



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

MS Zabrze naszym zdaniem nadal wykazuje niedowartościowanie względem sektora (wycena nawet przy zakładanym pogorszeniu r/r wyników w 2025 roku nie jest wymagająca – EV/EBITDA'25=3,4) oraz posiada silną pozycję gotówką. Spółka odbudowała w ostatnich miesiącach portfel, posiada także istotny pipeline. Zakładamy także, że na trwale osiągnęła możliwość dystrybucji gotówki do akcjonariuszy (zakładamy w 2025 skup akcji/dywidendę na poziomie 8% obecnej kapitalizacji). Część nadwyżki gotówkowej spółka zainwestowała (Polwax) lub być może zainwestuje (Stalmech – transakcja warunkowa zawarciem układu, potrzebna zmiana dotychczasowego modelu biznesowego) w aktywa w obszarze przemysłowym, które wymagają istotnej naprawy. Zwracamy uwagę, że w ostatnich kilku latach sam MSZ przeszedł udany proces trudnej restrukturyzacji. Kluczowe w przypadku Polwaxu jest zamknięcie sporu z Orlen Projekt, który rzutuje w ostatnich latach na postrzeganie spółki. Ceną docelową dla 1 akcji spółki obecnie ustalamy na 5,69 PLN (poprzednio 4,85 PLN). Implikuje to rekomendację Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 704 mln PLN przychodów (-37% r/r) oraz 53,0 mln PLN zysku netto (+13% r/r, w tym ujęte jest 27,3 mln PLN zysku na nabyciu Polwaxu, który konsolidowany jest od sierpnia). W samym 3Q'24 MSZ miał 249 mln PLN przychodów oraz 34,2 mln PLN zysku netto. Gotówka netto wyniosła 122 mln PLN (z uwzględnieniem 93 mln PLN obligacji).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów wyróżniających ją na tle innych podmiotów jak: dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers. W ostatnich kwartałach grupa rozszerza swój profil w kierunku działalności przemysłowej (dotychczas w tym obszarze wykonywała stalowe konstrukcje maszynowych, jako podwykonawca). W 3Q'24 przejęto kontrolę nad, znajdującym się w trudnej sytuacji finansowej, Polwaxem (nabycie akcji nowej emisji za 31 mln PLN, co daje 49,9% udziałów). W 4Q'24 kwotą 10 mln PLN dokapitalizowano ModQ Solutions (100% akcji należy do MSZ). Spółka ma docelowo przejąć przedsiębiorstwo Stalmech, jeśli dojdzie do zatwierdzenia układu. Może to jednak zająć jeszcze kilka kwartałów, w tym czasie ModQ chce samodzielnie rozwinąć sprzedaż stalowych, budowlanych systemów modułowych. Powyższe aktywa kwalifikują się do kategorii „trudnych”, aczkolwiek potencjalna relacja zwrotu do ryzyka może okazać wysoka (i) w przypadku Polwaxu poduszka bezpieczeństwa może być restrukturyzacja zbędnego majątku, ii) w przypadku Stalmechu zaletą jest nowoczesny park maszynowy. Zwracamy uwagę, że sam MSZ przeszedł w ostatnich latach wymagającą ścieżkę restrukturyzacji operacyjnej, majątkowej czy zamknięcia wielu spraw spornych, co zbudowało wewnętrzne kompetencje w tych obszarach.

Portfel

Wartość portfela po 3Q'24 (realnie po X'24) wynosiła ok 0,77 mld PLN (+29% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +17% r/r). W pipeline spółka miała 777 mln PLN (+204% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +145% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w XI-XII'24, kiedy podpisano kontrakty za 424 mln PLN. Obecny wzrost portfela powinien mieć przełożenie w obszarze budowlanym już od 4Q'24. Spółka komunikuje, że stara się ostrożnie podchodzić do ofertowania na obecnym trudnym rynku, aczkolwiek trudno oczekiwać utrzymania ostatnich poziomów marż. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń.

Prognozy wyników, wskaźniki

Wyniki samego 4Q'24 będą istotnie słabsze r/r na poziomie EBIT, co będzie pochodną normalizacji marż. Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej (ok 140 mln PLN gotówki netto). W całym 2024 roku prognozujemy 988 mln PLN przychodów i 59,2 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy na 2025/26 zakładamy odpowiednio 1,17 / 1,25 mld PLN przychodów oraz 32 / 35 mln PLN zysku netto. W 2026 roku zakładamy, że Polwax zapłaci na rzecz Orlen Projekt 39 mln PLN (kwota z wyroku sądowego z nalicznymi do 2023 roku odsetkami - zakładamy ugodę na tym poziomie). W modelu nie uwzględniamy ewentualnej akwizycji Stalmechu. Spółka handlowana jest na EV/EBITDA=3,4x dla lat 2025-26.

	2022	2023	2024P**	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1 172,3	1 351,4	988,2	1 170,5	1 253,3	1 325,2
Zysk na sprzedaży	60,4	91,6	44,8	42,8	52,6	57,8
EBITDA [mln PLN]	71,0	109,5	91,6	65,3	74,2	79,4
EBIT [mln PLN]	58,3	93,0	72,7	42,8	52,6	57,8
Zysk netto [mln PLN]	32,0	74,2	59,2	31,5	35,3	38,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-62,2	-173,1	-139,6	-135,5	-105,3	-115,9
P/BV	1,7	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E	12,1	5,1	6,0	11,3	10,1	9,4
EV/EBITDA	4,6	1,9	2,4	3,4	3,4	3,0
EV/EBIT	5,6	2,2	3,0	5,2	4,8	4,2
DPS* [PLN/akcję]	0,00	0,12	0,47	0,43	0,34	0,39

*dywidenda lub skup akcji własnych, **wyniki od linii EBITDA w dół uwzględniają 27,3 mln PLN zysku na zakupie Polwaxu

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 5,69 PLN

02 STYCZEŃ 2025, 08:10 CEST

Wycena DCF [PLN]	5,76
Wycena porównawcza [PLN]	5,42
Wycena końcowa [PLN]	5,69
Potencjał do wzrostu / spadku	9,4%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	5,20
Kapitalizacja [mln PLN]	357,0
Ilość akcji [mln. szt.]*	68,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,27
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,94
Stopa zwrotu za 3 mc	8,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	9,5%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	39,0%
MS Zabrze	7,2%
AgioFunds TFI	5,8%
Bigus Bogdan	5,0%
Pozostali	42,9%

*liczba skorygowana o akcje własne

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	7
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE.....	9
STRATEGIA 2023-26.....	12
ISTOTNE SPORY PRAWNE	13
POLWAX	14
STALMECH	17
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	18
DANE FINANSOWE	23

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	26,5	12,1	5,1	6,0	11,3	10,1	9,4
P/BV	2,0	1,7	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,4	4,6	1,9	2,4	3,4	3,4	3,0
EV/EBIT	11,6	5,6	2,2	3,0	5,2	4,8	4,2
EV/S	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	2,56	3,04	3,91	4,54	4,56	4,73	4,90
EPS	0,20	0,43	1,01	0,86	0,46	0,51	0,55
DPS/skup (w danym roku)	0,00	0,00	0,12	0,47	0,43	0,34	0,39
Payout ratio	0%	0%	27%	46%	50%	75%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	770	1 172	1 351	988	1 171	1 253	1 325
Realizacje przemysłowe	348	522	593	406	470	508	541
Produkcja mechaniczna	126	164	181	145	134	145	154
Ogólne	286	477	563	301	345	373	396
Produkcja chemiczna	0	0	0	129	213	220	226
Inne	10	9	16	7	8	8	8
Zysk brutto ze sprzedaży	77	112	155	129	139	155	166
SG&A	47	52	64	85	96	102	108
PPO/PKO	2	-2	1	28	0	0	0
EBITDA	44	71	110	92	65	74	79
EBIT	32	58	93	73	43	53	58
Realizacje przemysłowe	6	36	55	32	29	33	35
Produkcja mechaniczna	6	9	8	-7	-1	3	5
Ogólne	26	41	46	26	19	19	19
Produkcja chemiczna	0	0	0	5	4	6	8
Inne	-6	-27	-16	-11	-8	-8	-8
Wyłączenia	0	0	0	28	0	0	0
Zysk brutto	23	56	101	76	45	52	56
Zysk netto	15	32	74	59	32	35	38
Dług netto	-16	-62	-173	-140	-136	-105	-116

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	25%	52%	15%	-27%	18%	7%	6%
EBITDA zmiana r/r	14%	60%	54%	-16%	-29%	14%	7%
Zysk netto zmiana r/r	44%	118%	132%	-20%	-47%	12%	8%
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	9,6%	11,5%	13,1%	11,8%	12,4%	12,5%
Marża EBITDA	5,8%	6,1%	8,1%	9,3%	5,6%	5,9%	6,0%
Marża netto	1,9%	2,7%	5,5%	6,0%	2,7%	2,8%	2,9%
ROE	7,7%	14,1%	25,9%	19,0%	10,1%	10,9%	11,3%
ROA	3,0%	4,7%	10,5%	7,5%	3,8%	4,2%	4,4%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	155	173	273	394	392	394	394
WNiP	4	4	4	5	5	5	5
Rzeczowe aktywa trwałe	69	79	92	204	203	204	204
Pozostałe aktywa trwałe	82	90	177	185	185	185	185
Aktywa obrotowe	339	505	437	396	445	437	466
Zapasy	28	30	29	51	61	65	69
Należności krótkoterminowe	258	373	282	255	302	324	342
Środki pieniężne	48	86	117	82	74	40	46
Pozostałe aktywa obrotowe	5	17	9	8	9	9	9
Aktywa razem	494	678	710	790	838	831	860
Kapitał własny	191	227	287	311	313	325	337
Udziały mniejszości	2	3	3	61	62	63	66
Zobowiązania i rezerwy	301	448	420	417	463	442	458
Rezerwy na zobowiązania	49	74	66	114	114	75	75
Oprocentowane zobowiązania	32	32	36	35	31	27	23
Zobowiązania pozostałe	220	343	318	269	318	340	360
Pasywa razem	494	678	710	790	838	831	860

Dług netto*	-16	-62	-173	-140	-136	-105	-116
Dług netto / Kapitał własny	-0,1	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,9	-1,6	-1,5	-2,1	-1,4	-1,5

*łącznie z zakupionymi obligacjami

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	22	69	143	52	40	12	55
CFI	22	-17	-87	-6	-13	-17	-16
CFF	-25	-14	-25	-81	-35	-30	-32
- w tym dywidenda	0	0	0	0	30	24	26
Przepływy pieniężne netto	19	38	31	-35	-8	-34	7
CAPEX / Amortyzacja	45%	80%	68%	95%	95%	105%	101%

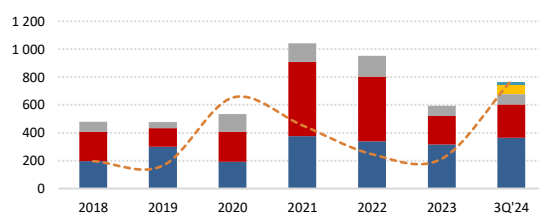
MOSTOSTAL ZABRZE

Rekomendacja	Akumuluj	www: www.mz.pl
Wycena końcowa [PLN]	5,69	
Potencjał do wzrostu /	9%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	5,20	4Q'24: b.d.
Ilość akcji [mln. szt.]	68,7	1Q'25: b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	357,0	

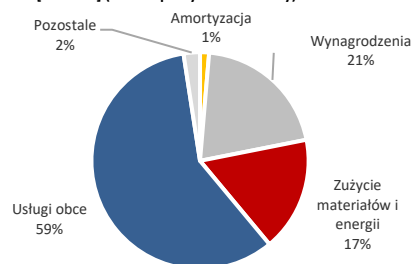
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody	366	231	232	223	249	285
Realizacje przemysłowe	167	74	103	114	89	100
Produkcja mechaniczna	41	40	42	37	33	34
Ogólne	156	112	86	70	65	80
Produkcja chemiczna	0	0	0	0	61	69
Inne	2	5	2	2	2	2
Zysk brutto ze sprzedaży	38	52	32	27	36	34
SG&A	17	20	17	19	24	25
PPO/PKO	0	3	0	0	28	0
EBITDA	24	40	19	12	46	15
EBIT	20	35	15	7	41	9
Realizacje przemysłowe	12	19	5	10	9	7
Produkcja mechaniczna	1	0	0	-2	-3	-2
Ogólne	12	18	11	2	8	5
Produkcja chemiczna	0	0	0	0	2	3
Inne	-5	-2	-2	-3	-3	-3
Wyłączenia	0	0	1	0	28	0
Zysk brutto	21	36	16	9	40	10
Zysk netto	14	27	12	7	34	6
Dług netto	-143	-173	-172	-174	-122	-140

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody zmiana r/r	4,9%	-27,2%	-33,3%	-45,4%	-31,9%	23,4%
EBITDA zmiana r/r	31,7%	69,5%	-5,3%	-55,1%	91,1%	-62,3%
Zysk netto zmiana r/r	36,3%	204,8%	8,3%	-68,6%	136,8%	-77,5%
Marża brutto na sprzedaży	10,3%	22,7%	13,6%	12,1%	14,6%	12,1%
Marża EBITDA	6,6%	17,3%	8,1%	5,2%	18,5%	5,3%
Marża netto	3,9%	11,8%	5,2%	3,0%	13,7%	2,2%

Portfel [mln PLN]



Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)



WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,76 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2025 – 2027, dała wartość 1 akcji na poziomie 5,42 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena 1 akcji spółki wynosi w takim wypadku 5,69 PLN.

W kalkulacji nie uwzględniliśmy sporów toczonych z Województwem Śląskim dotyczących Stadionu Śląskiego (potencjalny koszt dla spółki) i DTŚ (potencjalny zysk dla spółki) ze względu na odległy horyzont czasowy ich możliwego rozstrzygnięcia.

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	5,76
Wycena metodą porównawczą	20%	5,42
Wycena 1 akcji [PLN]		5,69
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		0,00
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]		5,69

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja ryzyka z tytułu istotnych sporów prawnych

kontrakt	strona	pozew przez MSZ [mln PLN]	pozew przeciw MSZ [mln PLN]
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7 (x41,5%*)
DTŚ	Woj. Śląskie	68,9	0,0
	suma	86,1	73,8
wygrana MSZ [mln PLN]	86,1		
przegrana MSZ [mln PLN]	-73,8		
środek przedziału [mln PLN]	6,2		
liczba akcji [mln szt]	68,7		
wartość/akcję [PLN]	0,09		

Źródło: DM BDM S.A., *41,5% ze 177,7 mln PLN żądanego od całego konsorcjum (odsetek przyjęty na bazie pierwotnie wnioskowanej kwoty)

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,80%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- W 2024 roku zakładamy, że spółka wypracuje niecały 1,0 mld PLN skonsolidowanych przychodów. Biorąc pod uwagę obecny backlog spółki oraz pipeline szacujemy, że w 2025 roku przychody spółki powinny wrócić na wzrostową ścieżkę i mogą osiągnąć poziom zbliżony do 1,2 mld PLN. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy niecałe 1,5 mld PLN przychodów.
- W przypadku Polwaxu zakładamy, że w 2024 roku wypracuje 187 mln PLN przychodów, w 2025 roku przyjmujemy wzrost do 213 mln PLN a w kolejnych latach 2-3% wzrost r/r. Zwracamy uwagę, że w poprzednich pięciu latach spółka miała 216-331 mln PLN przychodów. Spadek w 2024 roku podyktowany jest m.in. trudną sytuacją płynnościową w 1H'24. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w latach, kiedy przychody wynosiły ok 300 mln PLN/rok, duży udział w strukturze miała sprzedaż półproduktu do produkcji zniczy i świec (pytanie o możliwość odbudowy tej bazy klientów).
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2019-23 średnia skoryg. marża EBITDA wynosiła 5,1%, w 1-3Q'24 było to 5,0%. W najbliższych okresach (4Q'24/2025) zakładamy, że marża spadnie do 3-4%, co wynika z i) wzrostu kontrybucji do przychodów nowych kontraktów (konserwatywne podejście na początku do marż), ii) słabej koniunktury dla obszaru Produkcji Mechanicznej (zakładamy poprawę od 2H'25), iii) konsolidacji Polwaxu (zakładamy <2% marży w 2025 i nieco ponad 3% w kolejnych latach – w latach 2020-24P marża wahała się w przedziale -2% do +7%). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 4,75%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX założono na poziomie zbliżonym do amortyzacji. W modelu nie zakładamy akwizycji Stalmechu.
- W pozycji „Spory prawne” ujęliśmy w 2026 zakładane przez nas wydatki związane z zakończeniem sporu Polwaxu z Orlen Projekt (38,9 mln PLN, co odpowiada zasądzonej kwocie dot. wynagrodzenia w wyroku I instancji i naliczonym odsetkom do końca 2023 roku – zakładamy, że spółki zawrą ugodę na tym poziomie).
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie prognozowanym na koniec 2024 roku. Udziały mniejszości to udziały pozostałych akcjonariuszy Polwaxu przeliczone po aktualnej wartości rynkowej.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2034.
- Efektywna stopa podatkowa w modelu została przyjęta na poziomie 28% (m.in. różnice w opodatkowaniu dochodów zagranicznych).
- Wycena została sporządzona na dzień 02.01.2025 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 395 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 5,76 PLN.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 170,5	1 253,3	1 325,2	1 385,5	1 436,6	1 479,6	1 515,4	1 545,1	1 570,0	1 591,0
EBIT [mln PLN]	42,8	52,6	57,8	63,6	67,9	70,1	71,9	73,4	74,6	75,5
Stopa podatkowa	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,2	15,0	16,5	18,1	19,3	20,0	20,5	20,9	21,2	21,5
NOPLAT [mln PLN]	30,6	37,6	41,3	45,5	48,5	50,1	51,4	52,5	53,3	54,0
Amortyzacja [mln PLN]	22,5	21,5	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
CAPEX [mln PLN]	-21,4	-22,7	-21,8	-21,8	-21,8	-21,8	-21,8	-21,8	-21,8	-21,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,5	-4,3	-3,8	-3,1	-2,7	-2,2	-1,9	-1,6	-1,3	-1,1
Spory prawne [mln PLN]	0,0	-38,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	22,2	-6,8	37,4	42,1	45,7	47,7	49,3	50,7	51,8	52,7
DFCF [mln PLN]	19,5	-5,3	25,6	25,3	24,2	22,2	20,2	18,2	16,4	14,6
Suma DFCF [mln PLN]	181,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	417,6									
Zdykontowana wart. rezydualna [mln PLN]	116,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	297,0									
Dług netto 2024P [mln PLN]	-139,6									
Udziały mniejszości [mln PLN]	41,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	395,2									
Ilość akcji [mln szt.]	68,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,76									
Przychody zmiana r/r	18,5%	7,1%	5,7%	4,5%	3,7%	3,0%	2,4%	2,0%	1,6%	1,3%
EBIT zmiana r/r	-41,1%	22,9%	9,8%	10,0%	6,8%	3,3%	2,6%	2,0%	1,6%	1,3%
FCF zmiana r/r	-69,6%	-130,5%	-652,8%	12,5%	8,5%	4,4%	3,5%	2,8%	2,2%	1,8%
Marża EBITDA	5,6%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	3,7%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża NOPLAT	2,6%	3,0%	3,1%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	95,2%	105,5%	100,7%	101,0%	101,0%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	96,3%	96,8%	97,4%	97,9%	98,4%	98,9%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Udział kapitału obcego	3,7%	3,2%	2,6%	2,1%	1,6%	1,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,5%	13,6%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta						
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%		0,9	1,0	1,1				
beta	0,8	6,30	6,50	6,74	Premia za ryzyko	5,5%	6,50	6,73	7,00	Premia za ryzyko	5,5%	7,09	6,73	6,40
	0,9	5,94	6,10	6,30		6,0%	6,02	6,20	6,41		6,0%	6,56	6,20	5,88
	1,0	5,62	5,76	5,92		6,5%	5,62	5,76	5,92		6,5%	6,10	5,76	5,45
	1,1	5,34	5,45	5,58		7,0%	5,27	5,38	5,51		7,0%	5,72	5,38	5,09
	1,2	5,08	5,18	5,29		7,5%	4,97	5,06	5,16		7,5%	5,38	5,06	4,78

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

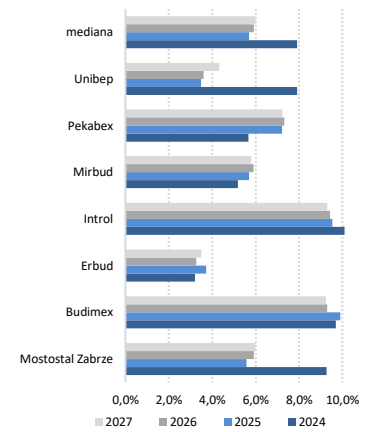
Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 5,42 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2025P	2027P	2025P	2025P	2027P
Budimex	16,5	13,7	12,2	8,3	6,6	5,6
Erbud	15,2	12,5	9,8	4,3	4,7	4,2
Intról	7,3	7,5	7,5	3,7	3,4	3,2
Mirbud	11,2	8,8	7,6	5,9	5,0	3,6
Pekabex	6,2	5,3	4,9	4,3	3,7	3,3
Unibep	11,7	7,4	4,3	4,3	3,9	2,8
Mediana	11,2	8,8	7,6	4,3	4,7	3,6
MS Zabrze	11,3	10,1	9,4	3,4	3,4	3,0
Premia / dyskonto	0,7%	14,6%	23,4%	-21,8%	-28,3%	-16,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	5,16	4,54	4,21	6,10	6,65	5,89
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		4,64			6,21	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		5,42				

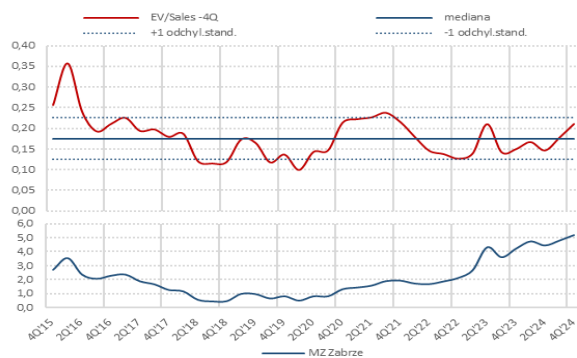
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

Porównanie rentowności EBITDA



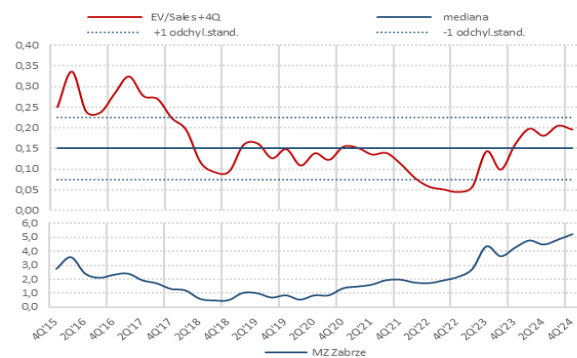
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

MS Zabrze EV/Sales (-4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

MS Zabrze EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

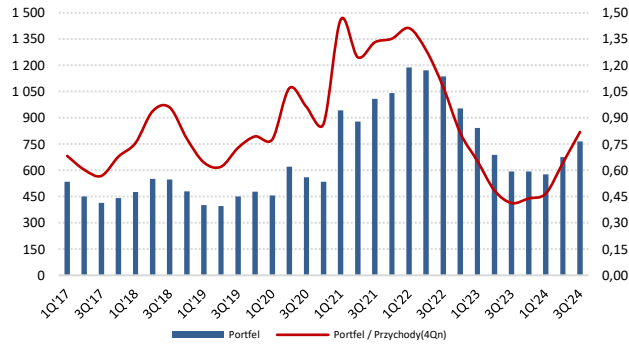
Historycznie spółka charakteryzuje się raczej szybką rotacją portfela (ok. 1 roku). Spółka podała, że portfel na koniec października wynosi 765 mln PLN (vs 676 mln PLN przy poprzednich wynikach kwartalnych, przy czym od najnowszej publikacji w portfelu uwzględniana jest szacunkowa wartość przychodów Polwax w najbliższych miesiącach – 71 mln PLN) a szacunkowy pipeline kontraktów do pozyskania (szacowany prawdopodobieństwem) 777 mln PLN (vs 288 mln PLN kwartał temu, przy czym 150 mln PLN to Polwax). Nominalnie wartość pipeline po raz pierwszy przekroczyła wartość portfela od 4Q'20, ale należy brać pod uwagę, że ujęcie Polwaxu wpływa na taki obraz sytuacji. W pipeline na koniec października uwzględnione były też już z wysokim prawdopodobieństwem kontrakty podpisane w listopadzie/grudniu.

Kontrakty pozyskane od początku 2021 roku o wartości >20 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
2024					
gru 24	Primetals TG	MZRP	Prace w ramach projektu w hucie na terenie Niemiec	46	gru 26
lis 24	NIO w Gliwicach	GPBP	Budowa budynku zakładu medycyny nuklearnej i endokrynologii onkologicznej – oddział terapii izotopowej	85	mar 26
lis 24	Ionway PL	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych i montażowych dla projektu Blue East W1 w Radzikowicach	135	mar 26
lis 24	PPL	GPBP	Wykonanie płyty postojowej na Lotnisku Chopina w Warszawie	158	lip 26
wrz 24	NCBJ	GPBP	Rozbudowa kompleksu budynków laboratoryjnych PolFEL	36	gru 25
sie 24	b.d.	GPBP	Rozbudowa zakładu w województwie mazowieckim	24	wrz 25
sie 24	Lostock Sustainable EP	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu na terenie UK	34	cze 25
cze 24	Hüttenwerke KM	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowej oraz prace montażowe w ramach budowy nagrzewnicy wielkiego pieca w hucie	122	wrz 26
maj 24	M. Rybnik	GPBP	Dokończenie budowy hospicjum stacjonarnego w Rybniku	34	mar 26
kwi 24	Stadion w Zabrze	GPBP	Roboty wykończeniowe, instalacyjne, modernizacja systemów stadionowych	48	mar 25
mar 24	GEA Bischoff	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych oraz montaż dwóch filtrów w hucie na terenie Niemiec	30	wrz 25
lut 24	BASF	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu na terenie Niemiec.	106	gru 25
lut 24	Air Liquide	MZRP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych oraz urządzeń w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	42	wrz 24
sty 24	Alstom	MZKP	Dostawa konstrukcji stalowych dla taboru kolejowego RER NG (kolej podmiejska w Paryżu)	20	gru 25
2023					
lis 23	Air Liquide	GPBP	Roboty żelbetowe w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	21	wrz 24
paź 23	SIM Śląsk	GPBP	Budowa budynku mieszkalnego wielorodzinnego - Chorzów	20	paź 25
sie 23	EnBW	MZRP	Prace oraz dostawa konstrukcji stalowej i kanałów dla bloku węglowego w Heilbronn	35	cze 24
cze 23	Stadion w Zabrze	GPBP	Dokończenie budowy Stadionu im. Ernesta Pohla w Zabrzu	37	cze 24
maj 23	E.ON Polska	MZRP	Wykonaniem prac na terenie AMP w Dąbrowie Górniczej	35	gru 24
mar 23	Park Śląski	GPBP	Budowa Kąpieliska Fala	34	wrz 24
lut 23	Miasto Gliwice	GPBP	Budowa sieci wod.-kan. z retencją wód na terenie Gliwickiego Obszaru Gospodarczego	47	mar 26
sty 23	Wallstein Rothemühle	MZRP	Realizacja prac w ramach modernizacji elektrofiltrów bloku 858MW Bełchatów	29	gru 23
2022					
lis 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja Urządzeń Załadunku Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie Górniczej	19	wrz 23
sie 22	SK Ecoengineering	GPBP	Wewnętrzne prace wykończeniowe w ramach projektu Europe Ph-3&3	49	wrz 23
sie 22	Transgourmet	GPBP	Budowa hali logistycznej	116	gru 23
lip 22	Mercury Engineering PL	GPBP	Wykonanie Centrum Przetwarzania Danych (RDD) Microsoft	167	wrz 23
lip 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja Wielkiego Pieca nr 2 System odpylania odlewni – prace montażowe w Dąbrowie G.	19	wrz 23
maj 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja systemu chłodzenia Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	24	wrz 23
kwi 22	Plauen Stahl Techn.	MZRP	Nadbudowa mostu Salzbachtal	24	mar 25
kwi 22	BLH Engineering	MZRP	Prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowej w ramach projektu Europe Ph-3&4	23	gru 22
mar 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Główne prace mechaniczne dla modernizacji Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	39	cze 23
lut 22	SK Ecoplant	GPBP	Prace ziemne, sieciowe i drogowe w ramach projektu Europe Phase 3&4	109	gru 23
sty 22	Posco	MZRP	Montaż kotła w ramach rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów	31	cze 23
2021					
gru 21	SK Ecoplant	GPBP	Prace ziemne, palowe i żelbetowe w ramach projektu Poland Ph 3&4	48	cze 22
lis 21	ArcelorMittal Poland	MZRP	System podawania żelazostopów w Stalowni ArcelorMittal Dąbrowa G.	20	mar 23
lis 21	Air Liquide	MZRP	Prefabrykacja i montaż konstrukcji i rurociągów (Jednostka Rozdziału Powietrza ASU KGHM 2)	25	wrz 22
lis 21	PŚ	GPBP	Przebudowa i termomodernizacja DS Solaris przy ul. Kochanowskiego w Gliwicach	28	mar 23
sie 21	BASF Schwarzheide	MZRP	Prefabrykacja i montaż instalacji w zakładzie w Schwarzheide	286	cze 23
cze 21	ArcelorMittal Poland	MZRP	Dostawa i uruchomienie instalacji Drogi Gazu dla Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	48	wrz 23
maj 21	Posco	MZRP	Prace projektowe i budowlane w ramach rozbudowy instalacji TPO w Warszawie	430	lip 24
mar 21	Küttner GmbH	MZRP	Wymianą nagrzewnicy wielkiego pieca w hucie HKM w Duisburgu	51	wrz 22
mar 21	Mercury Engineering PL	GPBP	Wykonanie robót konstrukcyjno-budowlanych w ramach WAW02 Rapid Deploy Data Centre	31	wrz 21

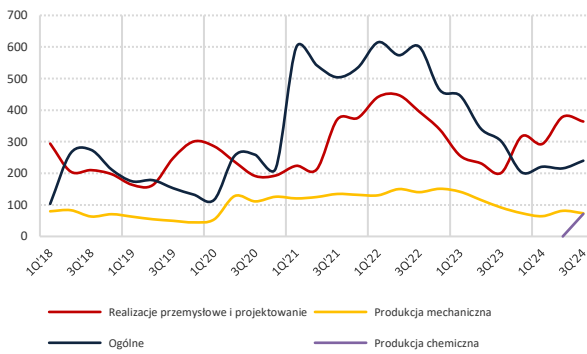
Źródło: BDM S.A., spółka, nko = najkorzystniejsza oferta, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



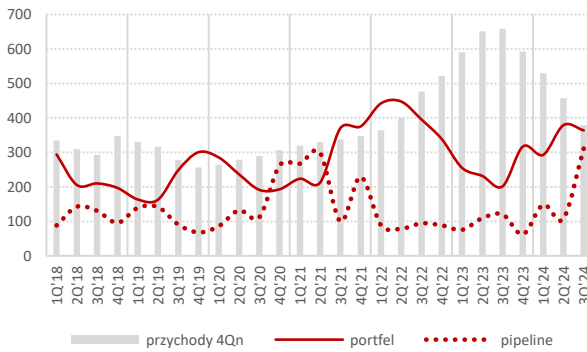
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]



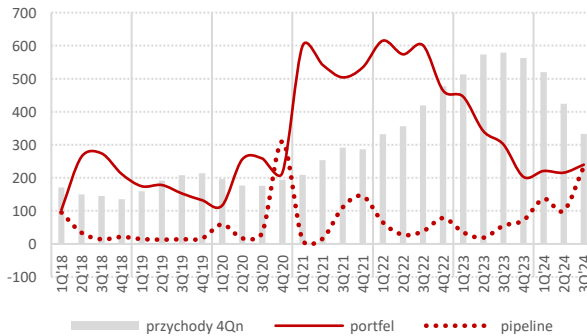
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Realizacje przemysłowe – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



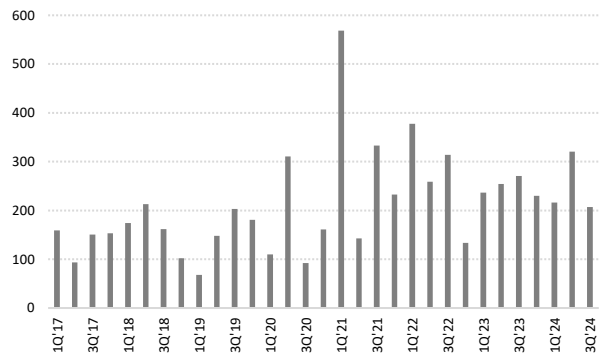
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Budownictwo ogólne – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



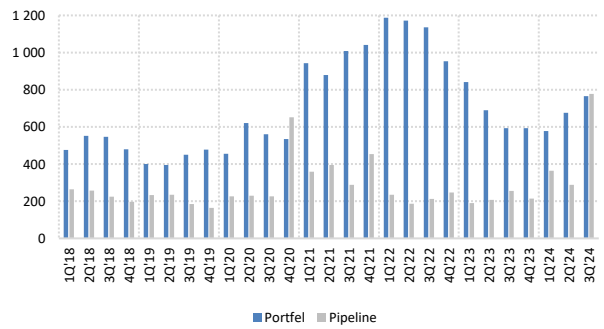
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Podpisane nowe kontrakty w danym okresie – szacunkowo* [mln PLN]



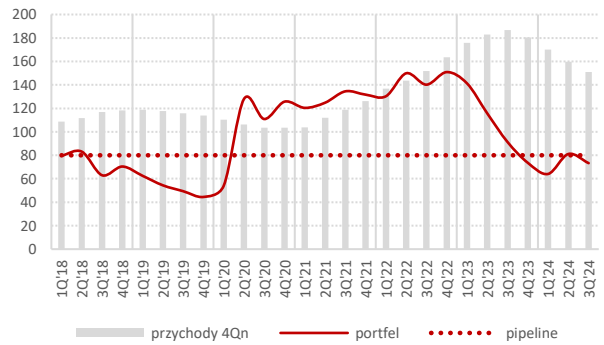
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Wartość portfela zamówień vs pipeline* [mln PLN]



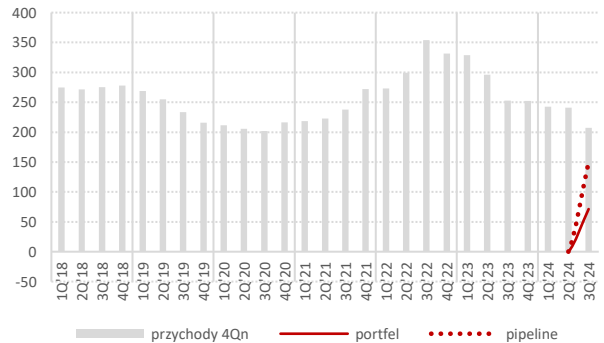
Źródło: DM BDM S.A., spółka, portfel po 3Q'24 uwzględnia 71 mln PLN zamówień Polwaxu, a pipeline odpowiednio 150 mln PLN

Produkcja mechaniczna – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polwax – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

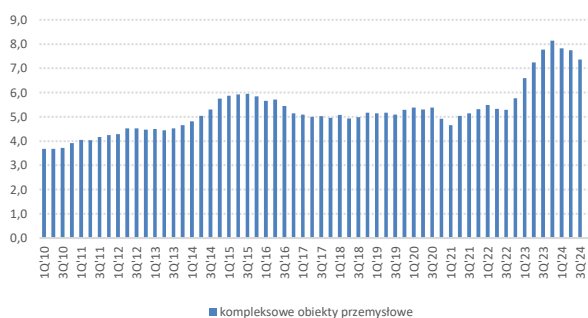
Potencjał rynkowy

Koniunkturę w otoczeniu spółki według klasyfikacji GUS najlepiej oddają nakłady w i) obszarze kompleksowych obiektów przemysłowych (obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, w tym wiatrowe, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.) oraz ii) wybranych obiektów kubaturowych z kategorii przemysł/magazyny oraz kultura/edukacja/zdrowie/sport.

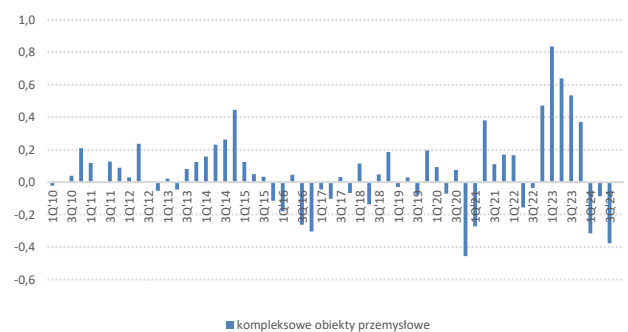
Inwestycje w obszarze kompleksowych obiektów przemysłowych dynamicznie rosły w ujęciu r/r w każdym kwartale 2023. W 1-3Q'24 dynamika realizowanych inwestycji jest ujemna. Natomiast inwestycje w obszarze kubaturowym, w których specjalizuje się spółka miały swój dobry okres w czasie 2Q'21-3Q'23. Od tego czasu na rynek jest wyraźnie trudniejszy (aczkolwiek 3Q'24 przyniósł zatrzymanie spadku nakładów z przemysłu/logistyce).

Ogółem dynamika produkcji budowlanej w Polsce w 2024 roku jest pod wyraźną presją (przejście pomiędzy kolejnymi perspektywami wydatków środków UE, powolne wdrażanie projektów KPO, wysokie stopy procentowe, hamujące inwestycje prywatne). Słabo kolejny rok wygląda także koniunktura na rynku budowlanym w Niemczech (przy czym należy brać po uwagę, że spółka specjalizuje się na tym rynku przede wszystkim w obszarze przemysłu/energetyki/hutnictwa, a nie w ogólnej kubaturze).

Nakłady na kompleksowe obiekty przemysłowe (4Qn)* [mld PLN]



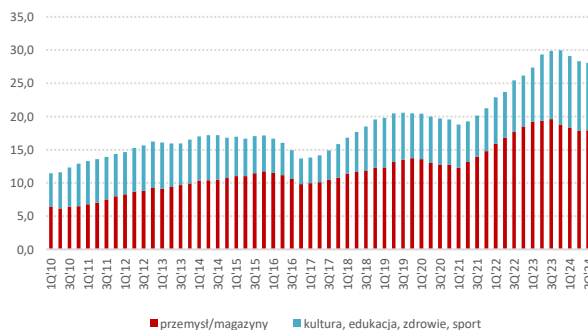
Nakłady na kompleksowe obiekty przemysłowe (4Qn)* [mld PLN]



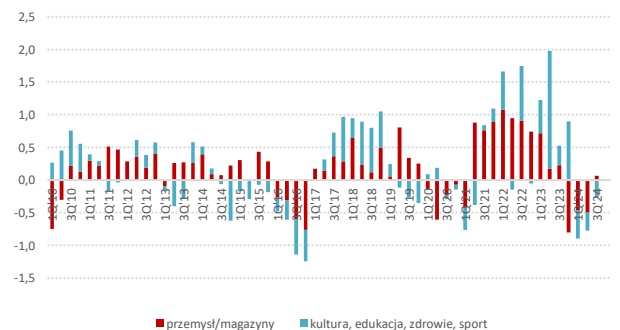
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.

Źródło: DM BDM S.A., GUS

Nakłady na wybrane grupy obiektów kubaturowych niemieszkalnych (4Qn) [mld PLN]



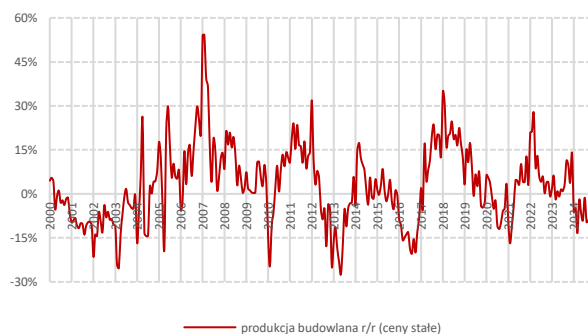
Nakłady na wybrane grupy obiektów kubaturowych niemieszkalnych (4Qn) [mld PLN]



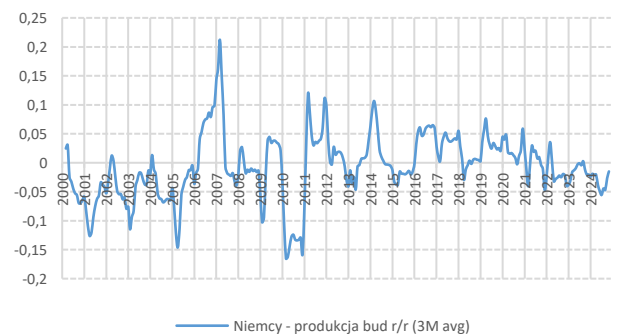
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Źródło: DM BDM S.A., GUS

Produkcja budowlana w Polsce r/r



Produkcja budowlana w Niemczech r/r (średnia 3M)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

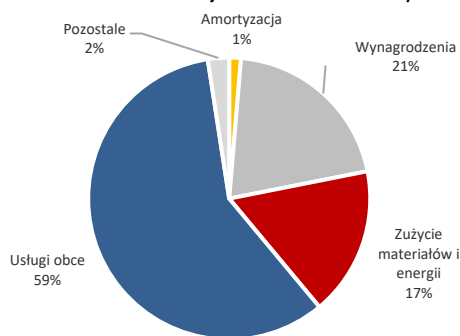
Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Mostostal Zabrze działa zarówno jako generalny wykonawca (głównie w obszarze budownictwa ogólnego), jako bezpośredni wykonawca na rzecz inwestora (remonty instalacji), jak i podwykonawca (zazwyczaj jako podwykonawca odpowiedzialny za duży zakres robót, co wiąże się z kontraktowaniem kolejnych mniejszych podwykonawców).

W obszarze Konstrukcji Maszynowych zlecenia dotyczą najczęściej obróbki konstrukcji stalowych (znajdujących zastosowanie np. w dźwigach budowlanych czy taborze kolejowym) i są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Liebherr, Alstom, Manitowoc) na bazie umów ramowych (spółka część zleceń realizuje za pomocą podwykonawców, także pracownicy w część są zatrudniani za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów, co daje spółce pewną elastyczność kosztową). Wyniki segmentu mogą być wrażliwe na wahania EUR/PLN (umocnienie PLN powoduje spadek atrakcyjności cenowej Polski vs inne kierunki zamówień).

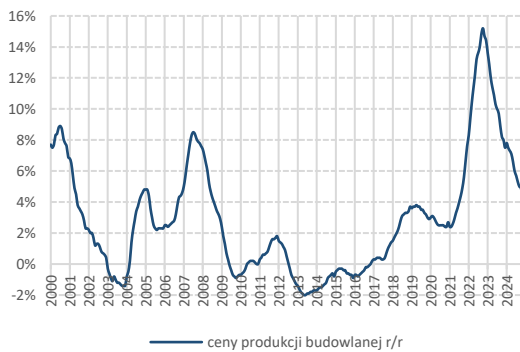
Główną pozycją kosztową w skali całej grupy 2023 roku były usługi obce na poziomie 59% (podwykonawcy), istotne są także wynagrodzenia z 21% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2023 zatrudniała średnio 1 642 osoby). Koszty zużycia materiałów i energii wyniosły 17%.

MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



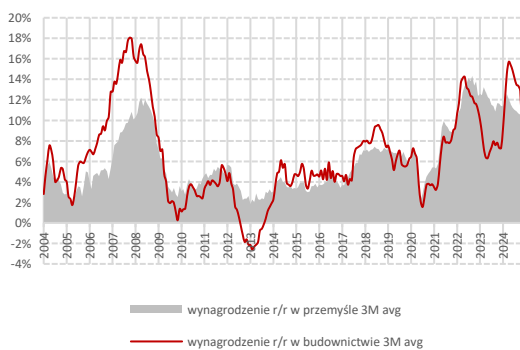
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



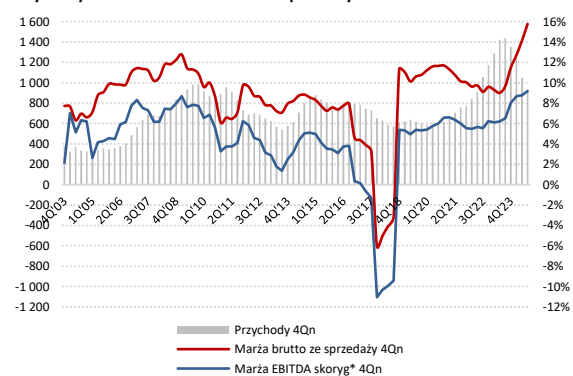
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce (średnia 3M)



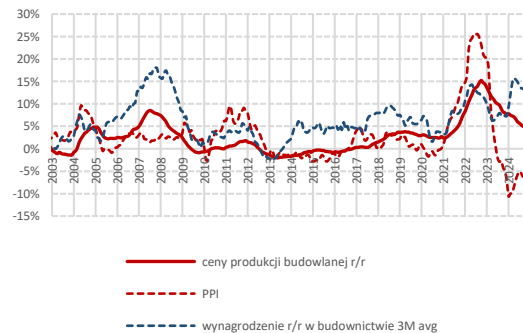
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Przychody oraz rentowność brutto ze sprzedaży i EBITDA MS Zabrze



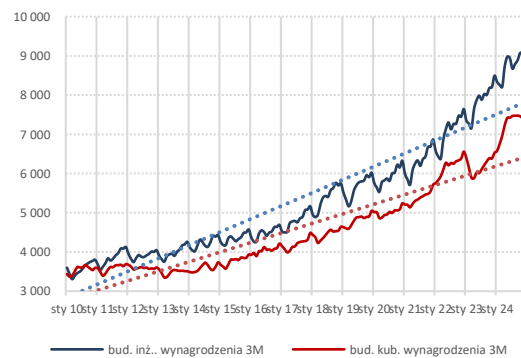
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *EBITDA skoryg. o saldo PPO/PKO

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

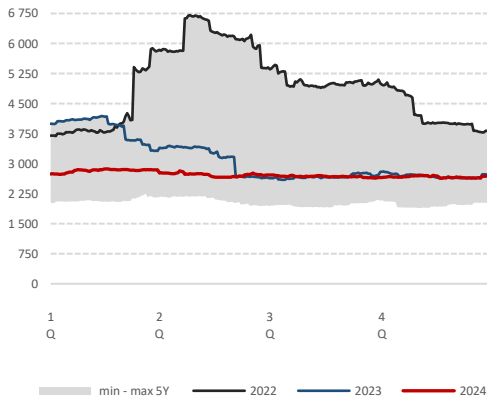
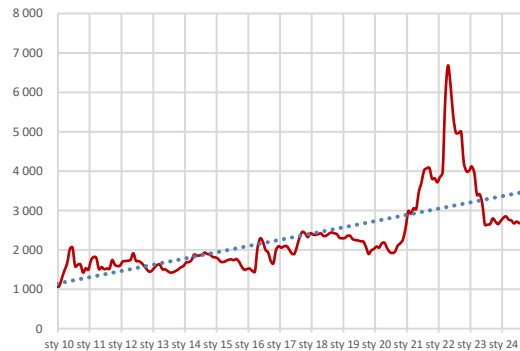
Przeciętne wynagrodzenie w budownictwie (średnia 3M, PLN/m-c)



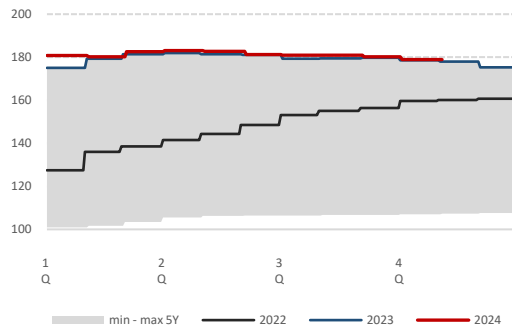
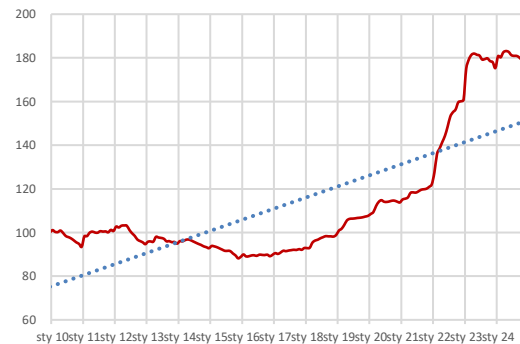
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie (miesiąc po miesiącu) dynamika roczna się obniża, przy czym dynamika w ujęciu m/m cały czas pozostaje dodatnia. W listopadzie 2024 odnotowano wzrost r/r o 4,3% (0,0% m/m – po raz pierwszy od połowy 2017 roku brak dodatniej dynamiki m/m). Od 2Q'23 najwyższa dynamika cen utrzymuje się w segment inżynieryjnym (średnio 0,9 pp powyżej dynamiki dla całej branży budowlanej). Mimo, że dynamika roczna cen spadła już o 2/3 od szczytu, to nadal są to historycznie wysokie poziomy. W kolejnych miesiącach wsparciem dla dalszego obniżania dynamiki powinny być niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony może je równoważyć dodatnia dynamika wynagrodzeń (presja ze strony postępującego wzrostu pensji minimalnej).

Ceny stali, po bardzo mocnych wzrostach w okresie 2021-2022, w 2023 roku wróciły poniżej swojej wieloletniej linii trendu. Problematiczne pozostają natomiast ceny cementu (budownictwo ogólne), które stabilizują się od około dwóch lat na rekordowych poziomach (w dużym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO₂).

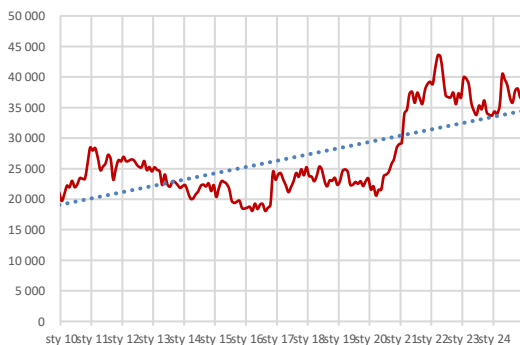
Cena stali – Europa [PLN/t]

Cena stali – Europa [PLN/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

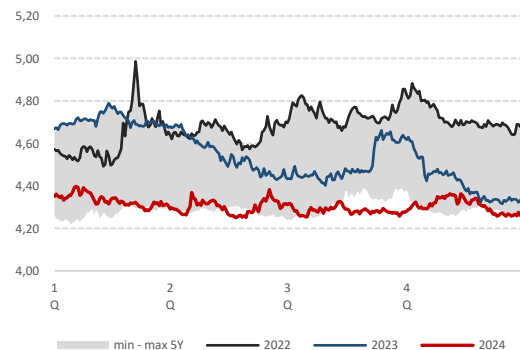
Cement – indeks GUS*

Cement – indeks GUS*


Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku

Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za X'24

Cena miedzi [PLN/t]


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

STRATEGIA 2023-26

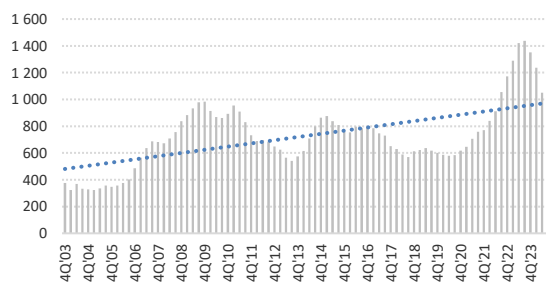
Zarząd w 3Q'23 przyjął strategię na lata 2023-2026. Stanowi ona kontynuację strategii rozwoju realizowanej w latach 2020-2022. Motywami przewodnimi są:

- aktywne poszukiwanie i skoncentrowanie na najbardziej atrakcyjnych rynkach,
- wdrażanie skutecznych procesów rekrutacji, oceny i rozwoju personelu,
- wzrost efektywności całej organizacji,
- wzmocnienie pozycji finansowej.

Podsumowanie głównych założeń strategii:

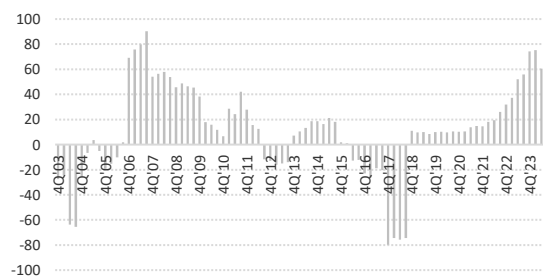
- Największym wyzwaniem jest obecnie dla spółki problem z pozyskiwaniem wykwalifikowanych zasobów kadrowych z rynku krajowego. Spółka chce wychodzić naprzeciw temu problemowi przez m.in.: zwiększania atrakcyjności jako pracodawcy (m.in. wzrost znaczenia premii od wyników projektów), wzrost udziału podwykonawców w projektach (na bazie stałych relacji), kontynuacja sprowadzanie pracowników cudzoziemskich (w tym inżynierów), wzrost znaczenie prefabrykacji (budowa nowej hali w tym zakresie) i automatyzacji/robotyzacji (np. w zakresie spawania).
- Postawienie na rozwój relacji z dotychczasowymi klientami (poszerzenie oferty) w większym stopniu niż pozyskiwanie nowych klientów. Ostrożne podejście do dużych kontraktów.
- Rozwój w zakresie realizacji prac projektowo-budowlano-montażowych w takich segmentach rynku jak: data centers, EV (zakłady do budowy baterii i ich recyklingu), projekty wodorowe (instalacje towarzyszące, rurociągi, wymienniki), spalarnie śmieci i instalacje RDF.
- Dodatkowo za rozwojowe uznano w MZ GPBP segment małej retencji oraz inwestycji dla obronności, a w MZE – aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (AKPiA). Spółka wskazuje także na rozwój kompetencji w zakresie farm PV i eksploatacji obiektów OZE oraz utrzymywanie kompetencji w zakresie górnictwa węgla oraz elementów wież wiertniczych, a także wielkich pieców, remontów energetyki konwencjonalnej.
- Spółka nie wyklucza przejęć, kierując się zasadą generowanie wartości dla akcjonariuszy (przejęcia o wielkości nie wyższej niż jednorazowo 30% kapitalizacji spółki prowadzące do zwiększenia wartości rynkowej o przynajmniej 30% w ciągu 10 lat).
- Strategia nie określa wartościowego celu zysku. Spółka przyjmuje, że zysk w kolejnych latach powinien „utrzymywać się na podobnym poziomie”. Zdaniem spółki w okresie 2020-22 wyniki wzrosły bardziej niż zakładano na ten okres.
- Zarząd zamierza rekomendować w kolejnych latach przeznaczenie części zysku na dywidendę lub wykup akcji własnych w celu umorzenia. Zdaniem zarządu spółka jest „dość silnie niedowartościowana” i najlepszym sposobem na zwiększenie wartości dla akcjonariuszy jest skup akcji własnych w celu umorzenia.

Przychody narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wynik netto narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

ISTOTNE SPORY PRAWNE

Spółka (bez uwzględniania Polwaxu, którego spór z Orlen Projekt podsumowujemy w osobnym rozdziale) obecnie toczy jeszcze dwa istotne spory, które mogą w przyszłości wpływać na wyniki i pozycję gotówkową:

- stadion Śląski,
- DTŚ.

W 2023 zakończyły się natomiast sprawy dotyczące sporów z HZI (Ferrybridge), Wood (baza NATO) oraz z KT (EFRA dla Lotosu).

Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ	kwota żądana przez II stronę	stan bieżący	oczekiwany czas
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7*	proces sądowy w toku	kilka lat
Drogowa Trasa Średnicowa	DTŚ, Woj. Śląskie	68,9	0,0	proces sądowy w toku	kilka lat

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *kwota żądana od całego konsorcjum (pierwotnie kary umowne, o jakie wnioskował inwestor miały wynieść 63 mln PLN, z tego 27 mln PLN miało przypadać na MS Zabrze, co daje 41,5% - > 41,5% ze 177,7 mln PLN to 73,8 mln PLN)

Stadion Śląski

Jest to najbardziej zawiła sprawa, która ciągnie się od 2011 roku.

Konsorcjum Hochtief (lider) – Mostostal Zabrze – Thermoserr pozyskało kontrakt za 277 mln PLN netto na zadanie Stadionu Śląskiego w 2009 roku. W 2011 roku doszło do awarii przy podnoszeniu konstrukcji dachu, co zatrzymało inwestycję. W 2Q'13 konsorcjum odstąpiła od kontraktu. Na początku 3Q'13 także zamawiający złożył oświadczenie o rozwiązaniu kontraktu, domagając się wtedy 65,5 mln PLN kar od konsorcjum, w tym 27,2 mln PLN do Mostostalu Zabrze. Konsorcjum wystąpiło z pozwem (o wartości 36,0 mln PLN, w tym 17,1 mln PLN dla MSZ) o ustalenie, że zamawiający nie jest uprawniony do pobrania gwarancji. W 2014 roku spółka złożyła pozew przeciwko Województwu Śląskiemu o zasądzenie kwoty 12,0 mln PLN + 0,6 mln EUR m.in. za koszty usuwania skutków awarii. Na przestrzeni lat kwota roszczeń składanych przez Województwo Śląskie urosła do 177,7 mln PLN (wobec konsorcjum). Od roku 2020 odbywają się rozprawy sądowe, w trakcie których przesłuchani są świadkowie.

Zdaniem zarządu Mostostalu Zabrze, główną przyczynę nieukończenia inwestycji stanowiła błędna dokumentacja projektowa dachu stadionu, za którą odpowiedzialny był zamawiający. Spółka nie ma ujętych w bilansie roszczeń ani rezerw wynikających z toczącej się sprawy.

DTŚ

W 2003 roku PRInż (kontrolowany wtedy w 33% przez MS Zabrze, który miał w tamtym okresie duże problemy finansowe) zawarł umowę na realizację przebudowy ronda w Katowicach (w ciągu Drogowej Trasy Średnicowej). W wyniku problemów PRInż-u kontrakt został wypowiedziany w 2005 roku, a spółka w tym samym roku została postawiona w stan upadłości likwidacyjnej (w 2007 zmieniono postępowanie na układowe, a w 2008 roku MS Zabrze stał się akcjonariuszem dominującym podmiotu). W 2014 roku PRInż wniósł pozew przeciw Województwu Śląskiemu o zwrot środków pieniężnych z pobranych kwot gwarancji, stanowiących zabezpieczenie umowy (69,0 mln PLN). W 2021 Sąd Okręgowy odrzucił argumentację PRInż, jednak w wyniku apelacji w listopadzie 2022 Sąd Apelacyjny nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy. W lutym 2023 roku Województwo Śląskie złożyło do Sądu Najwyższego zażalenie na to postanowienie. W lipcu 2023 roku Sąd Najwyższy uchylił wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach i przekazał temu sądowi do ponownego rozpoznania. W marcu 2024 Sąd Apelacyjny w Katowicach wydał wyrok oddalający apelację PRInż, przy czym do wyroku zostało zgłoszone zdanie odrębne. PRInż złożył skargę kasacyjną, która w październiku 2024 została przyjęta do rozpoznania. Sprawa jest w toku.

POLWAX

MS Zabrze w lipcu 2024 roku objął 30,8 mln akcji po cenie 1,0 PLN/szt nowej emisji serii F Polwaxu, co stanowi 49,9% udziału w podwyższonym kapitale zakładowym oraz obecnie 49,6% udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA. Od sierpnia spółka konsolidowana jest metodą pełną,

Polwax – akcjonariat

	Akcje [mln]	% akcji	Głosy [mln]	% głosów
MS Zabrze	30,8	49,9%	30,8	49,6%
Leszek Sobik	7,6	12,3%	7,6	12,2%
Krzysztof Moska	7,0	11,3%	7,0	11,2%
Inni	16,3	26,5%	16,7	26,9%
Razem	61,7	100,0%	62,1	100,0%

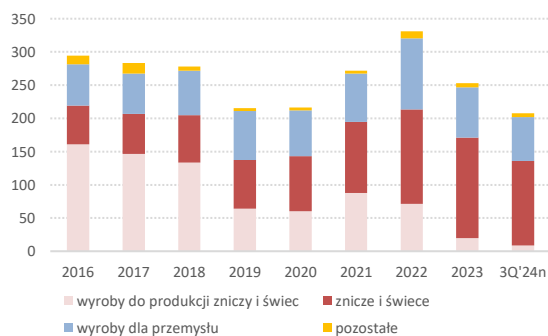
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polwax wyniki finansowe za ostatnie okresy

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24
Przychody ze sprzedaży	294,6	283,5	277,9	215,5	216,5	271,9	331,2	252,4	39,5	59,4	143,2	89,1	37,2	26,7	99,5	89,0	27,2	25,3	65,8
wyroby do produkcji zniczy i świec	161,2	146,7	133,7	64,2	60,3	87,9	71,6	19,9	11,9	23,7	21,2	14,8	9,4	3,1	3,4	4,0	1,6	1,8	1,2
znicze i świece	58,0	60,0	71,3	73,0	82,6	106,6	141,7	151,3	1,4	3,8	87,3	49,2	5,6	4,0	72,3	69,5	2,7	1,8	53,3
wyroby dla przemysłu	62,5	60,8	66,8	73,9	68,9	72,7	107,4	75,7	24,9	28,2	31,0	23,3	20,3	18,5	22,4	14,6	21,7	20,2	9,7
pozostałe	13,0	16,0	6,1	4,4	4,6	4,7	10,6	5,9	1,3	3,7	3,8	1,8	1,9	1,2	1,4	1,3	1,2	1,5	1,6
Zysk brutto ze sprzedaży	49,4	48,9	45,8	21,7	34,3	33,6	48,4	29,6	2,8	10,6	23,6	11,5	0,8	1,9	12,8	14,2	-0,4	2,0	8,6
SG&A	23,4	26,0	23,8	24,1	26,2	25,0	26,7	27,4	4,8	6,6	7,9	7,4	5,1	7,1	8,6	6,7	4,4	5,1	7,9
Zysk na sprzedaży	25,9	22,9	22,0	-2,4	8,1	8,6	21,7	2,2	-1,9	3,9	15,7	4,0	-4,3	-5,1	4,2	7,5	-4,9	-3,1	0,7
Saldo PPO/PKO	0,5	-0,7	0,3	-56,1	-2,2	-1,0	-1,8	-19,8	0,0	-0,2	-0,1	-1,4	-0,5	0,1	0,3	-19,7	0,0	-11,6	-0,1
EBITDA	31,0	27,0	27,2	-54,3	9,6	11,1	23,1	-14,4	-1,2	4,5	16,4	3,4	-4,0	-4,3	5,3	-11,4	-4,0	-13,9	1,4
EBIT	26,4	22,2	22,3	-58,5	5,9	7,6	19,9	-17,5	-2,0	3,7	15,6	2,6	-4,8	-5,0	4,5	-12,2	-4,9	-14,7	0,6
Saldo finansowe	-0,5	-0,9	-0,6	-1,2	-1,1	-1,6	-9,1	-17,9	-0,1	-0,9	-2,3	-5,7	-0,7	-1,4	-2,5	-13,2	-1,0	-1,0	-1,7
Zysk brutto	25,9	21,3	21,8	-59,7	4,8	6,0	10,8	-35,4	-5,5	-6,5	2,0	-25,4	-5,8	-15,7	-1,0	1,5	-4,7	-3,7	2,0
Zysk netto	20,9	17,2	17,6	-55,6	3,0	4,8	8,3	-39,0	-1,7	2,3	10,5	-2,7	-4,5	-6,6	2,3	-30,2	-4,9	-16,9	-1,0
CFO	21,3	25,4	40,5	18,8	12,0	8,0	5,0	19,3	-34,9	-35,7	-22,5	98,0	-22,1	-69,2	27,5	83,1	-3,0	-16,3	-17,2
Dług netto	25,5	31,0	33,5	30,4	6,1	1,5	8,0	4,0	b.d.	b.d.	b.d.	8,0	b.d.	b.d.	b.d.	4,0	b.d.	b.d.	b.d.
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,8%	17,2%	16,5%	10,1%	15,8%	12,4%	14,6%	11,7%	7,1%	17,8%	16,5%	12,9%	2,0%	7,2%	12,8%	15,9%	-1,6%	7,9%	13,1%
S&GA/przychody	8,0%	9,2%	8,5%	11,2%	12,1%	9,2%	8,1%	10,8%	12,0%	11,2%	5,5%	8,3%	13,6%	26,4%	8,6%	7,5%	16,3%	20,1%	12,0%
Marża EBITDA	10,5%	9,5%	9,8%	-25,2%	4,4%	4,1%	7,0%	-5,7%	-2,9%	7,6%	11,4%	3,8%	-10,8%	-15,9%	5,3%	-12,8%	-14,8%	-55,1%	2,1%
Marża EBIT	9,0%	7,8%	8,0%	-27,1%	2,7%	2,8%	6,0%	-6,9%	-5,0%	6,2%	10,9%	2,9%	-12,8%	-18,8%	4,5%	-13,7%	-17,8%	-58,2%	0,9%
Marża netto	7,1%	6,1%	6,3%	-25,8%	1,4%	1,8%	2,5%	-15,5%	-4,3%	3,8%	7,3%	-3,0%	-12,0%	-24,9%	2,3%	-33,9%	-18,0%	-66,9%	-1,5%

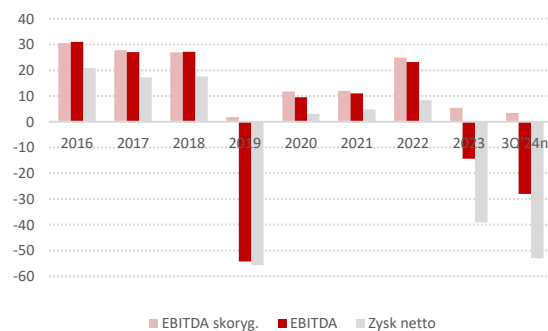
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polwax - struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Polwax – EBITDA i wynik netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Polwax – profil działalności spółki

Polwax to jeden z największych w Polsce podmiotów rynku parafinowego. Produkty spółki znajdują zastosowanie w:

- segmencie świecowo-zniczowym (produkcja wkładów do zniczy dla marek własnych sieci handlowych, w tym głównie dla Jeronimo Martins, a także produkcja świec i zniczy pod marką Haveno czy dostawy półproduktu do produkcji świec i wkładów zniczowych); konkurencja to m.in. Bispol (do 2018 roku istotny klient spółki na komponenty do produkcji zniczy), Gala Group (d. Korona), Admit, Bolcius, Wojcik.
- w przemyśle (specjalistyczne woski dla przemysłu spożywczego, gumowego, automotive, agro, impregnaty, kleje – historycznie dużymi odbiorcami byli to np. Gedro czy Sonneborn); konkurencja to m.in. Orlen Południe (Naftowax), H&R Gruppe (spółka notowana w Niemczech), DW Oil czy Sasol.
- katalogi produktowe dostępne są na stronie [www](http://www.polwax.com).

Aktywa produkcyjne zlokalizowane są w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach. Bezpośrednia historia spółki sięga 1999 roku (Parafiny-Rafineria Jasto). W 2004 roku połączyła swoją działalność z RC Parafiny (zakład w Cz-Dz) a głównym udziałowcem stał się w Lotos (spółka nazywała się wtedy Lotos Parafiny), który w 2012 roku sprzedał podmiot w ramach wykupu managerskiego (przy udziale funduszu PE Krokus).

Związki z Lotosem pozostały jednak silne, ze względu na zakupu surowca do produkcji parafin w rafinerii w Gdańsku, jakim jest gacz parafinowy (*ang. slack wax*) - produkt uboczny w procesie produkcji olejów bazowych. W ostatnich kilkunastu latach podaż gaczu jest pod presją ze względu na modernizację rafinerii i zmniejszania uzysków ciężkich frakcji. Polwax posiadał z Lotosem długoterminową umowę z na dostawy surowca do 2018 roku (od 2019 roku zmniejszyła się skala sprzedaży półproduktu do innych producentów zniczy, Bispol przestał być istotnym odbiorcą, a wyniki Polwaxu wyraźnie „siadły”). Ceny gaczu są zwykle benchmarkowane do cen parafin (np. parafiny 56-58). Na poziom cen mają również wpływ ceny surowców alternatywnych, np. oleju palmowego, tłuszczy zwierzęcych oraz stearyny.

Polwax – geneza problemów

W 2014 roku spółka trafiła na GPW (w 2016 roku Krokus pożegnał się ze spółką). Od momentu debiutu na GPW spółka wskazywała jako swój cel wzrost sprzedaży wysokomarżowych, specjalistycznych wosków i parafin do przemysłu i zmniejszenie zależności od obszaru świecowo-zniczowego.

Fundamentem tego planu miała być budowa instalacji odolejania rozpuszczalnikowego w oparciu o licencję Thyssen-Krupp UHDE (Projekt Future). Wg planów z 2016/17 roku miała być gotowa w 2019 roku i kosztować 112,6 mln PLN wg umowy z wykonawcą, którym został Orlen Projekt (o kontrakt starał się także MS Zabrze, ale odpadł na „ostatniej prostej”) + 7,2 mln EUR za kluczowe wyposażenie Thyssen-Krupp (pierwotnie budżet miał wynosić 123,6 mln PLN za całość).

W 1H'18 spółka nie dotrzymała zakładanego poziomu EBITDA dla umowy z ING, który finansował inwestycję, co skutkowało wstrzymaniem dalszego finansowania (Polwax otrzymał tylko dostęp do jednej z trzech transz). W tym okresie rosła podaż parafin w Chin na rynku europejskim (w skutek wojny handlowej USA-Chiny za poprzedniej kadencji D. Trumpa), co negatywnie odbijało się na marży spółki. Spółka poinformowała o planie emisji 4,5 mln akcji (na bazie praw poboru) o zakładanej wartości 30 mln PLN, nie doszła jednak ona do skutku w zakładanym terminie. W 2H'18 z pakietem >5% (w później >20%) akcji pojawił się Krzysztof Moska. Na początku 2019 roku Orlen Projekt zażądał gwarancji zabezpieczenia płatności, a następnie odstąpił do umowy m.in. ze względu na brak płatności za faktury (Polwax był wtedy w trakcie negocjacji z ING). Od umowy odstąpił w dalszej kolejności także Polwax. W 1H'19 z pakietem >5% akcji pojawił się Leszek Sobik (później >20%).

W końcu 2019 roku Orlen proponował Polwaxowi dokończenie inwestycji, pod warunkiem m.in. zwiększenia jej budżetu o ok 54 mln PLN. Spółka podjęła decyzję o braku kontynuacji projektu. W kolejnych miesiącach Polwax i Orlen weszły na ścieżkę sądową. Na początku 2020 roku spółka przedstawiła strategię, która zakładała osiągnięcie w 2022 roku 260 mln PLN przychodów i 17 mln PLN EBITDA. W wynikach 2019 roku spółka ujęła 77,2 mln PLN odpisu na aktywa związane z projektem Future (zmniejszenie z 87,6 mln PLN na 10,4 mln PLN). W 2H'20 spółce ostatecznie udało się zamknąć emisję akcji z prawem poboru (20,6 mln akcji po 1,0 PLN), która pozwoliła spłacić część kredytu inwestycyjnego z ING.

W 2022 wybuch wojny w Ukrainie ograniczył dostępność gaczu parafinowych oraz komponentów do produkcji zniczy z kierunku wschodniego (w końcu 2023 roku spółce udało się zdywersyfikować portfel dostawców o Aramco, które w 2024 roku miała dostarczyć 25-30% surowca). W końcu 2022 roku zapadł wyrok Sądu Apelacyjnego w Rzeszowie utrzymał nakaz zapłaty na rzecz Orlen Projekt kwoty 6,7 mln PLN (kwota ta już w 2019 roku została zabezpieczona przez komornika, ale spółka jej odpis ujęła dopiero w 4Q'23). W 2023 roku Sąd Okręgowy w Rzeszowie (I instancja, od tych wyroków zostały wniesione apelacje) oddalił powództwo spółki przeciw Orlen Projekt na kwotę 132,1 mln PLN natomiast zasądził 28,9 mln PLN (+odsetki) na rzecz Orlen Projekt (domagał się 67,8 mln PLN). W wynikach 4Q'23 spółka zawiązała w związku z tym wyrokiem rezerwę na 14,7 mln PLN należności głównej (spółka nie zaksięgowała pełnej kwoty ze względu na ujęcie już kilka lata wcześniej odpisu na 9,6 mln PLN przez odpis na wartość samej inwestycji i uznanie kwoty 4,6 mln PLN jako mało prawdopodobnej) oraz 10,9 mln PLN odsetek.

Na początku 2024 spółka prowadziła z bankami (głównie ING) negocjacje dotyczące utrzymania bieżącego finansowania (spółka ponosi istotne nakłady na kapitał obrotowy przed sezonem zniczowym), które były utrudnione ze względu na niekorzystne dla spółki wyroki i wzrost ryzyka zapłaty istotnych kwot na rzecz Orlen Projekt. W 2Q'24 spółka rozpoczęła przegląd opcji strategicznych pod kątem pozyskania dodatkowego finansowania. W dość szybkim czasie spółce udało się pozyskać finansowanie z MS Zabrze (najpierw pomostowa pożyczka na 10 mln PLN, a następnie objęcie emisji akcji na 30,8 mln PLN skompensowana z pożyczką). Umożliwiło to zawarcie aneksu do umowy z ING na kredyt obrotowy do 60 mln PLN oraz aneksu na faktoring (limit do 90 mln PLN). W wynikach 2Q'24

spółka ujęła dodatkowe odpisy należności z Orlen Projekt na 11,8 mln PLN (w tym należność dochodzone na drodze sądowej na 9,9 mln PLN z tytułu utylizacji odpadów z budowy Future).

Polwax – status sporów sądowych z Orlen Projekt

sygnatura	start	powód	pozwany	przedmiot	Wartość [mln PLN]	status	
VI GC 225/19	2019-04-19	Orlen Projekt	Polwax	zapłata wynagrodzenia za zrealizowane roboty	6,7	sąd nakazał zapłatę 6,7 mln PLN + odsetki na rzecz Orleu*	wyrok sądu II instancji, obecnie złożona skarga kasacyjna przez Polwax
VI GC 201/19	2019-06-13	Orlen Projekt	Polwax	zapłata wynagrodzenia za zrealizowane roboty oraz zwrot kwoty z gwarancji należytego wykonania	67,8	sąd nakazał zapłatę 28,9 mln PLN + odsetki na rzecz Orleu**	wyrok sądu I instancji, obecnie złożona apelacja przez obie strony
VI GC 84/20	2020-02-28	Polwax	Orlen Projekt	odszkodowania z tytułu niewykonania umowy	132,1	sąd oddalił powództwo Polwaxu	wyrok sądu I instancji, obecnie złożona apelacja przez Polwax
VI GC 104/20	2020-03-10	Polwax	Orlen Projekt	koszty utylizacji ziemi	9,9		sprawa w toku w I instancji
VI GC 120/20	2020-01-23	Polwax	Orlen Projekt	usunięcie ruchomości pozwanego z działki spółki	---	sąd uwzględnił powództwo Polwaxu	wyrok sądu I instancji, obecnie złożona apelacja przez Orlen Projekt
VI GC 73/23	2022-12-30	Orlen Projekt	Polwax	koszty transportu urządzeń	1,1		sprawa w toku w I instancji

Źródło: BDM S.A., spółka, *kwota w 2019 roku zabezpieczona przez komornika, **10,9 mln PLN odsetki naliczone do końca 2023 roku

Polwax – scenariusze na przyszłość

Na początku grudnia '24 MS Zabrze i Polwax poinformowały o rozpoczęciu trójstronnych negocjacji z Orlen Projekt w sprawie zawarcia umowy dotyczącej sporów związanych z inwestycją Future. Biorąc pod uwagę, że dotychczasowe wyroki są niekorzystne dla Polwaxu, uważamy, że za sukces spółki można by uznać zamknięcie sprawy ugodą na poziomie niższym niż zasądzona kwota 28,9 mln PLN (plus odsetki, która w wynikach 4Q'23 oszacowano na 10,9 mln PLN). Oznaczałoby to mniej więcej wykorzystanie środków pozyskanych z emisji do MS Zabrze, zakładamy, że w takim scenariuszu utrzymane zostałyby finansowanie obrotowe z ING.

W średnim terminie MS Zabrze przedstawił dwa bazowe scenariusze dla Polwaxu:

- rozwój spółki w ramach grupy – produkcja świecy i zniczy oraz rozwinięcie produkcji dla przemysłu
- sprzedaż inwestorowi branżowemu, po przeprowadzeniu restrukturyzacji.

Zwracamy uwagę, że w ostatnich latach, mimo zawirowań z finansowaniem czy surowcami, spółka nadal generowała dodatnią EBITDA po wyłączeniu odpisów. W latach 2019-13 było to pomiędzy 2 mln PLN (2019 rok) a 25 mln PLN (2022 rok). W 2024 roku wynik może oscylować w okolicy zera, ale należy brać pod uwagę problemy płynnościowe w 1H'24, które skutkowały np. późnym zakupem surowców do produkcji zniczy.

Warto podkreślić, że spółka może posiadać znaczny potencjał do restrukturyzacji majątku. Obecnie działa w dwóch lokalizacjach (Czechowice-Dziedzice i Jasło, w których zatrudnia podobną liczbę pracowników), których moce wykorzystywane są tylko częściowo. Nie można wykluczyć możliwości skupienia produkcji w jednej lokalizacji i optymalizacja majątku (zwracamy uwagę np. na zaplecze zbiornikowe na 26 tys m³, które posiada spółka w obu lokalizacjach). Już w strategii na lata 2020-22 spółka wskazywała na kierunkowe skupienie produkcji parafin w Jasle a wkładów do zniczy w Czechowicach (przy jednoczesnym szerszym wykorzystaniu bazy zbiornikowej w Cz-Dz. na potrzeby świadczenie usług dla odbiorców zewnętrznych).

Jednocześnie zauważamy, że komunikowane postawienie nacisku na wzrost produkcji parafin dla przemysłu nie jest nowością dla spółki, z takim przesłaniem debiutowała ona na GPW już 10 lat temu. Obecnie spółka w dużej mierze pozostaje uzależniona od rocznych kontraktów z JMP (w 2024 roku 95 mln PLN, czyli ok połowy przychodów spółki). W długim terminie należy brać pod uwagę, że tradycja palenia zniczy jest dość specyficzna dla Polski i może stopniowo zmniejszać się wraz ze zmianami pokoleniowymi/światopoglądowymi (postępować może także wzrost zainteresowania zniczami elektrycznymi czy produktami opartymi o woski naturalne).

Przed spółką także decyzja o możliwości powrotu do projektu Future. Uważamy, że decyzja nie zapadnie szybciej niż przed zakończeniem sporu z Orlen Projekt. Uważamy także, że scenariusz powrotu do tej inwestycji nie jest priorytetowy m.in. ze względu na skalę koniecznego finansowania. W 2020 roku spółka sygnalizowała, że możliwy jest np. scenariusz sprzedaży projektu i terenu pod nim lub wznowienia realizacji projektu w formule JV. W 2023 roku koszty utrzymania, konserwacji instalacji projektu oraz odsetki i wycena walutowa kredytu wyniosły 15 tys PLN, a w 2022 roku 899 tys PLN.

STALMECH

W lutym 2024 roku MS Zabrze zawarł warunkową umowę kupna przedsiębiorstwa Stalmech (działalność gospodarcza prowadzona przez Bogumiła Książkowskiego). Finalizacja umowy uzależniona jest od zatwierdzenia układu w ramach postępowania restrukturyzacyjnego. Cena sprzedaży nie przekracza 1% ogólnej wartości aktywów grupy MSZ (czyli jej wartość to kilka mln PLN, ale należy pamiętać, że przejście będzie skutkowało koniecznością spłaty zadłużenia w ramach układu, jego wartość może być istotna biorąc pod uwagę skalę przedsiębiorstwa). W lutym 2024 roku złożono wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego (postępowanie jest w toku).

Pojemniki logistyczne



Źródło: DM BDM S.A., Stalmech

Kontener biurowy



Źródło: DM BDM S.A., Stalmech

Kontenery magazynowe



Źródło: DM BDM S.A., Stalmech

Przykładowy budynek modułowy



Źródło: DM BDM S.A., MS Zabrze

Przedsiębiorstwo posiada halę produkcyjną o pow. 35 tys m² (wyposażona m.in. w 60 robotów, 7 laserów oraz inne urządzenia spawalnicze czy obróbcze) i magazynową na 10 tys m². Stalmech w 2022 roku miał ok. 160 mln PLN przychodów i zatrudnia ok. 100-120 osób. Głównym przedmiotem działalności podmiotu ([link](#)) dotychczas była produkcja metalowych pojemników służących m.in. jako wyposażenie logistyczne linii produkcyjnych (m.in. w automotive) i kanałów dystrybucyjnych. Drugą gałęzią produktową są kontenery magazynowe oraz socjalne/biurowe. Oceniamy, że z punktu widzenia MS Zabrze szczególnie ta druga noga biznesu może dobrze uzupełniać się z obecnymi kompetencjami grupy. Mamy tu na myśli jednak nie tylko proste kontenery biurowe/pracownicze (wykorzystywane np. na budowach), ale głównie potencjał wejścia na rynek budownictwa modułowego całych budynków (w tym obszarze Stalmech nie operował). W Europie Zachodniej powstają całe budynki biurowe/mieszkalne w na bazie stalowych systemów modułowych (co stanowi konkurencję dla prefabrykacji betonowej i drewnianej). Głównymi graczami są m.in. Elements Europe, Daiwa House Modular Europe czy Modulaire Group (pod marką Algeco oferowane są w Polsce kontenery zarówno w formule sprzedaży, jak i najmu). W Polsce największym podmiotem w obszarze stalowych systemów kontenerowych jest Modular System (wyniki i opis przedstawiamy poniżej).

W 4Q'24 MS Zabrze dokapitalizował kwotą 10 mln PLN swoją spółkę zależną ModQ Solutions (wcześniej funkcjonowała jako MZ Stalmech i MZ Stal). Z konferencji wyników MSZ wynika, że Stalmech realizuje na jej rzecz bieżące zlecenia pozwalające zachować ciągłość produkcji czasie postępowania restrukturyzacyjnego, a ModQ zajmuje się obsługą sprzedaży i budową rynku. Spółka ma docelowo przejąć przedsiębiorstwo Stalmech, jeśli dojdzie do zatwierdzenia układu

Modular System

W odległości 12 km od zakładu Stalmechu w powiecie płockim zlokalizowana jest spółka Modular System (36% akcji posiada od połowy 2021 roku fundusz EI, reszta należy do założycieli). Jest to największy polski producent kontenerów użytkowych i systemów modułowych opartych o stalową ramę. Modular w ostatnich pięciu latach zwiększył swoje przychody 10x (!) do 756 mln PLN. Głównymi segmentami produktowymi Modular System są: budownictwo kontenerowe, rozwiązania dla wojska oraz systemy modułowe. Spółka m.in. wybudowała na bazie własnych kontenerów „miasteczko” pracownicze (2,5 tys kontenerów, 37 tys m²) na potrzeby budowy projektu Olefiny III. W sprawozdaniu podaje także, że konflikt w Ukrainie spowodował wzrost przychodów spółki (prawdopodobnie kontrakty dla wojska). Poniżej przedstawiamy wyniki spółki za ostatnie lata.

Modular System [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	68,3	76,0	132,5	275,8	595,2	756,0
Polska	b.d.	62,4	104,7	197,4	485,4	682,8
UE	b.d.	13,2	26,3	73,9	104,6	72,1
inne	b.d.	0,4	1,3	4,5	5,3	1,1
Zysk brutto ze sprzedaży	8,5	13,6	32,8	53,0	185,3	231,6
Zysk na sprzedaży	3,9	7,1	24,4	38,5	161,6	196,3
EBITDA	5,0	7,4	28,3	44,6	170,0	208,4
EBIT	4,0	6,3	26,2	41,2	164,0	196,2
Zysk brutto	3,6	5,6	25,0	40,7	160,4	190,8
Zysk netto	2,9	4,4	21,9	36,3	146,7	172,1
Dług netto	1,6	11,4	-9,0	-36,7	-6,7	-129,0
RAT	7,1	23,1	31,7	60,3	120,0	236,6
WNIp	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0
CFO	5,4	8,4	31,3	69,9	103,1	277,1
CAPEX	6,0	17,0	10,4	30,2	64,8	128,9
Marża EBITDA	7,3%	9,7%	21,4%	16,2%	28,6%	27,6%
Marża EBIT	5,9%	8,2%	19,8%	14,9%	27,5%	25,9%
Marża zysku netto	4,3%	5,8%	16,6%	13,2%	24,6%	22,8%

Źródło: DM BDM S.A., KRS

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

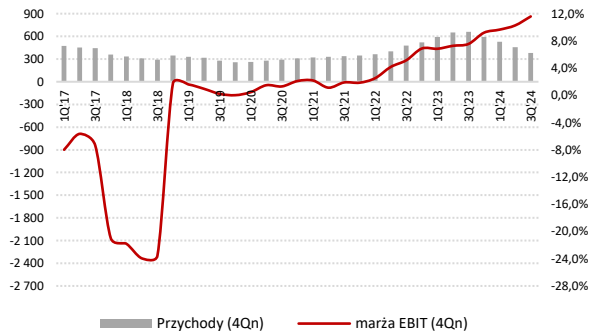
Wyniki za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24W	odchyl.	3Q'24P BDM	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	365,9	249,3	-31,9%	249,3	0,0%	280,7	-11,2%	1 120,9	703,7	-37,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	37,8	36,5	-3,4%	---	---	31,9	14,3%	102,9	95,0	-7,7%
Zysk na sprzedaży	20,6	12,9	-37,3%	---	---	7,2	79,5%	58,9	35,4	-40,0%
Saldo PPO/PKO	-0,4	28,2	---	---	---	0,0	---	-1,3	27,9	---
EBITDA	24,2	46,2	91,1%	---	---	11,5	302,1%	69,7	76,6	9,8%
EBIT	20,3	41,1	103,1%	41,1	0,0%	7,2	471,1%	57,6	63,3	9,8%
Wynik brutto	20,9	39,9	90,4%	39,9	-0,1%	8,3	380,3%	64,7	65,5	1,3%
Wynik netto przed wyłączeniem mniejszości	14,9	34,8	133,7%	34,8	-0,1%	6,2	461,0%	48,0	54,2	12,8%
Wynik netto	14,4	34,2	136,8%	---	---	5,8	485,6%	46,9	53,0	13,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	10,3%	14,6%	---	---	---	11,4%	---	9,2%	13,5%	---
Marża EBITDA	6,6%	18,5%	---	---	---	4,1%	---	6,2%	10,9%	---
Marża EBIT	5,5%	16,5%	---	16,5%	---	2,6%	---	5,1%	9,0%	---
Marża zysku netto	3,9%	13,7%	---	---	---	2,1%	---	4,2%	7,5%	---

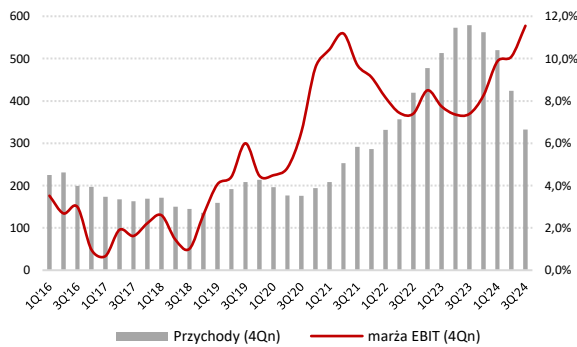
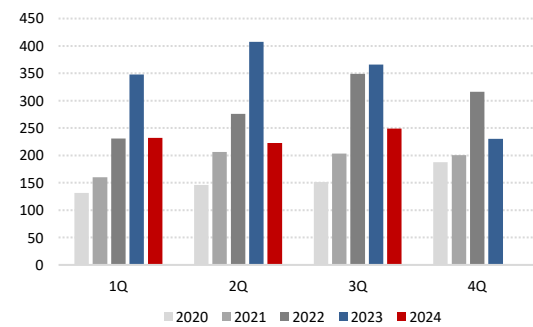
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *spółka podawała wynik bez uwzględnienia wyniku mniejszości

- Wyniki 3Q'24 były niższe od naszych oczekiwań na poziomie przychodów, ale wyższe na niższych poziomach rachunku wyników (także po wyłączeniu rozpoznania 27,3 mln PLN zysku na okazym nabyciu udziałów Polwaxu).
- Na poziomie przychodów w 3Q'24 spółka odnotowała 249 mln PLN, spadek o -32% r/r (spadek w każdym z dotychczasowych głównych segmentów, dodatkowo ok 61 mln PLN pochodziło z konsolidacji od sierpnia Polwaxu). Mocny spadek sprzedaży jest konsekwencją spadającego od kilku kwartałów portfela zleceń (od przełomu 3/4Q'24 ten trend udało się odwrócić).
- Zysk na sprzedaży na poziomie 12,3 mln PLN (spodziewaliśmy się 7,2 mln PLN), spadek r/r o -37%.
- EBIT na poziomie 41,1 mln PLN vs 20,3 mln PLN rok temu oraz 7,2 mln PLN w naszych prognozach. W naszych prognozach nie ujmowaliśmy 27,3 mln PLN zysku na okazym nabyciu udziałów Polwaxu.
- Saldo pozostałej działalności +28,2 mln PLN (vs -0,4 mln PLN rok temu).
- Na poziomie EBIT spółka pokazała wyższe q/q i r/r marże (ale nie wystarczyło to, by poprawić wyniki wartościowo) w segmentach Realizacji Przemysłowych (9,2 mln PLN EBIT vs 12,2 mln PLN rok temu) i Budownictwa Ogólnego (7,7 mln PLN EBIT vs 12,1 mln PLN rok temu).
- Największą historycznie stratę zanotował segment Produkcji Mechanicznej (d. Konstrukcji Maszynowych), który musi radzić sobie ze spadkiem zamówień głównych klientów (głównie producenci dźwigów).
- Nowy segment, Produkcji Chemicznej (Polwax), miał +2,3 mln PLN EBIT.
- W segmencie Pozostałe wykazano -3,0 mln PLN (vs -5,2 mln PLN rok temu).

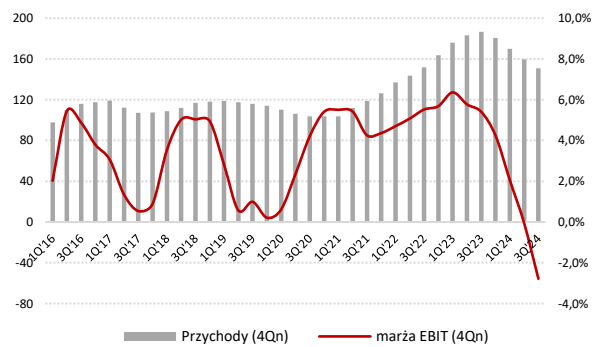
- Na wyniku brutto spółka odnotowała 39,9 mln PLN. Natomiast na poziomie netto 34,2 mln PLN.
- Gotówka netto na poziomie 122 mln PLN (z uwzględnieniem 93 mln PLN obligacji korporacyjnych) vs 174 mln PLN kwartał wcześniej. W 3Q'24 spółka skupiła akcje własne oraz dofinansowała Polwax. Sam CF operacyjny był dodatni (+17 mln PLN).
- W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 703,7 mld PLN przychodów (-37% r/r) oraz 53,0 mln PLN zysku netto (+13% r/r).

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych


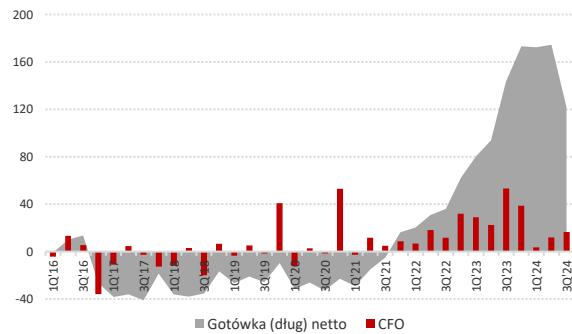
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego

 Źródło: DM BDM S.A., spółka
Przychody wg kwartałów [mln PLN]


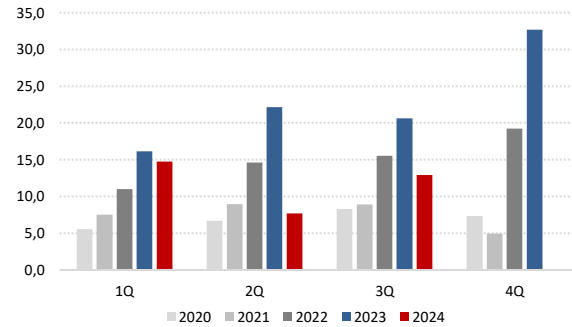
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie konstrukcji maszynowych


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Gotówka (dług) netto i CF operacyjny [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

EBIT skoryg* wg kwartałów [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 3Q'24 (28/11/2024)**3Q'24**

-niższe przeroby r/r konsekwencją niskiego dotychczas backlogu
-zakończyło się kilka kontraktów na dobrych marżach finalnych
-wzrost kosztów SG&A - sezonowo wysokie koszty transportu w Polwaxie

2024

-4Q'24 lepszy przychodowo q/q, przy niższej q/q marży

2025

-obecnie możliwość wypracowania 1,2-1,3 mld PLN w 2025 przychodów, spółka oczekuje 11-12% marży brutto ze sprzedaży, EBIT może zmieścić się w widełkach 40-50 mln PLN

Rynek

-konkurencja na rynku kubaturowym jest wysoka (od roku często wygrywający mają oferty poniżej kosztów)
-spółka szuka nisz, pozyskuje kontrakty zagranicą
-zaczynają ruszać powoli inwestycje finansowane z KPO

Portfel

-obecnie (na koniec listopada) portfel na poziomie blisko 1,0 mld PLN, na koniec października kontrakty pozyskane w listopadzie znajdowały się w pipeline i miały założone 70% prawdopodobieństwo podpisania

-spółka ma oferty złożone obecnie na 2,5 mld PLN

-spółka liczy jeszcze na podpisanie nowych kontraktów do końca roku

-w portfelu i pipeline uwzględniony jest Polwax (odpowiednio 71 / 150 mln PLN – przychody w horyzoncie 1Q oraz potencjalne zamówienia na kolejny rok w segmencie zniczowym)

-nowe kontrakty znajdują się w fazie przygotowawczej, wejście w fazę przerobową w 2025 roku

-spółka liczy m.in. na kolejne zlecenia z Air Product w zakresie terminalu importu odnawialnego amoniaku w Rotterdamie

-spółka liczy na pierwsze kontrakty w dekorbonizacji hut w Europie (konkurencja jest niska)

Dług netto

-w 3Q'24 skonsolidowany Polwax (szczyt produkcyjny sezonu zniczowego)

-4Q'24 zakładana poprawa pozycji gotówkowej (spływ gotówki w Polwaxie)

Skup akcji

-w 2025 roku jest szansa na skup akcji własnych na poziomie zbliżonym do 2024 roku (ok 30 mln PLN)

Realizacje Przemysłowe

-od 4Q'24 wyraźny wzrost przychodów q/q, obecne marże nie są do utrzymania, będą lekko spadały od 4Q'24

Budownictwo ogólne

-3Q'24 był dołkiem przychodowym, ale wzrosty w kolejnych okresach nie będą tak silne jak w Realizacjach Przemysłowych, należy oczekiwać pewnego spadku marży

-Posco –finalne rozliczenie zakładane w 2/3Q'25

Produkcja mechaniczna (d. Konstrukcje Maszynowe)

-spadek przychodów będzie nadal istotny (mocny spadek w segmencie dźwigowym – prognozy spadku zamówień o połowę w 2025 roku, nadal dobre zamówienia z Alstomu)

-segment dźwigowy stanowił ok 60% sprzedaży segmentu w ostatnich okresach

-problem pracowników nie jest już tak duży, ze względu na słaby rynek jest też większa podaż spawaczy

-od 2Q'25 spółka chce być obecna w segmencie obronnym (potencjał 10-30 mln PLN przychodów w skali roku)

-ModQ (spółka sprzedażowa na bazie produkcji Stalmechu) w 4Q'24 nie będzie miała istotnego wpływu, w 2025 roku potencjał na 100 mln PLN przychodów i kilkanaście procent marży (jeśli te plany się powiodą, wtedy możliwe wydzielenie segmentu)

Polwax

-podmiot musi obecnie skupić się na restrukturyzacji

-publikacja strategii najwcześniej za dwa miesiące

-4Q'24 będzie sezonowo mocniejszy niż 3Q'24

-spółka chce wzmocnić pozycję w segmencie przemysłowym (zagranicą, np. antyzbrylacze) i utrzymać pozycję w segmencie zniczowym (największym klientem jest JMP)

-spółka liczy na ugodę z Orlenem

-odnośnie projektu Future prowadzone są analizy, pod koniec 1Q'25 spółka może mieć przemyslenia w tym temacie

-zakładany jest zysk netto w 2025 roku

-wykorzystanie mocy to obecnie 30%

-scenariusz alternatywny to konsolidacja biznesu w jednej lokalizacji i sprzedaż bazy zbiornikowej czy instalacji

-Polwax jednostkowy będzie pokazywał wyższe wyniki niż skonsolidowane w grupie MSZ ze względu na inne ujęcie aktywów (PSR vs MSSF – wyższa amortyzacja w MSZ liczona od zaktualizowanej wartości aktywów)

Stalmech

-sanacja przebiega pomyślnie, przy czym musiał zmieniony być sąd (konflikt interesów, jednego z wierzycieli), kolejny etap to ustanowienie rady wierzycieli

-wykryształowała się strategia – skupienie się na działalności modułowej, gdzie spółka widzi dobre perspektywy rynkowe

Akwizycje

- spółka nie pracuje nad innymi akwizycjami (poza potencjalnie Stalmechem)

Wyniki i prognozy skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	230,9	275,9	349,0	316,5	347,6	407,3	365,9	230,5	231,9	222,5	249,3	284,5	250,6	264,9	329,3	325,8
Realizacje przemysłowe	95,8	127,0	159,8	139,2	165,1	186,8	167,2	73,5	102,5	113,8	89,4	100,0	112,8	125,2	120,0	112,5
Produkcja mechaniczna	40,1	39,9	37,7	45,9	52,4	47,1	41,3	39,8	41,8	36,6	32,6	34,0	33,0	33,0	33,0	35,0
Ogólne	92,6	106,7	149,4	128,6	128,7	166,1	155,8	111,9	86,0	70,2	64,6	80,0	70,0	75,0	100,0	100,0
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,7	68,5	32,8	29,7	74,3	76,3
Inne	2,4	2,3	2,3	2,1	1,5	7,4	1,7	5,3	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zysk brutto	22,3	27,4	26,9	35,8	29,7	35,4	37,8	52,3	31,5	27,0	36,5	34,4	25,9	30,6	39,2	42,9
SG&A	11,3	12,8	11,4	16,6	13,6	13,3	17,1	19,5	16,8	19,3	23,6	24,9	21,2	24,4	24,7	25,5
Zysk na sprzedaży	11,0	14,6	15,5	19,2	16,2	22,2	20,6	32,7	14,7	7,7	12,9	9,4	4,7	6,2	14,5	17,5
EBITDA	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	25,7	24,2	39,8	18,8	11,5	46,2	15,0	10,3	11,8	20,1	23,1
EBIT	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	21,0	20,3	35,4	14,7	7,5	41,1	9,4	4,7	6,2	14,5	17,5
Realizacje przemysłowe	4,3	7,3	9,8	14,5	8,8	14,2	12,2	19,4	5,4	10,0	9,2	7,0	7,9	7,5	7,2	6,8
Produkcja mechaniczna	2,4	2,3	1,7	2,9	4,3	1,6	1,3	0,5	0,1	-1,9	-2,8	-2,4	-1,7	-0,3	0,0	0,7
Ogólne	6,8	8,5	11,4	13,9	6,0	10,8	12,1	17,5	10,9	2,3	7,7	4,8	4,2	3,8	5,5	5,5
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	2,5	-3,7	-2,7	3,8	6,5
Inne	-2,8	-5,4	-7,7	-11,4	-3,1	-5,6	-5,2	-1,9	-2,3	-2,9	-3,0	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Zysk brutto	9,7	10,7	16,9	18,4	16,4	27,4	20,9	35,9	16,4	9,3	39,9	10,0	5,3	6,9	14,9	17,8
Zysk netto	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	21,3	14,4	27,3	12,1	6,7	34,2	6,2	5,5	6,2	9,8	10,0
CFO	6,8	18,1	11,8	32,0	28,9	22,5	53,2	38,7	3,7	11,9	16,6	20,2	8,0	8,0	8,0	16,1
Dług netto	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	-93,7	-143,4	-173,1	-172,4	-174,5	-121,8	-139,6	-142,0	-144,4	-117,2	-135,5
Marża brutto	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	8,7%	10,3%	22,7%	13,6%	12,1%	14,6%	12,1%	10,3%	11,6%	11,9%	13,2%
SG&A/przychody	4,9%	4,6%	3,3%	5,2%	3,9%	3,3%	4,7%	8,5%	7,2%	8,7%	9,4%	8,8%	8,5%	9,2%	7,5%	7,8%
Marża EBITDA	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%	6,3%	6,6%	17,3%	8,1%	5,2%	18,5%	5,3%	4,1%	4,5%	6,1%	7,1%
Marża EBIT	4,5%	4,6%	4,3%	6,4%	4,7%	5,2%	5,5%	15,4%	6,3%	3,4%	16,5%	3,3%	1,9%	2,3%	4,4%	5,4%
Realizacje przemysłowe	4,4%	5,7%	6,2%	10,4%	5,3%	7,6%	7,3%	26,4%	5,3%	8,8%	10,3%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Produkcja mechaniczna	6,0%	5,7%	4,6%	6,3%	8,2%	3,5%	3,1%	1,2%	0,3%	-5,3%	-8,7%	-7,0%	-5,0%	-1,0%	0,0%	2,0%
Ogólne	7,4%	7,9%	7,6%	10,8%	4,7%	6,5%	7,7%	15,6%	12,7%	3,3%	11,9%	6,0%	6,0%	5,0%	5,5%	5,5%
Produkcja chemiczna	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	3,8%	3,7%	-11,4%	-9,2%	5,1%	8,5%
Inne	-120%	-242%	-342%	-535%	-207%	-76%	-307%	-36%	-142%	-151%	-152%	-125%	-100%	-100%	-100%	-100%
Marża zysku netto	2,6%	2,4%	3,0%	2,8%	3,2%	5,2%	3,9%	11,8%	5,2%	3,0%	13,7%	2,2%	2,2%	2,3%	3,0%	3,1%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji* [mln PLN]

	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	975,5	988,2	1,3%	987,2	1 170,5	18,6%	1 030,2	1 253,3	21,7%
EBITDA	54,6	91,6	67,9%	55,9	65,3	16,8%	54,7	74,2	35,6%
EBIT	38,8	72,7	87,1%	39,6	42,8	8,1%	38,8	52,6	35,6%
Zysk netto	29,9	59,2	97,8%	29,2	31,5	8,0%	25,9	35,3	36,3%
Dług (gotówka) netto	-128,3	-139,6	8,8%	-137,4	-135,5	-1,4%	-142,8	-105,3	-26,3%
Marża EBITDA	5,6%	9,3%		5,7%	5,6%		5,3%	5,9%	
Marża EBIT	4,0%	7,4%		4,0%	3,7%		3,8%	4,2%	
Marża zysku netto	3,1%	6,0%		3,0%	2,7%		2,5%	2,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 04/01/2024

- Zakładamy wstępnie, że wyniki samego 4Q'24 będą lepsze r/r na poziomie przychodów i słabsze na poziomie EBIT. Wzrost portfela w ostatnich miesiącach i konsolidacja Polwaxu (zakładamy ok 70 mln PLN przychodów w 4Q'24) powinny przełożyć się na >20% dynamikę sprzedaży r/r. Na poziomie rentowności nie widzimy natomiast szans, by powtórzyć poziomy z ubiegłego roku, kiedy spółka była w końcowej fazie istotnych kontraktów i księgowano na nich bardzo dobre wyniki. Obecnie wiele kontraktów w portfolio jest dopiero w początkowej fazie realizacji, co skutkuje ostrożnym podejściem do budżetowania marż. Słaby okres ma w 2024 roku obszar produkcyjny (zakładamy stratę w 4Q'24) i nie należy oczekiwać tu wyraźniejszej poprawy szybciej niż w połowie 2025 roku. Na poziomie podobnym do 3Q'24 do wyników powinien dołożyć się naszym zdaniem Polwax (sezonowo 2H jest dużo lepsze niż 1H'24 ze względu na sezon zniczowy). Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej na koniec roku, zakładamy, że może ona wynieść 130-140 mln PLN gotówki netto.
- Portfel spółki (+29% r/r po X'24, +17% ex-Polwax) odbudowuje się obecnie z niskich poziomów, co będzie przekładać się na wzrost przychodów r/r w najbliższych kwartałach (proces 1H'25 będzie także wsparty przez konsolidację Polwaxu). Wskazujemy także na długoterminowe relacje spółki z klientami, dla których w ostatnich kwartałach zakończyły się duże kontrakty (BASF, Mittal), a którzy mogą być źródłem nowych zleceń. Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów z branży na GPW.
- Wyniki samego 4Q'24 będą istotnie słabsze r/r na poziomie EBIT, co będzie pochodną normalizacji marż (w 4Q'23 spółka miała najwyższą w historii marżę brutto ze sprzedaży). W całym 2024 roku prognozujemy 988 mln PLN przychodów i 59,2 mln PLN zysku netto.
- Spółka komunikuje, że stara się ostrożnie podchodzić do ofertowania na obecnym trudnym rynku, aczkolwiek trudno oczekiwać utrzymania poziomów marż z ostatnich 3-4 lat. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich

latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń (które przeważają obecnie w portfelu).

- Nasze skonsolidowane prognozy na 2025/26 zakładają odpowiednio 1,17 / 1,25 mld PLN przychodów oraz 32 / 35 mln PLN zysku netto. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy nieco poniżej 1,5 mld PLN przychodów.
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2019-23 średnia skoryg. marża EBITDA wynosiła 5,1%, w 1-3Q'24 było to 5,0%. W najbliższych okresach (4Q'24/2025) zakładamy, że marża spadnie do 3-4%, co wynika z i) wzrostu kontrybucji do przychodów nowych kontraktów (konserwatywne podejście na początku do marż), ii) słabej koniunktury dla obszaru Produkcji Mechanicznej (zakładamy poprawę od 2H'25), iii) konsolidacji Polwaxu (zakładamy <2% marży w 2025 i nieco ponad 3% w kolejnych latach - w latach 2020-24P marża wahała się w przedziale -2% do +7%). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 4,75%.
- W przypadku Polwaxu zakładamy, że w 2024 roku wypracuje 187 mln PLN przychodów, w 2025 roku przyjmujemy wzrost do 213 mln PLN a w kolejnych latach 2-3% wzrost r/r. Zwracamy uwagę, że w poprzednich pięciu latach spółka miała 216-331 mln PLN przychodów. Spadek w 2024 roku podyktowany jest m.in. trudną sytuacją płynnościową w 1H'24. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w latach, kiedy przychody wynosiły ok 300 mln PLN/rok, duży udział w strukturze miała sprzedaż półproduktu do produkcji zniczy i świec (pytanie o możliwość odbudowy tej bazy klientów).
- W 2026 roku zakładamy, że Polwax zapłaci na rzez Orlen Projekt 39 mln PLN (kwota z wyroku sądowego z naliczonymi do 2023 roku odsetkami - zakładamy ugodę na tym poziomie).
- W modelu nie uwzględniamy ewentualnej akwizycji Stalmechu. CAPEX zakładamy na poziomie amortyzacji.
- Zakładamy, że spółka wypłaci akcjonariuszom w 2025 roku ok 30 mln PLN w formie skupu/dywidendy (0,43 PLN/akcję). Zakładamy wypłatę akcjonariuszom 75% skonsolidowanego zysku netto w latach 2026-27, a w kolejnych latach 100%.

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	601,4	616,9	770,1	1 172,3	1 351,4	988,2	1 170,5	1 253,3	1 325,2	1 385,5	1 436,6	1 479,6	1 515,4	1 545,1	1 570,0	1 591,0
Realizacje przemysłowe	256,4	307,0	347,9	521,8	592,5	405,7	470,4	508,1	540,6	568,3	591,5	610,9	626,9	640,1	650,8	659,6
Produkcja mechaniczna	114,0	103,5	126,1	163,6	180,5	145,1	134,0	144,7	154,0	161,9	168,5	174,0	178,6	182,3	185,4	187,9
Ogólne	213,9	194,3	286,1	477,4	562,5	300,7	345,0	372,6	396,4	416,7	433,8	448,0	459,8	469,4	477,3	483,7
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,2	213,1	219,8	226,0	230,3	234,4	238,2	241,6	244,7	247,8	251,1
Inne	17,1	12,1	9,9	9,0	15,9	7,5	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7	8,7
Zysk brutto ze sprzedaży	64,8	72,1	77,3	112,5	155,1	129,4	138,6	154,9	165,6	175,9	184,0	189,3	193,7	197,1	199,9	202,2
SG&A	45,7	44,3	47,0	52,1	63,5	84,6	95,8	102,3	107,8	112,4	116,2	119,3	121,8	123,8	125,4	126,6
Zysk na sprzedaży	19,1	27,9	30,4	60,4	91,6	44,8	42,8	52,6	57,8	63,6	67,9	70,1	71,9	73,4	74,6	75,5
EBITDA	33,3	39,1	44,5	71,0	109,5	91,6	65,3	74,2	79,4	85,2	89,5	91,7	93,5	95,0	96,2	97,2
EBIT	20,4	26,4	32,1	58,3	93,0	72,7	42,8	52,6	57,8	63,6	67,9	70,1	71,9	73,4	74,6	75,5
Realizacje przemysłowe	0,1	6,4	6,5	35,9	54,6	31,6	29,4	33,0	34,9	36,7	38,1	39,3	40,3	41,1	41,7	42,2
Produkcja mechaniczna	0,2	5,6	5,5	9,3	7,7	-7,0	-1,3	2,9	4,6	6,5	8,4	8,7	8,9	9,1	9,3	9,4
Ogólne	9,5	18,6	26,1	40,6	46,4	25,7	19,0	18,6	18,8	19,8	20,6	21,3	21,8	22,3	22,7	23,0
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	3,8	6,2	7,5	8,9	9,0	9,2	9,3	9,5	9,6	9,8
Inne	9,8	-3,9	-5,8	-27,4	-15,8	-10,6	-8,0	-8,1	-8,2	-8,2	-8,3	-8,4	-8,5	-8,6	-8,7	-8,7
Zysk brutto	16,4	16,8	23,1	55,6	100,6	75,6	44,9	51,7	56,3	62,2	66,6	68,9	70,8	72,4	73,7	74,7
Zysk netto	10,1	10,2	14,7	32,0	74,2	59,2	31,5	35,3	38,0	41,7	44,7	46,3	47,6	48,6	49,5	50,1
CFO	13,6	0,6	22,4	68,8	143,3	52,4	40,1	12,0	55,0	59,4	62,6	64,3	65,8	66,9	67,9	68,6
Dług netto	9,8	22,8	-16,3	-62,2	-173,1	-139,6	-135,5	-105,3	-115,9	-119,6	-123,1	-125,7	-128,3	-131,1	-134,0	-136,9
Marża brutto ze sprzedaży	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%	11,5%	13,1%	11,8%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,7%
SG&A/przychody	7,6%	7,2%	6,1%	4,4%	4,7%	8,6%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Marża EBITDA	5,5%	6,3%	5,8%	6,1%	8,1%	9,3%	5,6%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	3,4%	4,3%	4,2%	5,0%	6,9%	7,4%	3,7%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Realizacje przemysłowe	0,0%	2,1%	1,9%	6,9%	9,2%	7,8%	6,2%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Produkcja mechaniczna	0,2%	5,4%	4,4%	5,7%	4,2%	-4,9%	-1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ogólne	4,5%	9,6%	9,1%	8,5%	8,3%	8,6%	5,5%	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Produkcja chemiczna	---	---	---	---	---	3,7%	1,8%	2,8%	3,3%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Inne	57%	-32%	-58%	-305%	-99%	-142%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Marża zysku netto	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	5,5%	6,0%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Bilans [mln PLN]	273	394	392	394	394	394	394	394	395	395	395	395
Aktywa trwałe	273	394	392	394	394	394	394	394	395	395	395	395
Wartości niematerialne i prawne	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rzeczowe aktywa trwałe	92	204	203	204	204	204	204	205	205	205	205	205
Nieruchomości inwestycyjne	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Obligacje	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91	91
Pozostałe aktywa trwałe	49	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
Aktywa obrotowe	437	396	445	437	466	485	500	511	520	528	538	548
Zapasy	29	51	61	65	69	72	74	77	78	80	81	82
Należności krótkoterminowe	282	255	302	324	342	358	371	382	391	399	405	411
Inwestycje krótkoterminowe	121	87	79	44	51	51	50	48	45	43	46	49
- w tym obligacje	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
- w tym środki pieniężne	117	82	74	40	46	46	45	43	41	39	42	45
Pozostałe aktywa obrotowe	5	3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	6
Aktywa razem	710	790	838	831	860	879	895	906	915	922	933	943
Kapitał (fundusz) własny	287	311	313	325	337	340	343	345	346	347	348	349
Kapitał mniejszości	3	61	62	63	66	68	71	74	77	81	84	87
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	420	417	463	442	458	470	480	487	491	495	501	507
Rezerwy na zobowiązania	66	114	114	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Zobowiązania długoterminowe	19	19	16	13	10	7	4	0	0	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	19	19	16	13	10	7	4	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	317	271	317	338	355	370	382	392	396	399	406	411
- w tym zobowiązania oprocentowane	17	16	15	14	13	12	11	10	5	0	0	0
Pasywa razem	710	790	838	831	860	879	895	906	915	922	933	943
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	1 351	988	1 171	1 253	1 325	1 385	1 437	1 480	1 515	1 545	1 570	1 591
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	155	129	139	155	166	176	184	189	194	197	200	202
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	64	85	96	102	108	112	116	119	122	124	125	127
Zysk (strata) na sprzedaży	92	45	43	53	58	64	68	70	72	73	75	76
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1	28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	110	92	65	74	79	85	89	92	94	95	96	97
EBIT	93	73	43	53	58	64	68	70	72	73	75	76
Saldo działalności finansowej	8	3	2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk (strata) brutto	101	76	45	52	56	62	67	69	71	72	74	75
Zysk (strata) netto mniejszości	2	2	1	2	2	3	3	3	3	3	3	3
Zysk (strata) netto**	74	59	32	35	38	42	45	46	48	49	49	50
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	143	52	40	12	55	59	63	64	66	67	68	69
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-87	-6	-13	-17	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Przepływy z działalności finansowej	-25	-81	-35	-30	-32	-43	-47	-51	-52	-52	-49	-49
Przepływy pieniężne netto	31	-35	-8	-34	7	0	-2	-2	-2	-2	3	3
Środki pieniężne na początek okresu	86	117	82	74	40	46	46	45	43	41	39	42
Środki pieniężne na koniec okresu	117	82	74	40	46	46	45	43	41	39	42	45
Wskaźniki	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	15%	-27%	18%	7%	6%	5%	4%	3%	2%	2%	2%	1%
EBITDA zmiana r/r	54%	-16%	-29%	14%	7%	7%	5%	2%	2%	2%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	132%	-20%	-47%	12%	8%	10%	7%	3%	3%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	11,5%	13,1%	11,8%	12,4%	12,5%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,7%
Marża EBITDA	8,1%	9,3%	5,6%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	6,9%	7,4%	3,7%	4,2%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Marża netto	5,5%	6,0%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,1%
SG&A / przychody	4,7%	8,6%	8,2%	8,2%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
ROE	25,9%	19,0%	10,1%	10,9%	11,3%	12,3%	13,0%	13,4%	13,7%	14,0%	14,2%	14,4%
ROA	10,5%	7,5%	3,8%	4,2%	4,4%	4,7%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%
Dług	36	35	31	27	23	19	15	10	5	0	0	0
D / (D+E)	11,1%	10,0%	8,9%	7,6%	6,3%	5,2%	4,1%	2,7%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	12,4%	11,1%	9,8%	8,2%	6,7%	5,5%	4,3%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	12,4%	11,1%	9,8%	8,2%	6,7%	5,5%	4,3%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-173	-140	-136	-105	-116	-120	-123	-126	-128	-131	-134	-137
Dług netto / kapitał własny	-0,60	-0,45	-0,43	-0,32	-0,34	-0,35	-0,36	-0,36	-0,37	-0,38	-0,38	-0,39
Dług netto / EBITDA	-1,6	-1,5	-2,1	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
EV	208	217	221	252	241	237	234	231	229	226	223	220
Dług / EV	17,2%	15,9%	13,8%	10,6%	9,4%	7,9%	6,3%	4,2%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
CAPEX / Amortyzacja	68,0%	94,7%	95,2%	105,5%	100,7%	101,0%	101,0%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-4,9%	-1,3%	0,8%	3,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-36,8%	3,6%	5,2%	52,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
P/E*	5,1	6,0	11,3	10,1	9,4	8,6	8,0	7,7	7,5	7,3	7,2	7,1
P/BV*	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA*	1,9	2,4	3,4	3,4	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3
EV/EBIT*	2,2	3,0	5,2	4,8	4,2	3,7	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
DPS	0,12	0,47	0,43	0,34	0,39	0,55	0,61	0,65	0,67	0,69	0,71	0,72
Payout ratio	27,0%	46,3%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 5,20 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl

[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl

[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

[gry komputerowe](#)
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 39

e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedejusz

tel. (022) 62-20-100

e-mail: piotr.dedejusz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	5,69	kupuj	4,85	02.01.2025	08:10 CEST	5,20	79 577
kupuj	4,85	kupuj	3,69	04.01.2024	09:55 CEST	4,14	77 054
kupuj	3,69	kupuj	2,74	05.06.2023	08:05 CEST	3,20	65 654
kupuj	2,74	kupuj	2,31	08.02.2023	15:10 CEST	2,30	61 186
kupuj	2,31	Wznowienie rekomendacji	---	27.09.2022	10:00 CEST	1,92	49 089
Redukuj	0,88	Redukuj	1,00	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 595
Redukuj	1,00	Kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

**ceny do 2017 roku nie uwzględniają resplitu 2:1 przeprowadzonego w 2019 roku*

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie opiewające pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'25*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
Liczba	%	liczba	%	
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	1	100%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-01-02

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-01-02 (08:10 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-01-09 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą 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 raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2025-01-02:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych*
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki MOSTOSTAL ZABRZE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.