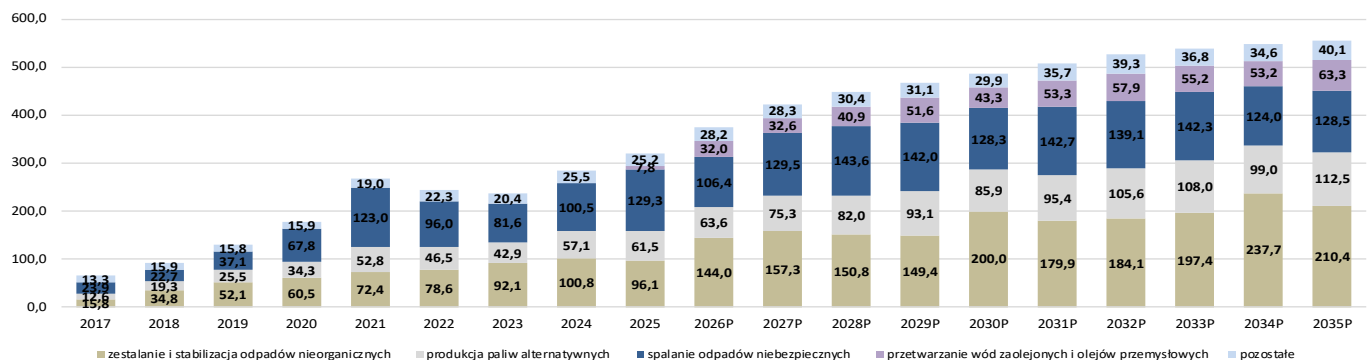
W średnim terminie kluczowym motorem wzrostu będzie efekt inwestycji i przejęć. Zakończony program modernizacyjny (ok. 250 mln zł w latach 2023–2025) oraz rozbudowa mocy produkcyjnych (m.in. instalacje w Karsach i Niecwi) powinny przełożyć się na wzrost wolumenów i przychodów w kolejnych latach. Jednocześnie akwizycja Eco Point otwiera nowy segment przetwarzania odpadów zaolejonych, zwiększając zakres usług i potencjał synergii w modelu „total waste management”.

Otoczenie rynkowe pozostaje strukturalnie sprzyjające. Rosnące opłaty za składowanie odpadów, zaostrzenie regulacji środowiskowych oraz wzrost świadomości ekologicznej będą zwiększać popyt na zaawansowane usługi przetwarzania odpadów. Dodatkowo rozwój rynku paliw alternatywnych (RDF) i presja na ograniczanie składowania odpadów wspierają model biznesowy spółki, która posiada kompetencje do obsługi szerokiego spektrum odpadów.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2024	2025	2026P	2027P	2028P	25r/r	26r/r	27r/r	28r/r
Przychody	283,9	319,9	374,3	422,9	447,7	13%	17%	13%	6%
<i>tempo zmian r/r</i>	<i>19,8%</i>	<i>12,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>5,8%</i>				
Koszty operacyjne razem	190,3	214,1	253,4	282,9	298,1	13%	18%	12%	5%
Zysk/ strata ze sprzedaży	93,6	105,8	120,9	140,0	149,5	13%	14%	16%	7%
Pozostałe przychody operacyjne	5,0	7,7	5,5	6,1	6,4	54%	-29%	10%	6%
Pozostałe koszty operacyjne	2,9	58,5	3,6	3,7	3,8		-94%	5%	1%
EBIT	95,7	55,0	122,8	142,3	152,2	-42%	123%	16%	7%
EBITDA	116,7	87,5	158,8	178,2	188,1	-25%	82%	12%	6%
Przychody finansowe	0,9	6,3	0,8	0,9	1,0	615%	-87%	9%	9%
Koszty finansowe	7,8	26,0	14,8	13,1	11,5	233%	-43%	-11%	-12%
Zysk/ strata przed podatkiem	88,7	35,3	108,8	130,1	141,6	-60%	208%	20%	9%
Podatek	18,4	20,1	21,2	25,4	27,6	9%	6%	20%	9%
Zysk/strata netto	70,3	15,2	87,6	104,7	114,0	-78%	476%	20%	9%

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

Skonsolidowane przychody [mln. zł]



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

Uwzględniając przekaz Zarządu dotyczący 1Q26 oraz oczekiwane przyspieszenie skali działalności w całym 2026 roku, zakładamy, że przychody ze sprzedaży w 2026 roku wyniosą 374,3 mln zł wobec 320 mln zł rok wcześniej (wzrost o 17% r/r). W kolejnych latach oczekujemy dalszego wzrostu sprzedaży do 422,9 mln zł w 2027 roku (+13% r/r) oraz 447,7 mln zł w 2028 roku (+6% r/r), przy czym zakładamy stopniowe wygaszanie dynamiki wraz z dojrzywaniem biznesu i wyższą bazą odniesienia.

Po stronie kosztowej oczekujemy wzrostu kosztów operacyjnych do 253,4 mln zł w 2026 roku (+18% r/r), jednak tempo ich wzrostu powinno stopniowo maleć do 12% w 2027 roku i 5% w 2028 roku. Zakładamy jednocześnie utrzymanie wysokiej dźwigni operacyjnej. EBIT prognozujemy na poziomie 122,8 mln zł w 2026 roku (+123% r/r – wpływ braku odpisu z 3Q25), 142,3 mln zł w 2027 roku (+16% r/r) oraz 152,2 mln zł w 2028 roku (+7% r/r).

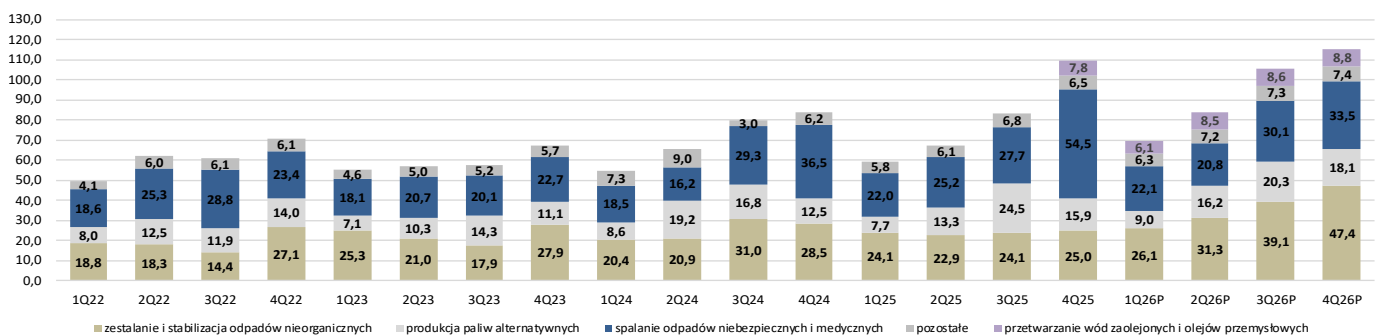
EBITDA powinna wzrosnąć do 158,8 mln zł w 2026 roku (+82% r/r), a następnie do 178,2 mln zł i 188,1 mln zł odpowiednio w latach 2027-28. Oznacza to marżę EBITDA na poziomie ok. 42,4% w 2026 roku, 42,1% w 2027 roku oraz 42,0% w 2028 roku. Zakładamy lekki spadek rentowności operacyjnej choć powinna ona pozostać na wysokim (>40%) poziomie mimo wzrostu skali działalności.

Zakładamy również stopniową poprawę wyniku netto wspieraną spadkiem kosztów finansowych, które według naszych prognoz obniżą się z 14,8 mln zł (saldo) w 2026 roku do 11,5 mln zł w 2028 roku. W efekcie zysk netto powinien wynieść 87,6 mln zł w 2026 roku (+476% r/r), 104,7 mln zł w 2027 roku (+20% r/r) oraz 114,0 mln zł w 2028 roku (+9% r/r). Zakładamy, że koszty odsetkowe powinny w kolejnych kwartałach maleć dzięki spłacie rat kapitałowych.

CAPEX natomiast, bez uwzględnienia transakcji M&A, wg przedstawicieli spółki do końca roku 2026 nie powinien przekroczyć 20-25 mln zł. Na 2027 r. zakładamy ok 19 mln zł i blisko 21 mln zł w 2028 roku.

Wpływy z odzysku mułów węglowych niezmiennie traktujemy jako potencjalną opcję (jak poprzednio) redukując do zera wpływy z tego tytułu, choć Zarząd wspominał o możliwym podaniu do wiadomości publicznej informacji w tej sprawie w najbliższych kwartałach.

Skonsolidowane przychody kwartalne [mln. zł]



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q26P	2Q26P	3Q26P	4Q26P	1Q27P	2Q27P	3Q27P	4Q27P	1Q28P	2Q28P	3Q28P	4Q28P
Przychody	69,5	84,0	105,5	115,3	93,4	105,0	106,9	117,6	91,0	117,8	118,6	120,3
tempo zmian r/r	16,7%	24,5%	26,9%	5,0%	34,4%	25,0%	1,4%	2,0%	-2,6%	12,2%	10,9%	2,3%
Koszty operacyjne razem	50,6	60,2	67,8	74,8	65,1	72,9	68,7	76,2	64,2	78,8	73,1	82,0
Zysk/ strata ze sprzedaży	18,9	23,8	37,6	40,5	28,4	32,1	38,2	41,4	26,8	39,0	45,5	38,3
Pozostałe przychody operacyjne	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe koszty operacyjne	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EBIT	19,4	24,3	38,1	41,0	28,9	32,6	38,8	41,9	27,4	39,7	46,1	38,9
EBITDA	27,6	33,1	47,5	50,5	37,1	41,5	48,2	51,4	35,6	48,5	55,6	48,4
Przychody finansowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Koszty finansowe	3,7	3,7	3,7	3,7	3,3	3,3	3,3	3,3	2,9	2,9	2,9	2,9
Zysk/ strata przed podatkiem	15,9	20,8	34,6	37,5	25,9	29,6	35,7	38,9	24,8	37,0	43,5	36,3
Podatek	3,1	4,1	6,7	7,3	5,0	5,8	7,0	7,6	4,8	7,2	8,5	7,1
Zysk/strata netto	12,8	16,8	27,9	30,2	20,8	23,8	28,8	31,3	20,0	29,8	35,0	29,2

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

PODSUMOWANIE PROGNOZ

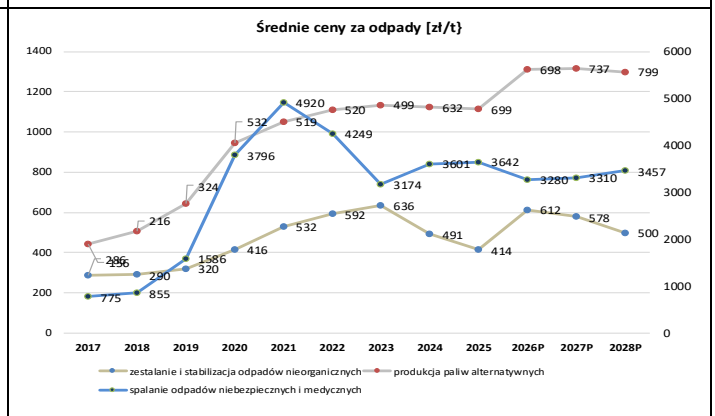
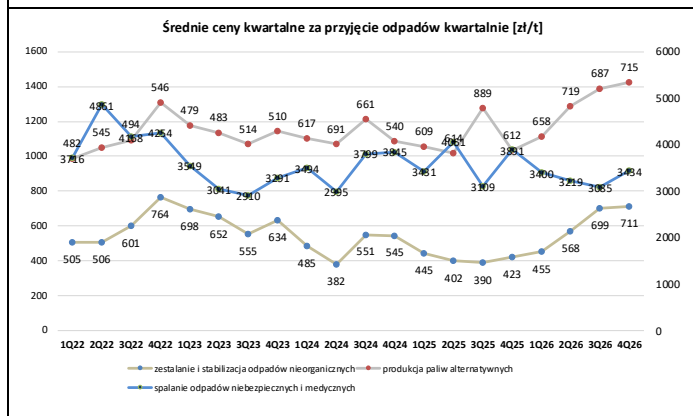
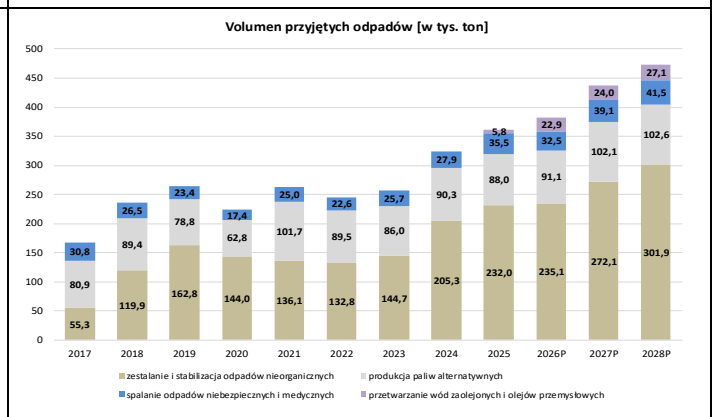
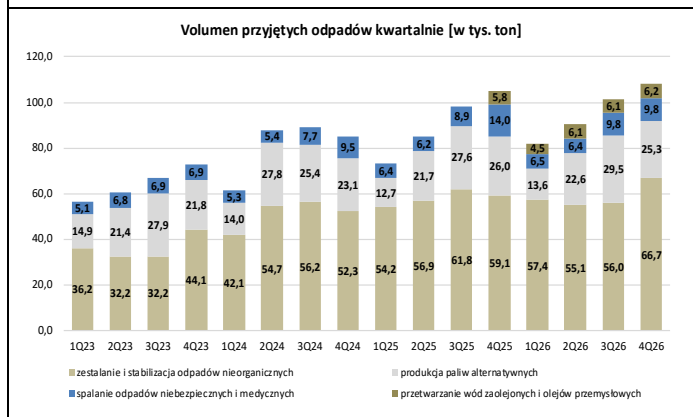
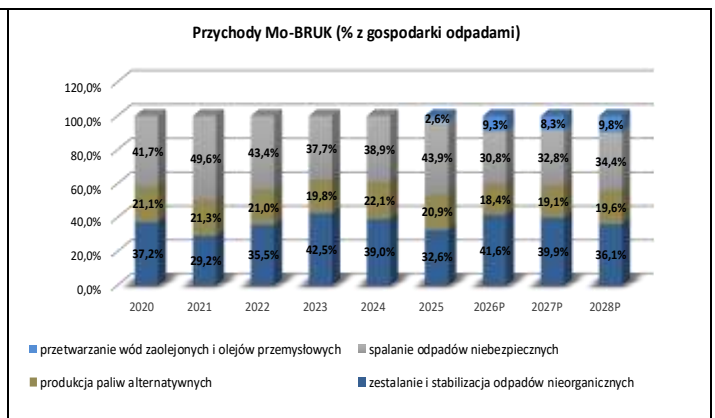
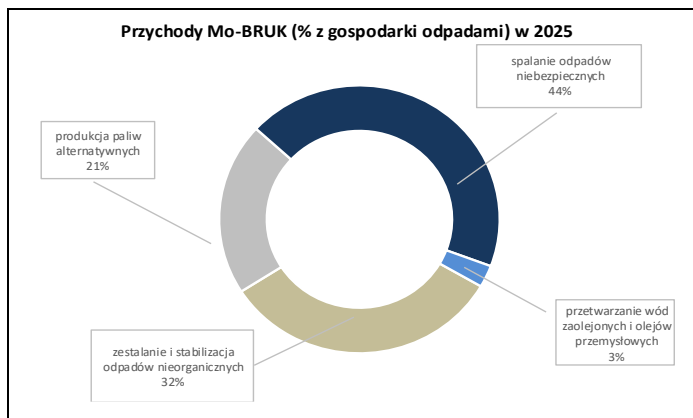
Zmiany w naszej prognozie dotyczą przede wszystkim:

- Uwzględniamy w prognozie nowy segment gospodarki odpadami - przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych, związany z przejściem Eco Point, a raportowany począwszy od 4Q25.
- Uaktualniamy prognozy przerobionych wolumenów odpadów i cen za ich przyjęcie, a w konsekwencji planowanych przychodów Mo-BRUK w latach 2026-2035.
- Uaktualniamy zakładane wpływy z „bomb ekologicznych” w 2026 r. do 127 mln zł oraz 64 mln zł w 2027 r. W latach następnych zakładamy na poziomie od 11 do 24% przychodów.
- Ze względu na zakładany wzrost wolumenów „bomb ekologicznych” ale jednocześnie również znaczny spadek cen uzyskiwanych w przetargach w dół korygujemy prognozy marż w całym okresie prognozy.

Uwzględniając występujące w spółce tendencje oraz biorąc pod uwagę zapowiedzi zarządu, dotyczące planowanego rozwoju spółki poniżej przedstawiamy podsumowanie zmian prognoz dotyczące trzech najbliższych lat (2026-2028).

	2026 Stara	2026 Nowa	zmiana	2027 Stara	2027 Nowa	zmiana	2028 Stara	2028 Nowa	zmiana
Przychody	349	374	7%	370	423	14%	388	448	15%
zysk brutto na sprzedaży	130	121	-7%	141	140	-1%	146	150	3%
EBITDA	157	159	1%	165	178	8%	169	188	11%
rentowność EBITDA	44,9%	42,4%	-2,5 pp.	44,7%	42,1%	-2,6 pp.	43,5%	42,0%	-1,5 pp.
EBIT	125	123	-2%	135	142	6%	138	152	10%
zysk netto j.d.	93	87	-6%	101	104	2%	105	113	7%

Źródło: Noble Securities



WYNIKI 4Q25

Historycznie rekordowy kwartał, istotnie powyżej prognoz

Wyniki za 4Q25 oceniamy pozytywnie. Dane raportowane, historycznie rekordowe, plasowały się powyżej naszej prognozy na wszystkich poziomach. Grupa uzyskała w czwartym kwartale wysoką rentowność EBITDA wynoszącą 46,1% (+7,8 pp. r/r). W kwartale Grupa zagospodarowała 104,9 tys. ton odpadów, z czego 59,1 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji, 26,6 tys. ton na segment RDF, 14,0 tys. ton na spalanie, a 5,8 tys. ton przypało na nowy segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych, związany z przejściem Eco Point. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 25,0 mln zł, 15,9 mln zł, 54,5 mln zł i 7,8 mln zł. Na podstawie aktualnej wartości portfela zamówień i projektów można oczekiwać, że przychody i wyniki za cały rok 2026 będą rekordowe podobnie jak 4Q25. Wydzwięk konferencji zarządu, podsumowującej wyniki ostatniego kwartału, oceniamy lekko pozytywnie.

REALIZACJA STRATEGII M&A

Strategia M&A Mo-BRUK opiera się na budowie zintegrowanej grupy działającej w modelu „total waste management”, czyli kompleksowej obsługi gospodarki odpadami. Spółka zakłada rozwój poprzez przejęcia podmiotów komplementarnych wobec obecnej działalności, szczególnie w obszarach związanych z przetwarzaniem odpadów niebezpiecznych, przemysłowych i płynnych. Celem jest zwiększanie skali działalności, wzrost EBITDA oraz utrzymanie wysokiej rentowności podstawowego biznesu.

Kluczowym elementem strategii jest rozszerzanie kompetencji technologicznych oraz wejście do nowych segmentów rynku. Zarząd wskazuje, że przejęcia mają umożliwić rozwój usług związanych z gospodarką obiegu zamkniętego, odzyskiem i recyklingiem odpadów oraz zwiększać zakres usług oferowanych klientom przemysłowym.

Przykładem realizacji tej strategii było przejście w 2025 roku spółek Eco Point P.S.A. oraz Organizacja Odzysku Eco Point S.A. Akwizycje te pozwoliły Mo-BRUK wejść w nowy segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych, a jednocześnie zwiększyć obecność Grupy w północnej Polsce. Zarząd podkreśla, że transakcja ma przynieść istotne synergie operacyjne i ekonomiczne oraz pozytywnie wpłynąć na przyszłe przychody i wykorzystanie mocy przerobowych.

Podczas ostatniej konferencji Zarząd zapowiedział akwizycję w segmencie firm zbierających odpady. W kręgu zainteresowania Grupy są spółki o przychodach do 100 mln zł. Wielkościami zbliżone do przejętego niedawno Eco Point.

POLITYKA DYWIDENDOWA

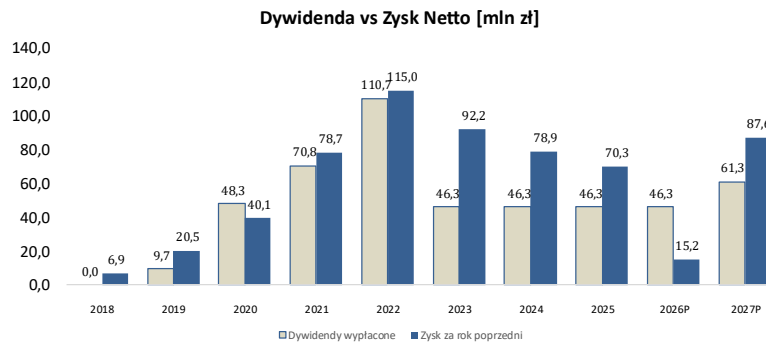
Polityka dywidendowa zakłada rekomendowanie akcjonariuszom podczas walnego zgromadzenia przeznaczania od 50 do 100% zysku netto Mo-BRUKu na dywidendę pod warunkiem nieprzekroczenia wartości 2,5 wskaźnika DN/EBITDA na koniec roku obrotowego. Polityka Dywidendowa ustalona została na czas nieokreślony i 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 dało 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 nastąpiła 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, pomimo planów M&A i uiszczenia podwyższonych opłat marszałkowskich, sytuacja płynnościowa spółki powinna pozwolić na wypłatę dywidendy również za 2025 rok. Zakładamy 46,3 mln zł jak za rok 2024. Powrotu do większego dzielenia się zyskiem oczekujemy począwszy od dywidendy za 2026 rok.



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

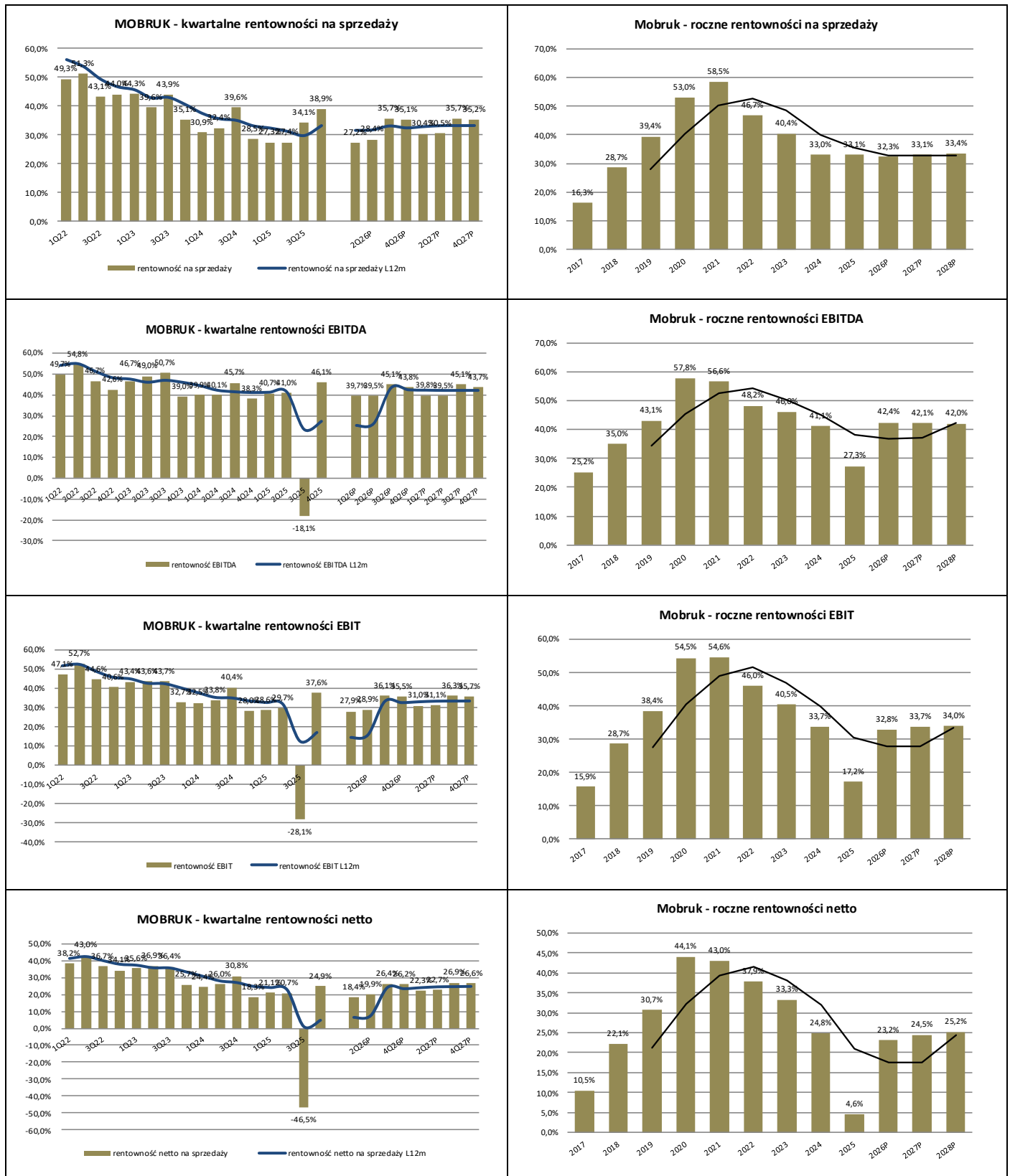
ZAGROŻENIA I RYZYKA

- 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.
- Plany 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 marże 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 opała 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 Wytocznymi 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 bezpośrednie 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

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	237,0	283,9	319,9	374,3	422,9	447,7
Koszty operacyjne razem	141,2	190,3	214,1	253,4	282,9	298,1
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	95,9	93,6	105,8	120,9	140,0	149,5
Pozostałe przychody operacyjne	3,8	5,0	7,7	5,5	6,1	6,4
Pozostałe koszty operacyjne	3,7	2,9	58,5	3,6	3,7	3,8
EBIT	96,0	95,7	55,0	122,8	142,3	152,2
Przychody finansowe	3,3	0,9	6,3	0,8	0,9	1,0
Koszty finansowe	1,7	7,8	26,0	14,8	13,1	11,5
Podatek dochodowy	18,7	18,4	20,1	21,2	25,4	27,6
Zysk/strata netto	78,9	70,3	15,2	87,6	104,7	114,0
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	78,9	70,5	14,8	86,7	103,7	112,8
			79,2			
Amortyzacja	13,1	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
EBITDA	109,1	116,7	87,5	158,8	178,2	188,1

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	339,3	472,4	516,9	550,6	576,7	594,8
Aktywa trwałe	258,4	352,3	426,3	416,7	399,7	384,4
Rzeczowe aktywa trwałe	215,8	315,2	337,5	327,8	310,8	295,5
Wartości niematerialne	40,0	20,3	69,7	69,7	69,7	69,7
Inne aktywa trwałe	2,5	16,9	19,1	19,1	19,1	19,1
Aktywa obrotowe	80,1	120,1	90,6	133,9	177,0	210,4
Zapasy	2,0	3,8	7,5	8,8	9,9	10,4
Należności handlowe	29,6	25,8	40,5	47,3	53,5	56,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	18,2	58,8	34,0	69,1	105,1	134,8
Inne aktywa obrotowe	30,3	31,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	338,4	472,4	516,9	550,6	576,7	594,8
Kapitał własny	220,9	246,9	215,8	257,1	300,5	336,0
Przypadający udziałom niekontrolującym	0,9	1,8	2,2	3,1	4,2	5,3
Zobowiązania długookresowe	60,7	168,3	171,5	160,7	141,1	122,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	4,2	93,1	126,1	115,4	95,7	77,2
Inne	56,5	75,2	45,4	45,4	45,4	45,4
Zobowiązania krótkookresowe	55,9	57,2	129,6	132,7	135,1	136,3
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	7,5	22,1	32,2	32,2	32,2	32,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15,9	14,3	17,0	20,2	22,5	23,7
Inne	32,5	20,8	80,4	80,4	80,4	80,4

Źródło: Spółka, Noble Securities

wtorek, 12 maja 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	100,9	104,4	87,4	138,4	156,3	164,7
Amortyzacja	13,1	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
Inne	-5,9	-27,5	-35,3	-15,6	-14,0	-12,5
Zmiana kapitału obrotowego	-20,7	-1,4	2,8	-5,1	-4,8	-2,4
Zapłacony podatek dochodowy	-19,5	-3,1	-18,1	-21,2	-25,4	-27,6
CF operacyjny	67,9	93,4	69,2	132,4	148,0	158,0
CAPEX	-59,6	-69,3	-27,7	-26,3	-18,9	-20,6
Inne	-27,3	0,6	-24,8	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	-86,8	-68,7	-52,5	-26,3	-18,9	-20,6
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-3,0	30,8	12,6	-10,7	-19,6	-18,6
Inne	0,0	37,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-0,4	-6,3	-7,7	-14,0	-12,2	-10,6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-46,3	-46,3	-46,3	-46,3	-61,3	-78,5
CF finansowy	-49,7	16,0	-41,5	-71,0	-93,2	-107,7
CF	-68,6	40,7	-24,8	35,1	35,9	29,8
Stan środków pieniężnych na początek okresu	86,8	18,2	58,8	34,0	69,1	105,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	18,2	58,8	34,0	69,1	105,1	134,8

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Rentowność EBITDA	46%	41%	27%	42%	42%	42%
Rentowność EBIT	40%	34%	17%	33%	34%	34%
Rentowność netto	33%	25%	5%	23%	25%	25%
Dług netto	36,1	83,4	124,0	74,2	18,6	-29,7
Dług netto/EBITDA	0,3	0,7	1,4	0,5	0,1	-0,2
Liczba akcji	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Dywidenda na akcję	13,2	13,2	13,2	13,2	17,5	22,4
P/BV	4,9	4,7	5,3	4,8	4,1	3,6

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	-3%	20%	13%	17%	13%	6%
EBITDA	-7%	7%	-25%	82%	12%	6%
EBIT	-14%	0%	-42%	123%	16%	7%
Zysk netto	-14%	-11%	-78%	476%	20%	9%

Źródło: Spółka, Noble Securities

wtorek, 12 maja 2026

Wskaźnik	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, GAAP	22,4	20,0	4,3	24,9	29,8	32,4
Revenue	237,0	283,9	319,9	374,3	422,9	447,7
Gross Margin %	47,9%	43,6%	36,2%	39,8%	40,6%	40,6%
EBIT	96,0	95,7	55,0	122,8	142,3	152,2
EBIT margin	40,5%	33,7%	17,2%	32,8%	33,7%	34,0%
EBITDA	109,1	116,7	87,5	158,8	178,2	188,1
EBITDA margin	46,0%	41,1%	27,3%	42,4%	42,1%	42,0%
Net margin	33,3%	24,8%	4,8%	23,4%	24,8%	25,5%
Net Income, GAAP	78,9	70,3	15,2	87,6	104,7	114,0
Net Debt	36,1	83,4	124,0	74,2	18,6	-29,7
Net debt/EBITDA	0,3	0,7	1,4	0,5	0,1	-0,2
BPS	62,9	70,2	61,3	73,1	85,4	95,5
DPS	13,2	13,2	13,2	13,2	17,5	22,4
P/BV	4,9	4,7	5,3	4,8	4,1	3,6
Return on Equity %	35,7%	28,5%	7,0%	34,1%	34,8%	33,9%
Return on Assets %	23,2%	14,9%	2,9%	15,9%	18,2%	19,2%
Depreciation	13,1	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
Amortization	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Free Cash Flow	8,3	24,1	41,4	106,1	129,1	137,4
CAPEX	59,6	69,3	27,7	26,3	18,9	20,6

Źródło: Wyliczenia Noble Securities

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa (4)	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74	14,76	19%	21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answeare.com	Akumuluj	20,70	17,98	19,36	7%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	5,58	34%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	22,15	16%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00	770,00	16%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	22,45	10%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	9,66	-3%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20600,00	28%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvu Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70	23,50	83%	31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,00	72%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	29,60	58%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	71,90	-26%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	4,19	19%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	663,00	-7%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	23,80	-41%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,64	29%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	20,00	-2%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00	107,12	-11%	16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50	346,50	23%	14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00	580,00	38%	12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,80	3%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	153,90	1%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00	662,00	-41%	17.12.2025	12M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	10,92	-18%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	260,70	9%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,20	63%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	79,00	19%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	31,90	100%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	18,50	11%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,50	21%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	51,90	89%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	31,71	-20%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answeare.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,20	53%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,10	-3%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	5,43	75%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00			15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35			08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00			08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20			19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30			18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40			03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00			30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70			25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,20	208%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	100,20	84%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	7,78	93%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski

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

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

OBIĄSIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
Ifl – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje w dniu jego sporządzenia. Wykorzystaliśmy między innymi raporty bieżące i okresowe, które publikuje Emitent w ramach wykonywania swoich obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka. Nie były one uzgadniane z Emitentem ani z innymi podmiotami. Opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 12 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli wpływów i wydatków. Te przepływy „dyskontuje się”, czyli przelicza na obecną wartość.

- **Zalety Metody DCF:** uwzględnia wszystkie przepływy pieniężne w firmie i pokazuje koszt pieniądza w czasie (to, że dziś złotówka ma większą wartość niż w przyszłości).
- **Wady Metody DCF:** wymaga wielu założeń i szacunków, wycena mocno zależy od zmian w przyjętych parametrach.

Metoda porównawcza – polega na zestawieniu ocenianej firmy z innymi spółkami z tej samej branży. Porównuje się tzw. mnożniki wyceny, czyli wskaźniki finansowe.

- **Zalety Metody porównawczej:** dobrze pokazuje bieżący stan rynku, wymaga mniej założeń niż inne metody, jest łatwa w użyciu, bo dostępnych jest wiele wskaźników do porównań.
- **Wady Metody porównawczej:** wyniki są zmienne, bo zależą od cen akcji i indeksów giełdowych, dobór firm porównawczych bywa subiektywny, metoda upraszcza obraz spółki i może pomijać ważne czynniki, np.: tempo wzrostu, zasady zarządzania (corporate governance), aktywa nieużywane w działalności, różnice w standardach rachunkowości.

Metoda sum częściowych – polega na oddzielnej wycenie każdego segmentu działalności firmy. Następnie sumuje się wyniki, aby otrzymać łączną wartość spółki.

- **Wady Metody sum częściowych:** duża wrażliwość na zmiany założeń co do wyceny poszczególnych segmentów.

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

- nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS;
- nie zależy od innych transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS;
- nie jest związane z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby.

Wynagrodzenie Analityka (które może przysługiwać w przyszłości od NS z innego tytułu), może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Ogólny opis *Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.* zawarty jest w Pkt. XIV dokumentu *Szczegółowe informacje dotyczące Noble Securities S.A.* zamieszczonego na stronie internetowej: www.noblesecurities.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty*.

Na życzenie Klienta, NS przekaze przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej NS www.noblesecurities.pl, dodatkowe informacje na temat Regulaminu zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.

NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Zapobiegamy powstawaniu konfliktów interesów. W przypadku powstania takiego konfliktu umożliwiamy ochronę interesów Klienta przed jego szkodliwym wpływem. Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba, aby wynagrodzenia jednej jednostki organizacyjnej:

- nie były powiązane z wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub
- nie zależały od przychodów osiąganych przez inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową. Ma on na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji. Są to tzw. chińskie mury, czyli zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamknięte na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

Regulamin świadczenia przez Noble Securities S.A. usług maklerskich oraz prowadzenia rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniężnych określa:

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres.

NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów.

Zakazane jest:

- przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu,
- proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta,
- udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi.

Analitycy nie mogą:

- zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu,
- zawierać transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz
- zawierać transakcji osobistych w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością. Analityk oparł ją o ogólnodostępne fakty i informacje, które uznał za wiarygodne, rzetelne i obiektywne. Jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, (zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie), lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, jednak mogą nie być wyczerpujące. W konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, niż te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących

środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego fragmentów nie stanowi:

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

Raport:

- sporządzany jest bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji oraz potrzeb inwestora i nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego,
- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w tym w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu,
- nie został ujawniony Emitentowi, do którego się bezpośrednio lub pośrednio odnosi przed pierwszym rozpowszechnieniem.

UWAGI KOŃCOWE

Analitycy sporządzający Raport: Dariusz Dadej – Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 12.05.2026 o godz. 15:54. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 12.05.2026 godz. 16:04.

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

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca Mo-BRUK S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj
Data wydania	26.10.2022	9.05.2023	23.11.2023	23.05.2024	22.11.2024	30.05.2025	8.09.2025	14.01.2026
Kurs z dnia rekomendacji	293,0	290,0	290,0	320,0	332,0	270,0	295,0	352,5
Cena docelowa	371,7	337,2	390,3	375,8	394,7	321,0	338,0	424,8
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	47 700,3	63 135,7	74 444,8	88 314,4	79 017,9	101 476,0	105 563,0	121 322,0

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04