

Mo-BRUK SA – dalsza poprawa wyników i akwizycje

Aktualizujemy wycenę i rekomendację po publikacji danych za 1H26. Solidne wyniki drugiego kwartału i zapowiedź utrzymania trendu wzrostowego w kolejnych okresach skłoniła nas do korekty naszych założeń dotyczących wyników całego 2026 r. Nie zmieniamy prognoz długoterminowych z uwagi na ograniczony potencjał wzrostu organicznego. Spółka podtrzymuje plany akwizycyjne, duże jest prawdopodobieństwo realizacji kolejnego przejęcia jeszcze w 2026 r., co dałoby podstawę do rewizji naszych założeń. Mimo wzrostu kursu (od początku br. notowania wzrosły o 16%) wydajemy rekomendację AKUMULUJ podnosząc cenę docelową do 462,0 zł za akcję (z 456,9 zł).

Perspektywa następnych kwartałów

Zarząd ocenia perspektywę na drugą połowę 2026 r. bardzo pozytywnie. Spółka oczekuje wyraźnie lepszych wolumenów we wszystkich segmentach działalności niż w 1H26 oraz analogicznym okresie ubiegłego roku. Kluczowym czynnikiem wzrostu pozostają projekty związane z likwidacją tzw. bomb ekologicznych, których łączna wartość sięga 190 mln zł (projekty pozyskane i spodziewane do pozyskania w najbliższej przyszłości), przy czym w samym 1H26 zrealizowano prace o wartości 42 mln zł. Według zarządu druga połowa roku powinna przynieść ok. 70 mln zł dodatkowych przychodów z już podpisanych kontraktów.

Ograniczony potencjał wzrostu organicznego

Spółka koncentruje się na zwiększaniu limitów przetwarzania odpadów wynikających z posiadanych pozwoleń środowiskowych. Zarząd podkreśla, że obecne moce są częściowo ograniczane administracyjnie, dlatego trwają działania mające umożliwić dalszy wzrost wolumenów, szczególnie w segmencie spalania odpadów.

Akwizycje wsparciem dla wzrostu w dłuższym terminie

Istotnym elementem strategii pozostaje rozwój przez akwizycje. Mo-Bruk prowadzi obecnie kilka procesów M&A i liczy na finalizację co najmniej jednej transakcji jeszcze w 2026 r. Zarząd preferuje przejęcie większego podmiotu działającego na rynku krajowym, podkreślając, że nie rozważa ekspansji zagranicznej. Celem przejęć jest m.in. zwiększenie kontroli nad strumieniem pozyskiwanych odpadów i dalsze wzmacnianie pozycji rynkowej. W naszych prognozach nie ujęliśmy wpływu potencjalnych przejęć, jednak finalizacja tego typu transakcji stałaby się podstawą do rewizji założeń w dłuższym terminie. Zarząd deklaruje chęć kontynuowania zarówno aktywności akwizycyjnej, jak i regularnych wypłat dywidendy.

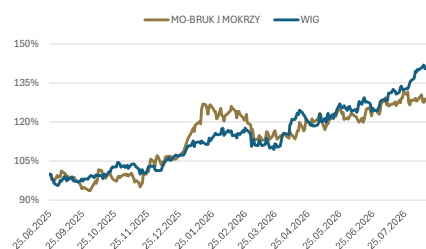
Wartość akcji Mo-BRUK SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (427,7 zł) oraz porównawczą (404,2 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 12-miesięczną cenę docelową równą 462,0 zł.

mln zł	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	284	320	402	423	448
EBITDA	117	87	174	178	188
Zysk / strata netto j.d.	71	15	99	104	113
EPS	20,0	4,2	28,2	29,5	32,1
DPS	13,2	13,2	15,2	19,9	22,4
P/E (x)	19,5	93,0	13,9	13,2	12,2
EV/EBITDA (x)	12,6	17,3	8,4	7,9	7,2

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

**AKUMULUJ
(Aktualizacja - obniżona)**

Kurs	388,0 zł
Wycena (12M)	462,0 zł
Potencjał wzrostu	19%
Kapitalizacja	1 381 mln zł
Free float	80%
Śr. Wolumen 6M	4 327



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	6,37%
OFE PKO BP Bankowy	5,12%
Pozostali	53,93%

Źródło: Mo-Bruk, Noble Securities

Dariusz Dadej
Analityk akcji
Michał Sztabler
Analityk akcji
michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 667 852 196

Spis treści

WYCENA.....	3
WYCENA METODĄ DCF	3
WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ	4
WYNIKI 2Q2026	5
REALIZACJA STRATEGII M&A.....	5
POLITYKA DYWIDENDOWA	6
OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA	6
ZAGROŻENIA I RYZYKA	6
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG).....	7
AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH	8

WYCENA

Akcje Mo-BRUK wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej w równych wagach wyznaczając 12-miesięczną cenę docelową równą 462,0 zł. W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,5	427,7	423,0	1%
Wycena porównawcza	0,5	404,2	401,7	1%
Średnia ważona metod		416,0	412,4	1%
Cena docelowa (12M)		462,0	456,9	1%
Cena aktualna		388,0		
Potencjał		19%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych podanych w niniejszym raporcie.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień sporządzenia raportu.
- 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 5,62% (poprzednio 5,48%), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (poprzednio 5,33%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	402	423	448	467	487	507	526	540	548	555
NOPAT	111	115	123	127	133	138	142	181	148	185
Amortyzacja	36	36	36	34	33	32	30	29	28	27
Zmiany KON	-8	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-1	-1	-1
CAPEX	-26	-19	-21	-19	-20	-22	-24	-27	-29	-27
FCFF	113	130	135	141	143	145	147	182	147	185
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,79	0,71	0,64	0,58	0,52	0,47	0,43	0,39
DFCF	109	113	107	100	92	84	77	86	63	71
SUMA DFCFF do 2035	904									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1,00%									
Wartość rezydualna na 2035	1 918									
Zdyskontowana wartość rezydualna	741									
Wartość Firmy (EV)	1 645									
Dług netto 31.12.2025	124									
Mniejszościowi i inne	15									
Wartość kapitałów własnych	1 505									
Liczba akcji (w mln.)	3,52									
Wartość na 1 akcję	427,7									

Analiza wrażliwości					
	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
WACC - 1,0%	431,2	454,2	482,5	518,0	564,2
WACC - 0,5%	409,0	429,1	453,6	484,0	522,8
WACC	388,7	406,4	427,7	453,9	486,9
WACC + 0,5%	370,2	385,8	404,5	427,1	455,4
WACC + 1,0%	353,2	367,0	383,4	403,2	427,5

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%	5,62%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
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	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%

Źródło: Noble Securities

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. 4-proc. 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
WASTE MANAGEMENT INC	328 983	27,0	24,7	21,8	13,5	12,6	11,9
ZHEJIANG WEIMING ENVIRONME-A	16 672	11,1	9,9	9,2	9,4	8,4	7,5
CLEANAWAY WASTE MANAGEMENT L	15 584	26,2	23,7	21,0	9,0	8,3	7,8
SIMS LTD	12 658	18,3	12,8	12,8	7,8	6,5	6,5
ARE HOLDINGS INC	8 062	13,4	10,9	10,5	17,6	12,3	12,1
CHINA CONCH VENTURE HOLDINGS	6 681	5,2	4,5	4,2	10,8	10,2	9,6
ORIZON VALORIZACAO DE RESIDU	6 446	29,1	14,2	10,6	12,8	7,7	6,1
DYNAGREEN ENVIRONMENTAL PR-H	5 586	9,2	8,7	8,4	10,6	10,2	9,8
SECHE ENVIRONNEMENT	2 781	18,2	12,9	10,5	5,1	4,7	4,4
GREENPLY INDUSTRIES LTD	1 433	39,2	22,4	17,6	16,5	11,9	10,2
BEIJING ENTERPRISES URBAN RE	680	5,0	4,4	3,8	3,2	3,0	2,9
SIT SPA	276	9,0	5,8	4,6	4,4	4,0	3,7
MEDIANA		15,8	11,9	10,5	10,0	8,4	7,6
Mo-BRUK	1365	13,9	13,3	12,2	8,3	7,9	7,2
Premia/dyskonto do średniej (%)		-12%	12%	17%	-17%	-6%	-6%
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK		445,6	349,1	336,0	469,6	412,9	411,8
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK		404,2					

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.08.2026 r. godz. 7:51

WYNIKI 2Q2026

Rekordowy kwartał - powyżej naszej prognozy i rynkowego konsensusu

Dane raportowane uplasowały się powyżej naszej prognozy i rynkowego konsensusu na wszystkich poziomach. Wzrost wyników był wspierany zarówno przez większy wolumen przetworzonych odpadów (98,5 tys. ton, +16% r/r), jak i dalszy wzrost cen usług w kluczowych segmentach działalności. W drugim kwartale Grupa zagospodarowała 98,5 tys. ton odpadów wobec 84,8 tys. ton w analogicznym okresie roku poprzedniego. Z tego 55,3 tys. ton przypadało na segment zastalania i stabilizacji, 26,6 tys. ton na segment RDF, 10,2 tys. ton na spalanie odpadów niebezpiecznych i medycznych, a 6,4 tys. ton na segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 24,8 mln zł, 17,8 mln zł, 42,3 mln zł oraz 9,4 mln zł. Najsilniej rozwijał się segment spalania odpadów niebezpiecznych i medycznych, którego przychody wzrosły o 68% r/r, wspierane zarówno przez wzrost wolumenu (+65% r/r), jak i utrzymanie wysokich cen jednostkowych. Bardzo dobre wyniki odnotował także segment RDF, gdzie przychody zwiększyły się o 34% r/r, przy wzroście wolumenu o 23% r/r. Segment zastalania i stabilizacji pozostał relatywnie stabilny, notując wzrost przychodów o 8% r/r pomimo nieznacznego spadku wolumenu (-3% r/r), co wskazuje na poprawę uzyskiwanych cen. Dodatkowym wsparciem pozostawał rozwijany od 4Q25 segment przetwarzania wód zaolejonych i olejów przemysłowych (spółka zależna Eco Point), który wygenerował 9,4 mln zł przychodów. Marża EBITDA wzrosła do ok. 43,4% z 41,0% rok wcześniej, co było efektem korzystniejszego miks przychodów, przede wszystkim większego udziału wysokomargowego segmentu spalania odpadów niebezpiecznych i medycznych. Dzięki poprawie struktury sprzedaży oraz efektowi dźwigni operacyjnej spółka odnotowała istotną poprawę rentowności na poziomie EBITDA i EBIT. Na podstawie aktualnej wartości portfela zamówień i projektów należy oczekiwać, że przychody i wyniki za cały rok 2026 będą rekordowe podobnie jak 3 poprzednie kwartały.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r	Δ		2Q26P	2Q / P		Kons.2Q	2Q vs. kons.
Przychody	67,5	83,1	109,7	79,0	102,4	52%	34,9		84,0	22%		94,8	8%
dynamika r/r	3,3%	3,9%	31,1%	32,6%	51,7%		0,485		24,5%				
Koszty operacyjne razem	49,0	54,7	67,0	56,8	66,4	36%	17,4		60,2				
Zysk/ strata ze sprzedaży	18,5	28,4	42,7	22,3	36,0	94%	17,5		23,8				
Pozostałe przychody operacyjne	2,4	1,6	2,2	1,1	1,2	-50%	-1,2		1,4				
Pozostałe koszty operacyjne	0,9	53,3	3,7	0,6	0,7	-26%	-0,2		0,9				
EBIT	20,0	-23,3	41,3	22,8	36,5	82%	16,5		24,3	50%		28,4	29%
EBITDA	27,7	-15,0	50,5	30,4	44,4	60%	16,7		33,1	34%		36,6	21%
Przychody finansowe	0,5	5,2	0,1	0,2	0,3	-44%	-0,2		0,2				
Koszty finansowe	3,2	14,6	5,9	3,4	3,6	10%	0,3		3,7				
Zysk/ strata przed podatkiem	17,3	-32,8	35,5	19,5	33,2	92%	15,9		20,8				
Podatek	3,3	5,9	8,2	4,0	6,7	99%	3,3		4,1				
Zysk/strata netto	14,0	-38,7	27,3	15,6	26,6	90%	12,6		16,8	59%		20,7	28%

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

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 umożliwiać rozwój usług związanych z gospodarką obiegu zamkniętego, odzyskiem i recyklingiem odpadów oraz zwiększać zakres usług oferowanych klientom przemysłowym.

Przykładem realizacji tej strategii było przejęcie 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.

Mo-Bruk prowadzi obecnie kilka procesów M&A i liczy na finalizację co najmniej jednej transakcji jeszcze w 2026 r. Zarząd preferuje przejęcie większego podmiotu działającego na rynku krajowym, podkreślając, że nie rozważa ekspansji zagranicznej. Celem przejęć jest m.in. zwiększenie kontroli nad strumieniem pozyskiwanych odpadów i dalsze wzmacnianie pozycji rynkowej.

POLITYKA DYWIDENDOWA

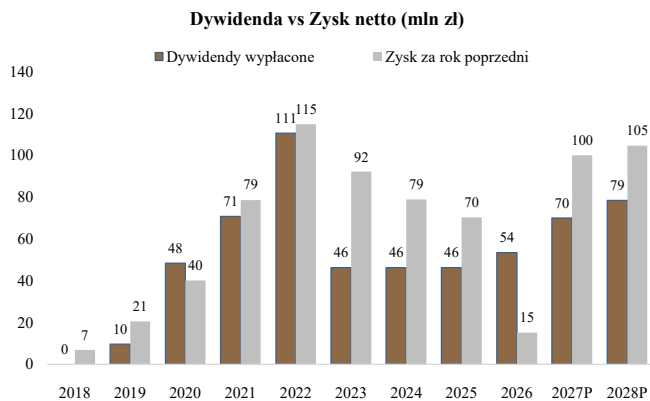
Polityka dywidendowa zakłada rekomendowanie akcjonariuszom podczas walnego zgromadzenia przeznaczania od 50 do 100% zysku netto Mo-BRUKu na dywidendę pod warunkiem nieprzekroczenia wartości 2,5 wskaźnika DN/EBITDA na koniec roku obrotowego. Polityka Dywidendowa ustalona została na czas nieokreślony i 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 za 2025 rok przeznaczyć na dywidendę łącznie 53,5 mln zł (15,23 zł/akcję). Na wartość tą złożyły się zysk netto za 2025 r. (3,5 mln zł) oraz przesunięta z kapitału rezerwowego kwota 50 mln zł przeznaczona wcześniej na skup akcji własnych.

Obecnie, pomimo planów M&A i uiszczenia podwyższonych opłat marszałkowskich, sytuacja płynnościowa spółki powinna pozwolić na wypłatę dywidendy wyraźnie wyższej niż przed rokiem. Zakładamy 70 mln zł (19,9 zł/akcję, DY=5%).

Polityka dywidendowa



Źródło: Mo-BRUK, Noble Securities

OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

- 12.05.2026 Wypłata dywidendy ze spółki zależnej (EL-KAJO, 9 mln zł)
- 15.05.2026 Rekomendacja Zarządu w zakresie podziału zysku Mo-BRUK S.A. za 2025 rok oraz wypłaty dywidendy (15,23 zł/akcję)
- 21.05.2026 Powołanie Członków Zarządu Mo-BRUK S.A. na kolejną kadencję
- 02.06.2026 Zwołanie WZA na dzień 29 czerwca 2026 r.
- 17.06.2026 Zgłoszenie kandydatów na członków Rady Nadzorczej
- 29.06.2026 WZA Mo-BRUK S.A. i uchwalenie dywidendy za 2025 r. (15,23 zł/akcję)
- 01.07.2026 Rozliczenie nabycia udziałów w EL-Kajo Sp. z o.o.
- 25.08.2026 Umowa z Gminą Głogów na usunięcie nielegalnie zmagazynowanych odpadów niebezpiecznych (15,9 mln zł netto)

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 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.

AKTUALIZACJA PROGNOZ FINANSOWYCH

mln zł	2024	2025	2026P			2027P			2028P		
			nowa	stara	zmiana %	nowa	stara	zmiana %	nowa	stara	%
Wolumeny (tys. ton)											
zestawianie i stabilizacja	205,3	232,0	235,7	235,1	0%	272,1	272,1	0%	301,9	301,9	0%
produkcja RDF	90,3	88,0	96,5	91,1	6%	102,1	102,1	0%	102,6	102,6	0%
spalanie odpadów	27,9	35,5	36,0	32,5	11%	39,1	39,1	0%	41,5	41,5	0%
oleje i wody zaolejone		5,8	22,5	22,9	-2%	24,0	24,0	0%	27,1	27,1	0%
Przychody	283,9	319,9	402,1	374,3	7%	422,9	422,9	0%	447,7	447,7	0%
zestawianie i stabilizacja	100,8	96,1	134,0	144,0	-7%	157,3	157,3	0%	150,8	150,8	0%
produkcja RDF	57,1	61,5	72,8	63,6	14%	75,3	75,3	0%	82,0	82,0	0%
spalanie odpadów	100,5	129,3	133,5	106,4	25%	129,5	129,5	0%	143,6	143,6	0%
oleje i wody zaolejone		7,8	33,0	32,0	3%	32,6	32,6	0%	40,9	40,9	0%
pozostałe	25,5	25,2	29,0	28,2	3%	28,3	28,3	0%	30,4	30,4	0%
w tym bomby ekologiczne	24,7	53,2	127,0	127,0	0%	62,2	64,0	-3%	58,6	60,1	-2%
Zysk brutto na sprzedaży	93,6	105,8	136,4	120,9	13%	140,0	140,0	0%	149,5	149,5	0%
rentowność	33%	33%	34%	32%		33%	33%		33%	33%	
EBITDA	116,7	87,5	174,3	158,8	10%	178,2	178,2	0%	188,1	188,1	0%
rentowność	41%	27%	43%	42%		42%	42%		42%	42%	
Amortyzacja	21,0	32,4	36,0	36,0	0%	35,9	35,9	0%	35,9	35,9	0%
EBIT	95,7	55,0	138,3	122,8	13%	142,3	142,3	0%	152,2	152,2	0%
Działalność finansowa	-6,9	-19,7	-14,0	-14,0	0%	-12,2	-12,2	0%	-10,6	-10,6	0%
Zysk netto	70,5	14,8	99,1	86,7	14%	103,7	103,7	0%	112,8	112,8	0%
rentowność	25%	5%	25%	23%		25%	25%		25%	25%	
CAPEX	69,3	27,7	26,3	26,3	0%	18,9	18,9	0%	20,6	20,6	0%
Dywidenda wypłacona	46,3	46,3	53,5	46,3	16%	70,1	61,3	14%	78,5	78,5	0%
Dług netto	83,4	124,0	71,9	74,2	-3%	22,1	18,6	19%	-26,3	-29,7	-12%
P/E	19,4	92,5	13,8	15,7		13,2	13,2		12,1	12,1	
EV/EBITDA	12,4	17,0	8,2	9,1		7,8	7,8		7,1	7,1	
DN/EBITDA	0,71	1,42	0,41	0,47		0,12	0,10		-0,14	-0,16	

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

poniedziałek, 31 sierpnia 2026

Rachunek zysków i strat	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	283,9	319,9	402,1	422,9	447,7
Koszty operacyjne razem	190,3	214,1	265,8	282,9	298,1
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	93,6	105,8	136,4	140,0	149,5
Pozostałe przychody operacyjne	5,0	7,7	5,5	6,1	6,4
Pozostałe koszty operacyjne	2,9	58,5	3,6	3,7	3,8
EBIT	95,7	55,0	138,3	142,3	152,2
Przychody finansowe	0,9	6,3	0,8	0,9	1,0
Koszty finansowe	7,8	26,0	14,8	13,1	11,5
Podatek dochodowy	18,4	20,1	24,2	25,4	27,6
Zysk/strata netto	70,3	15,2	100,1	104,7	114,0
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	70,5	14,8	99,1	103,7	112,8
		0,0			
Amortyzacja	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
EBITDA	116,7	87,5	174,3	178,2	188,1

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

Bilans	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa	472,4	516,9	556,8	573,2	591,4
Aktywa trwałe	352,3	426,3	416,7	399,7	384,4
Rzeczowe aktywa trwałe	315,2	337,5	327,8	310,8	295,5
Wartości niematerialne	20,3	69,7	69,7	69,7	69,7
Inne aktywa trwałe	16,9	19,1	19,1	19,1	19,1
Aktywa obrotowe	120,1	90,6	140,2	173,6	207,0
Zapasy	3,8	7,5	9,3	9,9	10,4
Należności handlowe	25,8	40,5	50,9	53,5	56,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	58,8	34,0	71,4	101,6	131,4
Inne aktywa obrotowe	31,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	472,4	516,9	556,8	573,2	591,4
Kapitał własny	246,9	215,8	262,4	297,1	332,5
Przypadający udziałom niekontrolującym	1,8	2,2	3,2	4,3	5,4
Zobowiązania długookresowe	168,3	171,5	160,7	141,1	122,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	93,1	126,1	115,4	95,7	77,2
Inne	75,2	45,4	45,4	45,4	45,4
Zobowiązania krótkookresowe	57,2	129,6	133,7	135,1	136,3
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	22,1	32,2	32,2	32,2	32,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	14,3	17,0	21,2	22,5	23,7
Inne	20,8	80,4	80,4	80,4	80,4

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

poniedziałek, 31 sierpnia 2026

Rachunek przepływów pieniężnych	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	104,4	87,4	153,9	156,3	164,7
Amortyzacja	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
Inne	-27,5	-35,3	-15,6	-14,0	-12,5
Zmiana kapitału obrotowego	-1,4	2,8	-8,1	-1,9	-2,4
Zapłacony podatek dochodowy	-3,1	-18,1	-24,2	-25,4	-27,6
CF operacyjny	93,4	69,2	141,9	151,0	158,0
CAPEX	-69,3	-27,7	-26,3	-18,9	-20,6
Inne	0,6	-24,8	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	-68,7	-52,5	-26,3	-18,9	-20,6
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	30,8	12,6	-10,7	-19,6	-18,6
Inne	37,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-6,3	-7,7	-14,0	-12,2	-10,6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-46,3	-46,3	-53,5	-70,1	-78,5
CF finansowy	16,0	-41,5	-78,2	-101,9	-107,7
CF	40,7	-24,8	37,4	30,2	29,8
Stan środków pieniężnych na początek okresu	18,2	58,8	34,0	71,4	101,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	58,8	34,0	71,4	101,6	131,4

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Rentowność EBITDA	41%	27%	43%	42%	42%
Rentowność EBIT	34%	17%	34%	34%	34%
Rentowność netto	25%	5%	25%	25%	25%
Dług netto	83,4	124,0	71,9	22,1	-26,3
Dług netto/EBITDA	0,7	1,4	0,4	0,1	-0,1
Liczba akcji	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Dywidenda na akcję	13,2	13,2	15,2	19,9	22,4
P/BV	5,5	6,3	5,2	4,6	4,1

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	20%	13%	26%	5%	6%
EBITDA	7%	-25%	99%	2%	6%
EBIT	0%	-42%	151%	3%	7%
Zysk netto	-11%	-78%	558%	5%	9%

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy Noble Securities

poniedziałek, 31 sierpnia 2026

Wskaźnik	2024	2025	2026P	2027P	2028P
EPS, GAAP	20,0	4,3	28,4	29,8	32,4
Revenue	283,9	319,9	402,1	422,9	447,7
Gross Margin %	43,6%	36,2%	37,0%	40,6%	40,6%
EBIT	95,7	55,0	138,3	142,3	152,2
EBIT margin	33,7%	17,2%	34,4%	33,7%	34,0%
EBITDA	116,7	87,5	174,3	178,2	188,1
EBITDA margin	41,1%	27,3%	43,3%	42,1%	42,0%
Net margin	24,8%	4,8%	24,9%	24,8%	25,5%
Net Income, GAAP	70,3	15,2	100,1	104,7	114,0
Net Debt	83,4	124,0	71,9	22,1	-26,3
Net debt/EBITDA	0,7	1,4	0,4	0,1	-0,1
BPS	70,2	61,3	74,6	84,4	94,5
DPS	13,2	13,2	15,2	19,9	22,4
P/BV	5,5	6,3	5,2	4,6	4,1
Return on Equity %	28,5%	7,0%	38,1%	35,3%	34,3%
Return on Assets %	14,9%	2,9%	18,0%	18,3%	19,3%
Depreciation	21,0	32,4	36,0	35,9	35,9
Amortization	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Free Cash Flow	24,1	41,4	115,6	132,1	137,4
CAPEX	69,3	27,7	26,3	18,9	20,6

Źródło: Mo-BRUK, P - prognozy 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)
Enea	Trzymaj	19,94	19,67	19,09	4%	25.08.2026	12M	Michał Sztabler
Inter Cars	Akumuluj	1117,00	977,00	935,00	19%	13.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	34,90	29,60	29,50	18%	06.08.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
XTB	Akumuluj	151,70	138,00	183,12	-17%	29.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	29,30	20,60	22,20	32%	23.07.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	152,70	89,40	103,20	48%	23.07.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
PGE	Trzymaj	9,56	9,63	10,69	-11%	06.07.2026	12M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	116,00	138,00	130,90	-11%	25.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Unibep	Kupuj	16,00	12,80	13,60	18%	24.06.2026	12M	Dariusz Nawrot
Ailleron	Trzymaj	16,80	16,10	15,54	8%	23.06.2026	12M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Akumuluj	250,00	226,00	233,20	7%	18.06.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Redukuj	27,90	34,30	42,83	-35%	09.06.2026	12M	Dariusz Dadej
Selvita	Kupuj	41,90	30,30	26,95	55%	09.06.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	31,40	17,40	18,24	72%	27.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	Akumuluj	21,52	18,65	21,00	2%	26.05.2026	12M	Michał Sztabler
Captor Therapeutics	Kupuj	110,80	78,00	71,50	55%	25.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	30,31	25,75	27,75	9%	21.05.2026	12M	Michał Sztabler
Eurocash	Akumuluj	6,30	5,40	5,38	17%	19.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	74,00	51,70	49,30	50%	14.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Sonel	Trzymaj	14,84	14,95	13,40	11%	12.05.2026	12M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	456,90	347,50	403,50	13%	12.05.2026	12M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	616,00	598,00	528,00	17%	11.05.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Creotech Instruments	Trzymaj	667,00	640,00	712,00	-6%	08.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital ASI	Kupuj	39,90	26,90	29,10	37%	06.05.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Unibep	Akumuluj	17,50	14,74			21.04.2026	12M	Dariusz Nawrot
Answer.com	Akumuluj	20,70	17,98	21,55	-4%	21.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Molecure	Kupuj	7,50	5,20	6,05	24%	20.04.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Huuuge Games	Akumuluj	25,60	23,00	21,15	21%	17.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Inter Cars	Kupuj	892,00	722,00			16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Auto Partner	Akumuluj	24,60	21,40	29,50	-17%	16.04.2026	12M	Mateusz Chrzanowski
Tauron PE	Redukuj	9,37	10,33	8,29	13%	09.04.2026	12M	Michał Sztabler
LPP	Akumuluj	26300,00	22500,00	20760,00	27%	08.04.2026	12M	Dariusz Dadej
Ryvü Therapeutics	Kupuj	43,10	20,70			31.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	15,50	8,90	9,47	64%	27.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Dino Polska	Akumuluj	46,90	41,50	35,57	32%	18.03.2026	12M	Dariusz Dadej
Torpol	Sprzedaj	53,00	66,20	70,30	-25%	18.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,78	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Bioton	Kupuj	4,98	4,10	3,78	32%	16.03.2026	12M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Sprzedaj	619,00	785,00	714,80	-13%	05.03.2026	12M	Dariusz Nawrot
Bogdanka	Sprzedaj	13,97	20,00	24,25	-42%	26.02.2026	12M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	7,25	6,07	5,30	37%	16.02.2026	12M	Michał Sztabler
Forte	Redukuj	19,60	23,30	15,95	23%	16.02.2026	12M	Dariusz Dadej
XTB	Kupuj	95,70	75,00			16.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
MO-BRUK	Kupuj	424,80	352,50			14.01.2026	9M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Trzymaj	802,00	798,00			12.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00			05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40			23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00			22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00			22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
Creotech Instruments	Akumuluj	390,00	355,00			17.12.2025	9M	Krzysztof Radojewski
PGE	Trzymaj	8,95	8,64			11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00			11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvü Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40			27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00			26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95			25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70			21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	55,00			21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79			19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answer.com	Akumuluj	33,70	29,00			20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30			14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00			06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40			06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96			03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50			03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60			30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00			26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10			24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20			18.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Kupuj	27,80	22,00			18.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Creepy Jar	Trzymaj	495,00	455,00			16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski

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

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

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
lfl – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r
P – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

NS ani Analityk nie gwarantują, że prognozy się sprawdzą.

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

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – to jedna z głównych technik wyceny firm. Polega na obliczeniu wartości spółki na podstawie przyszłych przepływów pieniężnych, czyli przychodów 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, należy od NS:

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

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

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

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

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

Na życzenie Klienta, NS przekazuje 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, Michał Sztabler – Analityk, Dep. Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 31.08.2026 o godz. 14:46. Pierwsze rozpowszechnienie raportu nastąpiło 31.08.2026 godz. 14:49.

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 dla Mo-BRUK SA S.A.

Rekomendacja/aktualizacja	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Kupuj
Data wydania	2023-11-23	2024-05-23	2024-11-22	2025-05-30	2025-09-08	2026-01-14	2026-05-12
Kurs z dnia rekomendacji	290	320	332	270	295	352,5	347,5
Cena docelowa	390,3	375,8	394,7	321	338	424,8	456,9
WIG w dniu rekomendacji	74444,82	88090,51	79492,14	101476,1	107523,3	121322,3	130148,5

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Dariusz Nawrot

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

tel. +48 783 931 515

Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel.: +48 669 102 509

Biotechnologia

Mateusz Chrzanowski, DI

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 904 686

Przemysł, automotive, gamedev, XTB

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel.: +48 667 852 196

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel.: +48 602 445 334

Handel detaliczny, przemysł

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel.: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Jacek Borawski

jacek.borawski@noblesecurities.pl

tel: +48 697 970 113

Analiza techniczna

Szymon Pogoda

szymon.pogoda@noblesecurities.pl

tel. +48 785 925 184

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04