

poniedziałek, 11 stycznia 2021 | raport analityczny

## Mo-BRUK: kupuj (nowa)

**MBR.PW; MBR.WA | Przemysł, Polska**

### „EKO” na fali...

Prośrodowiskowa polityka UE zmierzająca do maksymalizacji ponownego wykorzystania odpadów oraz rosnąca świadomość społeczna odnośnie dbania o środowisko sprzyjają branży przetwórstwa odpadów. Zgodnie z prawem UE do 2035 roku 65% odpadów ma być ponownie wykorzystywanych, podczas gdy w Polsce obecnie 50% strumienia odpadów jest składowanych. Szansą dla Mo-BRUK są również plany budowy spalarni śmieci komunalnych (praktycznie podwojenie zainstalowanych mocy w kraju w perspektywie kilku lat), które są bezpośrednim klientem w zakresie zestawiania i stabilizacji odpadów (na rynku, gdzie Mo-BRUK ma jednego konkurenta). W segmencie produkcji paliw alternatywnych sprzyjają plany utylizacji około 1,7 mln ton zużytych podkładów kolejowych. Z kolei segment spalania korzysta na ciągłym wzroście opłat za składowanie (opłata marszałkowska wzrosła z 74 PLN/t w 2017 roku do 270 PLN/t w 2020 roku) oraz rosnącego rynku unieszkodliwiania tzw. „bomb biologicznych” (szacunkowy koszt utylizacji 15 mld PLN na 20 lat). Po przeprowadzonych inwestycjach za 200 mln PLN Mo-BRUK planuje dalszą ekspansję w Polsce północnej i w Europie przy utrzymaniu 50-100% wypłaty dywidendy z zysku. Spółce w realizacji tych celów sprzyjać będzie niskie zadłużenie (brak długu), małe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy przy wzroście skali działalności oraz wysokie bariery wejścia wynikające z wymagań technicznych i prawnych (3-4 lata na uruchomienie tożsamych instalacji). **Rekomendujemy kupno akcji Mo-BRUK, a cenę docelową wyznaczamy na 387,49 PLN.**

### Potencjalny wzrost przez akwizycje

Obecnie Zarząd Mo-BRUK rozważa oportunistyczne przejęcia podmiotów o profilu tożsamym do segmentów Mo-BRUK o przychodach 15-50 mln PLN i EBITDA 5-15 mln PLN. Ich celem jest zwiększenie obecności Grupy w północnej części kraju, gdzie planowane są obecnie spalarnie odpadów komunalnych. Zakładamy, że skala przejęć nie przekroczy 100 mln PLN, a dodatkowe środki na usprawnienie instalacji nie przekroczą 35 mln PLN. W rezultacie dług netto w relacji do EBITDA nie przekroczy 1,0x, co pozwoli na kontynuowanie wypłaty do 100% wyniku netto w dywidendzie.

### Duże zdolności generowania gotówki

Mimo dynamicznie rosnących przychodów w latach 2017-19 Mo-BRUK generował przepływ z działalności operacyjnej na poziomie średnio nieco ponad 80% skorygowanej EBITDA. Spółka za przyjęcie odpadów uzyskuje niezwłocznie opłatę od klientów, co sprawia, że przy wzroście skali działalności zapotrzebowanie na kapitał obrotowy jest znikome.

### Zapas wolnych mocy produkcyjnych

Przeprowadzane do końca 2014 roku inwestycje za około 200 mln PLN sprawiły, że obecnie Mo-BRUK dysponuje nowoczesnymi instalacjami, wykorzystywanymi w około 50%. Wiodąca pozycja na rynku recyklingu odpadów daje możliwość Mo-BRUK na rozpoczęcie konsolidacji sektora gospodarki odpadami przemysłowymi.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	92,7	130,6	180,0	239,7	272,8
EBITDA	31,5	56,9	99,7	122,2	133,9
marża EBITDA	34,0%	43,6%	55,4%	51,0%	49,1%
EBIT	25,6	50,9	93,8	115,5	125,8
Zysk netto	19,7	40,6	75,3	92,9	101,1
P/E	44,5	21,6	11,5	9,3	8,5
P/CE	33,3	19,0	10,6	8,7	7,9
P/BV	8,0	6,6	5,4	4,5	4,0
EV/EBITDA	28,1	15,2	8,3	6,6	5,9
DPS	0,56	4,82	13,77	17,14	21,15
DYield	0,2%	2,0%	5,6%	7,0%	8,6%

<b>Cena bieżąca</b>	246,00 PLN
<b>Cena docelowa</b>	387,49 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	864,2 mln PLN
<b>Free float</b>	561,6 mln PLN
<b>Średni dzienny obrót (1 m-c)</b>	3,6 mln PLN

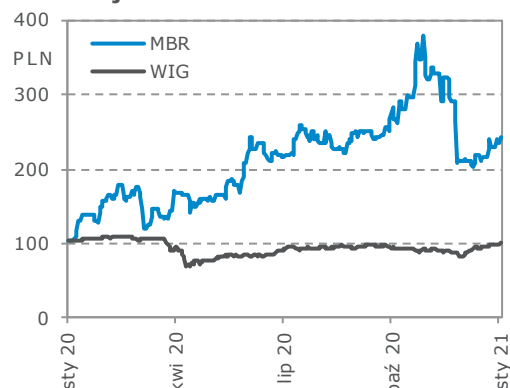
### Struktura akcjonariatu

Ginger Capital	35,01%
Value FIZ	23,80%
OFE NN	6,32%
Pozostali akcjonariusze	34,87%

### Profil spółki

Mo-BRUK to lider przetwarzania odpadów przemysłowych w Polsce z udziałami rynkowymi szacowanymi na poziomie 15-25%. Spółka posiada w Grupie 6 zakładów przetwarzania odpadów usytuowanych w południowej Polsce o łącznych mocach produkcyjnych ponad 500 tys. ton (z obciążeniem mocy w 2019 roku na poziomie około 50%). Mo-BRUK działa w trzech uzupełniających się obszarach gospodarki odpadami. Są to spalanie odpadów przemysłowych i medycznych, zestawianie i stabilizacja odpadów oraz produkcja paliw alternatywnych (RDF). Spółka w ostatnich latach zrealizowała szeroko zakrojony program inwestycyjny na kwotę 200 mln PLN, a w kolejnych latach zamierza zwiększyć obciążenie mocy produkcyjnych i poszerzyć działalność o nowe lokalizacje.

### Kurs akcji MBR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Mo-BRUK	387,49	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Mo-BRUK	246,00	387,49	+57,5%

### Analitycy:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)

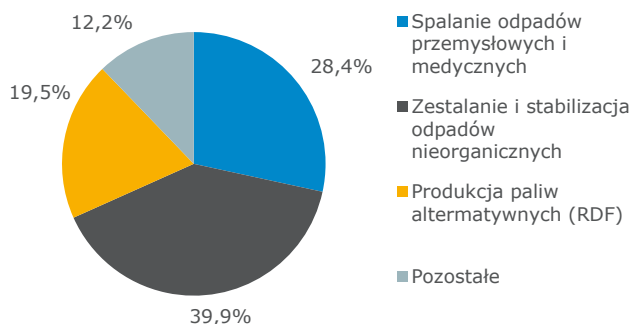
## Profil spółki

Mo-BRUK to lider przetwarzania odpadów przemysłowych w Polsce z udziałami rynkowymi szacowanymi na poziomie 15-25%. Spółka posiada w Grupie 6 zakładów przetwarzania odpadów usytuowanych w południowej Polsce o łącznych mocach produkcyjnych 500 tys. ton (z obłożeniem mocy w 2019 roku na poziomie około 50%). Mo-BRUK posiada technologię, pozwolenia i doświadczenie w utylizacji niemal pełnej (ponad 90%) gamy rodzajów odpadów zdefiniowanych w katalogu odpadów Ministerstwa Środowiska. Spółka działa w trzech uzupełniających się obszarach gospodarki odpadami (zestawianie i stabilizacja odpadów nieorganicznych, spalanie odpadów, produkcja paliwa alternatywnego RDF – od Refuse Derived Fuel, w uproszczeniu paliwo z odpadów), ze specjalizacją odzysku odpadów. Głównymi barierami wejścia do branży jest uzyskanie wszelkich pozwoleń i decyzji zezwalających na prowadzenie działalności w obszarze zagospodarowania odpadów, co zająć może minimum 2-3 lata + czas na postawienie zakładu. Spółka w ostatnich latach zrealizowała szeroko zakrojony program inwestycyjny na kwotę 200 mln PLN, a w kolejnych latach zamierza zwiększyć obłożenie mocy produkcyjnych i poszerzyć działalność o nowe lokalizacje. Korzystnie na ceny i wolumeny odpadów wpływa ograniczenie tzw. „szarej strefy”.

## Model biznesowy i strategia

Mo-BRUK działa w uzupełniających się trzech obszarach gospodarki odpadami. Są to: spalanie odpadów przemysłowych i medycznych (udział sprzedaży 28% w 2019 roku), zestawianie i stabilizacja odpadów (udział sprzedaży 40% w 2019 roku), produkcja paliw alternatywnych RDF (udział sprzedaży 20% w 2019 roku) oraz pozostała działalność (udział sprzedaży 12% w 2019 roku).

### Struktura sprzedaży Grupy Mo-BRUK w 2019 roku ze względu na segment działalności (%)



Źródło: Mo-BRUK, mBank

## Spalanie odpadów przemysłowych i medycznych

Drugim największym segmentem Mo-BRUK pod względem przychodów jest spalanie odpadów przemysłowych i medycznych. Głównymi klientami (dostawcami odpadów) są publiczne i prywatne ośrodki opieki zdrowotnej, producenci leków, rafinerie, firmy zbierające odpady, oraz zakłady produkujące farby. Produktami po procesie utylizacji są energia cieplna wykorzystywana do suszenia RDF (na własny użytek), czy para technologiczna sprzedawana klientom zewnętrznym (do końca 1H'20 Grupa sprzedawała parę za około 1 mln PLN rocznie do rafinerii w Jedliczach). Grupa rozważa w przyszłości wykorzystanie

powstającej energii cieplnej do produkcji energii elektrycznej na potrzeby Grupy, a nadwyżki sprzedawać na rynek zewnętrzny.

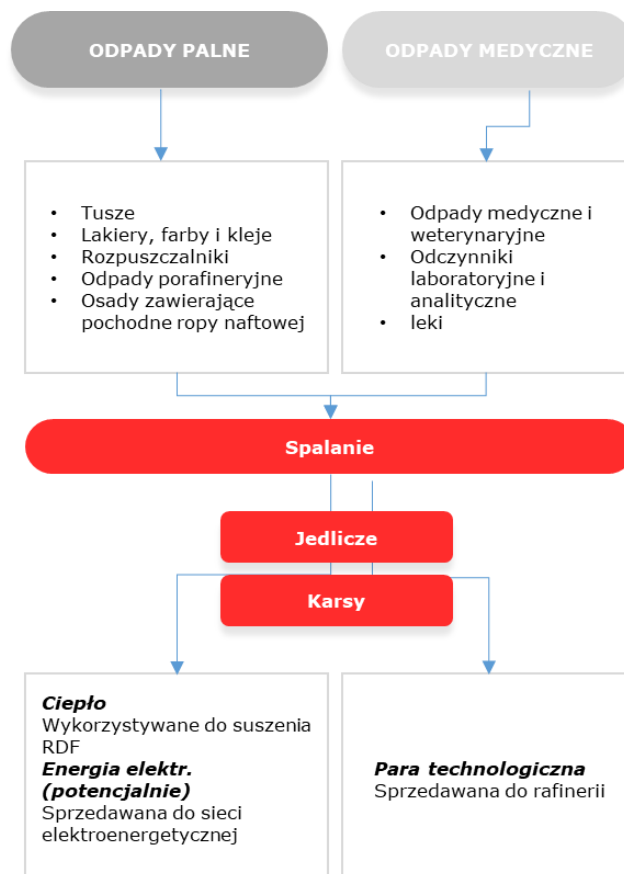
Mo-BRUK posiada dwie spalarnie odpadów przemysłowych niebezpiecznych: Raf-Ekologia w Jedliczu (o mocach 10 tys. ton odpadów rocznie) oraz w Karsach (o mocach 25 tys. ton odpadów rocznie).

W przypadku spalarni w Jedliczach, ta prowadzi termiczne unieszkodliwianie odpadów przemysłowych oraz medycznych i weterynaryjnych. W przeszłości (do końca 1H'20) spalarnia sprzedawała parę technologiczną do rafinerii w Orlen Południe (Jedlicze). Kontrakt jednak nie został przedłużony od sierpnia 2020 roku.

Spalarnia w Karsach ze spalanych odpadów uzyskuje ciepłe powietrze wykorzystywane do podsuszania paliwa alternatywnego (RDF) produkowanego przez inny segment w Grupie. Podsuszanie zwiększa wartość energetyczną produkowanego RDF w zależności od zapotrzebowania klienta.

W 2019 roku w segmencie spalania odpadów przemysłowych i medycznych Grupa wykorzystywała 68,4% swoich łącznych mocy produkcyjnych (produkcja 23,4 tys. ton z mocy 35 tys. ton). Dostępne moce produkcyjne są ograniczone przez kaloryczność przyjmowanych odpadów. Im bardziej kaloryczniejsze odpady tym cena za przyjęcie wyższa, ale możliwości przerobu niższe. Wykorzystanie mocy produkcyjnych to kombinacja tonażu i kaloryczności, natomiast intencją Mo-BRUK jest maksymalizacja zysku z przetworzonych wolumenów.

### Łańcuch procesowy segmentu spalania odpadów przemysłowych i medycznych

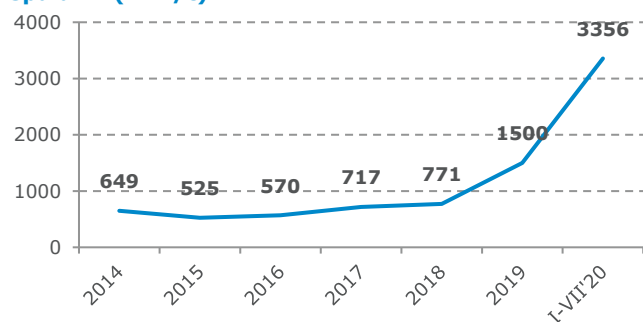


Źródło: Mo-BRUK, mBank

Zaletą termicznego unieszkodliwiania odpadów jest **radikalne zmniejszenie ich objętości**. Spalanie odpadów odbywa się w piecu obrotowym z regulowanym podciśnieniem, temperaturą i nadmiarem powietrza. Zainstalowana komora dopalająca likwiduje pozostałości szkodliwych związków w popiołach oraz odprowadzanych do atmosfery spalinach. Kocioł odzyskowy redukuje temperaturę gazów odlotowych, jednocześnie wykorzystując ciepło do produkcji pary technologicznej. Wysoko sprawna instalacja oczyszczania i neutralizacji gazów spalinowych wraz z baterią filtrów workowych gwarantuje **redukcję emisji szkodliwych związków** do dopuszczalnego poziomu. Automatem sterowanie procesem spalania odpadów pozwala na ciągłe monitorowanie instalacji, co podnosi bezpieczeństwo funkcjonowania zakładów. **Powstające w wyniku termicznego unieszkodliwiania odpady są gromadzone w betonowych boksach i zagospodarowywane w zakładach Spółki** dedykowanych do odpadów nieorganicznych. Instalacje objęte są pełnym systemem monitoringu spalin.

Ważnym czynnikiem pozytywnie wpływającym w ostatnich dwóch latach na wyniki finansowe segmentu był **wyraźny wzrost cen za utylizację odpadów. Jeszcze w 2015 roku** za utylizację odpadów średnio w Grupie Mo-BRUK płacono **525 PLN/t**, a **w okresie I-VII'20 3356 PLN/t**. Na rynku wzrasta zainteresowanie spalaniem/utylizacją odpadów niebezpiecznych ze względu na **rosnące opłaty marszałkowskie za składowanie odpadów** oraz chęć utylizacji licznych na terenie kraju tzw. bomb ekologicznych przez powiaty i gminy. Likwidacja składowisk niebezpiecznych może prowadzić do dalszego wzrostu cen, gdyż obecnie ceny na likwidację nielegalnych magazynów wynoszą według Zarządu około 8 000 PLN/t.

#### Średnie ceny Mo-BRUK za przyjęcie odpadów do spalarni (PLN/t)



Źródło: Mo-BRUK, mBank

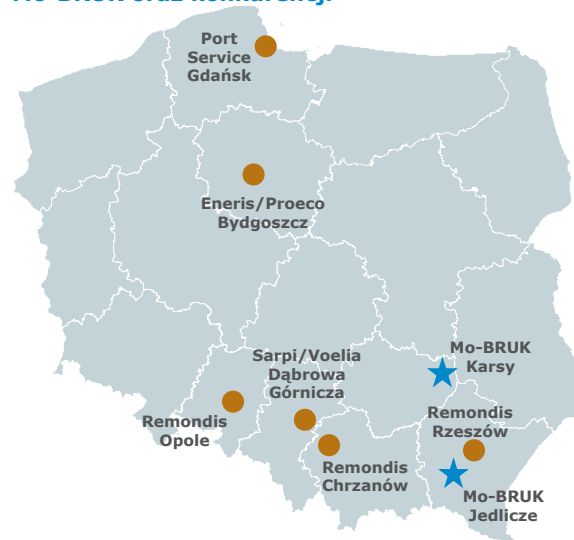
W Polsce poza dwoma spalarniami odpadów przemysłowych Mo-BRUK istnieje **jeszcze tylko 6 innych tego typu obiektów** (głównie Remondis w Opolu, Chrzanowie i Rzeszowie; Sarpi/Veolia w Dąbrowie Górniczej; Eneris/Proeco w Bydgoszczy; oraz Port Service w Gdańsku). Ze względu na wielkość praktycznie **tylko spalarnie Sarpi/Veolia i Mo-BRUK są w stanie „obsłużyć” duże zamówienia** (przykład – bomby ekologiczne), inne spalarnie ze względu na wielkość nie są w stanie tego wykonać w rozsądnych terminach. **Łączne moce spalarni odpadów przemysłowych w Polsce** wynoszą około **100 tys. ton rocznie**, z czego Mo-BRUK 35 tys. ton. Dla porównania moce spalarni w Niemczech wynoszą około 1 mln ton rocznie.

Obecnie według wiedzy Zarządu Mo-BRUK **na terenie kraju nie jest prowadzona żadna nowa inwestycja w zakresie spalarni odpadów przemysłowych** oraz rozbudowa spalarni. Świadczy to również o wolnej

przeźreni na rynku, która obecnie wypełniana jest przez szarą strefę. Gospodarka niemiecka (ok 80 mln mieszkańców) posiada 1 mln ton mocy w spalarniach a gospodarka polska (38 mln mieszkańców) ma do dyspozycji jedynie 0,1 mln ton. Głównymi **barierami wejścia do branży** jest know-how, wysoki poziom początkowych nakładów inwestycyjnych, konieczność posiadania wyszkolonej załogi, kontakty z klientami i odbiorcami (ciepła, pary, czy energii) czy wymagane pozwolenia. Warto zwrócić uwagę, że ważnym czynnikiem jest porozumienie z lokalnymi społecznościami, gdyż nikt nie chce mieć w okolicy spalarni odpadów i działalności związanej z utylizacją odpadów.

W grudniu 2020 r. Jacek Ozdoba, sekretarz stanu w Ministerstwie Klimatu i Środowiska, poinformował o planach zbudowania państwowej instalacji do unieszkodliwiania odpadów. Życzeniem przedstawiciela MKiŚ jest, aby zakład powstał w przeciągu 2,5-3 lat. Ponadto, sekretarz stanu poinformował, że ok. 20-30% mocy przerobowych spalarni wykorzystywane by było do unieściewania odpadów aktualnie zalegających na składowiskach, w tym niebezpiecznych. Dodatkowo, celem państwowego podmiotu miało być obniżenie wysokiego poziomu cen za usługi spalania odpadów niebezpiecznych, w tym m.in. medycznych.

#### Spalarnie odpadów przemysłowych należące do Mo-BRUK oraz konkurencji



Źródło: Mo-BRUK, mBank

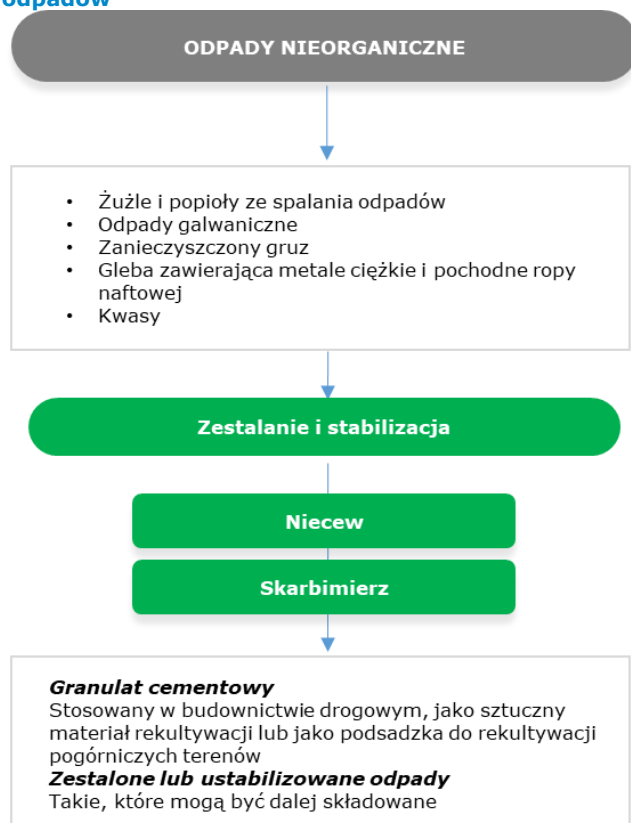
#### Zestawienie i stabilizacja odpadów nieorganicznych

Największym pod względem obrotów Grupy Mo-BRUK jest segment zestawienia i stabilizacji odpadów nieorganicznych (niebezpiecznych) oraz produkcja granulatu cementowego. **Głównymi klientami** (dostawcami odpadów) są spalarnie śmieci, chemiczne oczyszczalnie ścieków, ciepłownie i elektrownie, odlewnie, firmy chemiczne, firmy produkcyjne, cementownie, czy fabryki części samochodowych. Wśród przetwarzanych odpadów dominują żużle i popioły ze spalania odpadów, odpady galwaniczne, zanieczyszczony gruz, gleba zawierająca metale ciężkie i pochodne ropy naftowej, czy kwasy. **Produktem końcowym** jest neutralny dla środowiska granulaty cementowy, który zakupywany jest przez firmy zajmujące się budową dróg, firmy przeprowadzające rekultywację, kopalnie węgla, czy firmy handlujące kruszywami.

Grupa Mo-BRUK posiada dwa zakłady cementacji odpadów: **Zakład Przetwarzania Odpadów w Niecwi** (o rocznych mocach produkcyjnych 100 tys. ton odpadów), i **Zakład Odzysku Odpadów Nieorganicznych w Skarbimierzu** (o rocznych mocach produkcyjnych 70 tys. ton odpadów). Grupa pracuje obecnie nad formalno-prawnym zwiększeniem mocy zakładów, która prowadzić będzie w 2021 roku do zwiększenia mocy do 280 tys. ton (po 140 tys. ton na oba zakłady). Spółka posiada własną unikalną technologię (chronioną patentem) i jest jednym z nielicznych przedsiębiorstw w Europie Środkowo-Wschodniej posiadającym kompetencje i doświadczenie w zakresie odzysku odpadów nieorganicznych i wytwarzania z nich granulatu cementowego.

W 2019 roku w segmencie zestalania i stabilizacji odpadów Grupa wykorzystywała **96,6% swoich łącznych mocy produkcyjnych** (produkcja 164,2 tys. ton z mocy 170 tys. ton). Zarząd oczekuje, że pozwolenie środowiskowe na zwiększenie mocy będzie mieć miejsce w 1Q'21 i prowadzić będzie do wzrostu dostępnych mocy produkcyjnych do 280 tys. ton. Wówczas wykorzystanie mocy segmentu w 2019 roku wyniosłoby 59%. Instalacja w Skarbimierzu ma wyższą przepustowość niż wynosi obecnie zezwolenie środowiskowe, więc formalne zwiększenie przepustowości nie będzie niosło za sobą wydatków inwestycyjnych. W przypadku zakładu w Niecwi w celu sfinalizowania podniesienia mocy produkcyjnych wymagane będą nakłady w kwocie 3 mln PLN.

**Łańcuch procesowy segmentu zestalania i stabilizacji odpadów**



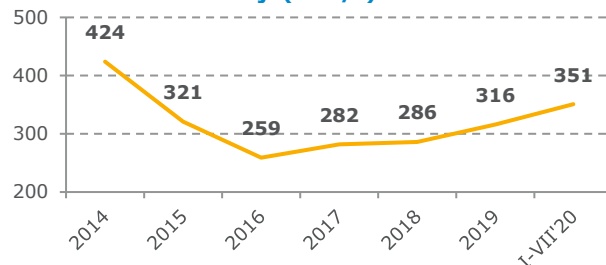
Źródło: Mo-BRUK, mBank

**Proces technologiczny** utylizacji odpadów wygląda następująco: przyjęte odpady niebezpieczne poddawane są obróbce chemicznej, podczas której następuje stabilizacja substancji niebezpiecznych a następnie zestalane w procesie cementacji. Efektem końcowym procesu jest granulatu cementowy stanowiący substytut kruszywa, który Spółka sprzedaje końcowym odbiorcom lub wykorzystuje w budowie dróg. Proces zestalania i stabilizacji odpadów, w

wyniku którego powstaje granulatu cementowy, jest bezodpadowy tzn. wytwarzany granulatu (kruszywo sztuczne) traci status odpadu i zostaje zakwalifikowany jako pełnowartościowy produkt. Granulatu, będący produktem końcowym zakupywany jest przed przedsiębiorstwa do budowy dróg, utwardzonych nawierzchni, czy też kopalnie. Granulatu jest produktem posiadającym Krajową Ocena Techniczną wydaną przez IBDiM.

Podobnie jak w segmencie spalania odpadów przemysłowych również tu z roku na rok następuje **wzrost średnich cen za przyjęcie odpadów** (wzrost z 259 PLN/t w 2016 roku do 351 PLN/t w I-VII'20). Wynika to w dużej mierze z coraz sprawniejszych działań organów państwa w kierunku zmniejszenia szarej strefy w zakresie przechowywania i utylizacji odpadów. W długim terminie Zarząd wierzy, że pozytywny wpływ na rozwój segmentu będą miały zapowiadane inwestycje w zakresie budowy elektrociepłowni i instalacji spalania odpadów komunalnych.

**Średnie ceny Mo-BRUK za przyjęcie odpadów do zestalania i stabilizacji (PLN/t)**



Źródło: Mo-BRUK, mBank

W Polsce **poza instalacjami Mo-BRUK** w Niecwi i Skarbimierzu istnieje **tylko jeden konkurent**, czyli Zakład Unieszkodliwiania Odpadów w Koninie. **Dodatkową konkurencją** stanowią podziemne składowiska w kopalniach soli **K+S w Niemczech**, jednak jest to droższy gracz na rynku z uwagi na dodatkowe koszty transportu (400 km od granicy z Polską) i zwiezienia materiałów do kopalni. Kopalnie niemieckie według Zarządu Mo-BRUK stosują ceny na poziomie 150 EUR/t, co przy uwzględnieniu kosztów transportu daje duży margines wzrostu cen w Polsce. Dodatkowo w przypadku eksportu odpadów niebezpiecznych potrzebna jest notyfikacja z Ministerstwa Środowiska, której procedowanie trwa między 4-6 miesięcy i wymaga znaczących zabezpieczeń finansowych.

**Zakłady zestalania i stabilizacji odpadów przemysłowych należące do Mo-BRUK oraz konkurencji**



Źródło: Mo-BRUK, mBank



Przedsiębiorstwo górnicze **K+S i spółka zależna Remondis (Remex)** w grudniu 2020 roku poinformowały o połączeniu swoich sił w zakresie recyklingu i składowania odpadów. W tym celu wspólnicy utworzyli spółkę joint venture Reks GmbH z siedzibą w Kassel. Partnerstwo przewiduje, że K+S będzie udostępniać swoje podziemne systemy składowania wyłącznie spółce joint venture oraz dystrybuować odpady do wspólnego przedsiębiorstwa. K+S obsługuje dwa podziemne składowiska w Herfa-Neurode w Hesji i Zielitz w Saksonii-Anhalt, a także kilka podziemnych zakładów recyklingu. Transakcja ma zostać sfinalizowana latem 2021 roku.

Według wiedzy Zarządu obecnie na rynku **żaden z graczy nie pracuje nad zwiększeniem mocy przetwórczych**, czy budową nowych instalacji. Wśród konkurentów krajowych tylko Zakład Unieszkodliwiania Odpadów w Koninie oferuje konkurencyjną działalność. Należący do Grupy Boryszew zakład notuje w ostatnich latach dynamiczny wzrost wyników finansowych (w samym 9M'20 14 mln PLN EBITDA, czyli tyle samo co w całym 2019 roku). Instalacje Mo-BRUK w zakresie zestalania i stabilizacji odpadów mają kluczowe znaczenie dla sektora spalarni odpadów komunalnych i elektrociepłowni. Te posiadają magazyny na popioły i pozostałości procesu spalania na zaledwie kilka dni, a brak ich odbiorów mógłby powodować konieczność ich czasowego wyłączenia.

Coraz istotniejszym klientem Mo-BRUK w tej kategorii są **inwestorzy zajmujący się rekultywacją przemysłowych zanieczyszczonych terenów** (zanieczyszczona gleba, gruz). Przez kilka ostatnich lat dużym klientem Mo-BRUK była Grupa Synthos, która utylizowała zanieczyszczoną rtęcią gruzy po zakładzie elektrolizy (od października br. realizowany będzie kolejny, trzeci etap kontraktu). W przyszłości można oczekiwać również dużej utylizacji odpadów z likwidowanych trzech hal produkcyjnych w tarnowskich Zakładach Grupy Azoty. Jedna hala to 10-15 tys. ton odpadów, czyli w bieżących cenach utylizacji odpadów z zawartością rtęci (700 PLN/t) koszt wynosi to 7-10,5 mln PLN.

Istotnymi **barierami wejścia** do branży jest opatentowana technologia i know-how, posiadanie laboratorium zajmującego się kontrolą przebiegu każdego etapu procesu, wysoki poziom nakładów początkowych oraz wymagane pozwolenia. Ważnym aspektem skuteczności są posiadane kontakty biznesowe (doświadczenie) i umiejętność precyzyjnego oszacowania nakładów związanych z utylizacją oraz porozumienie z lokalnymi władzami i społecznościami.

## Produkcja paliw alternatywnych

Trzecim największym pod względem obrotu segmentem Spółki jest produkcja paliw alternatywnych RDF. **Głównymi klientami** są spółki zajmujące się recyklingiem, spółki realizujące zbiórki odpadów komunalnych, regionalne instalacje przetwarzania odpadów komunalnych, firmy produkcyjne wytwarzające odpady przemysłowe, złomowiska pojazdów, firmy przetwarzające sprzęt elektryczny i elektroniczny. **Materiałem wsadowym są frakcje palne odpadów**, które są **przetwarzane na paliwo alternatywne**, w tym przypadku RDF. RDF z reguły posiada kaloryczność 15-19 GJ/t, czyli niższą niż węgla energetycznego (20-30 GJ/t). W zależności od miksury użytych odpadów (komunalne/przemysłowe), a także stopnia wysuszenia materiału, można uzyskać różny stopień kaloryczności paliwa RDF (również powyżej 20 GJ/t). Paliwo alternatywne jest substytutem węgla, z którym bezpośrednio konkuruje. Niższe ceny węgla przekładają się na niższe ceny RDF. Ten ostatni jest produkowany na

życzenie klienta w małych frakcjach 30mm (np. dla cementowni) lub większych do 12-15 cm (dla energetyki, np. elektrociepłowni). Mniejsze frakcje wymagają rozdrobnienia, co niesie za sobą dodatkowy koszt. **Głównymi klientami** kupującymi RDF są cementownie, elektrownie (potencjalnie, gdyż obecnie nie jest to znaczący klient) i przedsiębiorstwa energetyki ciepłej (również potencjalnie).

Grupa **Mo-BRUK posiada dwa zakłady** wytwarzające paliwo alternatywne: w Wałbrzychu (o mocach 60 tys. ton paliwa rocznie) oraz w Karsach (o mocach 200 tys. ton paliwa rocznie).

W 2019 roku w segmencie produkcji paliw alternatywnych Grupa wykorzystywała jedynie **30% swoich łącznych mocy produkcyjnych** (produkcja 77,9 tys. ton z mocy 260 tys. ton).

W Grupie Mo-BRUK funkcjonował również **zakład w Zabrze zajmujący się recyklingiem metali żelaznych i kolorowych**. Oddział zajmuje się segregacją metali z frakcji innych odpadów, ale stopień przetworzenia nie jest zaawansowany. We wrześniu 2020 r. Zarząd podpisał umowę sprzedaży oddziału w Zabrze za 12 mln PLN netto. Zakład w 2019 roku wygenerował 1,5 mln PLN przychodów i -0,3 mln PLN EBITDA. Płatność nastąpi w ratach do 31 grudnia 2021 roku i została zabezpieczona hipoteką na nieruchomości, przewłaszczeniem mienia oraz poręczeniem.

## Łańcuch procesowy segmentu produkcji paliw alternatywnych



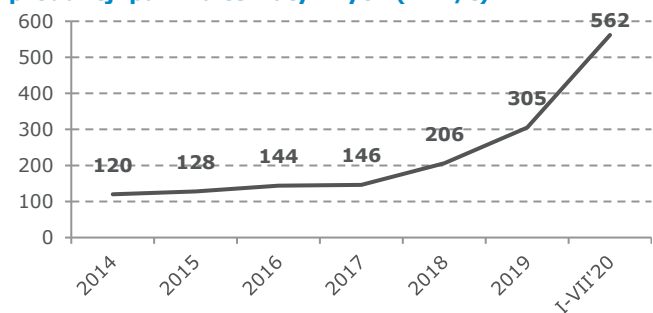
Źródło: Mo-BRUK, mBank

**Proces technologiczny** produkcji paliw alternatywnych zaczyna się od kontroli jakościowej i mieszania odpadów. Odpady poddawane są cięciu wstępnemu i separacji magnetycznej i mechanicznej. W efekcie powstaje tzw. mokrą RDF, który podlega osuszeniu i rozdrobnieniu.

Różne rodzaje RDF mogą się różnić cenowo ze względu na zawartość biomasy. Przykładowo paliwa z podkładów charakteryzują się wysoką zawartością biomasy, co jest korzystne z punktu widzenia emisji dwutlenku węgla (redukcja zakupywanych certyfikatów CO<sub>2</sub> przez klientów).

Podobnie jak w przypadku dwóch poprzednio opisywanych segmentów również w produkcji paliw alternatywnych **opłaty za przyjęcie odpadów wyraźnie rosły od 2014 roku** (z 120 PLN/t do 562 PLN/t w I-VII'20). Powodem tego są głównie **rosnące koszty tzw. opłaty marszałkowskiej**, czyli opłaty za przyjęcie odpadów do składowania lub utylizacji. Regulowana jest ona przez Ministra Środowiska. W 2020 roku opłata za składowanie tony segregowanych odpadów komunalnych wynosiła 270 PLN/t (w 2017 roku było to 74 PLN/t; w 2021 r. wynosi 276,21 PLN/t). Im wyższa opłata marszałkowska za składowanie zmieszanych i sortowanych odpadów komunalnych, tym składowiska komunalne są zmuszone podnieść cenę, co daje również Spółce możliwość podnoszenia cen za przyjmowanie odpadów i dostosowania ich do poziomów rynkowych. **gorzej natomiast kształtują się ceny sprzedaży RDF.** Jeszcze kilka lat wcześniej Mo-BRUK sprzedawał RDF do klientów po kilkadziesiąt PLN, ale konkurencja tańszego węgla powoduje, że obecnie dopłaca ok. 120 PLN/t za odbiór RDF przez cementownię. Spółka pracuje nad alternatywnymi rynkami zbytu RDF (np. w kierunku ukraińskim, który boryka się z brakiem węgla; Mo-BRUK czeka na formalne ostateczne zgody państwowe). Spółka posiada umowę (od IX'20) na sprzedaż 10 tys. ton RDF na Ukrainę z dopłatą 1 EUR/t bez ponoszenia kosztów transportu, co przekłada się na 1,1 mln PLN potencjalnych oszczędności na sprzedaży RDF. Spółka ma dodatkowo opcję zwiększenia wielkości dostawy RDF na Ukrainę o kolejne 20 tys. ton, co dawałoby kolejne 2 mln PLN oszczędności w 2021 roku. Grupa planuje również eksport 10 tys. ton RDF do Niemiec, pochodzącego z przerobu podkładów kolejowych o mniejszej emisji CO<sub>2</sub> (w tym celu instalacja w Wałbrzychu została przystosowana do recyklingu podkładów kolejowych). **Mo-BRUK pracuje również nad zmniejszeniem swojej ekspozycji na sprzedaż RDF do cementowni na rzecz elektrociepłowni.** Sprzedaż do drugiego klienta nie wymaga kruszenia na znacznie mniejsze frakcje, co przekłada się na mniejsze koszty. Dodatkowo pojawianie się elektrociepłowni wśród klientów przekłada się na poszerzenie rynku i możliwe wzrosty cen RDF w przyszłości. Poza nowymi klientami Zarząd prowadzi rozmowy nad zwiększeniem o 40% dostaw RDF na 2021 rok z jedną z dwóch cementowni do których sprzedawany jest RDF.

**Średnie ceny Mo-BRUK za przyjęcie odpadów do produkcji paliw alternatywnych (PLN/t)**



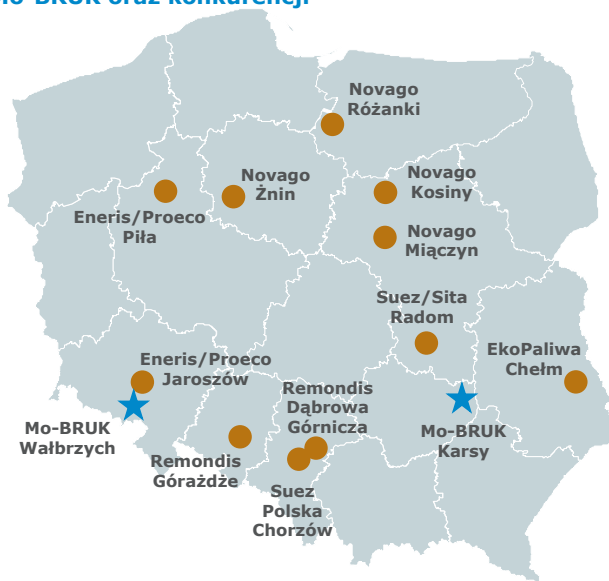
Źródło: Mo-BRUK, mBank

Perspektywy segmentu są mocno wspierane przez **regulacje prawne zmierzające do redukcji udziału składowanych odpadów** w przyszłości. Obecnie w Polsce około 50% strumienia produkowanych odpadów jest przewożone na składowiska, podczas gdy do 2035 roku 65% produkowanych odpadów ma być odzyskiwane. Dodatkowo, duży potencjał daje rynek recyklingu zużytych podkładów kolejowych. Gdyby obecnie wymienić ¼ podkładów, które straciły swoją żywotność to powstałoby 1,7 mln ton strumienia odpadów do przerobienia, co przy przetwarzaniu rocznym na poziomie 50 tys. ton daje perspektywę recyklingu na ponad 30 lat.

**Rynek paliw alternatywnych w Polsce jest bardziej konkurencyjny** niż w przypadku dwóch pozostałych segmentów, co ma wpływ na ceny RDF na rynku. Podmioty zarabiają na odbiorze odpadów kosztem subsydiowania sprzedaży RDF. Również warto zwrócić uwagę, że odbiór RDF w takim otoczeniu jest wąskim gardłem przedsiębiorstw. Mo-BRUK mógłby łatwo zwiększyć wolumeny sprzedaży segmentu, gdyby uzyskał nowe rynki sprzedaży. Dla przykładu podpisane umowy na eksport RDF do Ukrainy i Niemiec dają potencjał zwiększenia sprzedaży segmentu o 50%, czyli 22-23 mln PLN dodatkowych obrotów w bieżących cenach za odbiór odpadów. Ukraina ze względu na własny deficyt węgla może stać się w przyszłości dominującym kierunkiem eksportu RDF dla Grupy Mo-BRUK. W Polsce **z produkowanych rocznie 12 mln ton odpadów komunalnych 50-60% stanowi frakcja palna** nadająca się do przetworzenia na RDF. Obecna **możliwość termicznego wykorzystania** odpadów komunalnych to ok. **2,8 mln ton**. Stosowanie paliw alternatywnych umożliwia Polsce rozwiązanie problemu nadwyżki frakcji kalorycznej

Wśród **największych konkurentów na polskim rynku** trzeba wymienić Grupę Novago (zakłady w Kosinach, Żninie, Miączynie, Różanki), Eneris/Proeco w Pile i Jarosławie, Suez Sita w Radomiu, EkoPaliwa w Chełmie, Remondis w Górażdżach i Dąbrowie Górniczej oraz Suez Polska w Chorzowie.

**Zakłady produkcji paliw alternatywnych należące do Mo-BRUK oraz konkurencji**



Źródło: Mo-BRUK, mBank

Wśród największych **barier wejścia** do branży alternatywnych paliw jest zasób odpowiednich odpadów (najlepiej powtarzalnych), utrzymanie stałej powtarzalnej

jakości produktu, know-how i przeszkolona załoga, wysoki poziom początkowych inwestycji oraz wymagane pozwolenia na działalność. Czynnikiem sprzyjającym jest bliskie ulokowanie klientów na zakup RDF oraz kontakty biznesowe.

## Pozostała działalność

Ostatnim obszarem działalności Grupy Mo-BRUK jest odzysk mułów węglowych, produkcja dróg i nawierzchni betonowych oraz sprzedaż paliw płynnych na własnych stacjach paliw. Segment jest najmniej rentowną częścią działalności Grupy Mo-BRUK, dlatego spółka obecnie nie wiąże z nim dalekiej przyszłości. Obecnie wygaszana jest działalność związana z budową dróg i nawierzchni betonowych, a działalność związana z prowadzeniem stacji paliw jest przeznaczona do sprzedaży.

## Historia spółki

Pan Józef Mokrzycki prowadzi działalność od **1985** r. W początkowych latach podstawowym przedmiotem jego działalności była produkcja wyrobów z lastriko (płytki, parapety, schody) i ich sprzedaż do klientów indywidualnych. Od **1996** r. firma prowadzi działalność związaną z szeroko rozumianą gospodarką odpadami: składowaniem, utylizacją i recyklingiem. W **1997** r. spółka uruchomiła Zakład Odzysku Odpadów w miejscowości Niecew (gmina Korzenna) i tym samym rozpoczęła działalność odpadową. W **2002** r. nastąpił zakup Składowiska Odpadów Przemysłowych w Wałbrzychu, a w **2004** r. uruchomiony tam został Zakład Recyklingu Odpadów niebezpiecznych i innych niż niebezpieczne. W **2007** r. w Karsach koło Ożarowa zbudowany został Zakład Produkcji Paliw Alternatywnych. W **2008** r. Mo-BRUK kupił spółkę Raf-Ekologia z siedzibą w Jedliczach będącą spalarnią odpadów przemysłowych. W **2011** r. spółka utworzyła Centrum Badawczo-Rozwojowe, a w **2013** r. uruchomiła w Wałbrzychu Zakład Odzysku Mułów Węglowych. W **2014** r. Mo-BRUK rozbudował Zakład Produkcji Paliw Alternatywnych w Karsach o spalarnię odpadów niebezpiecznych, uruchomił Zakład Recyklingu Metali Żelaznych i Kolorowych w Zabrze oraz Zakład Odzysku Odpadów Nieorganicznych w Skarbimierzu. Źródłem finansowania dynamicznych inwestycji w latach 2008-14 były środki własne, finansowanie dłużne oraz dotacje ze środków unijnych (zazwyczaj w wysokości 50-60% kosztów kwalifikowanych inwestycji). Finansowanie inwestycji w okresie 2015-16, głównie w badania i rozwój nowych technologii, pochodziło ze środków własnych przedsiębiorstwa oraz dotacji UE.

## Struktura Grupy

Grupa Kapitałowa Mo-BRUK składa się ze spółki dominującej Mo-BRUK S.A. oraz spółki zależnej Raf-Ekologia Sp. z o.o., w której Mo-BRUK S.A. posiada 100% udziałów.

Operacyjnie w skład Grupy wchodzi:

- **Zakład Odzysku Odpadów** (Niecew) – zakład zestania i stabilizacji odpadów o mocach przetwarzania 100 000 t, funkcjonujący od 1997 r.,
- **Zakład Odzysku Odpadów Nieorganicznych** (Skarbimierz) – zakład zestania i stabilizacji odpadów nieorganicznych o mocach przetwarzania 140 000 t, zmodernizowany w 2014 r.,
- **Zakład Recyklingu Odpadów** (Wałbrzych) – zakład produkcji RDF o mocach przetwarzania 60 000 t, zmodernizowany w 2013 r.,
- **Zakład Produkcji Paliw Alternatywnych** (Karsy) – zakład produkcji RDF o mocach przetwarzania 200 000 t, zmodernizowany w 2013-14, oraz spalarnia odpadów

przemysłowych o mocach przetwarzania 25 000 t, inwestycja oddana do użytku w 2014 r.,

- **Raf-Ekologia** (Jedlicze) – spalarnia odpadów medycznych i niebezpiecznych o mocach przetwarzania 10 000 t, funkcjonująca od 1997 r., zakupiona przez Grupę w 2008 r.,
- **Zakład Budowy Nawierzchni Betonowych** (Niecew)
- **Składowisko Odpadów Przemysłowych** (Wałbrzych) – od 20 marca 2019 r. zakończono składowanie odpadów
- **Zakład Odzysku Mułów Węglowych** (Wałbrzych).

Grupa posiada również stację paliw i stację diagnostyczną zlokalizowane w oddziale w miejscowości Łęka w gminie Korzenna.

## Lokalizacja zakładów należących do Grupy Mo-BRUK wraz z zaznaczeniem autostrady A4



Źródło: Mo-BRUK, mBank

Geograficznie zakłady Grupy usytuowane są w południowej części Polski, gdzie wytwarzana jest największa ilość odpadów w kraju. Lokalizacja ta jest również „obfita” w bomby ekologiczne związane z nielegalnym składowaniem odpadów. Dodatkowo, w południowej części kraju znajduje się duża liczba potencjalnych odbiorców paliwa RDF. Przewagą konkurencyjną Mo-BRUK wynikającą z lokalizacji jest również niedaleka odległość od autostrady A4, ułatwiającej transport surowców.

## Główni klienci i dostawcy

**Koncentracja odbiorców** w przychodach **Mo-BRUK jest raczej mała** i nie można mówić o uzależnieniu od jednego dużego klienta. **Największy odbiorca** w 2020 roku (do listopada) stanowił **9,5% obrotów** Grupy Mo-BRUK (Remondis), drugi 5,7% (MPWiK w Warszawie), a kolejny po 2-4%. Na przestrzeni lat widać nieznaczne zwiększenie udziałów na rzecz największych klientów (w 2017 roku 10 największych odbiorców stanowiło 35% sprzedaży Mo-BRUK, a w 2020 roku 40%). Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że wśród największych odbiorców Mo-BRUK są jego bezpośredni konkurenci jak np. Remondis, a w poprzednich latach również Sarpi. W latach 2018-2019 największym odbiorcą był Synthos z uwagi na obszerny kontrakt na utylizację gruzu z rozbiórki hal po elektrolizie.

**Zestawienie największych odbiorców Mo-BRUK w 2020 roku (do listopada)**

Spółka	Zakres współpracy	Udział w obrotach
Remondis	gospodarka odpadami	9,5%
MPWiK w Warszawie	gospodarka odpadami	5,7%
MPO w Warszawie	gospodarka odpadami	3,8%
PreZero Service Południe	gospodarka odpadami	3,2%
KHK w Krakowie	gospodarka odpadami	3,2%
Utylimed	gospodarka odpadami	3,1%
Aminex	gospodarka odpadami	2,9%
PKP LHS	gospodarka odpadami	2,9%
Gmina Chybie	gospodarka odpadami	2,9%
Orlen Eko	budownictwo	2,6%

Źródło: Mo-BRUK, mBank

**Wśród dostawców** dominują **mniejsi kooperanci**, głównie odpowiadający za usługi transportowe, sprzedaż energii czy serwis sprzętu. Udział największych dostawców względem obrotu zmalał w latach 2017-2020 z ponad 30% do ponad 16%. Największy dostawca (Grupa Orlen) dostarcza paliwa do stacji w Grupie, które prawdopodobnie strategicznie zostaną wydzielone i sprzedane.

**Zestawienie największych dostawców Mo-BRUK w 2020 roku (do listopada)**

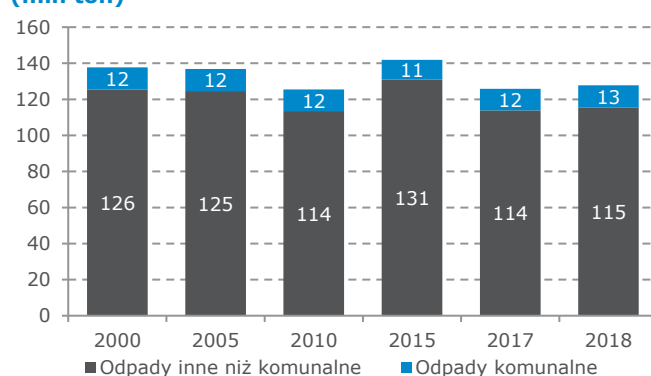
Spółka	Zakres współpracy	Udział w obrotach
Orlen Paliwa	dostawa paliw płynnych	16,0%
Cement Ożarów	gospodarka odpadami	7,3%
Mostostal Zabrze GPBP	usługi budowlane	3,4%
Tauron Sprzedaż	energia elektryczna	3,0%
Cometto Ciszewski	usługi transportowe	2,7%
PPHUT Grzegorz Kwiecień	usługi transportowe	2,5%
ZW Trans Zygmunt Baran	usługi transportowe	2,4%
Firma Haller	usługi sprzętowe	2,3%
UTHO Janusz Dąbkowski	usługi transportowe	2,2%
PPHU Ryszard Mężyk	dostawa surowców	2,1%

Źródło: Mo-BRUK, mBank

**Otoczenie rynkowe**

Obecnie Mo-BRUK naszym zdaniem korzysta z szeregu korzystnych trendów, które wpłyną na realizowane ceny za odbiór odpadów i wolumeny w przyszłości. W Polsce według danych GUS w 2018 roku wyprodukowano **128 mln ton odpadów**, z czego najwięcej stanowiły **odpady przemysłowe** (około 2 mln ton) i **wydobywcze** (ponad 110 mln ton). Najwięcej odpadów produkują kopalnie i są to kamienie, odpady poflotacyjne, ziemia itd. Odpady niebezpieczne w Polsce w zależności od swoich właściwości fizykochemicznych są składowane bądź poddawane spalaniu w spalarniach odpadów niebezpiecznych. Niewielka część odpadów niebezpiecznych zostaje przetworzona w procesach odzysku energii. **Mo-BRUK zajmuje się utylizacją odpadów przemysłowych.**

**Produkcja odpadów w Polsce w latach 2000-2018 (mln ton)**



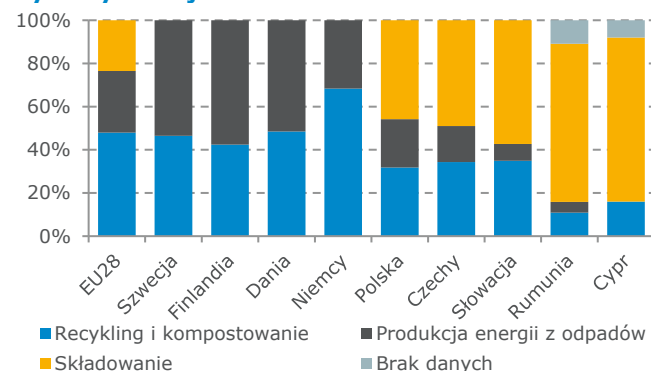
Źródło: GUS, mBank

**Gospodarka odpadami ma wiele do nadrobienia w Polsce**

**Celem nadrzędnym w gospodarce odpadami** stawianym państwu członkowskim UE **jest ograniczenie składowania** i wdrożenie idei gospodarki w obiegu zamkniętym tzn. takiej, w której w maksymalny sposób ogranicza się generowanie odpadów, a te, które powstaną poddaje się recyklingowi lub innym procesom odzysku.

Zgodnie z prawem UE przyjętym przez Radę UE w 2018 roku (pakiet odpadowy) **państwa członkowskie będą stopniowo zwiększać ponowne wykorzystywanie i recykling odpadów komunalnych** w następującym tempie: **do 2025 - 55%; do 2030 - 60%; do 2035 - 65%**. Obecnie w Polsce około 50% strumienia generowanych odpadów jest **poddawane składowaniu**. Dla przykładu w krajach jak Szwecja, Finlandia, Dania czy Niemcy praktycznie w ogóle strumienia odpadów się nie składowuje.

**Sposoby unieszkodliwiania odpadów komunalnych w wybranych krajach UE w 2018 roku**



Źródło: mBank, Confederation of Waste to Energy Plant

Ponadto, państwa członkowskie powinny się postarać, by od 2030 r. żadne odpady nadające się do recyklingu lub innego rodzaju odzysku, zwłaszcza odpady komunalne, nie były przyjmowane do składowania.

**Ilość produkowanych odpadów per capita jest wprost proporcjonalna do zamożności społeczeństwa**, więc bogacenie się Polaków prawdopodobnie będzie się przekładać na wzrost strumienia generowanych odpadów.

Rozwój gospodarczy w Polsce wpływa na **zmianę mentalności mieszkańców** w zakresie ochrony środowiska, a to przekłada się na wzrost liczby osób segregujących odpady, co przyczynia się do większego



znaczenia przemysłu recyklingowego oraz odbioru społecznego firm z branży recyklingowej. Nowe rozwiązania technologiczne pozwalają na ekologiczne zastosowanie coraz to szerszej grupy odpadów. Gospodarstwa domowe i producenci przemysłowi stają się w coraz to większym stopniu zmuszeni do płacenia wysokich opłat za produkowane odpady. Celem tej polityki jest ukierunkowanie się na najlepsze możliwe i najgłębsze przetwarzanie odpadów.

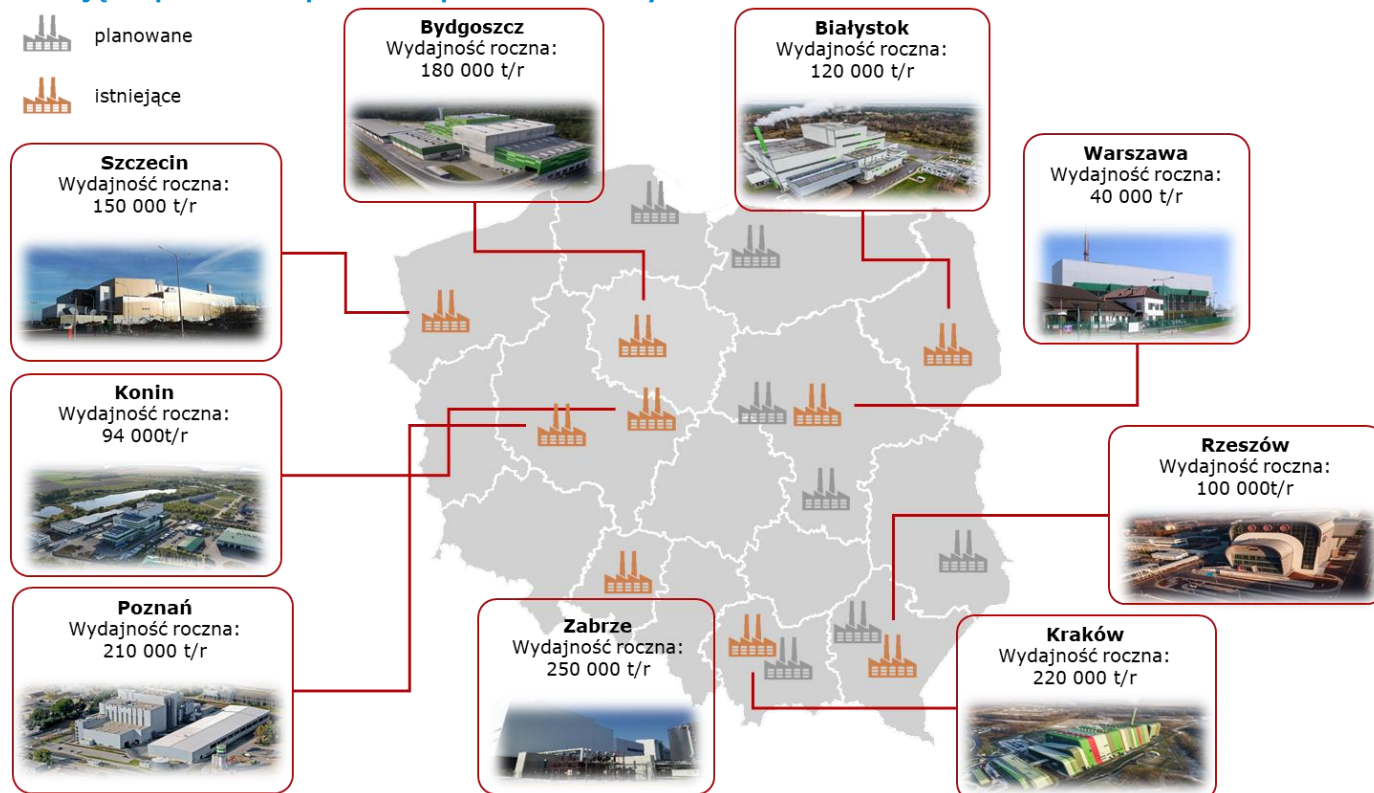
## Nowe spalarnie odpadów komunalnych szansą dla segmentu zastalania i stabilizacji

Obecnie w Polsce istnieje **9 nowoczesnych spalarni odpadów komunalnych** o łącznych mocach **1,35 mln ton** na rok. Taka skala pozwala na **zagospodarowanie jedynie 10%** sumy wytwarzanych na terenie kraju **odpadów komunalnych**. Dlatego **w planach jest budowa** kolejnych spalarni (**7 obiektów**) m.in. w Gdańsku (160 tys. ton), Olsztynie (plan budowy na trzy lata), Warszawie (rozbudowa do 305 tys. ton), Rzeszowie, Oświęcimiu, Zamościu i Radomiu o łącznych mocach około **0,85 mln ton** w skali roku.

W każdej spalarni powstaje około 7% pyłów z filtra oraz 25% żużli w stosunku do wsadu. **Aktualny potencjał rynku to 95 tys. ton pyłów z filtra** (wzrośnie w kilka lat do 154 tys. ton) oraz **338 tys. ton żużli** (wzrośnie do 550 tys. ton). Warto wspomnieć, że moce zastalania i stabilizacji odpadów w Mo-BRUK wynosić będą po uzyskaniu dodatkowych pozwoleń 240 tys. ton rocznie, a poza tym na terenie kraju funkcjonuje tylko jeden konkurent w Koninie. **Pozostałości po procesie spalania odpadów komunalnych są niebezpieczne** i muszą ulec zagospodarowaniu.

Segment spalania odpadów komunalnych jest również ciekawy z punktu widzenia zakładów chemicznych – przykładem może być Grupa Ciech, która wraz z Remondis planuje budowę spalarni odpadów komunalnych o mocach 600 tys. ton rocznie. Remondis będzie spalał odpady, a procesie powstawać będzie energia i para wodna wykorzystywana przez zakłady sodowe Ciech. Grupa chemiczna zrezygnuje z dotychczasowych kotłów opalanych węglem i w efekcie emisja CO<sub>2</sub> do atmosfery spadnie o 500 tys. ton rocznie. Spalarnia mogłaby zostać uruchomiona w 2026 roku.

### Działające i planowane spalarnie odpadów komunalnych w Polsce



Źródło: Mo-BRUK, mBank

## Bomby ekologiczne napędzają obroty w segmencie spalania

**Branża odpadowa** jest dziedziną gospodarki **wyjątkowo podatną na nadużycia** - udział szarej strefy w odpadach wzrósł z 2 mld PLN w 2013 roku do obecnie szacowanych 2,7 mld PLN (Instytut Jagielloński szacuje wielkość rynku na 15,34 mld PLN, a samych odpadów przemysłowych na 7,5 mld PLN). Mo-BRUK szacuje na podstawie informacji prasowych, że **usunięcie nielegalnie zgromadzonych odpadów** na terenie kraju **kosztować będzie ponad 15 mld PLN** i trwać będzie ponad 20 lat (nie wliczając

odpadów, które zostaną nielegalnie zdeponowane w tym czasie oraz nowoodkrytych bomb ekologicznych).

Z danych Głównego Inspektoratu Ochrony Środowiska wynika, że w listopadzie 2020 r. w Polsce było **zidentyfikowanych i udokumentowanych 768 miejsc porzucenia odpadów**, z czego w 231 zgromadzone są odpady niebezpieczne, w 133 – niebezpieczne i inne, a w 404 – inne. GIOŚ szacuje, że łącznie na tych składowiskach zgromadzone jest 3,86 mln ton odpadów, z czego 800 tys. ton odpadów niebezpiecznych i 777 tys. ton odpadów zmieszanych.

**Liczba „bomb ekologicznych” zidentyfikowanych przez Mo-BRUK w danym w województwie**



Źródło: Mo-BRUK, mBank

Działania rządowe mające na celu likwidację bomb ekologicznych stwarzają przed Mo-BRUK szanse pozyskania nowych kontraktów w okresie kolejnych lat. W 2019 r. Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (NFOŚiGW) przyjął Program priorytetowy „Usuwanie porzuconych odpadów”, którego celem jest wspieranie jednostek samorządu terytorialnego w usuwaniu i zagospodarowaniu niewłaściwie składowanych lub magazynowanych odpadów. Budżet Programu wynosi 400 mln PLN, z czego 200 mln PLN przypada na bezzwrotne dofinansowanie (w tym 100 mln PLN na odpady wymagające niezwłocznego usunięcia ze względu na zagrożenie dla życia/zdrowia ludzi lub środowiska) oraz 200 mln PLN na zwrotne finansowanie. Program realizowany jest w latach 2019-26, przy czym umowy podpisane będą do 2023 r., a środki wydatkowane do 2026 r. (z wyłączeniem niezwłocznego usuwania odpadów zagrażających zdrowiu/życiu w ramach ww. puli 100 mln PLN, które to przedsięwzięcia muszą zostać zrealizowane do 15/11/2021, a środki wydatkowane będą tylko do 31/12/2021).

Przykładowo, w ramach ww. Programu priorytetowego NFOŚiGW o dofinansowanie ubiega się m.in. miasto Gorlice. We wrześniu 2020 r. urząd miasta ogłosił przetarg na usunięcie odpadów niebezpiecznych nielegalnie gromadzonych w mieście w latach 2016-17 o szacowanej wielkości 5000 ton. Dotychczas, jest to jedno z największych tego typu zamówień w Polsce zarówno pod względem ilości odpadów niebezpiecznych, jak i wartości zamówienia. Budżet przetargu to przeszło 50 mln PLN, z czego ok. 80% miasto otrzymało w formie bezzwrotnego dofinansowania z NFOŚiGW. Do przetargu zostały złożone dwie oferty (z uwagi na wysoki wolumen odpadów do utylizacji i wysokie wymogi formalne odnośnie doświadczenia wykonawców), a otwarcie ofert nastąpiło na początku października. Konsorcjum Mo-BRUK oraz SARPI Dąbrowa Górnicza złożyły wspólnie ofertę o wartości 48,9 mln PLN (najniższa oferta, w budżecie). Druga złożona oferta pochodziła od firmy PPHU ABBA EKOMED i opiewała na kwotę 74,6 mln PLN. W połowie października miasto wybrało ofertę konsorcjum Mo-BRUK jako najkorzystniejszą (jedynym kryterium przetargowym była cena), a pod koniec października spółka poinformowała o podpisaniu umowy z miastem. Usunięcie odpadów zaplanowane jest do połowy listopada 2021, a ich zagospodarowanie do końca lipca 2022.

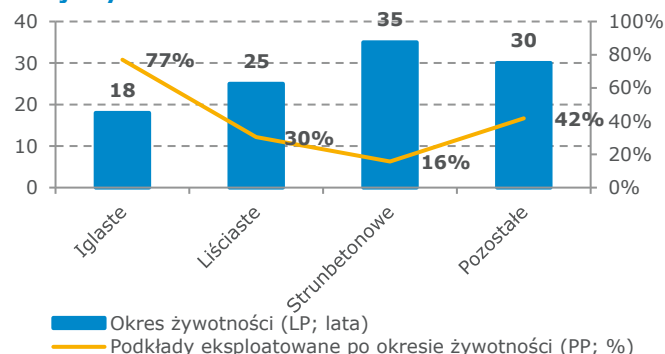
Wspomaganie się przez samorządy dofinansowaniem zewnętrznym wydaje się konieczne, gdyż relatywnie wysokie koszty utylizacji bomb ekologicznych są jedną z „blokad” realizacji zamówień. Przykładowo w Zielonej Górze aktualnie trwa już czwarty przetarg na likwidację magazynu odpadów niebezpiecznych w Przylepie. Wszystkie trzy poprzednie przetargi zostały unieważnione ze względu na oferty poza budżetem lub brak ofert. W sierpniu 2018 r. miasto ogłosiło przetarg na usunięcie 5750 ton odpadów. Budżet zamawiającego zakładał 10 mln PLN, a jedyną ofertę złożyło konsorcjum Remondis, Mo-BRUK, SARPI Dąbrowa Górnicza i Raf-Ekologia na kwotę 18,2 mln PLN. W grudniu 2018 r. w drugim przetargu z tym samym budżetem ponownie złożona została tylko jedna oferta za 19,9 mln PLN (od konsorcjum Remondis, Mo-BRUK, SARPI Dąbrowa Górnicza i Port Service). W trzecim przetargu (maj 2019 r.) nie została złożona żadna oferta. W aktualnie trwającym przetargu ogłoszonym w październiku 2020 r. (likwidacja 4180 ton odpadów, niezmienny budżet 10 mln PLN) złożone zostały dwie oferty: 1) konsorcjum Hydrogeotechnika i GEOCOMA za 29,5 mln PLN, oraz 2) Mo-BRUK za 44,2 mln PLN. Sądzymy, że aktualny przetarg również zostanie unieważniony ze względu na oferty zdecydowanie poza budżetem zamawiającego, a miasto by realizować zadanie będzie zmuszone dostosować budżet zamówienia do realiów rynkowych.

**Recykling podkładów kolejowych to szansa dla produkcji RDF**

Główny program inwestycji w linie kolejowe w Polsce do 2023 roku zakłada inwestycje na poziomie 75,8 mld PLN. W Polsce **na koniec 2017 roku ¼ istniejących podkładów kolejowych (21 mln sztuk) jest już po okresie żywotności**. Zakładając wagę podkładu na poziomie 80 kg to potencjalnie **do utylizacji jest ponad 1,7 mln ton podkładów**. Zakładając coroczny przerób w kraju na poziomie 50 tys. ton to branża ma perspektywę funkcjonowania na tych zasobach przez kolejne 30 lat. Z „przeterminowanych” podkładów, 14,4 mln ton podkładów jest wykonane z drewna liściastego, co jest idealnym wsadem dla segmentu produkcji paliw alternatywnych (również ze względu na fakt, że produkowany z nich RDF ma duży udział biomasy i co niesie za sobą niższy bilans emisji CO<sub>2</sub>). Wyeksploatowane **podkłady kolejowe są odpadem niebezpiecznym** i muszą zostać zutyliwowane. Ceny za przyjęcie podkładów kolejowych wynoszą obecnie **ponad 800 PLN/t** vs. średnie ceny za przyjęcie odpadów w segmencie produkcji paliw alternatywnych w I-VII'20 562 PLN/t.

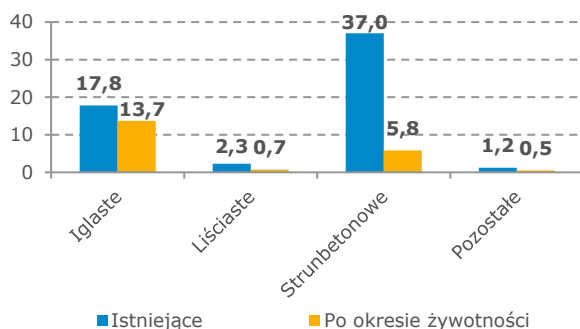
Mo-BRUK przystosował swoje instalacje produkcji paliwa alternatywnego w Wałbrzychu (60 tys. ton rocznie) do przetwarzania podkładów kolejowych.

**Struktura wiekowa eksploatowanych podkładów kolejowych w Polsce na koniec 2017 roku**



Źródło: Problemy kolejnictwa, Zeszyt 181 (grudzień 2018), Przyjazny dla środowiska recykling podkładów kolejowych, mBank

### Liczba eksploatowanych i „przeterminowanych” podkładów kolejowych w Polsce (mln sztuk)



Źródło: Problemy kolejnictwa, Zeszyt 181 (grudzień 2018), Przyjazny dla środowiska recykling podkładów kolejowych, mBank

### Korzystne ustawodawstwo

Podstawowym aktem prawnym w Polsce regulującym gospodarkę odpadami jest **ustawa o odpadach**. Jednym z podstawowych jej celów jest osiągnięcie odpowiednich poziomów ograniczenia masy odpadów komunalnych ulegających biodegradacji kierowanych na składowiska oraz zwiększenie poziomu recyklingu i odzysku odpadów zebranych selektywnie. Konkretne regulacje niesie za sobą również **Prawo Ochrony Środowiska**, które określa opłaty za korzystanie ze środowiska i nakładające tzw. opłatę marszałkowską, którą składowiska są zobowiązane odprowadzać od każdej tony przyjętych odpadów na składowisko. Obecnie tworzone projekty dalszych rozporządzeń zakładają systematyczny wzrost tej opłaty w najbliższych latach. Według Zarządu Mo-BRUK obecnie trwają prace legislacyjne, aby **opłata za składowanie rosła w przyszłości w tempie wskaźnika inflacji**.

### Wysokość tzw. „opłaty marszałkowskiej” za składowanie odpadów w Polsce oraz opłaty za przyjęcie odpadów w segmencie spalania i produkcji RDF w Grupie Mo-BRUK (PLN/t)



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Dodatkowe regulacje wprowadza również **Prawo Wodne**. Ustawa reguluje gospodarowanie wodami zgodnie z zasadą zrównoważonego rozwoju, a w szczególności kształtowanie i ochronę zasobów wodnych, korzystanie z wód oraz zarządzanie zasobami wodnymi. Poza tym **Minister Środowiska wydaje rozporządzenia** określające wizyjny system kontroli miejsca magazynowania lub składowania odpadów, wymagań w zakresie ochrony przeciwpożarowej, jakie mają spełniać obiekty budowlane lub ich części oraz inne miejsca przeznaczone do zbierania, magazynowania lub przetwarzania odpadów, czy wysokości stawek zabezpieczenia roszczeń.

Obowiązujące i planowane do wdrożenia regulacje prawne w Polsce nakładają na samorządy **obowiązek ograniczenia składowania odpadów komunalnych**, co oznacza, że w perspektywie najbliższych kilku lat powinien nastąpić istotny wzrost popytu na usługi recyklingowe co stwarza szansę rynkową na umocnienie swojej pozycji konkurencyjnej przez Mo-BRUK. Dodatkowo instytucje UE kształtują politykę opartą na idei gospodarki w obiegu zamkniętym (Circular Economy). Idee recyklingu i odzysku w gospodarce zamkniętego obiegu stanowią podstawę do uzyskania w UE celu „Zero odpadów w 2050 r. dla Europy”.

### Prawne bariery wejścia

Podstawową składową procesu inwestycyjnego w obszarze działalności Mo-BRUK jest **decyzja o warunkach zabudowy**. Jest ona konieczna w przypadku braku miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego, a czas na uzyskanie trwa 2 miesiące, a w praktyce 6 miesięcy. Kolejnym kamieniem milowym jest **decyzja o środowiskowych uwarunkowaniach realizacji przedsięwzięcia**, czyli tzw. decyzja środowiskowa. Decyzja środowiskowa określa warunki dla planowanej inwestycji w tym limity odpadów. Postępowanie o wydanie decyzji środowiskowej odbywa się z udziałem społeczeństwa i organizacji ekologicznych więc często jest to etap długotrwały z uwagi na protesty. Ponadto w postępowaniu biorą udział organy opiniujące tj. regionalny dyrektor ochrony środowiska, państwowy powiatowy inspektor sanitarny, marszałek województwa, dyrektor regionalnego zarządu gospodarki wodnej Wód Polskich, co także wpływa na czas i stopień trudności postępowania. Minimalny czas uzyskania to 6 miesięcy, w praktyce 18 miesięcy (czas ten może ulec wydłużeniu w przypadku protestów). Kolejny wymagany akt to **pozwolenie na budowę**. Na tym etapie konieczne jest przeprowadzenie ponownej oceny oddziaływania na środowisko. Czas wymagany to minimum 6 miesięcy, w praktyce 12 miesięcy (czas ten może ulec wydłużeniu w związku z ponowną oceną oddziaływania przedsięwzięcia na środowisko). W przypadku zakończenia inwestycji w zabudowę i sprzęt wymagane jest wydanie **pozwolenia na użytkowanie**, co potrwać może 2 miesiące. Kończącym elementem jest **pozwolenie zintegrowane lub pozwolenia sektorowe**. Pozwolenie zintegrowane jest wymagane m.in. dla instalacji przetwarzających więcej niż 10 ton/dobę odpadów niebezpiecznych. Stanowi konglomerat decyzji sektorowych jak zezwolenie na przetwarzanie, zbieranie i wytworzenie odpadów, zezwolenie na emisję, pozwolenie wodnoprawne na pobór wód. Określa ilości i rodzaje odpadów będących przedmiotem działalności zakładu, ilość i sposób magazynowania odpadów, technologię przetwarzania odpadów, ilość i rodzaj substancji wykorzystywanych w procesie technologicznym, czy limity emisji i warunki pomiaru emisji. Pozwolenie zintegrowane może zostać wydane dla instalacji istniejącej, a więc nie ma możliwości prowadzenia równoległe procesu budowlanego i postępowania o wydanie pozwolenia zintegrowanego. Czas na uzyskanie pozwolenia zintegrowanego może wynieść minimum 6 miesięcy, w praktyce 18 miesięcy. Długotrwały proces zbierania pozwoleń powoduje, że **czas inwestycji wynieść może 3-4 lata od decyzji o jej rozpoczęciu**. Na wydłużenie tego procesu mogą wpłynąć protesty mieszkańców, bądź opóźnienia w dostawie odpowiedniej technologii.

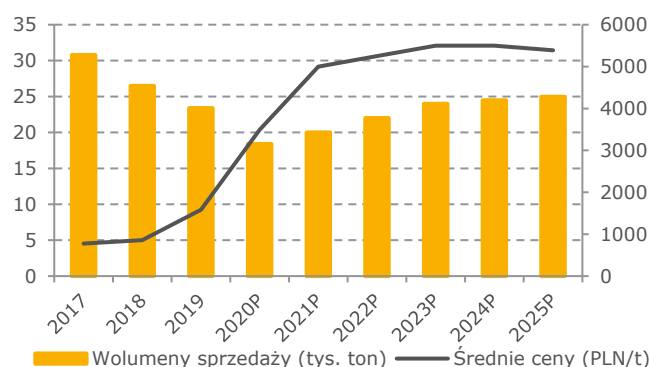
Warto również zwrócić uwagę, że technologię zakładów Mo-BRUK chronią **patenty**, które wygasają około 20 lat po 2016 roku (w odpowiednio 2031, 2032, 2036 i 2037 rok).



## Prognoza wyników finansowych

W naszych prognozach zakładamy, że o ile wolumen sprzedaży w **segmencie spalania odpadów przemysłowych i medycznych** w 1H'20 spadł o 44% r/r, to obserwowane odbicie w gospodarce w 2H'20 przełoży się na odbicie o 12% r/r. W 2021 roku zakładamy wzrost wolumenów sprzedaży segmentu do 20 tys. ton. W 1H'22 roku Zarząd planuje modernizację w Karsach, które przełoży się na wzrost mocy o 12 tys. ton rocznie. Do przeprowadzenia modernizacji wymagane jest zatrzymanie instalacji na okres 3 miesięcy. Konserwatywnie zakładamy wolumenów w segmencie spalania na 20 tys. ton i wzrost do 25 tys. ton w 2023 roku. W kolejnych latach zakładamy, że konieczność likwidacji dużej ilości bomb ekologicznych w Polsce przełoży się na wzrost cen w segmencie. O ile w 1H'20 udział wolumenów z utylizacji bomb ekologicznych wyniósł około 10%, to podpisane kontrakty umożliwiają wzrost udziału do 50% w 2021 roku. Ceny za utylizację sięgają obecnie 8000 PLN/t, co prowadzić będzie do wzrostu średnich cen w segmencie. Przykładami kontraktów w zakresie unieszkodliwiania bomb ekologicznych są Zgierz (kontrakt na 7800 PLN/t netto o wolumenie ponad 2 tys. ton, wykonany pod koniec 2020 roku) oraz Gorlice (kontrakt na ponad 9500 PLN/t netto o szacowanym wolumenie 5 tys. ton; usunięcie odpadów planowane jest do połowy listopada 2021, a ich zagospodarowanie do końca lipca 2022). W mieście Mysłowice aktualnie trwa dialog konkurencyjny odnośnie usunięcia i zagospodarowania jednego z największych składowisk odpadów niebezpiecznych w Polsce – o szacowanym wolumenie ok. 8 tys. ton, głównie odpady w stanie ciekłym (m.in. rozpuszczalniki w beczkach i pojemnikach typu „mauzer”). Przedstawiciele miasta wskazują, że przy tak dużym wolumenie wartość całego zamówienia może osiągnąć nawet ok. 80-90 mln PLN, z czego NFOŚiGW dofinansuje ponad 44 mln PLN, a na pozostałą kwotę miasto poszukuje dodatkowego finansowania. Po zakończeniu dialogu konkurencyjnego powinno zostać ogłoszone zamówienie publiczne na realizację zadania. W kolejnych latach po 2024 roku oczekujemy normalizacji warunków rynkowych (być może pojawienie się nowych podmiotów) w obszarze cen za przyjęcie odpadów do spalania.

### Wolumen sprzedaży (LP) w segmencie spalania odpadów przemysłowych i medycznych oraz średnie uzyskiwane ceny (PP) za przyjęcie odpadów

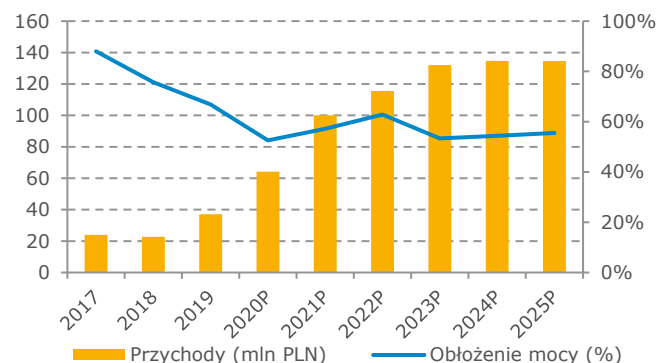


Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

W naszych prognozach zakładamy dalszy dynamiczny wzrost przychodów segmentu spalania odpadów przemysłowych i medycznych w 2021 roku i 2023 roku, gdy możliwa będzie utylizacja dodatkowych mocy w Karsach. Zakładamy, że Spółka kontynuować będzie bieżącą politykę polegającą na przyjmowaniu bardziej kalorycznych, ale rentowniejszych odpadów do spalania przez co wykorzystanie nominalnych mocy produkcyjnych będzie się

w perspektywie kilku lat utrzymywać na poziomie około 60%. W segmencie spalania możliwe, że w 2021 roku Spółce uda się przeprowadzić akwizycję, dzięki czemu wolumen sprzedaży wzrósłby skokowo (nie zakładamy tego jednak w prognozach).

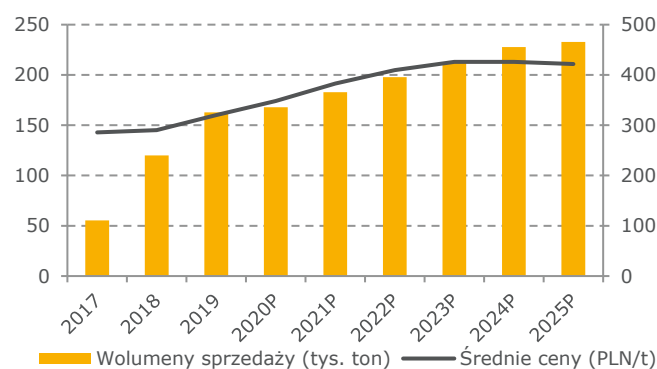
### Przychody ze sprzedaży (LP) i obłożenie mocy produkcyjnych (PP) w segmencie spalania odpadów przemysłowych i medycznych



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank  
Obłożenie mocy liczone przy dostępnym potencjale na każdy rok.

Zakładamy, że w **segmencie zastalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych** Mo-BRUK w 2020 roku nieznacznie poprawi r/r wolumen sprzedaży ze względu na obecnie wysokie wykorzystanie mocy w segmencie. Przyznanie zgody środowiskowej w Niecwi i Skarbmierzu naszym zdaniem przełoży się na wzrost wolumenów sprzedaży w 2021 roku i kolejnych latach w związku z planowanymi licznymi odbiorami nowo wybudowanych spalarni śmieci komunalnych. Zakładamy, że wzrost cen za przyjęcie będzie miał miejsce w latach 2020-2022 w tempie 7-10% rocznie, a później zakładamy normalizację cen (w związku z prawdopodobnym pojawieniem się nowych graczy). Zakładamy, że Mo-BRUK mógłby zwiększyć moce produkcyjne na północy kraju, gdzie budowane są nowe spalarnie, a brak jest podmiotów do recyklingu pozostałości procesu spalania (nie zakładamy jednak przejścia w prognozach).

### Wolumen sprzedaży (LP) w segmencie zastalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych oraz średnie uzyskiwane ceny (PP) za przyjęcie odpadów

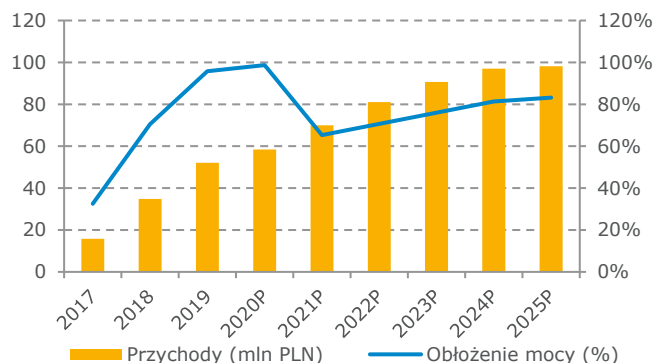


Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

W segmencie zastalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych zakładamy praktycznie najszybsze tempo wypełniania wolnych mocy produkcyjnych w efekcie dużego zapotrzebowania na tego typu usługi i praktycznie brak konkurencji w kraju. Ze względu na bardzo dobre perspektywy segmentu zakładamy, że normalizacja cen po 2024 roku będzie miała najmniejszy wymiar ze wszystkich działalności Mo-BRUK.



### Przychody ze sprzedaży (LP) i obciążenie mocy produkcyjnych (PP) w segmencie zestalania i stabilizacji odpadów nieorganicznych



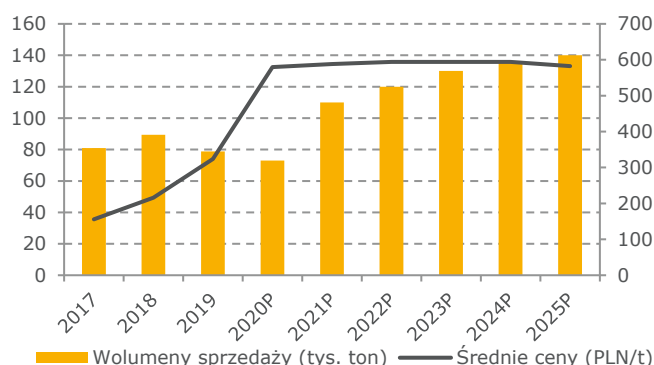
Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Obciążenie mocy liczone przy dostępnym potencjale na każdy rok.

W segmencie produkcji paliw alternatywnych zakładamy, że po słabej pod względem wolumenów sprzedaży 1H'20 (-44% r/r) w 2H'20 nastąpi odbicie sprzedaży (+32% r/r w 2H'20), co wynika z oczekiwanego wzrostu sprzedaży RDF do Niemiec i na Ukrainie. Popyt na RDF jest największą barierą rozwoju segmentu, ale pozyskanie przez Zarząd Mo-BRUK nowych klientów z Ukrainy i Niemiec powinno przekładać się na wzrost wykorzystania mocy i sprzedaży w przyszłości. W ramach segmentu zakładamy oszczędności z tytułu mniejszych dopłat do sprzedaży RDF do klientów oraz wzrost zainteresowania RDF o niskiej emisyjności CO<sub>2</sub> z podkładów kolejowych. Pozytywnie na popyt na RDF w kolejnych latach powinien przekładać się wzrost zainteresowania małych elektrociepłowni PEC z uwagi na plany ich modernizacji.

Zarząd oczekuje, że uwzględniając eksport paliw na Ukrainę oraz do Niemiec wolumen przyjmowanych odpadów w 2021 roku osiągnie poziom 110 tys. ton a docelowo w 2025 roku 140 tys. ton.

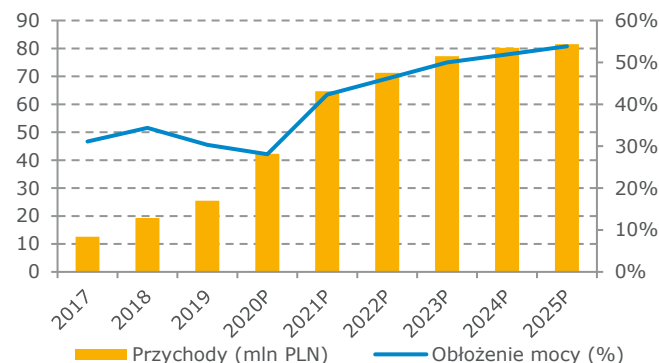
### Wolumen sprzedaży (LP) w segmencie produkcji paliw alternatywnych oraz średnie uzyskiwane ceny (PP) za przyjęcie odpadów



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

W ramach segmentu produkcji paliw alternatywnych zakładamy wyraźny wzrost sprzedaży w 2021 roku (+25% r/r) oraz wysoki jednocyfrowy r/r wzrost w kolejnych latach.

### Przychody ze sprzedaży (LP) i obciążenie mocy produkcyjnych (PP) w segmencie produkcji paliw alternatywnych

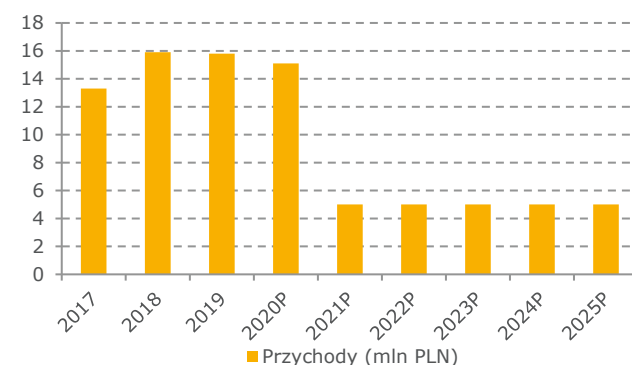


Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Obciążenie mocy liczone przy dostępnym potencjale na każdy rok.

W zakresie segmentu pozostałe zakładamy powolne wygaszanie prowadzonej nisko marżowej działalności. W prognozach zakładamy sprzedaż stacji paliw i stacji diagnostycznej w 2021 roku.

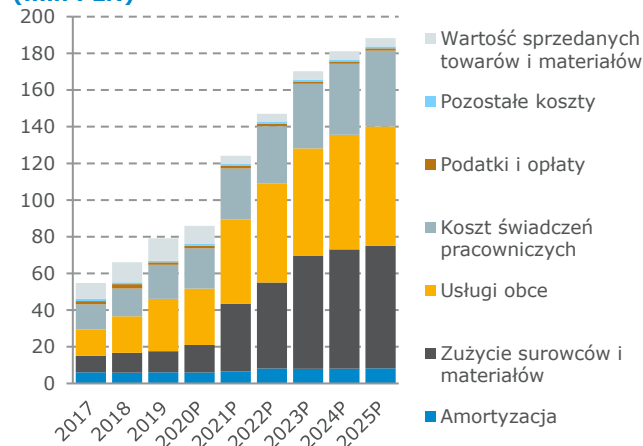
### Przychody ze sprzedaży w segmencie pozostałe



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Według naszych prognoz w kolejnych latach koszty usług obcych, świadczeń pracowniczych i zużycia surowców i materiałów pozostaną dominujące w Grupie Mo-BRUK.

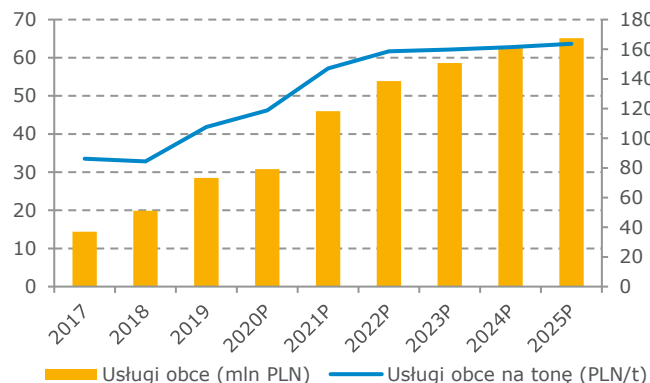
### Składniki kosztów rodzajowych w Grupie Mo-BRUK (młyn PLN)



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

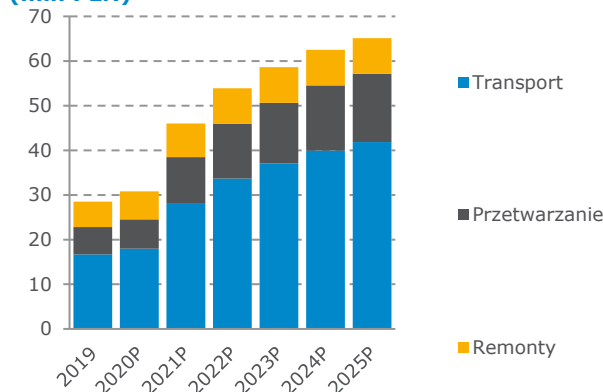
Zakładamy, że w przypadku **kosztów usług obcych** te w przeliczeniu na tonę przyjętych odpadów wzrosną w 2020 roku, po czym zachowają lekko wzrostowy trend w kolejnych latach z uwagi na inflację kosztową. W 2020 roku ta kategoria kosztowa jest zawyżona przez jednorazowe koszty doradztwa przy procesie SPO. Główny wpływ na wzrost kosztów mają usługi transportowe i koszty zewnętrznego przetwarzania.

**Koszty usług obcych (LP) oraz ich wartość w przeliczeniu na tonę przetworzonych odpadów (PP) w Grupie Mo-BRUK**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

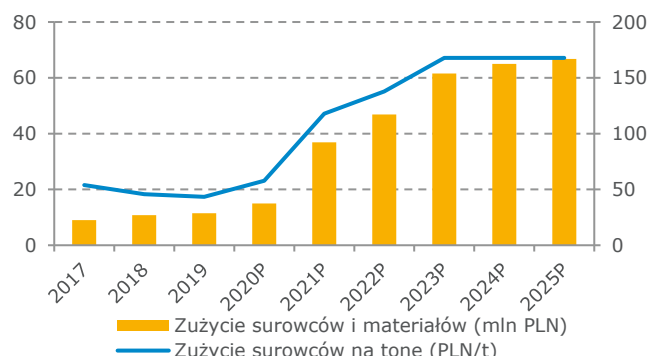
**Składniki kosztów usług obcych w Grupie Mo-BRUK (mln PLN)**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

W zakresie **kosztów surowców i materiałów** oczekujemy, że po wyraźnym wzroście w 2020 roku również w kolejnych latach będą rosły. Po 2023 roku zakładamy ich spadek w przeliczeniu na tonę z uwagi na normalizację cen za przyjęcie odpadów.

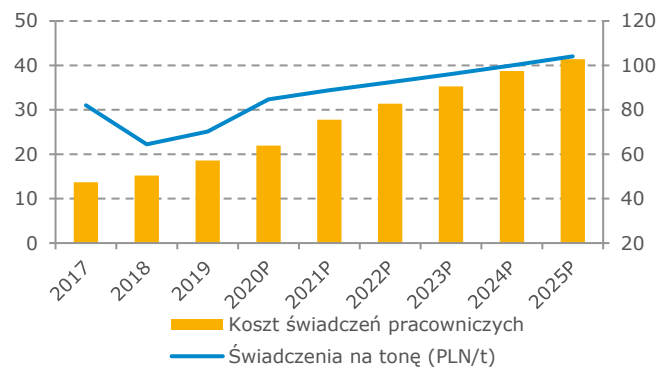
**Koszty surowców i materiałów (LP) oraz ich wartość w przeliczeniu na tonę przetworzonych odpadów (PP) w Grupie Mo-BRUK**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Kategorią kosztową, która według nas odnotuje wzrost w przeliczeniu na tonę przyjętych odpadów będą **koszty pracownicze**. Według naszych szacunków jednostkowy koszt pracownika w 2019 roku wzrósł o 17% r/r, a w 2020 roku o 12% r/r. W kolejnych latach zakładamy 5% r/r wzrost kosztów zatrudnienia z uwagi na niższe w porównaniu z innymi spółkami przemysłowymi płace w Grupie Mo-BRUK.

**Koszty świadczeń pracowniczych (LP) oraz ich wartość w przeliczeniu na tonę przetworzonych odpadów (PP) w Grupie Mo-BRUK**



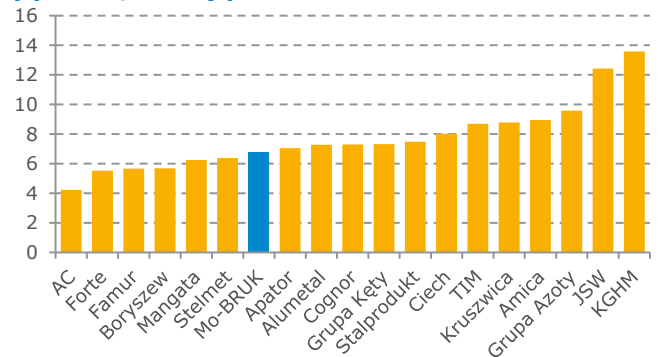
Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

**Liczba pracowników (LP) oraz średnie wynagrodzenia powiększone o inne koszty zatrudnienia (PP) w Grupie Mo-BRUK**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

**Średni koszt pracownika w poszczególnych spółkach przemysłowych w 2019 r. (tys. PLN/miesiąc)**

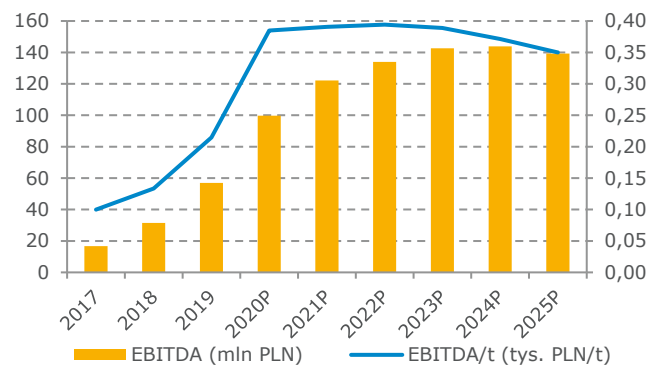


Źródło: Mo-BRUK, mBank

W efekcie wzrostu wolumenu sprzedaży oraz rosnących średnich cenach na przyjęcie odpadów zakładamy, że **EBITDA będzie dalej rosła do 2024 roku**. Po 2025 roku zakładamy stabilizację cen, która wynika z prawdopodobieństwa pojawienia się nowych mocy i graczy na rynku, możliwych zmian regulacyjnych, dodatkowo

obecnie nie jesteśmy pewni, czy w przyszłości samorządy będzie stać, aby usunąć bomby ekologiczne i czy Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska będzie nadal dotował unieszkodliwianie nielegalnych składowisk odpadów. W efekcie stabilizacji cen za przyjęcie odpadów na rynku, zakładamy spadek generowanej EBITDA na tonę w Grupie Mo-BRUK i stabilizację marży EBITDA do 36% w długim terminie.

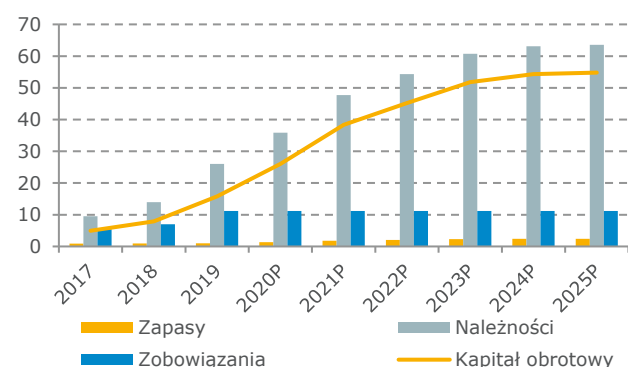
### Prognozowana EBITDA (LP) oraz EBITDA na tonę (PP) w Grupie Mo-BRUK



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Prowadzona przez Mo-BRUK działalność związana z unieszkodliwianiem odpadów **nie wymaga znaczącego wzrostu finansowania kapitału obrotowego w przypadku zwiększenia skali biznesu**. W przypadku Mo-BRUK spółka niezwłocznie otrzymuje środki za przyjęcie odpadów (z uwzględnieniem terminu zapłaty). W efekcie, przy wzroście wolumenów sprzedaży Grupa zachowuje zdolność do wypłaty dywidendy akcjonariuszom. Warto zwrócić uwagę, że inne spółki zajmujące się obrotem odpadami jak Cognor, Drop czy Elemental Holding za przyjęte odpady płać natychmiastowo, a po przetworzeniu opłatę od klienta uzyskują po 60-90 dniach.

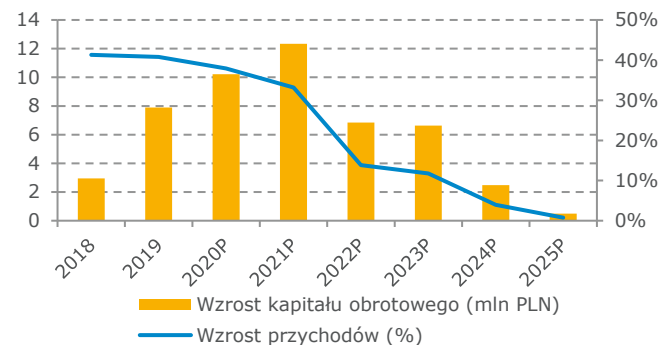
### Wartość zapasów, należności i zobowiązań handlowych (LP) oraz kapitału obrotowego (PP) w Grupie Mo-BRUK (mln PLN)



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

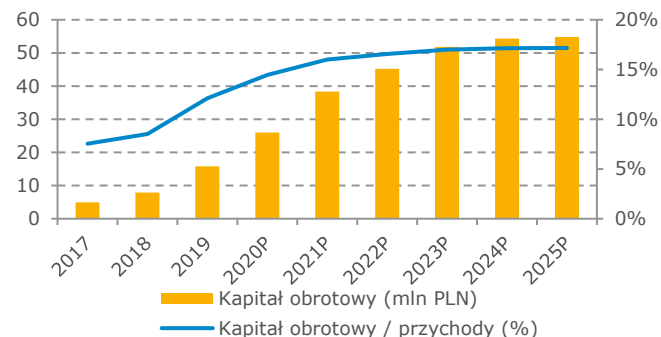
W przypadku Mo-BRUK zwiększenie przychodów o 40% w 2019 roku przełożyło się na wzrost zaangażowania w kapitał obrotowy jedynie w wartości niecałych 8 mln PLN. Wartość zaangażowania w kapitał obrotowy w Grupie Mo-BRUK w latach 2017-2019 nie przekraczała 15% obrotów.

### Wzrost kapitału obrotowego (LP) na tle dynamiki wzrostu sprzedaży (PP) w Grupie Mo-BRUK



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

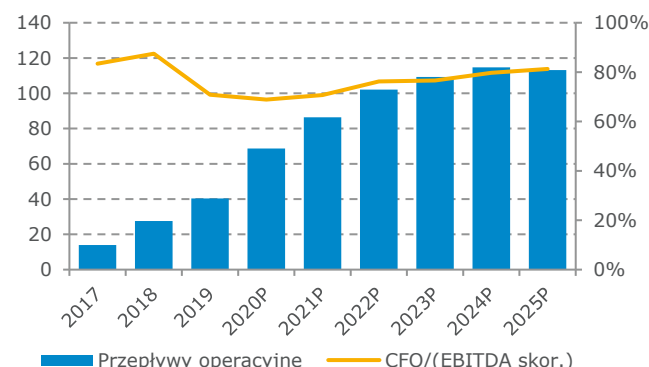
### Zaangażowanie w kapitał obrotowy (LP) oraz jego wartość na tle przychodów ze sprzedaży (PP) w Grupie Mo-BRUK



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Relatywnie niskie wymagane zaangażowanie w kapitał obrotowy sprawia, że model biznesowy Mo-BRUK jest bardzo efektywny pod względem strumienia generowanej gotówki. W latach 2017-2019 Grupa Mo-BRUK generowała nieco powyżej **80% przepływu gotówki z działalności operacyjnej w relacji do skorygowanej o zdarzenia jednorazowe EBITDA**.

### Wartość przepływu z działalności operacyjnej (mln PLN; LP) oraz relacji przepływu z działalności operacyjnej do EBITDA skorygowanej (%; PP) w Grupie Mo-BRUK

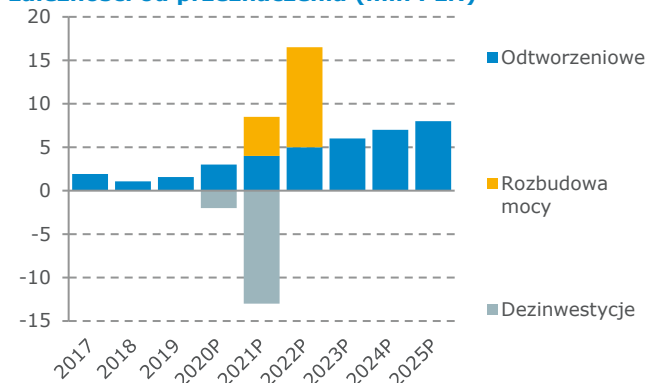


Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Większość inwestycji (na około 200 mln PLN) zostało przez Mo-BRUK poniesionych do 2014 roku, co powoduje, że aktualnie **wydatki odtworzeniowe w Grupie to około 2 mln PLN rocznie**. Możliwe, że Grupa w 2021 roku zdecyduje się na **dwie akwizycje (60+40 mln PLN)** w celu zwiększenia swojej obecności na północy kraju, gdzie planowane są nowe spalarnie odpadów komunalnych i gdzie można skorzystać na rosnącym strumieniu odpadów do

spalania. Dodatkowo powyższe akwizycje mogą nieść za sobą konieczność poniesienia **wydatków inwestycyjnych w rozbudowę i modernizację przejętego parku maszynowego w kwocie 35 mln PLN** (na dwa lata). Nie zakładamy jednak tych inwestycji w naszych prognozach ze względu na zbyt małą wiedzę o potencjalnych przedmiotach przejęć. W naszej prognozie CAPEX zakładamy inwestycje w generatory do produkcji energii w Karsach i Jedliczach w latach 2020-2022. Jeden generator kosztuje około 1,5 mln PLN, a uruchomienie jest możliwe na koniec 2022 roku. Generatory będą produkować energię na potrzeby zakładów w których prowadzone jest spalanie odpadów (spadek kosztów energetycznych 1,5 mln PLN na rok na zakład). Dodatkowo w 2021 roku zakładamy 3 mln PLN kosztów związanych z podniesieniem mocy produkcyjnych w zakładzie w Niecwi oraz w 2022 roku zakładamy modernizację zakładu w Karsach za 10 mln PLN. Zakładamy również, że w 2021 roku Mo-BRUK sprzeda stację paliw oraz stację diagnostyczną za 3 mln PLN oraz wpływy ze sprzedaży zakładu w Zabrze za 12 mln PLN (2 mln PLN w 2020 i 10 mln PLN w 2021).

**Wartość inwestycji rzeczowych w Grupie Mo-BRUK w zależności od przeznaczenia (mln PLN)**

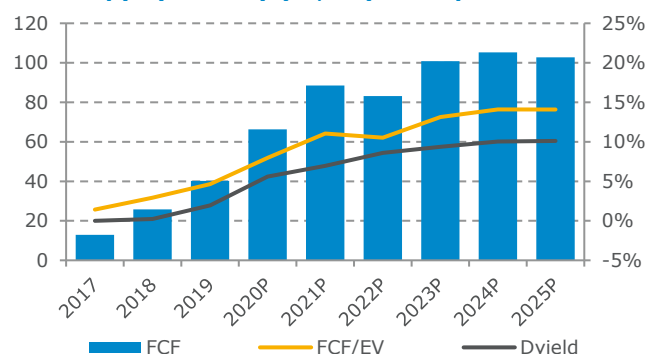


Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

Zakładając brak przejęcia w latach 2021-2022 Grupa Mo-BRUK jest w stanie generować **wolny przepływ gotówki na poziomie 70-80 mln PLN rocznie (około 11% FCF/EV)**.

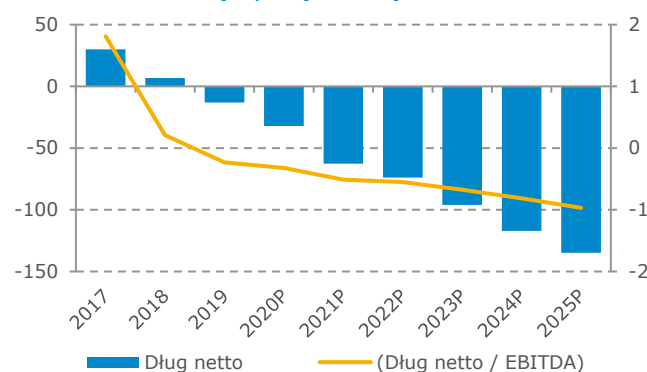
**Gdyby Grupa zdecydowała się na akwizycję to FCF w 2021 roku będzie ujemny** (około -40 mln PLN), ale **nie wpłynie to znacząco na istotny wzrost zadłużenia** (zakładamy, że dług netto do EBITDA nie przekroczy 1,0x w 2021 roku), **ani politykę dywidendową** (zakładamy wypłatę dywidendy w 2021 roku na poziomie 80% zysku za 2020 rok, co daje zbliżony DPS jak w 2020 roku).

**Wartość wolnych przepływu z działalności operacyjnej (mln PLN; LP) oraz relacji wolnych przepływów do wartości przedsiębiorstwa (%; PP) oraz stopy dywidendy (%; PP) w Grupie Mo-BRUK**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

**Wartość długu netto (mln PLN; LP) oraz relacji dług netto do EBITDA (%; PP) w Grupie Mo-BRUK**



Źródło: Mo-BRUK, prognozy mBank

**Polityka dywidendowa**

Polityka dywidendowa Mo-BRUK zakłada **przeznaczenie między 50-100% zysku netto na dywidendę** pod warunkiem utrzymania poziomu długu netto do EBITDA na poziomie nie wyższym niż 2,5x.

Począwszy od 2019 roku Mo-BRUK dokonywał wypłaty dywidendy w kwotach: 9,7 mln PLN w 2019 roku (co stanowi 2,71 PLN na jedną akcję), 12,3 mln PLN w marcu 2020 roku (co stanowi 3,51 PLN na jedną akcję), 36,0 mln PLN w czerwcu 2020 roku (co stanowi 10,25 PLN na jedną akcję). Dodatkowo, w latach 2018 oraz 2019 Spółka przeprowadziła wypłaty z zysku dla akcjonariuszy w formie skupu akcji własnych na kwotę 2,0 mln PLN oraz 7,5 mln PLN odpowiednio w 2018 i 2019 roku.

**Ekspansja zagraniczna**

W 2019 roku **udział sprzedaży eksportowej** Grupy Mo-BRUK wyniósł **7,5%** (przyjęcie odpadów od klientów zagranicznych). Zarząd nie wyklucza wzrostu obrotów z zagranicznymi klientami, szczególnie z klientami na obszarze Europy Środkowo-Wschodniej. W tym celu planuje sprzedaż wspomnianego wyżej RDF w kierunku Ukrainy (10 000 ton od IX'20 oraz opcja na dodatkowe 20 tys. ton w przyszłości) oraz Niemiec (10 tys. ton od XII'20). Obecnie Spółka oczekuje na zgodę GIS oraz ukraińskiego Ministerstwa Ekologii na transgraniczne przemieszczenie odpadów w postaci paliw alternatywnych (pierwszy tego typu wniosek wśród polskich producentów RDF). Dodatkowo Grupa zapowiada wzrost importu odpadów z krajów UE w zakresie usług zestalenia z Włoch (11 tys. ton), z Grecji (1,5 tys. ton), Niemcy (6,7 tys. ton), czy Słowenii (0,3 tys. ton). Grupa wkrótce planuje również import odpadów do produkcji paliw alternatywnych z Litwy (w ilości 3 tys. ton).

Grupa również nie wyklucza **przejęć w krajach Europy Środkowo-Wschodniej**. Celem oportunistycznych przejęć mogą być podmioty o przychodach 15-50 mln PLN i EBITDA 5-15 mln PLN z profilem działalności tożsamym do segmentów Mo-BRUK.



## Program motywacyjny

Mo-BRUK uchwalił program motywacyjny uzależniony od przekroczenia określonego progu uśrednionej rocznej stopy wzrostu EBITDA na akcję (skorygowanej o zdarzenia jednorazowe o wartości powyżej 0,5 mln PLN) przy zadłużeniu mniejszym niż 2,5x EBITDA za lata 2020/2019, 2021/2020, 2022/2021.

- Dwukrotność rocznego wynagrodzenia dla zarządu – jeśli średni wzrost EBITDA na akcję wyniesie 25%-35%, oraz jeżeli skumulowana EBITDA za trzy ostatnie lata wyniesie minimum 250 mln PLN.
- Trzykrotność rocznego wynagrodzenia dla zarządu – jeśli średni wzrost EBITDA na akcję wyniesie 35%-45%, oraz jeżeli skumulowana EBITDA za trzy ostatnie lata wyniesie minimum 300 mln PLN.
- Czterokrotność rocznego wynagrodzenia dla zarządu – jeśli średni wzrost EBITDA na akcję wyniesie ponad 45%, oraz jeżeli skumulowana EBITDA za trzy ostatnie lata wyniesie minimum 350 mln PLN.

Przyznanie premii uwarunkowane pełnieniem funkcji Członka Zarządu w całym analizowanym okresie. Płatność po audycie sprawozdania za rok 2022.

## Ryzyka

### Wzrost wolumenów przerobu oraz średnich cen za przyjęcie odpadów w ostatnich latach to również efekt ograniczenia szarej strefy. W związku z rosnącym problemem nielegalnych składowisk służby państwowe podjęły szereg środków zaradczych w ostatnich latach m.in. zaostrzając zasady składowania odpadów, zwiększając opłaty za składowanie i intensyfikując ściganie osób podejmujących się nielegalnego procederu. Gdyby jednak z powodów społecznych (np. wzrost kosztów odbioru odpadów komunalnych od mieszkańców) regulator zdecydował się wydłużyć okresy składowania lub obniżyć opłaty za składowanie wówczas należy się liczyć z pogorszeniem warunków rynkowych dla spółek typu Mo-BRUK.

Wzrost wolumenów przerobu oraz średnich cen za przyjęcie odpadów w ostatnich latach to również efekt ograniczenia szarej strefy. W związku z rosnącym problemem nielegalnych składowisk służby państwowe podjęły szereg środków zaradczych w ostatnich latach m.in. zaostrzając zasady składowania odpadów, zwiększając opłaty za składowanie i intensyfikując ściganie osób podejmujących się nielegalnego procederu. Gdyby jednak z powodów społecznych (np. wzrost kosztów odbioru odpadów komunalnych od mieszkańców) regulator zdecydował się wydłużyć okresy składowania lub obniżyć opłaty za składowanie wówczas należy się liczyć z pogorszeniem warunków rynkowych dla spółek typu Mo-BRUK.

### Poluznienie barier wejścia dla nowych graczy

Regulator spostrzegając rosnące stawki za odbiór odpadów i potencjalny wzrost rynku odpadów w przyszłości może zdecydować się na poluznienie regulacji odnośnie wymagań dla nowych podmiotów chcących wejść na rynek. Obecnie proces inwestycyjny przez skomplikowane i długotrwałe regulacje może trwać 3-4 lata. Ułatwienie wejścia na rynek nowym podmiotom może zwiększyć konkurencję w zakresie odbioru odpadów i negatywnie wpływać na ceny.

### Protesty mieszkańców pobliskich zakładów utylizacji

W historii Mo-BRUK mniej więcej co kilka miesięcy mają miejsce protesty lokalnych społeczności, które uważają działalność zakładów za szkodliwą i negatywnie wpływającą na komfort życia. W historii zdarzały się również akty wandalizmu, w tym podpalenia. Nie można wykluczyć, że w przyszłości protesty społeczności nasilą się, co może utrudniać działalność zakładów. Dodatkowo, działalność Mo-BRUK może stać się obiektem ataków dziennikarzy, lokalnych działaczy społecznych czy polityków.

## Spadki cen surowców energetycznych w tym węgla

Spadki cen surowców energetycznych i węgla na światowych rynkach mogą wpływać negatywnie na notowania RDF, które jest substytutem węgla. Również spadek popytu na węgiel może przekładać się negatywnie na wolumeny sprzedaży RDF. Wówczas może zaistnieć sytuacja, w której Mo-BRUK będzie musiał w jeszcze większym stopniu dotować sprzedaż RDF do swoich odbiorców.

## Wzrost kosztów transportu

W 2019 roku koszty transportu stanowiły nieco ponad 20% kosztów ogółem i były jednym z dominujących wydatków związanych z działalnością Mo-BRUK. W przyszłości nie można wykluczyć dalszego wzrostu kosztów transportu, co negatywnie przekładać się będzie na rentowność prowadzonej działalności.

## Presja na koszty płac

W 2019 roku koszty płac stanowiły 23% kosztów ogółem i były najistotniejszą kategorią kosztową Mo-BRUK. W przyszłości nie można wykluczyć wzrostu kosztów płac, co może mieć negatywny wpływ na rentowność Grupy.

Płace w Mo-BRUK na tle spółek przemysłowych są raczej niskie. Na tle spółek działających w regionie Mo-BRUK średnio płaci za pracownika więcej niż w Mangacie czy Grupie Famur, natomiast więcej średnio za pracownika w regionie płacą Alumetal, Cognor, Grupa Kęty czy Stalprodukt. Obecnie żaden z pracowników Mo-BRUK nie jest zatrudniony na umowie o pracę za wynagrodzenie minimalne.

## Ryzyko wzrostu zakażeń u pracowników na COVID-19

Niektóre z zakładów w Grupie znajdują się w lokalizacjach, gdzie Ministerstwo Zdrowia tymczasowo wprowadzało tzw. „czerwone strefy” i gdzie ze względu na większą ilość odnotowanych zakażeń na COVID-19 zwiększono restrykcje sanitarne (przykład zakładu w Niecwi). W przyszłości nie można wykluczyć, że pracownicy Mo-BRUK zakażą się COVID-19 i w efekcie Grupa zmuszona zostanie do reorganizacji czasu pracy lub czasowego wstrzymania przyjmowania odpadów. Grupa w celu minimalizowania ryzyka COVID-19 na przełomie 1Q'20 i 2Q'20 wprowadziła 5-zmianowy cykl pracy tak, aby pracownicy z różnych zmian minimalizowali kontakty ze sobą.

## Ryzyko spadku obrotów u dostawców Grupy

W segmencie spalania odpadów i produkcji paliw alternatywnych Mo-BRUK przyjmuje substancje niebezpieczne od producentów przemysłowych, a spadek koniunktury może prowadzić do podobnego jak miało to miejsce w 2Q'20 spadku wolumenów przerobu. Wśród klientów Mo-BRUK są m.in. producenci farb, części automotive czy produktów chemicznych.

## Ryzyko związane z utratą odbiorców

Głównymi odbiorcami paliwa alternatywnego od Grupy są cementownie, które zaopatrują się w RDF wytworzony w procesie przetwarzania odpadów. Problemy związane z brakiem terminowości dostaw lub niską jakością przekazywanego RDF mogą być podstawą do wypowiedzenia umów przez odbiorców. W przyszłości nie można również wykluczyć utraty konkurencyjności w wyniku wzrostu konkurencji, co negatywnie przekładać się będzie na osiągane wyniki finansowe. Warto zwrócić jednak uwagę, że cementownie w Polsce jako producent energochłonny najbardziej wykorzystuje RDF do spalania ze wszystkich gałęzi przemysłowych.

## Ryzyko związane ze zmianami w regulacjach prawnych

Grupa działa w sektorze mocno regulowanym i nieustannie musi śledzić zmiany następujące w ustawodawstwie polskim oraz europejskim. W przypadku braku spójności pomiędzy przepisami prawa krajowego a regulacjami EU, czy też niejasnych sformułowań w przepisach, istnieje ryzyko rozbieżności w ich interpretacji pomiędzy Grupą a organami administracyjnymi, kontrahentami. Wszelkie zmiany w regulacjach mogą mieć bezpośredni istotny wpływ na podstawową działalność Grupy, prowadząc do istotnego pogorszenia się warunków prowadzenia działalności i wyników finansowych.

W październiku 2020 r. Ministerstwo Klimatu poinformowało o pracach nad ustawami m.in.: o utrzymaniu czystości i porządku w gminach oraz o odpadach. Celem legislacji było zagwarantowanie osiągnięcia przez gminy poziomów recyklingu i przygotowania do ponownego użycia odpadów komunalnych, wsparcie jednostek samorządu terytorialnego w zakresie ustabilizowania kosztów gospodarki odpadami oraz poprawa sytuacji na krajowym rynku gospodarki odpadami komunalnymi. Zmiany weszły w życie 31 grudnia 2020 r. Jak podało Ministerstwo, zawarte w legislacji rozwiązania mają na celu m.in.:

- Umożliwienie obliczania poziomu recyklingu i przygotowanie do ponownego użycia za rok 2020 nadal metodą odnoszącą się do 4 frakcji odpadów, a nie wszystkich wytworzonych.
- Zastosowanie metody odnoszącej się do wszystkich wytworzonych odpadów dopiero do obliczania poziomu od roku 2021.
- Zmiany w zakresie wymagań dla celów recyklingu na lata 2021-35.
- Wskazanie, że gminy w pierwszej kolejności mają zapewnić przygotowanie do ponownego użycia i recykling odpadów zebranych selektywnie oraz odpadów powstających w procesie sortowania.
- Usunięcie z ustawy o odpadach 30% limitu udziału termicznego przekształcania odpadów komunalnych i pochodzących z przetwarzania odpadów komunalnych wraz z przepisami z nim związanymi, w tym uchylenie upoważnienia do wydania przez ministra właściwego ds. klimatu rozporządzenia w sprawie listy spalarni.
- Przesunięcie terminów opracowania i przedłożenia sprawozdań z wojewódzkich planów gospodarki odpadami za lata 2017-2019 oraz krajowego planu gospodarki odpadami za lata 2017-2019.
- Przesunięcie terminu utworzenia w BDO modułu potwierdzeń wykonania recyklingu/odzysku.

Zmiany niewątpliwie opóźniają cele w zakresie recyklingu odpadów komunalnych, łagodząc wcześniej założone poziomy. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że obecne moce spalarni odpadów komunalnych w Polsce wynoszą

ok. 1 mln ton, a strumień odpadów to ok. 12 mln ton rocznie (z czego frakcja palnej to ok. 6 mln ton). Oznacza to, że obecnie spalanych może być ok. ~16% odpadów komunalnych w frakcji palnej. Zniesienie limitu spalania (30%) naszym zdaniem ma przygotować możliwości prawne do potencjalnego wzrostu tego wskaźnika. Niemniej jednak sądzimy, że wprowadzone zmiany nie powinny mieć negatywnego wpływu dla Mo-BRUK.

## Ryzyko związane z użytkowaniem składowiska w Wałbrzychu

Grupa Mo-BRUK od wielu lat prowadziła działalność związaną ze składowaniem odpadów w Wałbrzychu, co nie podoba się lokalnym władzom i mieszkańcom. W marcu 2019 r. Grupa zakończyła składowanie i nie przyjmuje nowych odpadów, z obecnie w Wałbrzychu cały czas działa zakład recyklingu odpadów.

W lipcu 2016 r. Marszałek Województwa Dolnośląskiego wymierzył Grupie opłatę podwyższoną w wysokości 6 mln PLN za składowanie odpadów w 2013 r. Grupa odwołała się od decyzji i we wrześniu 2016 r. Samorządowe Kolegium Odwoławcze we Wrocławiu (SKO) na skutek rozpoznania odwołania uchyliło w całości zaskarżoną decyzję i przekazało sprawę Marszałkowi do ponownego rozpatrzenia. W listopadzie 2016 r. Marszałek ponownie naliczył Grupie opłatę podwyższoną. W wyniku rozpoznania kolejnego odwołania Grupy, w marcu 2017 r. SKO uchyliło zaskarżoną decyzję i zmieniło wysokość naliczonej opłaty podwyższonej na kwotę jedynie 807 PLN. Decyzja ta stała się ostateczna, a po zapłaconiu przez Grupę 807 PLN sprawa została zakończona.

W grudniu 2019 r. Marszałek Województwa Dolnośląskiego wszczął postępowanie za składowanie odpadów za rok 2015 i w czerwcu 2020 r. wydał decyzję o wymierzeniu opłaty podwyższonej w wysokości 17,6 mln PLN. W lipcu Grupa zaskarżyła decyzję, a w październiku Samorządowe Kolegium Odwoławcze we Wrocławiu (SKO) uchyliło zaskarżoną decyzję w całości i przekazało ją do ponownego rozpatrzenia organowi pierwszej instancji. SKO w uzasadnieniu swojej decyzji wskazało m.in. niepoprawne zaklasyfikowanie przez Marszałka części odpadów pochodzących z pożaru kwater składowiska z lipca 2015 r. jako powstałe w wyniku klęski żywiołowej, a nie jako powstałe w wyniku zdarzenia losowego. W zależności od klasyfikacji źródła pochodzenia odpadów ustalana jest stawka będąca podstawą wyliczenia opłat. Błędna klasyfikacja spowodowała zawyżenie wysokości opłaty podwyższonej około 6-krotnie, gdyż według naszych szacunków, zaklasyfikowanie tychże odpadów zgodnie z opinią SKO do kategorii zdarzeń losowych obniżyłoby łączny wymiar opłat do zapłaty przez spółkę z 17,6 mln PLN do ok. 3 mln PLN (bez odsetek). Decyzją SKO sprawa trafiła do ponownego rozpatrzenia przez Marszałka.

Naliczanie przez Marszałka opłaty dodatkowej za 2015 r. jest m.in. konsekwencją nieposiadania przez Spółkę decyzji zatwierdzającej instrukcję eksploatacji/prowadzenia składowiska odpadów. Spółka w styczniu 2015 r. (w ustawowym terminie) złożyła wniosek o wydanie nowej decyzji zatwierdzającej instrukcję prowadzenia składowiska odpadów. W listopadzie 2015 r. Marszałek odmówił zatwierdzenia instrukcji wskazując m.in. na nieposiadanie przez Spółkę pozwoleń na budowę i na użytkowanie składowiska. Decyzja taka została podtrzymana przez Ministra Środowiska, Wojewódzki Sąd Administracyjny oraz Naczelny Sąd Administracyjny. Spółka aktualnie jest stroną w postępowaniu sądowym dotyczącym kwestii samego posiadania/nieposiadania pozwoleń na budowę i na użytkowanie. Potencjalnie pozytywny wynik tego

postępowania umożliwiłyby Spółce wnioskować o wznowienie wcześniejszych postępowań w celu cofnięcia odmowy zatwierdzenia instrukcji przez Marszałka.

Z racji złożoności i przewlekłości postępowań, w przyszłości nie można wykluczyć wydania przez Marszałka Województwa Dolnośląskiego decyzji o nałożeniu dodatkowych opłat za składowanie odpadów w Wałbrzychu w latach kolejnych.

### **Ryzyko związane z wymogiem posiadania ważnych zezwoleń do prowadzenia działalności**

Prowadzenie działalności przez Grupę wymaga uzyskania odpowiednich zezwoleń. Funkcjonowanie poszczególnych zakładów odzysku odpadów oraz zakładów produkcji paliw alternatywnych wymagają pozwoleń Marszałków województw i Starostów powiatów danych lokalizacji. Aktualnie Grupa posiada wszystkie zasadnicze, konieczne dla jej bieżącej działalności pozwolenia z zastrzeżeniem, że w maju 2020 r. Minister Klimatu wydał decyzję cofającą bez odszkodowania decyzję Wojewody Dolnośląskiego z dnia 27 lipca 2007 r., którą udzielono pozwolenia zintegrowanego na prowadzenie instalacji w Wałbrzychu (tj. jednocześnie Składowiska oraz Zakładu Recyklingu Odpadów). Decyzja Ministra jest wynikiem postępowania toczącego się od października 2015 r., w którego toku WSA w Warszawie uchylił decyzję Ministra Środowiska w przedmiocie cofnięcia pozwolenia zintegrowanego dla ww. instalacji. Grupa złożyła wniosek o wstrzymanie wykonania decyzji Ministra Klimatu oraz skargę do WSA w Warszawie. W sierpniu 2020 roku WSA w Warszawie wstrzymał wykonanie decyzji Ministra Klimatu w sprawie cofnięcia pozwolenia zintegrowanego. Składowisko odpadów nie prowadzi już działalności, tym samym decyzja o cofnięciu pozwolenia zintegrowanego może mieć wpływ na kontynuację działalności Zakładu Recyklingu Odpadów. Nie posiadanie odpowiednich i ważnych zezwoleń byłoby równoznaczne z koniecznością zaprzestania działalności oraz ryzykiem nałożenia kar administracyjnych na Grupę.

### **Problemy z uzyskaniem zezwoleń na eksport odpadów**

W lutym 2020 r. Ministerstwo Klimatu w odpowiedzi na zapytanie o możliwość wprowadzenia zakazu importu odpadów stwierdziło, że „Polska nie może zakazać przywozu do Polski odpadów przeznaczonych do odzysku i wymienionych na tzw. zielonej liście odpadów (np. złom, makulatura). Import/eksport tych odpadów odbywa się w obrębie UE na zasadach swobodnego przepływu towarów i ewentualny zakaz musiałby dotyczyć całej Unii. Oznacza to, że Polska również nie mogłaby wtedy eksportować odpadów za granicę. Blokowanie transportów odpadów byłoby

niezgodne z prawem UE i ugruntowanym orzecznictwem TSUE. Jednocześnie Ministerstwo przypomniało, że w 2018 roku wprowadzony został „całkowity zakaz przywozu do Polski wszystkich rodzajów odpadów przeznaczonych do unieszkodliwiania oraz odpadów komunalnych i odpadów powstających z przetwarzania odpadów komunalnych, z wyłączeniem odpadów zebranych selektywnie przeznaczonych do recyklingu”.

Obrót odpadami między krajami, w tym RDF, podlega ścisłemu monitoringowi urzędów środowiskowych. Urzędy przyznają notyfikacje na eksport odpadów, a proces ich przyznawania trwa 4-6 miesięcy. W przyszłości mogą wystąpić problemy z wydłużeniem procesu notyfikacyjnego, co może np. uniemożliwić eksport RDF do klientów spoza kraju. Podobnie sytuacja ma miejsce w przypadku sprowadzania z innych krajów odpadów do zestalania i stabilizacji.

### **Ryzyko postępowań sądowych**

W toku prowadzonej działalności Grupa Mo-BRUK narażona jest na ryzyko postępowań sądowych toczących się z udziałem podmiotów z Grupy. Do istotnych aktualnie toczących się postępowań sądowych należy zaliczyć pozew złożony w lipcu 2018 r. przez Biuro Projektów i Realizacji Inwestycji Separator Sp. z o.o. wobec Grupy o obniżone wynagrodzenie w związku z nienależytym wykonaniem umowy o roboty budowlane. Wartość przedmiotu sporu to 3,5 mln PLN wraz z odsetkami ustawowymi. Aktualnie trwa postępowanie dowodowe, w czasie którego przeprowadzony zostanie dowód z opinii biegłych. Ponadto, istotnym sporem sądowym jest pozew złożony w listopadzie 2018 r. przez Grupę wobec Mostostal Kraków S.A. o odszkodowanie w związku z nienależytym wykonaniem umowy o roboty budowlane i zapłatę 4,3 mln PLN wraz z odsetkami ustawowymi. W sprawie aktualnie trwają przesłuchania świadków oraz dalsze postępowanie dowodowe, w czasie którego przeprowadzony zostanie dowód z opinii biegłego.

### **Ryzyko związane z efektami kontroli organów administracji publicznej**

Grupa w toku prowadzonej działalności jest przedmiotem stałej kontroli organów administracji publicznej, w szczególności Wojewódzkich Inspektoratów Ochrony Środowiska. W przypadku stwierdzenia wystąpienia uchybień na Grupę może zostać nałożona kara administracyjna, a w przypadku poważnych uchybień może zostać podjęta decyzja o wstrzymaniu działalności. Zarząd ocenia prawdopodobieństwo zaistnienia powyższego ryzyka jako niskie, a ewentualnych konsekwencji finansowych i operacyjnych jako ograniczone.

## Wycena

Wartość Mo-BRUK szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych implikuje wartość na poziomie 363,18 PLN, a wycena porównawcza 365,81 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	365,81
Wycena DCF	50%	363,18
	cena wynikowa	364,50
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>387,49</b>

### Dodatkowe założenia:

Przychody ze sprzedaży (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Spalanie	23,9	22,7	37,1	64,2	100,0	115,5	132,0	134,6	134,6
Zestalenie i stabilizacja	15,8	34,8	52,1	58,4	70,0	81,0	90,7	97,0	98,2
RDF	12,6	19,3	25,5	42,3	64,7	71,3	77,2	80,2	81,5
Pozostałe	13,3	15,9	15,8	15,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Razem</b>	<b>65,6</b>	<b>92,7</b>	<b>130,5</b>	<b>180,0</b>	<b>239,7</b>	<b>272,8</b>	<b>304,9</b>	<b>316,9</b>	<b>319,3</b>

Wolumeny (tys. ton)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Spalanie	30,8	26,5	23,4	18,4	20,0	22,0	24,0	24,5	25,0
Zestalenie i stabilizacja	55,3	119,9	162,8	167,8	182,8	197,8	212,8	227,8	232,8
RDF	80,9	89,4	78,8	73,0	110,0	120,0	130,0	135,0	140,0
<b>Razem</b>	<b>167,0</b>	<b>235,8</b>	<b>265,0</b>	<b>259,2</b>	<b>312,8</b>	<b>339,8</b>	<b>366,8</b>	<b>387,3</b>	<b>397,8</b>

Średnie ceny (tys. PLN/t)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Spalanie	0,776	0,857	1,585	3,489	5,000	5,250	5,500	5,500	5,390
Zestalenie i stabilizacja	0,286	0,290	0,320	0,348	0,383	0,410	0,426	0,426	0,422
RDF	0,156	0,216	0,324	0,579	0,588	0,594	0,594	0,594	0,582
<b>Razem</b>	<b>0,393</b>	<b>0,393</b>	<b>0,492</b>	<b>0,694</b>	<b>0,766</b>	<b>0,803</b>	<b>0,831</b>	<b>0,818</b>	<b>0,803</b>

Wykorzystanie mocy (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Spalanie	88%	76%	67%	53%	57%	63%	53%	54%	55%
Zestalenie i stabilizacja	33%	71%	96%	99%	65%	71%	76%	81%	83%
RDF	31%	34%	30%	28%	42%	46%	50%	52%	54%
<b>Razem</b>	<b>36%</b>	<b>51%</b>	<b>57%</b>	<b>48%</b>	<b>58%</b>	<b>64%</b>	<b>69%</b>	<b>72%</b>	<b>74%</b>

Źródło: mBank

Inwestycje (mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Odtworzeniowe	3	4	5	6	7	8
Akwizycje	0	0	0	0	0	0
Rozbudowa mocy	0	5	12	0	0	0
Dezinvestycje	-2	-13	0	0	0	0
<b>Razem</b>	<b>1</b>	<b>-5</b>	<b>17</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>

Źródło: mBank



## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec 2020 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2019 r.
- Od wyceny odejmujemy wypłaconą w 1H'20 dywidendę akcjonariuszom.
- Zdecydowaliśmy się na parametr beta na poziomie 1,0. Analogiczną wartość stosowaliśmy przy wycenie Elemental Holding.

### Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	+
Przychody ze sprzedaży	180,0	239,7	272,8	304,9	316,9	319,3	318,8	318,2	327,1	336,3	345,6
zmiana	37,9%	33,2%	13,8%	11,8%	3,9%	0,8%	-0,1%	-0,2%	2,8%	2,8%	2,8%
EBITDA	99,7	122,2	133,9	142,6	143,8	139,2	131,3	123,0	124,0	124,9	125,5
marża EBITDA	55,4%	51,0%	49,1%	46,8%	45,4%	43,6%	41,2%	38,7%	37,9%	37,1%	36,3%
Amortyzacja	6,0	6,6	8,2	8,0	8,1	8,3	8,2	8,0	7,9	7,8	7,9
EBIT	93,8	115,5	125,8	134,7	135,8	131,0	123,1	115,0	116,1	117,1	117,6
marża EBIT	52,1%	48,2%	46,1%	44,2%	42,8%	41,0%	38,6%	36,1%	35,5%	34,8%	34,0%
Opodatkowanie EBIT	18,2	22,5	24,5	26,2	26,5	25,5	24,0	22,4	22,6	22,8	22,9
NOPLAT	75,6	93,1	101,3	108,4	109,3	105,4	99,1	92,6	93,5	94,3	94,6
CAPEX	-1,0	4,5	-16,5	-6,0	-7,0	-8,0	-8,2	-8,3	-8,5	-8,7	-8,8
Kapitał obrotowy	-14,2	-15,6	-9,8	-9,5	-5,1	-2,9	-2,3	-2,3	-4,4	-4,4	-3,0
FCF	66,3	88,5	83,2	100,9	105,3	102,8	96,9	90,0	88,5	89,0	90,8
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
PV FCF	66,3	81,6	70,7	79,0	76,0	68,3	59,4	50,9	46,1	42,7	40,2

WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Premia za ryzyko	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Efektywna stopa podatkowa	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 396,6
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	670,2
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	640,9
Wartość firmy (EV)	1 311,1
Dług netto	-13,1
Dywidenda za 2019 rok	-48,4
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	1 275,8
Liczba akcji (mln)	3,5
Wartość firmy na akcję (PLN)	363,2
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>386,1</b>

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	10,6
P/E ('21) dla ceny docelowej	14,6
Udział TV w EV	51,1%

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	304,1	319,1	338,2	363,1	446,1
WACC +0,5 p.p.	320,3	337,9	360,4	390,6	496,0
WACC	338,4	359,1	<b>386,1</b>	423,0	559,9
WACC -0,5 p.p.	358,7	383,2	416,0	461,8	645,0
WACC -1,0 p.p.	381,7	411,1	451,2	509,1	763,8

## Wycena porównawcza

W wycenie mnożnikowej porównujemy Grupę Mo-BRUK do spółek z branży zagospodarowania odpadów oraz recyklingu metali kolorowych.

**Advanced Disposal Services** – spółka zajmuje się zbiórką i recyklingiem stałych odpadów niebezpiecznych. Spółka działa na terenie Stanów Zjednoczonych.

**Alumetal** – kupuje złomy aluminium i przetapia je na stopy do silników dla motoryzacji. Spółka działa w Polsce, a eksportuje wyroby do Europy Zachodniej.

**Ambipar Participacoes e Empreendimentos** – spółka oferuje usługi oczyszczania z odpadów. Usługi obejmują zbiórkę, recykling, unieszkodliwianie, ochronę przed zanieczyszczeniem w transporcie oraz świadczy inne prośrodowiskowe rozwiązania. Spółka działa na całym świecie.

**Asahi Holdings** – to spółka holdingowa zajmująca się zbieraniem i recyklingiem metali szlachetnych z elektroniki, biżuterii, czy odpadów dentystycznych.

**Befesa** – to największy w Europie recykler pyłów po stalowniczych, Spółka działa w Europie, Turcji i Chinach, a z pyłów pozyskuje cynk.

**Biffa** – spółka holdingowa oferująca usługi zbierania odpada, unieszkodliwiania, recyklingu i przetwarzania. Spółka zajmuje się odpadami komunalnymi i przemysłowymi na terenie Wielkiej Brytanii.

**Bingo Industries** – zajmuje się gospodarką odpadami i recyklingiem. Spółka odbiera odpady papierowe, oraz odpady płynne jak oleje czy chemikalia.

**Charah Solutions** – zajmuje się gospodarką odpadami, między innymi odbiorem pyłu powęglowego, recyklingiem odpadów. Spółka działa w USA.

**China Resources and Environment** – Grupa działa na rynku recyklingu odpadów stałych. Grupa zbiera, przetwarza i poddaje recyklingowi metale, elektronikę, gumę, plastik, chemikalia i inne materiały na całym świecie. Grupa oferuje też działalność poza gospodarką odpadami.

**Cleanaway Waste Management** – oferuje recykling, gospodarkę niebezpiecznymi odpadami płynnymi. Grupa obsługuje klientów przemysłowych, medycznych, czy podsektory rządowe w Australii.

**Cognor** – spółka skupuje złom stalowy i metodą łuku elektrycznego przetwarza złom na końcowe produkty stalowe. Grupa działa w Polsce.

**Comercial Metals Company** – przetwarza, poddaje recyklingowi (w piecach elektrycznych) i sprzedaje pochodne frakcje stali. Grupa działa głównie w USA.

**Daiseki** – Grupa działa w obszarze odpadów palnych płynnych w Japonii. Unieszkodliwia i poddaje recyklingowi zużyte oleje przemysłowe.

**GFL Environment** – działa w branży gospodarki odpadami. Zajmuje się zbieraniem, transportem, przetwarzaniem, recyklingiem i unieszkodliwianiem odpadów płynnych zarówno bezpiecznych jak i szkodliwych dla środowiska. Spółka obsługuje klientów przemysłowych jak i komunalnych w Kanadzie.

**Insun ENT** – specjalizuje się w gospodarce odpadami i recyklingu. Obsługuje place budowy oraz bierze udział w działaniach związanych z oczyszczeniem terenów budowlanych.

**Lassila & Tikanoja** – oferuje gospodarkę odpadami i recykling, usługi sprzątania, czy unieszkodliwianie odpadów niebezpiecznych. Grupa obsługuje klientów przemysłowych i komunalnych w Finlandii.

**Renewi** – oferuje gospodarkę odpadami. Zajmuje się zbieraniem i recyklingiem paliw, papieru, plastiku, czy drewna i materiałów biodegradowalnych. Spółka działa w Europie i Północnej Ameryce.

**Schnitzer Steel Industries** – działa w branży odpadów stalowych w zachodnich Stanach Zjednoczonych. Dostarcza złom stalowy do hut.

**Seche Environment** – oferuje usługi związane z gospodarką odpadami jak transport, sortowanie, czy unieszkodliwianie. Spółka obsługuje klientów komunalnych oraz przemysłowych. Zajmuje się również utylizacją odpadów niebezpiecznych.

**Sims Metal** – wiodący gracz na rynku odpadów metali w Chinach. Spółka skupuje, przetwarza i sprzedaje złomy metali kolorowych i stalowych. Działa na całym świecie.

**Tervita Corporation** – oferuje gospodarkę odpadami oraz usługi związane z ochroną środowiska. Firma oferuje usługi w zakresie bioremediacji, utylizacji odpadów z pól naftowych, recyklingu metali. Tervita obsługuje klientów w Kanadzie.

**US Ecology** – świadczy usługi w zakresie zbierania i zarządzania odpadami stałymi. Spółka oferuje usługi w zakresie unieszkodliwiania odpadów stałych, zagospodarowania odpadów, recyklingu termicznego, odzysku metali oraz czyszczenia i konserwacji przemysłowej. US Ecology obsługuje klientów w Stanach Zjednoczonych.

**Waste Management** – świadczy usługi w zakresie gospodarki odpadami, w tym zbieranie, przekazywanie, recykling, odzyskiwanie zasobów i utylizację, a także obsługuje zakłady przetwarzania odpadów na energię. Firma obsługuje klientów komunalnych, handlowych, przemysłowych i mieszkaniowych w całej Ameryce Północnej.

**Wolverine Energy and Infrastructure** – świadczy zróżnicowane usługi w zakresie budowy infrastruktury energetycznej i środowiskowej. Spółka oferuje usługi w zakresie gospodarki wodnej, unieszkodliwiania odpadów i recyklingu, a także usługi w zakresie pól naftowych, ciężkiego sprzętu, budowy, transportu, wynajmu przyczep. Wolverine Energy and Infrastructure obsługuje klientów w Kanadzie.

## Analiza porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ADVANCED DISPOSAL SERVICES I	USA	-	-	-	-	-	-
ALUMETAL SA	Polska	17,4	14,6	11,8	10,0	8,5	7,1
AMBIPAR PARTICIPACOES E EMPR	UK	-	28,0	19,9	12,2	8,9	7,5
ASAHI HOLDINGS INC	Japonia	15,6	9,5	9,2	-	10,4	10,5
BEFESA	Niemcy	39,6	27,1	20,4	18,4	14,0	11,5
BIFFA PLC	UK	10,9	-	17,3	7,2	9,3	7,1
BINGO INDUSTRIES LTD	Australia	33,2	41,3	25,2	14,3	14,8	11,2
CHARAH SOLUTIONS INC	USA	-	8,4	-	-	-	-
CHINA RESOURCE AND ENVIRO-A	Chiny	16,9	14,5	12,4	-	-	-
CLEANAWAY WASTE MANAGEMENT L	Australia	-	30,9	26,4	-	11,3	10,3
COGNOR	Polska	10,5	7,2	5,8	4,3	3,4	2,8
COMMERCIAL METALS CO	USA	9,9	13,0	13,9	5,5	6,4	6,3
DAISEKI CO LTD	Japonia	20,8	23,6	20,5	10,6	-	-
GFL ENVIRONMENTAL INC-SUB VT	Kanada	-	-	-	-	12,7	11,5
INSUN ENT CO LTD	Korea Płd.	13,8	11,6	9,3	10,4	7,8	6,0
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Finlandia	20,0	16,7	15,4	7,9	7,3	6,9
RENEWI PLC	UK	11,0	23,1	11,0	4,8	5,6	4,9
SCHNITZER STEEL INDS INC-A	USA	74,2	26,0	22,1	12,9	-	-
SECHE ENVIRONNEMENT	Francja	24,3	16,4	12,6	6,0	5,4	4,7
SIMS METAL MANAGEMENT LTD	USA	-	-	24,1	-	10,0	7,6
TERVITA CORP	Kanada	-	-	-	5,8	5,7	4,7
US ECOLOGY INC	USA	-	-	-	11,5	10,1	9,0
WASTE MANAGEMENT INC	USA	29,3	25,4	22,9	14,5	12,7	11,9
WOLVERINE ENERGY & INFRASTRU	Kanada	-	-	-	6,8	7,9	6,4
MIN		9,9	7,2	5,8	4,3	3,4	2,8
MAX		74,2	41,3	26,4	18,4	14,8	11,9
<b>Mediana</b>		<b>17,4</b>	<b>16,7</b>	<b>16,3</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>	<b>7,1</b>
Mo-BRUK		11,5	9,3	8,5	8,3	6,6	5,9
premia (dyskonto)		-34,0%	-44,4%	-47,7%	-16,6%	-25,9%	-16,4%

## Implikowana wycena

Mediana	17,4	16,7	16,3	10,0	8,9	7,1
Dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%

## Wartość firmy na akcję (PLN)

365,81

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	65,6	92,7	130,6	180,0	239,7	272,8	304,9	316,9	319,3
zmiana	-	41,2%	40,9%	37,9%	33,2%	13,8%	11,8%	3,9%	0,8%
Spalanie	23,9	22,7	37,1	64,2	100,0	115,5	132,0	134,6	134,6
Zestalenie i stabilizacja	15,8	34,8	52,1	58,4	70,0	81,0	90,7	97,0	98,2
RDF	12,6	19,3	25,5	42,3	64,7	71,3	77,2	80,2	81,5
Pozostałe	13,3	15,9	15,8	15,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Koszty wytworzenia	9,0	10,8	11,5	15,0	36,9	46,8	61,6	65,0	66,8
Amortyzacja	6,1	5,9	6,1	6,0	6,6	8,2	8,0	8,1	8,3
Zużycie surowców i materiałów	9,0	10,8	11,5	15,0	36,9	46,8	61,6	65,0	66,8
Usługi obce	14,4	19,9	28,5	30,8	46,0	53,9	58,6	62,5	65,1
Koszt świadczeń pracowniczych	13,7	15,2	18,6	22,0	27,8	31,4	35,3	38,7	41,4
Podatki i opłaty	1,7	2,4	1,3	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Pozostałe koszty	1,3	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	8,6	11,0	12,2	9,8	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Zmiana stanu produktów	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	0,0	-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>10,4</b>	<b>26,6</b>	<b>50,2</b>	<b>93,8</b>	<b>115,5</b>	<b>125,8</b>	<b>134,7</b>	<b>135,8</b>	<b>131,0</b>
zmiana	-	155,4%	88,9%	86,9%	23,2%	8,8%	7,1%	0,8%	-3,5%
marża EBIT	15,9%	28,7%	38,4%	52,1%	48,2%	46,1%	44,2%	42,8%	41,0%
Wynik na działalności finansowej	-1,9	-1,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Odpisy jednorazowe / rewaluacje	-0,1	1,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>8,5</b>	<b>25,3</b>	<b>49,6</b>	<b>93,5</b>	<b>115,4</b>	<b>125,6</b>	<b>134,6</b>	<b>135,7</b>	<b>130,9</b>
Podatek dochodowy	1,6	4,8	9,5	18,2	22,5	24,5	26,2	26,5	25,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>6,9</b>	<b>20,5</b>	<b>40,1</b>	<b>75,3</b>	<b>92,9</b>	<b>101,1</b>	<b>108,3</b>	<b>109,2</b>	<b>105,4</b>
zmiana	-	197,8%	95,4%	87,7%	23,4%	8,9%	7,1%	0,8%	-3,5%
marża	10,5%	22,1%	30,7%	41,8%	38,7%	37,1%	35,5%	34,5%	33,0%
<b>Zysk netto (skorygowany)</b>	<b>7,0</b>	<b>19,7</b>	<b>40,6</b>	<b>75,3</b>	<b>92,9</b>	<b>101,1</b>	<b>108,3</b>	<b>109,2</b>	<b>105,4</b>
Amortyzacja	6,1	5,9	6,1	6,0	6,6	8,2	8,0	8,1	8,3
<b>EBITDA</b>	<b>16,5</b>	<b>32,4</b>	<b>56,3</b>	<b>99,7</b>	<b>122,2</b>	<b>133,9</b>	<b>142,6</b>	<b>143,8</b>	<b>139,2</b>
zmiana	-	96,0%	73,4%	77,3%	22,5%	9,6%	6,5%	0,9%	-3,2%
marża EBITDA	25,2%	35,0%	43,1%	55,4%	51,0%	49,1%	46,8%	45,4%	43,6%
<b>EBITDA (skorygowana)</b>	<b>16,7</b>	<b>31,5</b>	<b>56,9</b>	<b>99,7</b>	<b>122,2</b>	<b>133,9</b>	<b>142,6</b>	<b>143,8</b>	<b>139,2</b>
Liczba akcji na koniec roku (mln)	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
EPS	1,9	5,7	11,2	21,4	26,4	28,8	30,8	31,1	30,0
CEPS	3,6	7,4	12,9	23,1	28,3	31,1	33,1	33,4	32,3
ROAE	7,6%	18,8%	30,3%	47,3%	48,4%	46,3%	44,0%	40,7%	36,8%
ROAA	4,2%	12,0%	21,1%	35,7%	38,8%	38,7%	37,8%	35,6%	32,7%



## Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>AKTYWA</b>	162,2	171,0	189,8	210,8	239,0	261,5	286,5	306,7	322,3
Majątek trwały	147,9	140,1	134,2	127,9	114,4	120,3	115,9	112,4	109,8
Wartość niematerialne i prawne	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9
Rzeczowe aktywa trwałe	145,3	138,4	132,5	126,2	112,7	118,4	114,0	110,5	107,7
Wartość firmy	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Należności długoterminowe	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe RM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Majątek obrotowy</b>	14,3	30,9	55,6	82,9	124,7	141,2	170,6	194,2	212,5
Zapasy	0,9	0,9	1,0	1,4	1,8	2,1	2,3	2,4	2,4
Należności krótkoterminowe	9,5	14,0	26,0	35,8	47,7	54,3	60,7	63,1	63,6
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	2,7	14,8	27,4	42,9	71,5	80,7	102,9	123,9	141,6
Krótkoterminowe RM	1,3	1,1	1,2	2,7	3,7	4,2	4,7	4,8	4,9

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>PASYWA</b>	162,2	171,0	189,8	210,8	239,0	261,5	286,5	306,7	322,3
Kapitał własny	90,8	109,3	132,2	159,1	191,7	218,6	246,0	268,6	286,5
Kapitał akcyjny	36,1	36,1	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Kapitał zapasowy	34,9	39,8	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1	43,1
Zysk z lat ubiegłych	12,9	12,9	12,9	4,6	19,7	38,2	58,5	80,1	102,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	22,9	12,9	5,6	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Dług	22,9	12,9	5,6	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	15,2	15,7	19,9	17,9	15,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Zobowiązania handlowe	5,4	7,0	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Dług	9,7	8,7	8,7	6,7	4,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Rezerwy na zobowiązania	3,6	5,7	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
<b>Pozostałe</b>	29,7	27,3	24,9	22,5	20,1	17,7	15,3	12,9	10,5
Dług	32,7	21,6	14,3	10,8	8,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Dług netto	30,0	6,8	-13,1	-32,1	-62,6	-73,8	-96,1	-117,1	-134,8
(Dług netto / Kapitał własny)	33,0%	6,2%	-9,9%	-20,2%	-32,7%	-33,8%	-39,1%	-43,6%	-47,0%
(Dług netto / EBITDA)	1,8	0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-1,0
<b>BVPS</b>	25,4	30,6	37,0	45,3	54,6	62,2	70,0	76,4	81,6

## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	13,9	27,5	40,3	68,7	86,4	102,1	109,3	114,7	113,2
Zysk netto	6,9	20,5	40,1	75,3	92,9	101,1	108,3	109,2	105,4
Amortyzacja	6,1	5,9	6,1	6,0	6,6	8,2	8,0	8,1	8,3
Kapitał obrotowy	-0,2	0,2	-5,6	-14,2	-15,6	-9,8	-9,5	-5,1	-2,9
Pozostałe	1,1	0,9	-0,2	1,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Przepływy inwestycyjne	-1,9	-1,1	-1,0	-1,0	4,5	-16,5	-6,0	-7,0	-8,0
CAPEX	-1,9	-1,1	-1,6	-1,0	4,5	-16,5	-6,0	-7,0	-8,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-12,6	-14,3	-26,7	-52,2	-62,4	-76,4	-81,0	-86,7	-87,5
Dług	-10,8	-11,0	-8,8	-3,5	-2,0	-2,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	-2,0	-17,2	-48,4	-60,2	-74,3	-80,9	-86,7	-87,4
Pozostałe	-1,8	-1,3	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	-0,6	12,1	12,6	15,5	28,5	9,2	22,3	21,0	17,7
Środki pieniężne na koniec okresu	2,7	14,8	27,4	42,9	71,5	80,7	102,9	123,9	141,6
DPS (PLN)	0,00	0,56	4,82	13,77	17,14	21,15	23,03	24,67	24,87
FCF	12,9	25,8	40,2	66,3	88,5	83,2	100,9	105,3	102,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-2,9%	-1,2%	-1,2%	-0,6%	1,9%	-6,0%	-2,0%	-2,2%	-2,5%

## Wskaźniki rynkowe

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	127,6	42,8	21,9	11,5	9,3	8,5	8,0	7,9	8,2
P/E (skorygowany)	125,5	44,5	21,6	11,5	9,3	8,5	8,0	7,9	8,2
P/CE	67,4	33,3	19,0	10,6	8,7	7,9	7,4	7,4	7,6
P/BV	9,7	8,0	6,6	5,4	4,5	4,0	3,5	3,2	3,0
P/S	13,4	9,5	6,7	4,8	3,6	3,2	2,8	2,7	2,7
FCF/EV	1,4%	2,9%	4,6%	8,0%	11,0%	10,5%	13,1%	14,1%	14,1%
EV/EBITDA	54,9	27,3	15,4	8,3	6,6	5,9	5,4	5,2	5,2
EV/EBITDA (skorygowany)	54,5	28,1	15,2	8,3	6,6	5,9	5,4	5,2	5,2
EV/EBIT	87,4	33,3	17,3	8,9	6,9	6,3	5,7	5,5	5,6
EV/S	13,9	9,6	6,6	4,6	3,3	2,9	2,5	2,4	2,3
CFO/(EBITDA skor.)	83%	87%	71%	69%	71%	76%	77%	80%	81%
DYield	0,0%	0,2%	2,0%	5,6%	7,0%	8,6%	9,4%	10,0%	10,1%
Cena (PLN)	246,00	246,00	246,00	246,00	246,00	246,00	246,00	246,00	246,00
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
MC (mln PLN)	878,9	878,9	878,9	864,2	864,2	864,2	864,2	864,2	864,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	908,9	885,7	865,8	832,1	801,5	790,3	768,1	747,1	729,4

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił funkcję podmiotu współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. współprowadził księgę popytu na akcje emitenta w ofercie publicznej.  
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 11 stycznia 2021 o godzinie 08:09.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 stycznia 2021 o godzinie 08:20.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Mo-BRUK.**

**mBank S.A.**

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)