Mo-BRUK SA – 180 mln już zakontraktowane na 2026 rok

Aktualizujemy wycenę i rekomendację ze względu na osiągnięcie poprzedniej ceny docelowej. W związku zapowiedziami spółki dotyczącymi końcówki 2025 oraz dalszą perspektywą poprawy wyników w 2026 roku w górę korygujemy nasze założenia dotyczące przychodów. Jednocześnie, biorąc pod uwagę oczekiwania Zarządu dotyczące marży EBITDA, ale też istotne zwiększenie umów na utylizację bomb ekologicznych w górę w latach następnych korygujemy również prognozy rentowności. W efekcie dostrzegamy 21% potencjał wzrostowy dla wartości akcji w średnim okresie. Dlatego też podwyższamy rekomendację do KUPUJ z AKUMULUJ podnosząc 9-mies cenę docelową do 424,8 zł za akcję (z 338,0 zł).

Perspektywa 4Q25 i następnych kwartałów

4Q25 powinien przynieść wyraźniejsze odbicie wyników – przy zakładanych przez nas przychodach 90,8 mln zł spółka powinna osiągnąć EBITDA 43,6 mln zł, EBIT 35,2 mln zł oraz zysk netto 26,8 mln zł, co potwierdziłoby zapowiedzi Zarządu dot. całorocznych danych. Zgodnie z założeniami spółki, cały 2026 r. ma być okresem pełnego wykorzystania zainstalowanych mocy, bez przestojów inwestycyjnych, co powinno przełożyć się na około 20% wzrost przychodów rok do roku (do ponad 360 mln zł wobec zakładanych >300 mln zł w 2025 r.) oraz utrzymanie blisko 50% rentowności EBITDA na działalności podstawowej. Dodatkowym wsparciem dla wyników w 2026 r. mają być rekordowy portfel kontraktów (ok. 180 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.

Sytuacja opłat podwyższonych

Postępowania za lata 2016, 2017 i 2020 zostały ostatecznie umorzone, eliminując istotne ryzyko prawno-finansowe. Otwarte pozostają wyłącznie lata 2018–2019, przy czym zobowiązania za te okresy zostały już uregulowane, a dalsze postępowania mają charakter wyłącznie formalno-prawny (bez dodatkowego wypływu środków). Spółka nie identyfikuje ryzyk operacyjnych dla działalności bieżącej ani udziału w przetargach publicznych; płynność finansowa pozostaje stabilna. Obecnie więc, w przypadku pozytywnych dla spółki rozstrzygnięć dotyczących lat 2018 i 2019, istnieje pewna szansa na zwrot kwot zapłaconych w lipcu ub.r. wraz z odsetkami.

Ostatnio podpisane, istotne umowy za 139 mln zł

Spółka, jako członek konsorcjum, zawarła umowę na usunięcie odpadów niebezpiecznych z terenu w gminie Szczerców, o maksymalnej wartości 15,37 mln zł netto. Następnie konsorcjum z Mo-BRUK jako liderem podpisało z Województwem Mazowieckim dużą umowę na wykonanie zastępcze usunięcia odpadów w Nowym Miszewie, o maksymalnej wartości 87,3 mln zł netto, z terminem realizacji do 10 miesięcy. Kontrakt ten znacząco zwiększa portfel zamówień Grupy na 2026 rok. Dodatkowo Mo-BRUK, działając w konsorcjum ze spółką zależną Raf-Ekologia, zawarł umowę ramową z Orlen Eko na zagospodarowanie określonych rodzajów odpadów do końca 2027 roku, o szacunkowej wartości do ok. 36,3 mln zł netto, uzależnionej od faktycznych ilości przekazanych odpadów. **Wartość akcji Mo-BRUK SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (420,9 zł) oraz porównawczą (366,2 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 424,8 zł.**

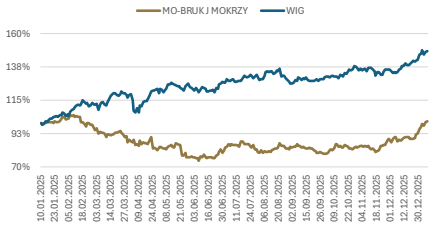
mln zł	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	237,0	283,9	301,0	348,9	369,9	388,4
EBITDA	109,1	116,7	80,6	156,8	165,4	169,0
Zysk / strata netto j.d.	78,9	70,5	14,5	92,7	101,4	105,1
EPS	22,4	20,0	4,1	26,3	28,8	29,9
DPS	13,2	13,2	13,2	13,2	18,6	21,8
P/E (x)	13,6	16,3	85,2	13,4	12,2	11,8
EV/EBITDA (x)	10,3	10,7	16,7	8,3	7,6	7,2

Źródło: Spółka (2023-2024), Noble Securities (2025P-2028P)

Zakończenie sporządzania Raportu nastąpiło 14.01.2026 o godz. 16:15. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 14.01.2026 godz. 16:30.

KUPUJ (Aktualizacja - podwyższona)

Kurs	352,5 zł
Wycena (9M)	424,8 zł
Potencjał wzrostu	21%
Kapitalizacja	1 240 mln zł
Free float	80%
Śr. Wolumen 6M	5 943



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Modus, Patronum, MontoG	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 4
OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA 5
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH 6
PODSUMOWANIE PROGNOZ 7
WYNIKI 3Q25 9
OPŁATY PODWYŻSZONE NAKŁADANE PRZEZ MARSZAŁKA WOJ. DOLNOŚLĄSKIEGO 9
REALIZACJA STRATEGII M&A 9
POLITYKA DYWIDENDOWA 10
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 9-miesięczną cenę docelową równą 424,8 zł. W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,50	420,9	303,9	39%
Wycena porównawcza	0,50	366,2	321,5	14%
Średnia ważona metod		393,6	312,7	26%
Cena docelowa (9M)		**424,8**	338,0	26%
Cena aktualna		352,0	295,0	19%
Potencjał		21%	15%	
Źródło: Noble Securities				

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 14 stycznia 2026r.,
- Poziom długu netto prognozowana na dzień 31.12.2024 r. w wysokości 101 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0%,
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,26% (poprzednio 5,47%), premia za ryzyko w wysokości 5,46% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF (mln zł)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	348,9	369,9	388,4	396,4	411,6	446,5	463,2	498,9	523,3	533,9
NOPAT	100,9	108,7	111,6	113,1	118,0	128,4	132,9	177,5	155,0	196,8
Amortyzacja	31,7	30,6	30,6	28,6	26,6	24,9	23,2	21,6	20,2	18,8
Zmiany KON	-3,5	-1,3	-0,9	-0,5	-0,9	-2,0	-1,0	-2,1	-1,4	-0,7
CAPEX	-31,3	-16,9	-17,0	-17,2	-17,4	-17,5	-17,7	-17,9	-20,2	-18,8
FCFF	97,7	121,1	124,2	124,0	126,4	133,7	137,4	179,2	153,6	196,1
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Współczynnik dyskonta	0,91	0,82	0,75	0,68	0,61	0,55	0,50	0,46	0,41	0,37
DFCFF	88,9	99,8	92,7	83,8	77,4	74,2	69,1	81,6	63,4	73,3

SUMA DFCFF do 2035	804
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%
Wartość rezydualna na 2035	2 110
Zdyskontowana wartość rezydualna	789
Wartość Firmy (EV)	1 593
Dług netto (P) 31.12.2025	101
Udziałowcy mniejszościowi i inne	11
Wartość kapitałów własnych	1 481
Liczba akcji (w mln.)	3,52
Wartość na 1 akcję	420,9
Źródło: Noble Securities	

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-1%	0%	1%	2%	3%
WACC - 1,0%	425,2	450,6	482,1	522,1	574,6
WACC - 0,5%	400,6	422,7	449,7	483,6	527,4
WACC	378,2	397,5	420,9	449,9	486,8
WACC + 0,5%	357,9	374,8	395,2	420,1	451,4
WACC + 1,0%	339,3	354,2	372,0	393,6	420,4

(...)

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

Podsumowanie wyceny	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%
Premia za ryzyko	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%	5,46%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**	**10,7%**
Efektywna stopa podatkowa	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Koszt długu	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Koszt długu po tarczy	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%
Dług netto/EV	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**	**10,4%**
Źródło: Noble Securities										

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	3,3%	4,3%	5,3%	6,3%	7,3%
MRP - 1,0%	646,6	551,6	478,7	420,9	374,2
MRP - 0,5%	595,8	512,9	448,2	396,4	354,1
5,46%	551,6	478,7	420,9	374,2	335,7
MRP + 0,5%	512,9	448,2	396,4	354,1	318,9
MRP + 1,0%	478,7	420,9	374,2	335,7	303,4

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	-1,8%	-0,8%	0,2%	1,2%	2,2%
WACC - 1,0%	346,0	414,0	482,1	550,1	618,1
WACC - 0,5%	324,9	387,3	449,7	512,1	574,5
10,4%	306,1	363,5	420,9	478,3	535,7
WACC + 0,5%	289,2	342,2	395,2	448,2	501,1
WACC + 1,0%	273,9	323,0	372,0	421,0	470,1

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 lekkim 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	9 093	25,1	17,0	15,9	8,7	7,4	7,0
ARE HOLDINGS INC	6 421	12,3	11,9	11,8	19,6	19,3	18,1
CLEANAWAY WASTE	13 734	23,6	20,4	18,1	8,1	7,5	7,1
GREENPLY INDUS	1 222	25,5	16,5	13,3	13,3	10,6	9,2
ZHEJIANG WEIMI-A	22 406	12,5	11,5		10,2	9,1	
WASTE MANAGEMENT	315 133	25,9	22,7	20,7	13,6	12,6	11,9
ORIZON VALORIZAC	4 493	20,6	15,5	12,2	8,9	6,4	6,5
SECHE ENVIRONNEM	2 533	8,8	7,5	7,2	5,5	5,2	4,8
CONCH VENTURE	7 985	5,6	5,1		14,5	13,1	
BEIJING ENTERPRI	652	6,6	4,6		3,1	2,9	
SIT SPA	312	8,3	5,8		5,1	4,7	
DYNAGREEN ENVI-H	4 623	8,7	8,2		10,3	10,0	
Mediana		**12,4**	**11,7**	**13,3**	**9,6**	**8,3**	**7,1**
Mo-BRUK	1 239	13,5	12,3	11,9	8,3	7,6	7,2
Premia/dyskonto do mediany (%)		8%	6%	-10%	-13%	-8%	2%
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK		327	336	396	408	384	346
Implikowana wartość godziwa Mo-BRUK					**366,2**		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.01.2026 r. godz. 7:49

OSTATNIE ISTOTNE WYDARZENIA

10 października 2025

Spełnił się warunek nabycia przez Mo-BRUK akcji Eco Point PSA — Mo-BRUK nabył 100 % akcji Eco Point Prostej Spółki Akcyjnej oraz 100 % akcji Organizacji Odzysku Eco Point — transakcja została zawarta na warunkach określonych wcześniej w umowie przedwstępnej, a nabycie obu podmiotów ma rozszerzyć działalność spółki w obszarze gospodarki odpadami. Konsolidacja EP ma nastąpić od 4Q25.

30 października 2025

Zawarcie istotnej umowy: "Usunięcie odpadów niebezpiecznych z działki nr ew. 440/4, obręb Chabielice, gm. Szczerców". Mo-BRUK poinformował o zawarciu umowy, której maksymalne łączne wynagrodzenie należne konsorcjum z tytułu realizacji kontraktu wynosi 16 599 600 zł brutto; jest to istotna umowa w działalności operacyjnej spółki.

30 grudnia 2025

Mo-BRUK zawarł umowę ramową z Orlen Eko na zagospodarowanie określonych odpadów przemysłowych do 31 grudnia 2027 r., o szacunkowej maksymalnej wartości ok. 36,3 mln zł netto; realizacja zależy od ilości przekazywanych odpadów.

30 grudnia 2025

Konsorcjum z udziałem Mo-BRUK zawarło umowę z Województwem Mazowieckim na wykonanie zastępcze usunięcia odpadów niebezpiecznych i innych niż niebezpieczne w Nowym Miszewie oraz ich odzysk/unieszkodliwienie; maksymalne wynagrodzenie konsorcjum to 87,3 mln zł netto.

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.

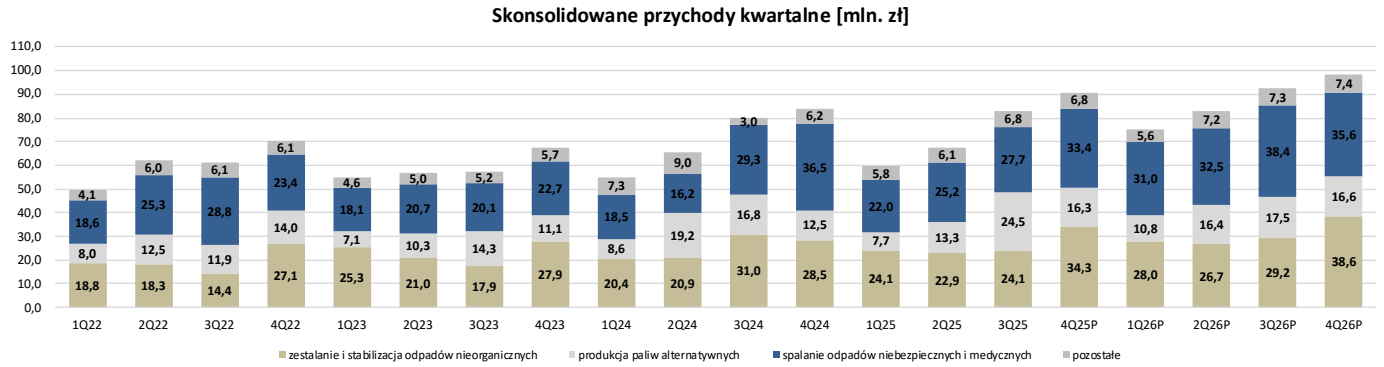
PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Mo-Bruk pozytywnie ocenia perspektywy wzrostu przychodów w całym 2025 r. i zakłada zakończenie 2025 r. z przychodami przekraczającymi 300 mln zł oraz powrót marży EBITDA z działalności podstawowej (z wyłączeniem zdarzeń jednorazowych) w okolice 50%. Zarząd liczy na 20% wzrost przychodów w 2026 r. m.in. dzięki wykorzystaniu pełnych zainstalowanych mocy, ale również już planuje pozyskanie kolejnych pozwoleń na przetwarzanie odpadów. Zapowiada też starania o utrzymanie rentowności.

Mo-Bruk realizuje obecnie kontrakty dotyczące utylizacji nielegalnych składowisk odpadów niebezpiecznych. Około 82–84 mln zł powinno zostać rozpoznane w 2025 r., natomiast na 108-112 mln zł już jest zakontraktowane na 2026 r. Dodatkowo wartość zakontraktowanych umów w całej grupie osiągnęła rekordowy poziom ok. 180 mln zł, co zapewnia wysoką widoczność przychodów na kolejne kwartały. Ostateczne zamknięcie kwestii opłat podwyższonych wyeliminowało ryzyko ich dalszego podnoszenia w przetargach publicznych, co, zdaniem zarządu, powinno przełożyć się na większą przewidywalność kontraktacji i stabilizację marż.

Wsparciem dla wyników jest również bardzo dobra kontrybucja spółki El-Kajo, której marże rosną z miesiąca na miesiąc i przekraczają pierwotne założenia zarządu. El-Kajo posiada już zakontraktowane wolumeny odpowiadające całemu 2025 r., a w 2026 r. możliwa jest maksymalna wypłata earn-out z tytułu przejęcia, co zarząd postrzega jako potwierdzenie trafności tej akwizycji.

Jednocześnie w trakcie 2025 roku utrzymywał się wysoki udział kosztów usług obcych, co spółka tłumaczy znaczącym wzrostem kosztów odbioru paliwa alternatywnego oraz kosztów zagospodarowania kruszywa powstającego w procesach zestalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych. Zarząd wskazuje, że podobna presja kosztowa może być jeszcze widoczna najbliższych kwartałach, choć w dłuższym terminie oczekuje poprawy efektywności operacyjnej wraz z pełnym wykorzystaniem mocy instalacji.
Istotnym czynnikiem wspierającym popyt pozostaje obowiązująca od 1 stycznia 2025 r. nowelizacja ustawy o odpadach w kontekście „bomb ekologicznych". Regulacja ta umożliwia finansowanie działań związanych z usuwaniem odpadów z rezerwy celowej budżetu państwa, obejmuje również odpady niebezpieczne, a poziom dofinansowania dla samorządów może przekraczać 80% kosztów przedsięwzięcia, sięgając maksymalnie 99% kosztów kwalifikowanych. Znacząco zwiększa to liczbę projektów możliwych do realizacji w najbliższych latach.
Pozytywnie oceniamy także rosnący popyt na sztuczne „zielone kruszywa" wykorzystywane w budownictwie drogowym oraz prefabrykacji, co powinno sprzyjać rozwojowi segmentu zestalania i stabilizacji. Jednocześnie spółka zwraca uwagę na presję cenową w tym obszarze, wynikającą z pojawienia się nowej konkurencji, co może częściowo ograniczać wzrost rentowności w krótkim terminie.
Zakładamy, że koszty odsetkowe powinny w kolejnych kwartałach maleć dzięki spodziewanej obniżce stóp procentowych oraz spłacie rat kapitałowych. CAPEX natomiast, bez uwzględnienia transakcji M&A, wg przedstawicieli spółki do końca roku 2025 nie powinien przekroczyć 20 mln zł. Na 2026 r. Mo-Bruk planuje CAPEX na poziomie ok. 20-30 mln zł. Będą to-przede wszystkim inwestycje odtworzeniowe, np. podnoszące efektywność logistyki wewnętrznej, kilka mln zł w każdym zakładzie.
Uwzględniając wyniki pierwszych trzech kwartałów (vs. nasza prognoza) zakładamy, że przychody ze sprzedaży za cały 2025 rok wyniosą 301 mln zł vs. 283,9 mln w 2024 (wzrost o 6% r/r), przy czym widocznej poprawy oczekujemy w 4Q25. Ze względu na przekaz spółki w górę korygujemy również prognozy przychodów dotyczące lat 2026-28. Konserwatywnie zakładamy jednocyfrowe i lekko malejące dynamiki wzrostu przychodów w latach następnych do 2% w 2035 roku. Wpływy z odzysku mułów węglowych 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. Ze względu na zapowiedź wykorzystania pełnych mocy i plany istotnego obniżenia kosztów energii elektrycznej widzimy potencjał do poprawy rok do roku marży w całym 2025 roku i latach następnych z obecnego poziomu. Do końca roku 2025 spółka zamierza do 90% energii pozyskiwać z własnych źródeł. Skorygowana marża EBITDA zakładana przez nas powinna wynieść w roku 2025 około 44,1% vs 41,1% w roku poprzednim. W latach 2026 i 2027 zakładamy odpowiednio 44,9% i 44,7% vs 42,2% i 42,0% poprzednio. W tym przypadku również ostrożnie zakładamy konsekwentne spadki do 40,4% w 2035 roku.



Źródło: Mo-BRUK , oprac. Noble Securities

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26P	2Q26P	3Q26P	4Q26P	1Q27P	2Q27P	3Q27P	4Q27P
Przychody	**59,6**	**67,5**	**83,1**	**90,8**	**75,4**	**82,8**	**92,4**	**98,3**	**82,2**	**92,9**	**91,6**	**103,2**
dynamika r/r	*8,7%*	*3,3%*	*3,9%*	*8,5%*	*26,5%*	*28,7%*	*15,8%*	*8,2%*	*9,0%*	*12,2%*	*-0,9%*	*5,0%*
Koszty operacyjne razem	43,3	49,0	54,7	55,9	49,3	54,2	55,4	59,5	52,9	59,5	54,8	61,8
Zysk/ strata ze sprzedaży	**16,3**	**18,5**	**28,4**	**34,9**	**26,1**	**28,6**	**37,0**	**38,7**	**29,3**	**33,4**	**36,8**	**41,4**
Pozostałe przychody operacyjne	1,4	2,4	1,6	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Pozostałe koszty operacyjne	0,6	0,9	53,3	0,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9
EBIT	**17,1**	**20,0**	**-23,3**	**35,2**	**24,7**	**27,3**	**35,7**	**37,4**	**27,8**	**31,9**	**35,3**	**39,9**
EBITDA	**24,3**	**27,7**	**-15,0**	**43,6**	**31,9**	**35,1**	**44,0**	**45,8**	**34,7**	**39,4**	**43,3**	**48,0**
Przychody finansowe	0,5	0,5	5,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Koszty finansowe	2,3	3,2	14,6	2,2	2,6	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4
Zysk/ strata przed podatkiem	**15,2**	**17,3**	**-32,8**	**33,2**	**22,4**	**25,0**	**33,3**	**35,1**	**25,8**	**29,8**	**33,3**	**37,8**
Podatek	2,7	3,3	5,9	6,4	4,3	4,8	6,5	6,8	5,0	5,8	6,4	7,3
Zysk/strata netto	**12,6**	**14,0**	**-38,7**	**26,8**	**18,1**	**20,2**	**26,9**	**28,3**	**20,8**	**24,0**	**26,8**	**30,5**

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

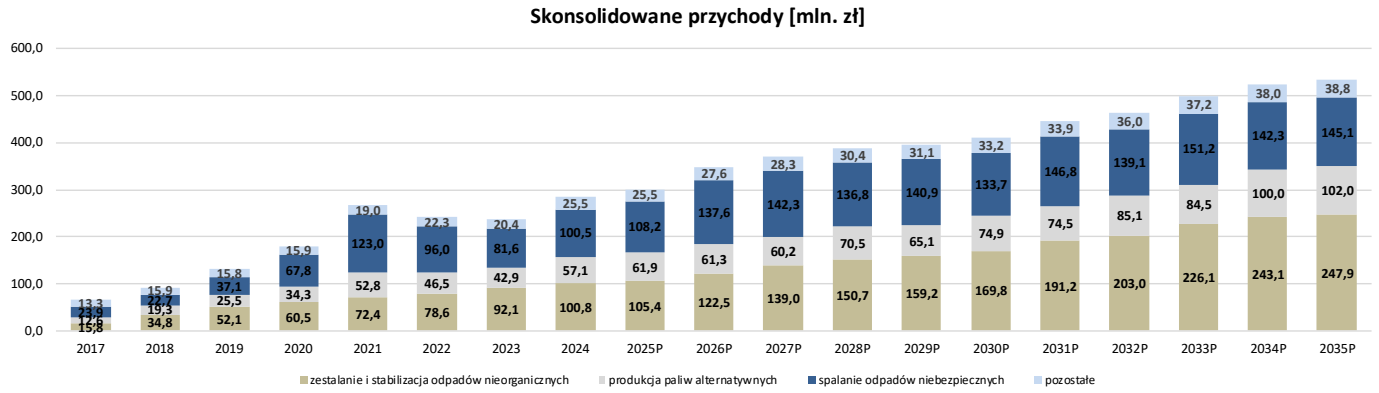
Wybrane dane finansowe (mln zł)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	25r/r	26r/r	27r/r
Przychody	**243,4**	**237,0**	**283,9**	**301,0**	**348,9**	**369,9**	6%	16%	6%
dynamika r/r	*-8,9%*	*-2,6%*	*19,8%*	*6,0%*	*15,9%*	*6,0%*			
Koszty operacyjne razem	129,7	141,2	190,3	202,9	218,5	229,0	7%	8%	5%
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	**113,7**	**95,9**	**93,6**	**98,1**	**130,4**	**140,8**	5%	33%	8%
Pozostałe przychody operacyjne	4,6	3,8	5,0	6,6	5,1	5,6	32%	-22%	9%
Pozostałe koszty operacyjne	6,3	3,7	2,9	55,7	10,4	11,6		-81%	11%
EBIT	**111,9**	**96,0**	**95,7**	**48,9**	**125,1**	**134,8**	-49%	156%	8%
EBITDA	**117,3**	**109,1**	**116,7**	**80,5**	**156,8**	**165,4**	-31%	95%	5%
Przychody finansowe	2,4	3,3	0,9	6,4	1,2	1,3	631%	-82%	11%
Koszty finansowe	0,5	1,7	7,8	22,4	10,4	9,4	186%	-53%	-10%
Zysk/ strata przed podatkiem	**113,8**	**97,6**	**88,7**	**33,0**	**115,8**	**126,7**	-63%	251%	9%
Podatek	21,7	18,7	18,4	18,3	22,5	24,6	0%	23%	9%
Zysk/strata netto	**92,2**	**78,9**	**70,3**	**14,7**	**93,4**	**102,1**	-79%	537%	9%

Źródło: Mobruk, PAP; P - prognoza Noble Securities

PODSUMOWANIE PROGNOZ

Zmiany w naszej prognozie dotyczą przede wszystkim:

- Uaktualniamy prognozy przerobionych wolumenów odpadów i cen za ich przyjęcie, a w konsekwencji planowanych przychodów Mo-BRUK w latach 2025-2035.
- Ze względu na zakładany wzrost wolumenów „bomb ekologicznych" w górę korygujemy prognozy marż w całym okresie prognozy.
- Uaktualniamy zakładane wpływy z „bomb ekologicznych" w 2025 r. do 80-85 mln zł oraz 108-112 mln zł w 2026 r. W latach następnych pozostawiamy na niezmienionym poziomie tj. 11% przychodów z zestalania i spalania.

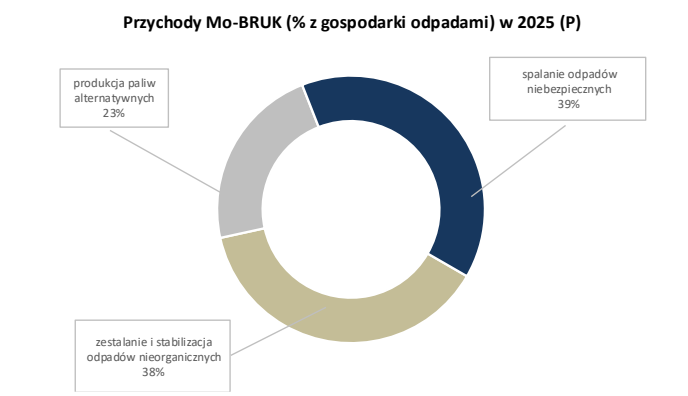


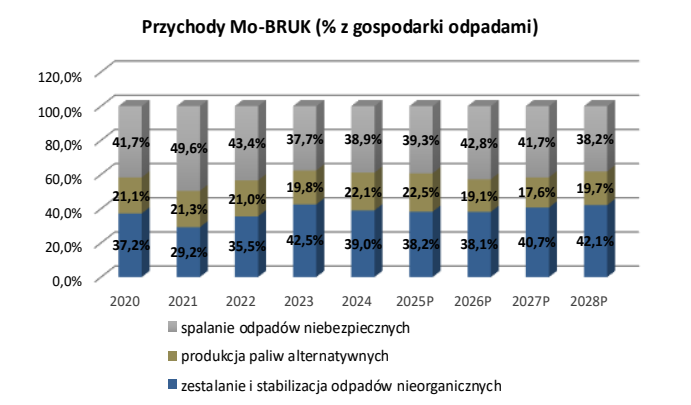
Źródło: Mo-BRUK , P-prognoza. Noble Securities

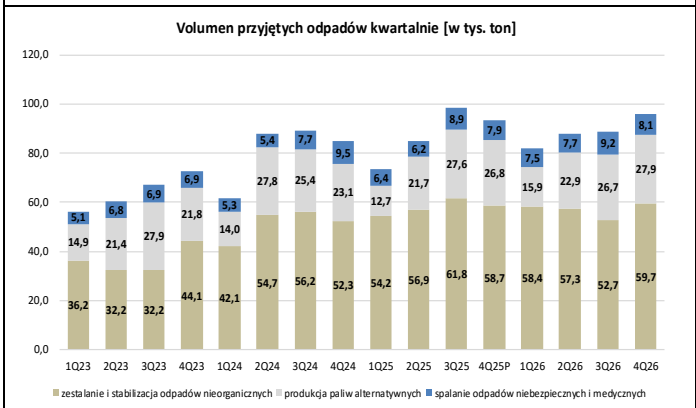
Uwzględniając występujące w spółce tendencje oraz biorąc pod uwagę zapowiedzi zarządu, dotyczące planowanego rozwoju spółki poniżej przedstawiamy podsumowanie zmian prognoz dotyczące trzech najbliższych lat (2025-2027).

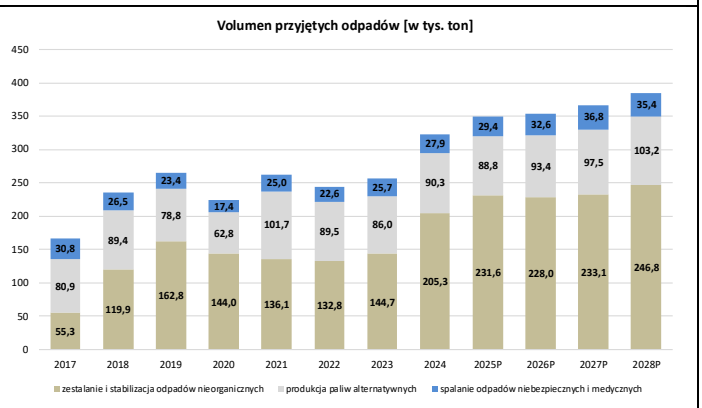
	2025 Stara	2025 Nowa	zmiana	2026 Stara	2026 Nowa	zmiana	2027 Stara	2027 Nowa	zmiana
Przychody	293,7	301,0	2%	306,1	348,9	14%	322,1	369,9	15%
zysk brutto na sprzedaży	89,4	98,1	10%	103,6	130,4	26%	112,3	140,8	25%
EBITDA	71,5	80,6	13%	129,3	156,8	21%	135,1	165,4	22%
rentowność EBITDA	24,3%	26,8%		42,2%	44,9%		42,0%	44,7%	
EBIT	39,8	48,9	23%	98,1	125,1	28%	106,0	134,8	27%
zysk netto j.d.	16,8	14,5	-13%	71,1	92,7	30%	78,4	101,4	29%

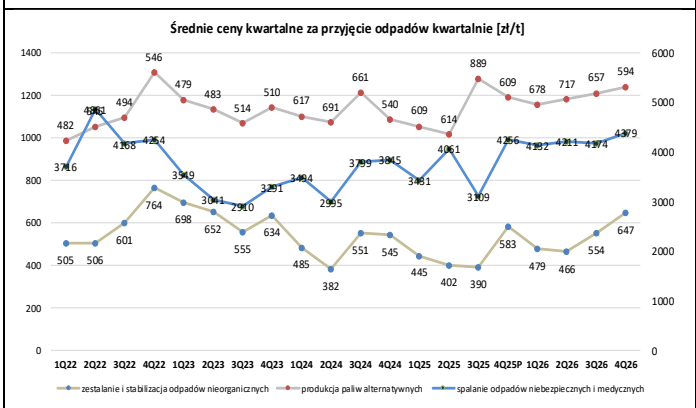
Źródło: Noble Securities

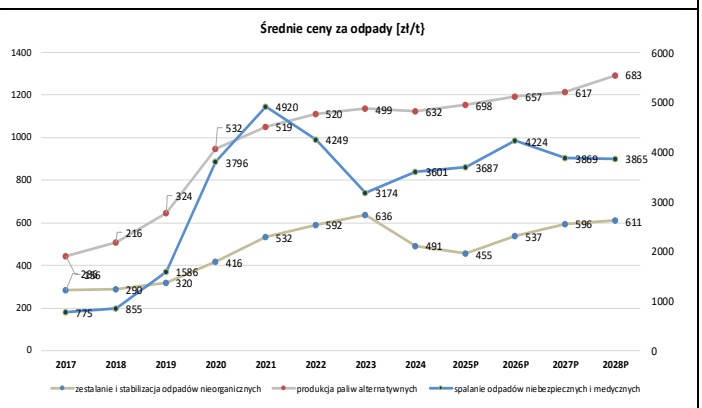












WYNIKI 3Q25

Pod wpływem zapowiadanego odpisu ale powyżej konsensusu i naszej prognozy

Wyniki 3Q25 oceniamy lekko pozytywnie. Co prawda są one pod wpływem dużego odpisu, jednak komunikowanego wcześniej, więc nie powinien on być zaskoczeniem. Natomiast, zarówno dane raportowane, jak i oczyszczone plasują się powyżej naszej prognozy. Bez odpisu spółka odnotowałaby rekordowy kwartał. Bez zdarzeń jednorazowych Grupa utrzymała wysoką rentowność EBITDA z działalności podstawowej wynoszącą narastająco 46%, a za sam 3Q25 49%. W trzecim kwartale Grupa zagospodarowała 98,3 tys. ton odpadów, z czego 61,8 tys. ton przypadało na segment zestalania i stabilizacji, 27,6 tys. ton na segment RDF, a 8,9 tys. ton na spalanie. W efekcie przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty wyniosły odpowiednio 24,1 mln zł, 24,5 mln zł i 27,7 mln zł. Na podstawie ekstrapolacji Zarządu można oczekiwać, że przychody za cały rok 2025 przekroczą 300 mln zł, a marża EBITDA powinna zbliżyć się do 50% dla podstawowej działalności, bez uwzględniania pozycji jednorazowych, co oznaczałoby wynik istotnie powyżej naszej prognozy. Zarząd nie wyklucza wypłaty dywidendy za 2025 rok pomimo słabszego wyniku.

OPŁATY PODWYŻSZONE NAKŁADANE PRZEZ MARSZAŁKA WOJ. DOLNOŚLĄSKIEGO

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

Kluczowe rozstrzygnięcia

2015 r. – prawomocna decyzja NSA; zapłacono 5,82 mln zł + ok. 1,9 mln zł odsetek.
2016 r. – ostateczne umorzenie postępowania; kwota 17,48 mln zł nie podlega zapłacie
2017 r. – ostateczne umorzenie postępowania; kwota 19,04 mln zł nie podlega zapłacie; zwrot 4,99 mln zł odsetek od nadpłaty
2018 r. – decyzja SKO: 38,07 mln zł (ok. 45,6 mln zł z odsetkami); kwota uiszczona, sprawa w toku przed NSA.
2019 r. – decyzja SKO: 14,26 mln zł (ok. 16,6 mln zł z odsetkami); kwota uiszczona; wyrok WSA z 11.12.2025 r. nieprawomocny
2020 r. – ostateczne umorzenie postępowania; kwota 104,70 mln zł nie podlega zapłacie

Łączna wartość potencjalnych zobowiązań z tytułu opłat podwyższonych (wraz z odsetkami) do 3 lipca 2025 r. wyniosła ok. 62,1 mln zł. W lipcu 2025 r. spółka uiściła 52,4 mln zł (za lata 2018–2019), natomiast 29,4 mln zł zostało pokryte ze środków wcześniej zabezpieczonych (dot. 2017 r.). Mo-BRUK utworzył 100% odpis aktualizujący, co obciążyło wynik netto III kw. 2025 r.

Postępowania za lata **2016, 2017 i 2020** zostały **ostatecznie umorzone**, eliminując istotne ryzyko prawno-finansowe. Otwarte pozostają wyłącznie **lata 2018–2019**, przy czym zobowiązania za te okresy zostały **już uregulowane**, a dalsze postępowania mają charakter wyłącznie formalno-prawny (bez dodatkowego wypływu środków). Spółka nie identyfikuje ryzyk operacyjnych dla działalności bieżącej ani udziału w przetargach publicznych; płynność finansowa pozostaje stabilna.
Obecnie więc, w przypadku pozytywnych dla spółki rozstrzygnięć dotyczących lat 2018 i 2019, istnieje pewna szansa na zwrot kwot zapłaconych w lipcu ub.r. wraz z odsetkami.

REALIZACJA STRATEGII M&A

Spółka kontynuuje analizy rynkowe i identyfikację potencjalnych podmiotów do przejęcia. Mo-BRUK zdefiniował trzy kluczowe segmenty, skupiając swoją uwagę na podmiotach: 1) z branży odpadów przemysłowych, w tym niebezpiecznych, 2) z branży morskiej i odpadów płynnych, 3) zajmujących się zbieraniem i przetwarzaniem odpadów automotive (m.in. oleje, opony, akumulatory).

Mo-Bruk traktuje M&A jako kluczowy filar dalszego wzrostu i jeden z priorytetów zarządu na 2026 r., prowadząc zaawansowane rozmowy z kilkoma podmiotami i zbliżając się w części z nich do etapu due diligence. Spółka liczy, że będzie w stanie zrealizować nawet trzy akwizycje, wspierające strategiczny kierunek rozwoju w stronę „total waste management", w tym rozszerzenie kompetencji w obsłudze wytwórców odpadów, konsolidację mocy przetwórczych oraz poszerzenie strumieni przetwarzanych odpadów, a także potencjalnie projekty innowacyjne lub start-upowe.

POLITYKA DYWIDENDOWA

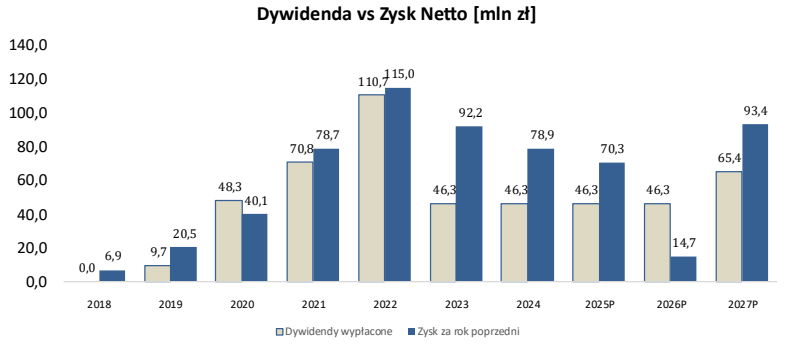
Polityka dywidendowa zakłada rekomendowanie akcjonariuszom podczas walnego zgromadzenia Walnemu przeznaczania od 50 do 100% zysku netto Mo-BRUKu na dywidendę pod warunkiem nieprzekroczenia wartości 2,5 wskaźnika DN/EBITDA na koniec roku obrotowego. Polityka Dywidendowa ustalona została na czas nieokreślony 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 daje 13,17 zł na akcję. Pozostałą część zeszłorocznego zysku netto, czyli 23,8 mln zł, przeznaczono na kapitał zapasowy. Dzień dywidendy wyznaczono na 30 lipca, a jej wypłata 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 za2026 rok.



Źródło: Mo-BRUK, oprac. Noble Securities

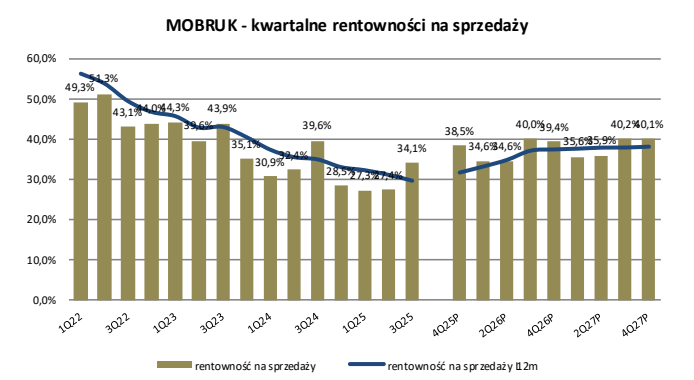
ZAGROŻENIA I RYZYKA

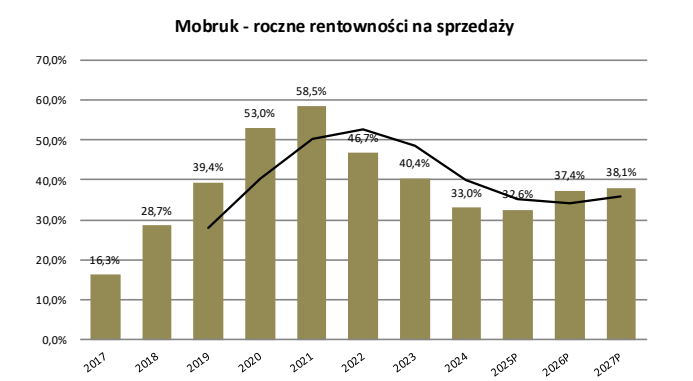
- Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym.
- Ryzyko związane ze zmianami w regulacjach prawnych dotyczących kwestii ochrony środowiska oraz ich interpretacji.
- Ryzyko związane z nielegalnymi praktykami oraz koniunkturą w branży, w której działa Grupa.
- Ryzyko związane z reglamentowaniem oferty 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.

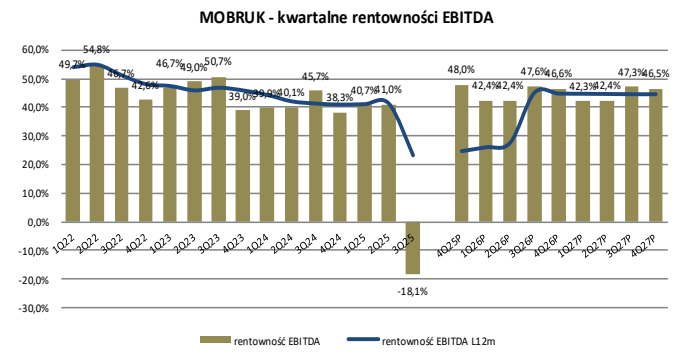
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

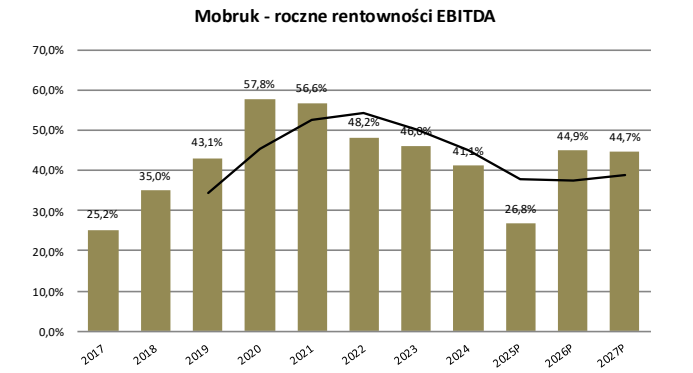
- ŚRODOWISKO (E): Misją Mo-BRUK-u jest zapewnienie wszystkim zainteresowanym klientom usługi utylizacji odpadów każdego rodzaju, z gwarancją ich dalszego przetworzenia, zgodnie z zachowaniem wymogów ochrony środowiska. Działania Grupy w obszarze przetwarzania odpadów mają bezpośredni wpływ na ochronę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

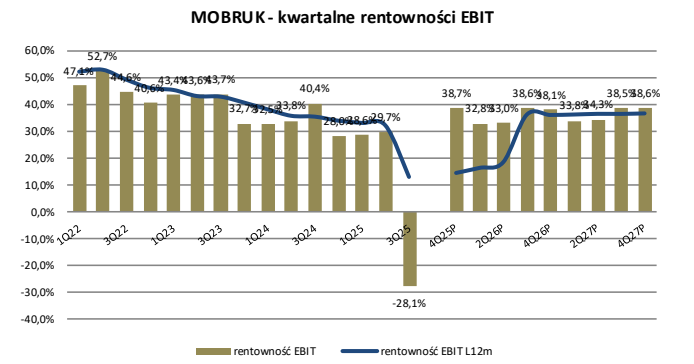
DANE OPERACYJNE

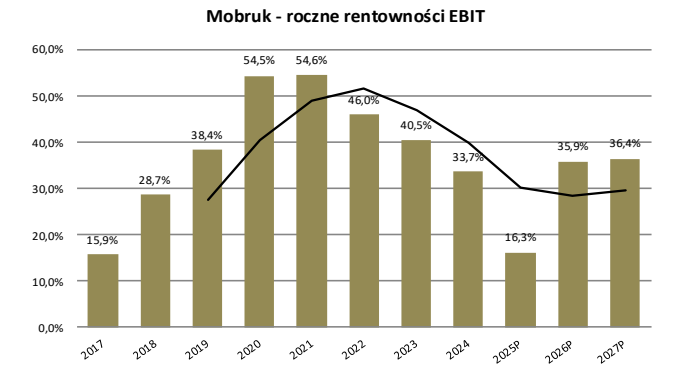


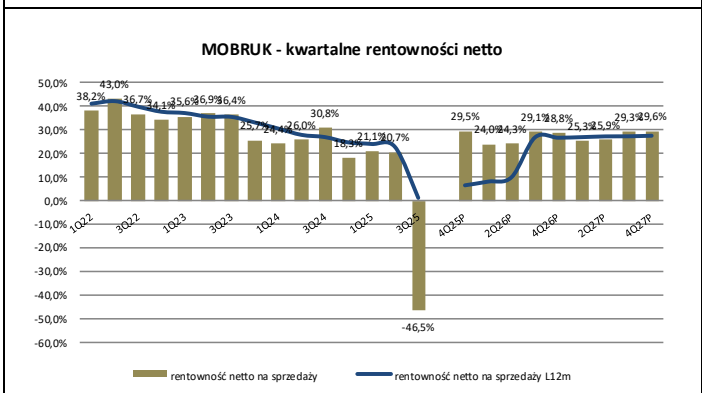


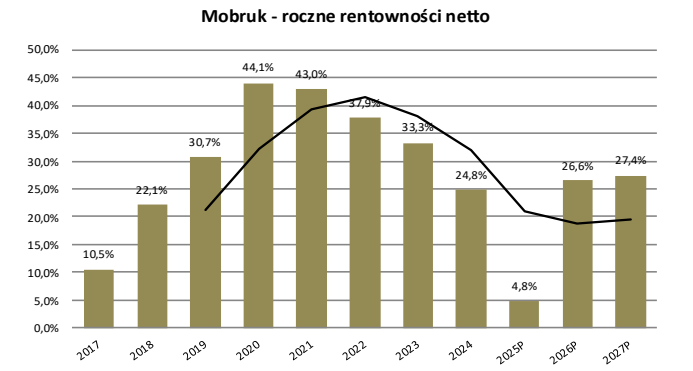












Źródło: Mo-BRUK; P - prognozy Noble Securities

TABELE Z PROGNOZAMI

Rachunek zysków i strat	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	**237,0**	**283,9**	**301,0**	**348,9**	**369,9**	**388,4**
Koszty operacyjne razem	141,2	190,3	202,9	218,5	229,0	242,8
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	**95,9**	**93,6**	**98,1**	**130,4**	**140,8**	**145,5**
Pozostałe przychody operacyjne	3,8	5,0	6,6	5,1	5,6	5,7
Pozostałe koszty operacyjne	3,7	2,9	55,7	10,4	11,6	12,8
EBIT	**96,0**	**95,7**	**48,9**	**125,1**	**134,8**	**138,4**
Przychody finansowe	3,3	0,9	6,4	1,2	1,3	1,5
Koszty finansowe	1,7	7,8	22,4	10,4	9,4	8,5
Podatek dochodowy	18,7	18,4	18,3	22,5	24,6	25,5
Zysk/strata netto	**78,9**	**70,3**	**14,7**	**93,4**	**102,1**	**105,9**
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	**78,9**	**70,5**	**14,5**	**92,7**	**101,4**	**105,1**
			67,3			
Amortyzacja	13,1	21,0	31,7	31,7	30,6	30,6
EBITDA	**109,1**	**116,7**	**80,6**	**156,8**	**165,4**	**169,0**
Źródło: Spółka, Noble Securities			123,8			

Bilans	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa	**339,3**	**472,4**	**480,9**	**519,5**	**539,8**	**555,0**
Aktywa trwałe	**258,4**	**352,3**	**366,4**	**366,1**	**352,3**	**338,7**
Rzeczowe aktywa trwałe	215,8	315,2	329,3	328,9	315,1	301,6
Wartości niematerialne	40,0	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Inne aktywa trwałe	2,5	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Aktywa obrotowe	**80,1**	**120,1**	**114,4**	**153,5**	**187,5**	**216,3**
Zapasy	2,0	3,8	4,0	4,3	4,6	4,8
Należności handlowe	29,6	25,8	27,4	31,8	33,7	35,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	18,2	58,8	51,4	85,8	117,7	144,5
Inne aktywa obrotowe	30,3	31,6	31,6	31,6	31,6	31,6
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	**0,8**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Pasywa	**338,4**	**472,4**	**480,9**	**519,5**	**539,8**	**555,0**
Kapitał własny	**220,9**	**246,9**	**215,3**	**262,3**	**299,1**	**328,4**
Przypadający udziałom niekontrolującym	**0,9**	**1,8**	**1,9**	**2,5**	**3,3**	**4,0**
Zobowiązania długookresowe	**60,7**	**168,3**	**207,5**	**197,9**	**180,6**	**165,4**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	4,2	93,1	132,3	122,7	105,4	90,3
Inne	56,5	75,2	75,2	75,2	75,2	75,2
Zobowiązania krótkookresowe	**55,9**	**57,2**	**58,2**	**59,3**	**60,1**	**61,2**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	7,5	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	15,9	14,3	15,3	16,4	17,2	18,3
Inne	32,5	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Zysk netto przed opodatkowaniem	100,9	104,4	77,7	136,7	145,5	148,4
Amortyzacja	13,1	21,0	31,7	31,7	30,6	30,6
Inne	-5,9	-27,5	-34,8	-11,6	-10,7	-10,0
Zmiana kapitału obrotowego	-20,7	-1,4	-0,9	-3,5	-1,3	-0,9
Zapłacony podatek dochodowy	-19,5	-3,1	-18,3	-22,5	-24,6	-25,5
CF operacyjny	**67,9**	**93,4**	**55,5**	**130,9**	**139,5**	**142,6**
CAPEX	-59,6	-69,3	-45,8	-31,3	-16,9	-17,0
Inne	-27,3	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	**-86,8**	**-68,7**	**-45,8**	**-31,3**	**-16,9**	**-17,0**
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-3,0	30,8	39,2	-9,6	-17,3	-15,1
Inne	0,0	37,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-0,4	-6,3	-10,0	-9,3	-8,1	-7,1
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-46,3	-46,3	-46,3	-46,3	-65,4	-76,6
CF finansowy	**-49,7**	**16,0**	**-17,1**	**-65,2**	**-90,8**	**-98,8**
CF	**-68,6**	**40,7**	**-7,4**	**34,4**	**31,9**	**26,8**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	86,8	18,2	58,8	51,4	85,8	117,7
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	18,2	58,8	51,4	85,8	117,7	144,5

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Rentowność EBITDA	46,0%	41,1%	26,8%	44,9%	44,7%	43,5%
Rentowność EBIT	40,5%	33,7%	16,3%	35,9%	36,4%	35,6%
Rentowność netto	33,3%	24,8%	4,9%	26,8%	27,6%	27,3%
Dług netto	36,1	82,4	100,9	56,9	7,7	-34,2
Dług netto/EBITDA	0,33	0,71	1,25	0,36	0,05	-0,20
Liczba akcji	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Dywidenda na akcję	13,17	13,17	13,18	13,18	18,61	21,81
P/BV	4,9	4,7	5,7	4,7	4,1	3,8

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	-3%	20%	6%	16%	6%	5%
EBITDA	-7%	7%	-31%	94%	5%	2%
EBIT	-14%	0%	-49%	156%	8%	3%
Zysk netto	-14%	-11%	-79%	537%	9%	4%

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wskaźnik	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
EPS, GAAP	22,4	20,0	4,2	26,5	29,0	30,1
Revenue	237,0	283,9	301,0	348,9	369,9	388,4
Gross Margin %	47,9%	43,6%	39,8%	44,9%	45,6%	44,6%
EBIT	96,0	95,7	48,9	125,1	134,8	138,4
EBIT margin	40,5%	33,7%	16,3%	35,9%	36,4%	35,6%
EBITDA	109,1	116,7	80,6	156,8	165,4	169,0
EBITDA margin	46,0%	41,1%	26,8%	44,9%	44,7%	43,5%
Net margin	33,3%	24,8%	4,9%	26,8%	27,6%	27,3%
Net Income, GAAP	78,9	70,3	14,7	93,4	102,1	105,9
Net Debt	36,1	82,4	100,9	56,9	7,7	-34,2
Net debt/EBITDA	0,33	0,71	1,25	0,36	0,05	-0,20
BPS	62,9	70,2	61,2	74,6	85,0	93,3
DPS	13,17	13,17	13,18	13,18	18,61	21,81
P/BV	4,85	4,67	5,74	4,71	4,13	3,76
Return on Equity %	36%	28%	7%	36%	34%	32%
Return on Assets %	23%	15%	3%	18%	19%	19%
Depreciation	13,1	21,0	31,7	31,7	30,6	30,6
Amortization	0	0	0	0	0	1
Free Cash Flow	8	24	10	100	123	126
CAPEX	60	69	46	31	17	17

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)
Creepy Jar	Trzymaj	416,00	414,00	686,00	-39%	05.01.2026	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Akumuluj	17,30	15,40	16,26	6%	23.12.2025	9M	Dariusz Dadej
11bit studios	Trzymaj	156,00	142,00	152,00	3%	22.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Budimex	Redukuj	590,00	648,00	671,00	-12%	22.12.2025	9M	Dariusz Nawrot
PGE	Trzymaj	8,95	8,64	9,17	-2%	11.12.2025	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Akumuluj	283,00	253,00	253,50	12%	11.12.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	45,40	28,20	27,50	65%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	9,20	6,50	7,30	26%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	34,60	21,60	21,30	62%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	94,40	60,40	82,00	15%	27.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	63,90	44,00	46,90	36%	26.11.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	20,45	17,95	17,75	15%	25.11.2025	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	29,60	22,70	24,30	22%	21.11.2025	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	97,90	22,00	62,90	56%	21.11.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Pepco Group	Trzymaj	25,50	26,83	29,77	-14%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Trzymaj	41,00	41,79	42,18	-3%	19.11.2025	9M	Dariusz Dadej
PGE	Redukuj	9,95	11,37			12.11.2025	9M	Michał Sztabler
Answear.com	Akumuluj	33,70	29,00	23,55	43%	20.10.2025	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	Kupuj	43,20	29,30	28,70	51%	14.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23000,00	17495,00	20700,00	11%	06.10.2025	9M	Dariusz Dadej
Bioton	Akumuluj	4,86	4,40	4,08	19%	06.10.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Toya	Kupuj	14,50	9,96	9,74	49%	03.10.2025	9M	Dariusz Nawrot
Sonel	Redukuj	14,67	17,50	15,60	-6%	03.10.2025	9M	Michał Sztabler
Torpol	Redukuj	46,20	49,60	57,70	-20%	30.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Unibep	Kupuj	15,00	10,00	14,25	5%	26.09.2025	9M	Dariusz Nawrot
Huuuge	Akumuluj	27,30	23,10	23,90	14%	24.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	40,00	46,03			23.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Akumuluj	560,00	518,20	671,00	-17%	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	686,00	-28%	16.09.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Eurocash	Akumuluj	9,50	8,10	7,09	34%	15.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Creotech Instruments	Akumuluj	371,00	324,00	479,00	-23%	15.09.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Tauron PE	Sprzedaj	7,17	9,35	9,57	-25%	08.09.2025	9M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	338,00	295,00	355,50	-5%	08.09.2025	9M	Dariusz Dadej
Bogdanka	Redukuj	19,22	23,20	20,20	-5%	19.08.2025	9M	Michał Sztabler
Forte	Kupuj	33,90	27,30	24,90	36%	18.08.2025	9M	Dariusz Dadej
Apator	Akumuluj	23,20	20,40			22.07.2025	9M	Michał Sztabler
Selvita	Kupuj	51,10	31,90			18.07.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Auto Partner	Kupuj	31,30	20,40	18,30	71%	03.07.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
InterCars	Kupuj	774,10	568,00	616,00	26%	30.06.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Ailleron	Kupuj	24,10	19,70	16,26	48%	25.06.2025	9M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	86,00	32,50			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	33,70	21,80			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	11,90	5,70			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,70	30,10			24.06.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Pepco Group	Akumuluj	21,90	19,36			13.06.2025	9M	Dariusz Dadej
MO-BRUK	Akumuluj	321,00	270,00			30.05.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	3,70	3,50	1,86	99%	21.05.2025	9M	Michał Sztabler
Noctiluca	nd	184,00	98,00	94,00	96%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Mabion	nd	15,00	10,30	8,50	76%	15.05.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Sonel	nd	15,14	16,50			08.05.2025	9M	Michał Sztabler
Unibep	nd	14,30	10,60			06.05.2025	9M	Dariusz Nawrot
Budimex	Sprzedaj	515,00	640,00			29.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Answear.com	Akumuluj	31,30	27,85			22.04.2025	9M	Dariusz Dadej
TOYA	nd	12,40	6,37			17.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
MCI Capital	nd	42,20	23,90			11.04.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	510,00	529,00			07.04.2025	9M	Dariusz Nawrot
Aplisens	nd	24,30	19,60			02.04.2025	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	59,80	19,30			24.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	35,84	48,82			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	9,90	9,32			19.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Budimex	Sprzedaj	510,00	632,00			13.03.2025	9M	Dariusz Nawrot
Bioton	nd	4,52	3,50			05.03.2025	9M	Krzysztof Radojewski
LPP	Kupuj	23300,00	18140,00			03.03.2025	9M	Dariusz Dadej
Huuuge	Kupuj	25,40	17,32			03.03.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Celon Pharma	Kupuj	37,50	23,20			21.02.2025	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Redukuj	510,00	557,00			14.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
Torpol	Trzymaj	39,40	39,70			12.02.2025	9M	Dariusz Nawrot
XTB	Kupuj	81,30	64,90	73,56	11%	11.02.2025	9M	Mateusz Chrzanowski
Forte	Akumuluj	33,80	31,40			06.02.2025	9M	Dariusz Dadej
Photon Energy	nd	5,36	4,40			03.02.2025	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji, (3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Dariusz Nawrot – Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
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 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 9 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania informacji kierunkowych ma poniższą charakterystykę:
Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjał zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

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

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

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

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

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

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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.noblesecuritis.pl w zakładce: *Dom maklerski/Regulamin maklerski/Dokumenty.*

Na życzenie Klienta, NS przekaże 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 zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

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

- zasady wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także
- procedurę wewnętrzną regulująca 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 14.01.2026 o godz. 16:15. Pierwsze rozpowszechnienie Raportu nastąpiło: 14.01.2026 godz. 16:30.
Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek 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	Kupuj	Akumuluj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj	Akumuluj
Data wydania	7.04.2022	26.10.2022	9.05.2023	23.11.2023	23.05.2024	22.11.2024	30.05.2025	8.09.2025
Kurs z dnia rekomendacji	398,0	293,0	290,0	290,0	320,0	332,0	270,0	295,0
Cena docelowa	500,9	371,7	337,2	390,3	375,8	394,7	321,0	338,0
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	64 264,5	47 700,3	63 135,7	74 444,8	88 314,4	79 017,9	101 476,0	105 563,0

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobycie

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

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel. +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

Jacek Borawski
jacek.borawski@noblesecurities.pl
tel: +48 697 970 113
Analiza techniczna

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04