

# Mostostal Zabrze

**kupuj**

inżynieryjno - budowlany, maszynowy

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa\*: 5.68

**Cena docelowa: 6.80**

## Kolejny wyższy poziom

Mostostal Zabrze wypracował sobie wyjątkową pozycję, stając się firmą inżynieryjną o profilu specjalistycznym, z ograniczonym udziałem działalności strictly budowlanej. Jako sprawdzony partner globalnych graczy z wielu branż przemysłowych oraz wykonawca wysoko wyspecjalizowanych projektów komunalnych, takich jak spalarnie śmieci, spółka koncentruje się na kontraktach, w których dla zleceniodawców kluczowe są kompetencje, a nie najniższa cena. Dzięki takiemu podejściu Mostostal Zabrze niemal nie bierze udziału w wojnie cenowej na rynku budowlanym.

### Rekordowy portfel zamówień

W trakcie 2024 roku zarząd MZ uprzedzał, że negocjuje wiele kontraktów, które - z uwagi na skomplikowany charakter planowanych przedsięwzięć - wymagają czasochłonnych i kosztownych przygotowań. Zaznaczał też, że żadna z tych negocjacji nie zakończyła się niepowodzeniem. Początek roku przyniósł efekty i wartość portfela zamówień ponownie przekroczyła 1,0 mld PLN i nadal rośnie. 26 marca zawarto kolejną umowę, tym razem o wartości ok. 24% przychodów Grupy za 2024 rok.

Co więcej, w większości portfel ten wypełniony jest kontraktami na zaawansowane technologicznie prace inżynieryjne, które charakteryzują się wyższą marżowością. Są to zlecenia, o które ubiega się mniejsza liczba firm, gdyż wymagane są znacznie wyższe kompetencje, a preferowani są sprawdzeni partnerzy. Mostostal Zabrze wypracował sobie taki status u wielu światowych potentatów w kilku branżach przemysłowych.

### Na progu dekarbonizacji hutnictwa

Na horyzoncie pozostają jeszcze wielkie przedsięwzięcia hutnicze związane z dekarbonizacją, które na razie nie są istotnym składnikiem omawianego portfela, a spółka ma dobrą pozycję startową do ubiegania się o zlecenia w tej branży.

### Ryzyko pod kontrolą

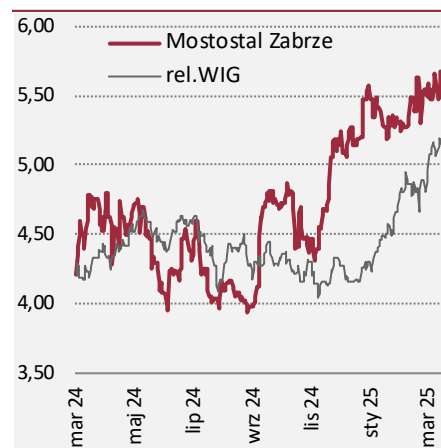
W spółkach budowlanych i inżynieryjnych duże zlecenia rodzą duże ryzyka, czego MZ w swojej historii już doświadczył. Ważne w tym przypadku jest jednak to, że dokonane przed laty zmiany w MZ i postawienie na kompetencje w zarządzaniu projektami jak dotąd wyeliminowały ten problem. Ostatnie większe konflikty ze zleceniodawcami na tle rozliczeń dotyczyły kontraktów podpisanych w 2016 roku (Wood i Kinetics Technology). Oba zakończyły się w 2023 roku korzystnymi dla MZ wyrokami arbitrażowymi i wpływami gotówki.

### Wycena i rekomendacja

Szybko rosnąca wartość portfela zamówień przełożyła się na podniesienie naszych prognoz wyników. Na ich bazie wyceniliśmy akcje Grupy Mostostal Zabrze na 6,8 PLN za akcję. Jest to średnia ważona z wyceny DCF, która wynosi 6,6 PLN (waga 25%) (z uwzględnieniem wypłaty za Stadion Śląski - 4,6 PLN (waga 25%)), oraz wyceny porównawczej - 8,0 PLN (waga 50%). Oznacza to, że podtrzymujemy rekomendację „kupuj” dla akcji spółki.

Adam Zajler

adam.zajler@bankmillennium.pl



Max/min 52 tygodnie (PLN)	5,68 / 3,94		
Liczba akcji (mln)	74,0		
Kapitalizacja (mln PLN)	420		
EV (mln PLN)	462		
Free float (mln PLN)	184		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Jędrzejewski Krzysztof		
% akcji, % głosów	39.1%, 39.1%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	4,0%	7,8%	20,9%
Zmiana do WIG	-1,8%	-16,0%	0,3%

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2023	1351,4	93,2	109,8	100,8	74,5	1,01	1,23	3,9	5,6	1,5	0,1%	5,0	4,2	26,0%
2024	1010,3	51,1	98,7	78,9	61,8	0,84	1,09	4,2	6,8	1,3	0,2%	9,0	4,7	19,8%
2025p	1342,5	60,9	80,1	61,1	40,8	0,55	0,81	4,5	10,3	1,3	0,3%	7,6	5,8	12,2%
2026p	1459,0	72,7	93,4	72,1	48,2	0,65	0,93	4,9	8,7	1,2	0,0%	6,4	4,9	13,3%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium r/mn PLN

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

\*Cena rynkowa z dnia 26.03.2025r. godz.17.00

## Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza .....	3
Wycena DCF .....	4
Wyniki spółki za 4Q2024 .....	6
Portfel zamówień.....	7
Ostatnie wydarzenia.....	8
Polwax.....	9
Stalmech.....	11
Struktura przychodów Grupy MZ w 2024 roku.....	11
Analiza płynności i zadłużenia .....	12
Wyniki finansowe i ich prognozy .....	13
Czynniki ryzyka .....	15
Przestrzeganie zasad ESG .....	16
Rekomendacje BM Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy .....	17

## Wycena

Wycenę spółki Mostostal Zabrze przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) w dwóch wariantach oraz metodę porównawczą względem spółek działających w obszarze budowlanym z przesunięciem w kierunku robót specjalistycznych i inżynierskich. W wariantach DCF, w którym spółka nie będzie wypłacała odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 474 mln PLN, czyli 6,6 PLN na akcję, w wariantach z wypłatą 330 mln PLN, czyli 4,6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 595 mln PLN, czyli 8,0 PLN na akcję. Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, przy czym warianty DCF mają po 25%, uzyskując ogólną wycenę spółki na poziomie 498 mln PLN, czyli 6,8 PLN na akcję.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga wyceny
Wycena DCF	474	6,6	25%
Wycena DCF z wypłatą za Stadion Śląski	330	4,6	25%
Wycena porów naw cza	595	8,0	50%
<b>Wycena spółki Mostostal Zabrze</b>	<b>498</b>	<b>6,8</b>	

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P
BUDIMEX	BDX	POLAND	4 165	21,9	25,9	22,5	17,1	15,3	13,4
SKANSKA AB-B SHS	SKA	SWEDEN	10 014	18,1	13,3	11,4	13,3	9,3	8,2
PEAB AB-CLASS B	PEA	SWEDEN	2 286	9,6	11,7	10,1	7,7	8,9	9,0
NCC AB-B SHS	NCC	SWEDEN	1 905	12,2	13,5	12,4	7,7	6,7	6,6
ACS ACTIVIDADES CONS Y SER\	ACS	SPAIN	15 127	16,9	17,9	16,0	8,5	4,1	3,6
MOTA ENGL SGPS SA	EGL	PORTUGAL	1 113	8,4	8,9	8,4	4,7	3,9	3,7
VEIDEKKE ASA	VEI	NORWAY	1 899	15,8	14,7	13,8	8,2	6,3	5,9
HOCHTIEF AG	HOT	GERMANY	13 675	16,3	18,0	16,5	13,3	5,6	5,1
VINCI SA	DG	FRANCE	72 427	13,8	13,5	12,1	7,7	6,8	6,2
BOUYGUES SA	EN	FRANCE	14 789	12,9	10,6	8,6	5,0	4,6	4,2
EIFFAGE	FGR	FRANCE	11 498	10,2	10,7	10,0	5,2	5,0	4,7
STRABAG SE-BR	STR	AUSTRIA	8 652	12,4	11,0	10,3	5,5	3,6	3,4
Mediana				13,4	13,4	11,7	7,7	5,9	5,5
Mostostal Zabrze zysk netto (mln PLN)				61,8	40,8	48,2			
Mostostal Zabrze EBITDA (mln PLN)							70,0	80,1	93,4
Dług netto							-89,0	-74,3	-72,3
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				827	546	564	629	551	587
Wagi w ycen				10%	20%	20%	10%	20%	20%
<b>Wycena</b>							<b>595</b>		
Liczba akcji				74,0	74,0	74,0	74,0	74,0	74,0
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>8,0</b>		

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-03-25 17:00

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena DCF

Grupę Mostostal Zabrze wyceniliśmy metodą DCF w dwóch wariantach. Różnią się one wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego z tytułu ewentualnej przegranej w wytoczonym przez nie procesie. Spór ten opiliśmy szczegółowo w raporcie z 7 września 2021r., a od tego czasu w sprawie niewiele się wydarzyło. Ponieważ nie podejmujemy się oceny prawdopodobieństw wygranej stron sporu, obu wariantom dajemy tę samą wagę w wycenie. W oparciu o dotychczasowy czas trwania procesu sądowego i harmonogramu dalszych prac sądu oraz niemal pewnemu odwołaniu którejs z stron szacujemy, że prawomocny wyrok zapadnie najwcześniej w 2030 roku. Kwotę wypłaty przyjęliśmy jako aktualną wartość żądania, czyli 181 mln PLN powiększoną o odsetki, co w sumie daje około 200 mln PLN. Ryzyka związane z innymi sporami, o mniejszej wartości zostały odzwierciedlone w prognozach wyników, jako kwoty odpisów i rezerw w rachunku wyników.

Do obu wariantów DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Mostostal Zabrze na lata 2025 – 2034.
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- ❑ Długoterminowa stopa wolna od ryzyka równa stopie z końca okresu prognozy.
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- ❑ Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1.5, co oznacza podwyższony poziom. Powodem są biznesowe niepowodzenia w historii firmy, które nadal wywierają wpływ na jej działalność w postaci sporów sądowych.
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2034 na poziomie 2,0%.
- ❑ Efektywna bazowa stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 34% (średnia za ostatnie 5 lat).

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	>2034
Przychody	1342,5	1459,0	1487,3	1507,4	1525,7	1551,0	1575,2	1596,2	1619,4	1644,9	
Stopa podatkowa (T)	18%	24%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	35%
EBIT adj x (1-T)	42,5	51,1	50,4	53,8	55,9	57,1	57,9	58,6	59,4	58,6	
Amortyzacja (non MSSF16)	19,2	20,7	22,4	22,2	21,9	21,7	21,5	21,3	21,1	20,9	
Zmiana w kapitale pracujący m	-43,6	-33,4	-28,1	-27,7	-3,0	0,2	0,5	1,1	1,8	3,4	
CAPEX	-13,0	-17,0	-20,3	-20,1	-19,9	-19,7	-19,5	-19,3	-19,2	-19,0	
FCF	5,2	21,4	24,4	28,1	55,0	59,3	60,4	61,6	63,1	63,8	
zmiana FCF	-	313%	14%	15%	96%	7,8%	1,9%	2,1%	2,3%	1,3%	2,0%
Dług/Kapitał	13,0%	12,2%	11,4%	10,7%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,5%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,5%
Koszt kapitału	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	14,0%
WACC	12,3%	12,4%	12,3%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,2%
PV (FCF)	4,6	17,0	17,2	17,6	30,6	29,3	26,4	23,9	21,7	19,4	195,1
Wartość DCF (mln PLN)	402,7	w tym wartość rezydualna				195					
(Dług) Gotówka netto	74,3										
Wartość udz. mniejsz.	0,0										
Wycena DCF (mln PLN)	477,1										
Liczba akcji (mln)	74,0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>6,6</b>										

Źródło: BM Banku Millennium

**Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia**

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	3,5%	6,6	6,9	7,3	7,8	8,4
	4,5%	6,4	6,6	6,9	7,3	7,8
	5,5%	6,2	6,4	6,7	7,0	7,4
	6,5%	6,0	6,2	6,4	6,7	7,0
	7,5%	5,9	6,0	6,2	6,5	6,8
<b>Beta nielewarowana</b>	1,3	6,6	6,9	7,2	7,6	8,2
	1,5	6,0	6,3	6,5	6,9	7,2
	1,7	5,6	5,8	6,0	6,2	6,5

Źródło: BM Banku Millennium

**Wycena DCF w wariancie z wypłatą za Stadion Śląski**

(mln PLN)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	>2034
Przychody	1342,5	1459,0	1487,3	1507,4	1525,7	1551,0	1575,2	1596,2	1619,4	1644,9	
Stopa podatkowa (T)	18%	24%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	35%
EBIT adj x (1-T)	42,5	51,1	50,4	53,8	55,9	57,1	57,9	58,6	59,4	58,6	
Amortyzacja (non MSSF16)	19,2	20,7	22,4	22,2	21,9	21,7	21,5	21,3	21,1	20,9	
Zmiana w kapitale pracującym	-43,6	-33,4	-28,1	-27,7	-3,0	0,2	0,5	1,1	1,8	3,4	
CAPEX	-13,0	-17,0	-20,3	-20,1	-19,9	-19,7	-19,5	-19,3	-19,2	-19,0	
FCF	5,2	21,4	24,4	28,1	55,0	59,3	60,4	61,6	63,1	63,8	
zmiana FCF	-	313%	14%	15%	96%	7,8%	1,9%	2,1%	2,3%	1,3%	2,0%
Odszkodowanie Stadion Śląski						-200,0					
Dług/Kapitał	13,0%	12,2%	11,4%	10,7%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,7%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,5%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,5%
Koszt kapitału	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	14,0%
WACC	12,3%	12,4%	12,3%	12,5%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,2%
PV (FCF)	4,6	17,0	17,2	17,6	30,6	29,3	26,4	23,9	21,7	19,4	195,1
Wartość DCF (mln PLN)	402,7	w tym wartość rezydualna				195					
(Dług) Gotówka netto	74,3										
Wartość udz. mniejsz.	0,0										
PV odszkodowania	-147,1										
Wy cena DCF (mln PLN)	330,0										
Liczba akcji (mln)	74,0										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>4,6</b>										

Źródło: BM Banku Millennium

**Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia**

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	3,5%	5,2	4,9	4,9	5,2	5,9
	4,5%	5,0	4,8	4,8	5,0	5,6
	5,5%	4,8	4,6	4,6	4,8	5,3
	6,5%	4,6	4,5	4,5	4,6	5,1
	7,5%	4,5	4,3	4,3	4,5	4,9
<b>Beta nielewarowana</b>	1,3	5,2	4,9	4,9	5,2	5,8
	1,5	4,7	4,5	4,5	4,7	5,2
	1,7	4,3	4,2	4,2	4,3	4,7

Źródło: BM Banku Millennium

## Wyniki w 4Q 2024 roku

Mostostal Zabrze w 4Q'24 osiągnął **przychody na poziomie 306,6 mln PLN (+33% r/r)**, głównie dzięki wzrostowi w segmencie realizacji przemysłowych i projektowania (+72%) oraz włączeniu produkcji chemicznej (72,0 mln PLN). **EBIT spadł do 16,6 mln PLN (-53% r/r)**, a zysk netto wyniósł 8,8 mln PLN (-68% r/r). Niekorzystny obraz zysków wynika z efektu wysokiej bazy, gdyż w 4Q'23 spółka zakończyła kilka wysokomarżowych kontraktów oraz odnotowała jednorazowe rozliczenia związane ze sporami prawnymi. Sytuacja rynkowa pozostaje trudna – w kontraktach ogólnobudowlanych utrzymuje się ostra konkurencja, a dodatkowo spowolnienie gospodarcze negatywnie wpłynęło na klientów z branży maszynowej. Lepiej wygląda sytuacja na rynku inwestycji o wyższej specjalizacji, głównie poza Polską. Przepływy operacyjne w 4Q'24 wzrosły do 55,4 mln PLN (+43% r/r). **Bardzo dobrą informacją, podaną wraz z wynikami, jest wartość portfela zamówień, która przekroczyła 1,0 mld PLN**, czyli wzrosła w trakcie kwartału o ponad 300 mln PLN, mimo zbliżonej wartości przerobu kontraktów w kwartale. Spółka nadal dysponuje gotówką netto.

**Segment realizacji przemysłowych.** Spółka wykazała w tym segmencie **najwyższe przychody od 5 kwartałów**, osiągając 129 mln PLN, jednak zysk operacyjny utrzymał się na poziomie zbliżonym do dwóch poprzednich. W 4Q'24 kluczowe znaczenie miały kontrakty dla przemysłu chemicznego i energetycznego, w tym dostawa i montaż konstrukcji stalowych oraz rurociągów dla klientów z Niemiec i Beneluksu. Spadek marż wytłumaczono głównie faktem, że **nowe kontrakty znajdują się w początkowej fazie realizacji**, a największe zyski zazwyczaj pojawiają się w końcowych etapach prac. Perspektywy na przyszłość są optymistyczne dzięki pojawiającym się projektom dekarbonizacyjnym i energetycznym.

**Segment budownictwa ogólnego.** W porównaniu r/r przychody i zysk w 4Q'24 były niższe, co jest głównie efektem wysokiej bazy. Wartość przychodów 73,2 mln PLN jest jednak wyższa niż w 2Q i 3Q, a jeżeli weźmie się pod uwagę sezonowość, to **widać pozytywne efekty rosnącego portfela zamówień**. Jednocześnie spółka podjęła decyzję o skoncentrowaniu się na projektach o wyższej rentowności i wycofaniu się z kontraktów o niskiej marży. Ponadto zwiększa swoje zaangażowanie w budownictwo energetyczne. Konkurencję w przetargach publicznych spółka ocenia jako wciąż bardzo dużą – często bierze w nich udział ponad 20 firm, co wymusza agresywną walkę cenową.

### Skonsolidowane wyniki Grupy Mostostal Zabrze

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	r/r	q/q	2023	2024	r/r
<b>Przychody</b>	<b>316,5</b>	<b>347,6</b>	<b>407,3</b>	<b>365,9</b>	<b>230,5</b>	<b>231,9</b>	<b>222,5</b>	<b>249,3</b>	<b>306,6</b>	<b>33%</b>	<b>23%</b>	<b>1 351,4</b>	<b>1 010,3</b>	<b>-25%</b>
Realizacje przemysłowe i projektowanie	139,2	165,1	186,8	167,2	73,5	102,5	113,8	89,4	126,5	72%	41%	592,5	432,2	-27%
Produkcja mechaniczna	45,9	52,4	47,1	41,3	39,8	41,8	36,6	32,6	32,9	-17%	1%	180,5	144,0	-20%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	128,6	128,7	166,1	155,8	111,9	86,0	70,2	64,6	73,2	-35%	13%	562,5	293,9	-48%
Produkcja chemiczna								60,7	72,0		18%		132,7	
Pozostała działalność	2,1	1,5	7,4	1,7	5,3	1,6	1,9	1,9	2,0	-62%	4%	15,8	7,5	-53%
<b>EBITDA</b>	<b>23,5</b>	<b>19,8</b>	<b>25,7</b>	<b>24,2</b>	<b>39,8</b>	<b>18,8</b>	<b>11,5</b>	<b>46,2</b>	<b>22,2</b>	<b>-44%</b>	<b>-52%</b>	<b>109,5</b>	<b>98,7</b>	<b>-10%</b>
<b>EBIT</b>	<b>20,2</b>	<b>16,4</b>	<b>21,0</b>	<b>20,3</b>	<b>35,4</b>	<b>14,7</b>	<b>7,5</b>	<b>41,1</b>	<b>16,6</b>	<b>-53%</b>	<b>-60%</b>	<b>93,0</b>	<b>79,8</b>	<b>-14%</b>
Realizacje przemysłowe i projektowanie	14,5	8,8	14,2	12,2	19,4	5,4	10,0	9,2	11,0	-43%	20%	54,6	35,6	-35%
Produkcja mechaniczna	2,9	4,3	1,6	1,3	0,5	0,1	-1,9	-2,8	-4,9	-	-	7,7	-9,6	-225%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	13,9	6,0	10,8	12,1	17,5	10,9	2,3	7,7	8,4	-52%	9%	46,4	29,3	-37%
Produkcja chemiczna								2,3	5,7		145%		8,0	
Pozostała działalność	-11,1	-2,7	-5,9	-5,0	-2,1	-2,3	-2,9	-2,0	-5,0	135%	151%	-15,8	-12,2	-
Przejęcie Polwax								27,3	1,4				28,7	
<b>EBIT skorygowany</b>				<b>20,3</b>	<b>35,4</b>	<b>14,7</b>	<b>7,5</b>	<b>13,8</b>	<b>15,2</b>	<b>-57%</b>	<b>10%</b>	<b>93,0</b>	<b>51,1</b>	
Przychody finansowe	0,4	2,2	8,6	3,8	2,5	4,5	1,9	3,7	2,3	-10%	-39%	17,1	12,3	-
Koszty finansowe	-2,3	-2,3	-2,2	-3,1	-2,0	-2,7	-3,2	-1,9	-5,5	173%	196%	-9,6	-13,3	-
Podatek dochodowy	-9,0	-4,9	-5,7	-6,1	-7,9	-3,9	-5,1	-2,4	-2,7	-66%	12%	-24,6	-14,1	-
<b>Zysk netto</b>	<b>9,0</b>	<b>11,5</b>	<b>21,7</b>	<b>13,8</b>	<b>27,3</b>	<b>12,5</b>	<b>6,3</b>	<b>34,2</b>	<b>8,8</b>	<b>-68%</b>	<b>-74%</b>	<b>74,2</b>	<b>61,8</b>	<b>-17%</b>
marża netto	2,8%	3,3%	5,3%	3,8%	11,8%	5,4%	2,8%	13,7%	2,9%			5,5%	6,1%	
<b>Zysk netto skorygowany</b>				<b>13,8</b>	<b>27,3</b>	<b>12,5</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>			<b>41,1</b>	<b>33,1</b>	<b>-19%</b>
CF Operacyjny	32,0	28,9	22,5	53,2	38,7	3,7	11,9	16,6	55,4	43%		143,3	87,6	-
CF Inwestycyjny	-7,1	-2,4	-4,7	-43,6	-35,9	-9,6	3,4	8,1	3,6			-86,6	5,5	-
CF Finansowy	-3,1	-3,5	-4,9	-6,0	-11,0	-2,3	-6,7	-53,8	-11,5			-25,4	-74,3	-

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

**Segment produkcji mechanicznej.** Ostatni kwartał 2024 roku był dla segmentu kolejnym trudnym okresem. Strata EBIT wyniosła -4,9 mln PLN, w porównaniu do zysku 0,5 mln PLN przed rokiem. Przychody spadły głównie z powodu ograniczenia zleceń przez globalnych potentatów, takich jak Liebherr i Manitowoc. Sytuacja globalna w kontekście wojen handlowych nie daje niestety nadziei na szybką poprawę. W odpowiedzi spółka rozpoczęła dywersyfikację klientów. **Spore nadzieje związane są z przemysłem zbrojeniowym, gdzie pojawiają się już pierwsze zlecenia**, choć na razie o niewielkiej skali. Dodatkowo, w ramach oszczędności, wyłączono z produkcji dwie hale, co pozwoliło ograniczyć koszty ogrzewania i utrzymania infrastruktury.

**Segment produkcji chemicznej.** W 4Q'24 segment produkcji chemicznej wykazał poprawę wyników, w tym dodatni wynik operacyjny, co potwierdza skuteczność działań restrukturyzacyjnych. Spółka koncentrowała się na zwiększeniu rentowności poprzez optymalizację kosztów oraz poprawę efektywności produkcji. Kluczowe znaczenie miała również sezonowość, zwłaszcza w kontekście sprzedaży produktów przemysłowych i zniczowych. Szerzej na temat tego segmentu piszemy w rozdziale „Polwax”

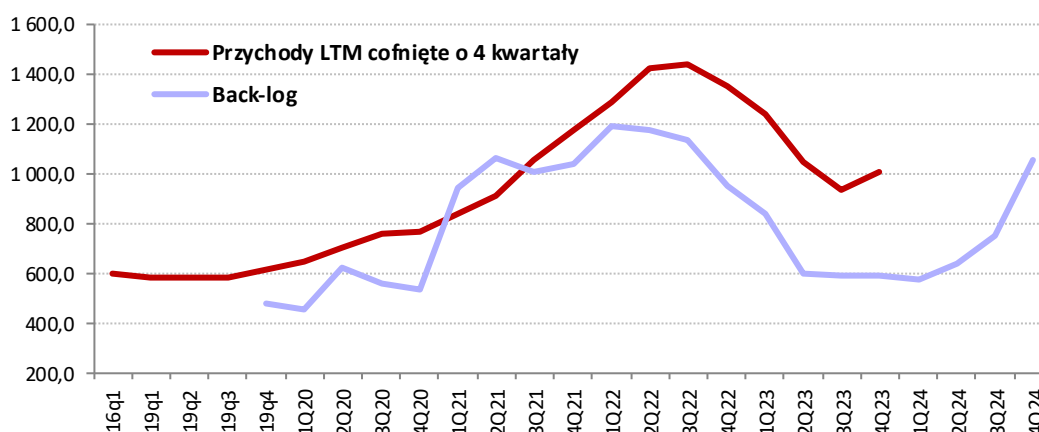
## Portfel zamówień

Portfel zamówień Grupy Mostostal Zabrze na koniec lutego 2025 roku wyniósł 1057,4 mln PLN, przy czym 70 mln PLN pochodzi od nowej części grupy jaką jest Polwax. Oznacza to, że bez Polwax backlog Grupy zbliżyła się do wartości 1 mld PLN, co zarząd zapowiadał od połowy ubiegłego roku. Co więcej, do tej wartości doliczyć można wartość 501,4 mln PLN kontraktów, których podpisanie spółka określa jako wysoce prawdopodobnych. Dodatkowo spółka poinformowała 26 marca o podpisaniu kontraktu o wartości ok. 24% przychodów Grupy za 2024 r. O kontrakcie piszemy w części „Ostatnie wydarzenia”.

Przez cały ubiegły rok zarząd powtarzał, że z jednej strony nie rywalizuje w ogólnobudowlanych przetargach, gdzie ceny w wygrywających przetargach są bardzo często poniżej możliwej do uzyskania pozytywnej rentowności, ale z drugiej wciąż ma dużą pulę negocjowanych kontraktów w biznesach o wyższej specjalizacji. W efekcie portfel zamówień firmy jest zdywersyfikowany i z dużym prawdopodobieństwem bezpieczny pod względem marżowym, co stawia Mostostal Zabrze w wyjątkowej pozycji na tle spółek budowlanych, które przeżywają obecnie trudny okres.

Poniżej przedstawiamy wykres, na którym zestawiliśmy zmiany wartości portfela zamówień Grupy Mostostal Zabrze oraz przesunięte o cztery kwartały do tyłu roczne przychody (krocząca suma za 12 - LTM). Obraz ten uwidacznia przesunięcie w zmianie wielkości przychodów na skutek zmian wartości portfela zamówień. Na tej podstawie oczekiwać można wyraźnie większych przychodów za dwa kwartały.

### Wartość back-log vs przychody LTM (cofnięte o 4 kwartały)



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium



## Ostatnie wydarzenia

Przedstawiamy istotniejsze wydarzenia dotyczące spółki od ostatniej aktualizacji raportu:

### **2025-03-26 Znacząca umowa na realizację projektu w Rotterdamie**

Spółka zależna Mostostal Zabrze, Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe, zawarła umowę z międzynarodowym kontrahentem z branży chemicznej na prefabrykację i montaż orurowania, montaż konstrukcji i urządzeń oraz prace izolacyjne przy budowie zakładu w Rotterdamie. Wartość kontraktu odpowiada około 24% przychodów ze sprzedaży Grupy Mostostal Zabrze za 2024 rok (wartość kontraktu ok. 242 mln PLN). Zakończenie prac planowane jest na koniec III kwartału 2026 roku.

### **2025-02-27 Aneks do umowy na rozbudowę instalacji w Warszawie**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego zawarła z POSCO Engineering & Construction aneks do umowy na rozbudowę instalacji termicznego przekształcania odpadów w Warszawie. Nowy termin zakończenia prac to grudzień 2024 r., a wartość wynagrodzenia wzrosła do 446 mln zł netto. Strony planują dalsze rozmowy w sprawie kolejnego aneksu dotyczącego terminu realizacji i wynagrodzenia.

### **2025-02-18 Najkorzystniejsza oferta na rozbudowę ciepłowni w Gliwicach**

Konsorcjum z udziałem spółki zależnej Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego złożyło najkorzystniejszą ofertę w przetargu na rozbudowę ciepłowni PEC – Gliwice o blok parowy z kotłem wielopaliwowym. Wartość oferty wynosi 368,4 mln zł brutto, z czego 40% przypada na MZ GPBP. Postępowanie przetargowe nie zostało jeszcze zakończone, a oferty podlegają weryfikacji przez zamawiającego.

### **2025-02-13 Umowa o MultiLinie z Santander Bank Polska**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe zawarła umowę o MultiLinie z Santander Bank Polska na kwotę 30 mln zł. W ramach limitu przewidziano sublimity: kredyt w rachunku bieżącym do 10 mln zł oraz gwarancje do 30 mln zł na okres do 60 miesięcy. Limit obowiązuje do stycznia 2026 r., a oprocentowanie kredytu opiera się na WIBOR 1M powiększonym o marżę banku. Celem umowy jest zabezpieczenie realizowanych kontraktów budowlanych oraz finansowanie bieżącej działalności spółki.

### **2025-02-06 Pozytywna ocena warunków umowy na projekt w Niderlandach**

Komitet Ofertowy Grupy Kapitałowej Mostostal Zabrze pozytywnie ocenił podstawowe warunki negocjowanej umowy spółki zależnej z zagranicznym liderem branży chemicznej. Umowa dotyczy prefabrykacji i montażu instalacji w nowo budowanym obiekcie w Niderlandach. Wartość prac to ok. 20% przychodów grupy za 2023 rok, a zakończenie projektu planowane jest na drugą połowę 2026 roku. Negocjacje dotyczące szczegółowych warunków umowy trwają.

### **2025-02-05 Aneks do umowy z KUKE**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe podpisała aneks do umowy generalnej z Korporacją Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych, zwiększając limit odnawialny do 29 mln euro oraz wydłużając termin obowiązywania limitu do stycznia 2026 roku. Pozostałe warunki umowy nie uległy zmianie.

### **2025-01-16 Aneks do umowy z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego podpisała aneks do umowy generalnej z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń, wydłużając termin obowiązywania limitu gwarancyjnego do 19 grudnia 2025 r. Pozostałe warunki umowy, w tym suma gwarancyjna pojedynczej gwarancji na poziomie 20 mln zł oraz maksymalny limit kwotowy gwarancji do 45 mln zł, pozostają bez zmian.

### **2025-01-07 Aneks do umowy z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe podpisała aneks do umowy generalnej z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń, wydłużając termin obowiązywania limitu gwarancyjnego do 19 grudnia 2025 r. Pozostałe warunki umowy, w tym suma gwarancyjna pojedynczej gwarancji na poziomie 20 mln zł oraz maksymalny limit kwotowy gwarancji do 35 mln zł, pozostają bez zmian.

### **2025-01-28 Aneks do umowy o gwarancje ubezpieczeniowe z UNIQA**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego podpisała aneks do umowy generalnej z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń na udzielanie



gwarancji ubezpieczeniowych. Na mocy aneksu wydłużono termin obowiązywania limitu gwarancyjnego do 19 grudnia 2025 r. Pozostałe warunki umowy pozostają bez zmian, w tym suma gwarancyjna pojedynczej gwarancji na poziomie 20 mln zł oraz maksymalny limit kwotowy wynoszący 45 mln zł.

#### **2025-01-07 Aneks do umowy o gwarancje ubezpieczeniowe z UNIQA**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe podpisała aneks do umowy generalnej z UNIQA Towarzystwem Ubezpieczeń na udzielanie gwarancji ubezpieczeniowych. Na mocy aneksu wydłużono termin obowiązywania limitu gwarancyjnego do 19 grudnia 2025 r. Pozostałe warunki umowy pozostają bez zmian, w tym suma gwarancyjna pojedynczej gwarancji na poziomie 20 mln zł oraz maksymalny limit kwotowy wynoszący 35 mln zł.

#### **2024-12-20 Umowa na budowę obiektu dla Narodowego Instytutu Onkologii**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego zawarła umowę z Narodowym Instytutem Onkologii w Gliwicach na budowę Budynku Zakładu Medycyny Nuklearnej i Endokrynologii Onkologicznej – Oddziału Terapii Izotopowej. Przedmiot umowy obejmuje wykonanie dokumentacji projektowej, robót budowlanych, instalacyjnych i wykończeniowych oraz dostawę wyposażenia i uzyskanie pozwolenia na użytkowanie. Wynagrodzenie wyniesie 88,05 mln zł netto. Termin realizacji upływa w I kwartale 2026 r.

#### **2024-12-20 Umowa na prefabrykację i montaż orurowania w Niemczech**

Spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe zawarła umowę z Primetals Technologies Germany na prefabrykację i montaż orurowania w ramach projektu realizowanego w hucie na terenie Niemiec. Wartość umowy szacowana jest na 3,4% przychodów Grupy Kapitałowej Mostostal Zabrze za 2023 r., przy czym ma charakter kosztorysowy i opiera się na stałych stawkach jednostkowych. Ostateczna wysokość wynagrodzenia zostanie ustalona po zakończeniu prac. Termin realizacji ustalono na IV kwartał 2026 r.

#### **2024-12-06 Rozpoczęcie negocjacji ws. ugody dotyczącej Inwestycji FUTURE**

Mostostal Zabrze, Polwax i Orlen Projekt rozpoczęły trójstronne negocjacje w celu polubownego rozwiązania sporów związanych z inwestycją „Budowa i uruchomienie instalacji odolejania rozpuszczalnikowego gaczy parafinowych wraz z instalacjami pomocniczymi” (Inwestycja FUTURE). Spory toczą się między Polwax a Orlen Projekt i dotyczą realizacji projektu.

## **Polwax**

### **Działania naprawcze:**

Rok 2024 był dla Polwax okresem głębokiego kryzysu i jednocześnie intensywnej restrukturyzacji. W pierwszej połowie roku spółka mierzyła się z poważnymi problemami płynnościowymi, brakiem dostępu do finansowania bankowego i utratą zaufania kontrahentów. Sytuację dodatkowo komplikowały spory sądowe z Orlen Projekt dotyczące inwestycji Future, które skutkowały koniecznością zawiązania rezerw i negatywnie wpływały na wynik finansowy oraz wiarygodność kredytową spółki. Przełom nastąpił w maju 2024, kiedy strategicznym inwestorem został Mostostal Zabrze – obejmując nowe akcje za 30,8 mln PLN i zapewniając środki na utrzymanie płynności oraz odbudowę zaufania instytucji finansowych. Po przejęciu kontroli rozpoczęto program naprawczy: przeprowadzono audyt kompetencji kadry, warsztaty strategiczne, zmieniono strukturę organizacyjną i wzmocniono dział sprzedaży. Uruchomiono też inwestycje w nowoczesne maszyny o krótkim okresie zwrotu oraz odbudowano relacje z kluczowymi dostawcami. Spółka z sukcesem zrealizowała kontrakty w sezonie zniczowym, co przełożyło się na dodatnie wyniki w 3Q'24 i 4Q'24 oraz marżę na poziomie 12% w okresie sierpień–grudzień, przy przychodach 133 mln PLN (13% przychodów całej Grupy MZ).

### **Projekt Future:**

Projekt „Future” – zakładający budowę instalacji do olejowania gaczy parafinowych – przez lata był obciążeniem dla Polwax ze względu na konflikt z Orlen Projekt. W wyniku nieprzekazania części urządzeń technologicznych przez Orlen, projekt nie został dokończony, a związane z nim rezerwy negatywnie wpływały na zdolność kredytową spółki. Całość nakładów została wcześniej odpisana (ok. 100 mln PLN). Dopiero po przejęciu przez Mostostal Zabrze w grudniu 2024 r. rozpoczęto trójstronne negocjacje pomiędzy Polwax, Mostostal Zabrze i Orlen Projekt. Celem jest polubowne rozwiązanie sporów i potencjalne wznowienie projektu na nowych warunkach. Rozstrzygnięcie negocjacji mogłoby umożliwić odzyskanie urządzeń bez konieczności ponownego ich zakupu, a także uwolnienie rezerw i poprawę bilansu.

**Produkcja:**

Polwax odbudowuje trzy główne filary działalności produkcyjnej: segment zniczowy, półprodukty (masy zalewowe) do świec oraz komponenty chemiczne dla przemysłu. Sukces sezonu zniczowego w 2H'24 przywrócił stabilność operacyjną, jednak segment ten pozostaje sezonowy, a 1Q'25 może być ponownie ujemny. W segmencie świec spółka nie planuje produkcji gotowych wyrobów – skupia się na półproduktach. Kluczowym kierunkiem jest rozwój produkcji dla przemysłu, w tym pod eksport. Trwają prace nad nową strategią Polwaxu na lata 2025–2027, która zostanie opublikowana wkrótce. Jej fundamentem będzie rozwój działalności badawczo-rozwojowej, innowacje produktowe oraz ekspansja zagraniczna. Nowe technologie mają wspierać dalszą dywersyfikację oferty i budowanie długofalowej przewagi konkurencyjnej.

**Wyniki Polwax za 4Q'24**

Czwarty kwartał 2024 roku przyniósł przełom w wynikach operacyjnych Polwax. Spółka osiągnęła dodatnią EBITDA w wysokości 2,6 mln PLN, a EBIT wyniósł 1,8 mln PLN. Jeszcze kwartał wcześniej wartości te oscylowały wokół zera, a w pierwszym półroczu 2024 notowano głębokie straty. Działalność Polwax od lat cechowała się sezonowością (silne 2H oraz słabszy 1H), jednak przed popadnięciem w kryzys żaden z kwartałów w roku nie odnotowywał straty operacyjnej. Przychody w 4Q'24 wyniosły 71,9 mln PLN, co oznacza spadek o -27,6% r/r, ale wzrost względem 3Q'24. Osiągnięty zysk netto na poziomie 0,1 mln PLN – choć symboliczny – stanowi pierwszą dodatnią wartość od wielu kwartałów i potwierdza, że działania naprawcze podjęte po wejściu Mostostal Zabrze przynoszą efekty.

Przejęcie przez MZ umożliwiło odbudowę zaufania banków i kontrahentów, a także rozpoczęcie działań restrukturyzacyjnych – takich jak wzmocnienie zespołu, zmiana struktury i inwestycje w maszyny oraz technologie o krótkim okresie zwrotu z inwestycji.

**Polwax - wyniki kwartalne**

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	zmiana
Przychody	89,0	27,2	25,3	65,8	71,9	-27,6%
EBITDA	-11,4	-4,0	-13,9	1,4	2,6	-
EBIT	-12,2	-4,9	-14,7	0,6	1,8	-
Zysk netto	-30,2	-4,9	-16,9	-1,0	0,1	-
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA	-12,8%	-14,8%	-55,1%	2,1%	3,6%	
Marża EBIT	-13,7%	-17,8%	-58,2%	0,9%	2,5%	
Marża netto	-33,9%	-18,0%	-66,9%	-1,5%	0,1%	

Wg PSR; mln PLN

**Polwax - wyniki oraz podstawowe pozycje bilansu i przepływów pien.**

	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	216,5	271,9	331,2	252,4	190,2
EBITDA	9,6	11,1	23,1	-14,4	-14,0
EBIT	5,9	7,6	19,9	-17,5	-17,1
Zysk netto	3,0	4,8	8,3	-39,0	-22,8
<b>Aktyw a</b>	136,9	142,0	143,8	111,8	112,7
Rzeczow e aktyw a trw ałe	30,1	27,3	25,9	25,5	24,6
Aktyw a obrotow e	96,6	104,7	107,8	80,1	82,5
Środki pieniężne	14,5	13,8	3,2	3,8	29,6
Kapitały w łasne	88,8	93,6	99,4	54,2	62,2
Dług długoterminow y	0,2	0,1	0,0	0,8	0,5
Dług krótkoterminow y	26,2	26,1	25,4	16,1	7,0
Dług odsetkow y netto	11,9	12,4	22,3	13,1	-22,1
<b>Przepływ y operacyjne</b>	12,0	8,0	5,0	19,3	4,1
<b>Przepływ y inw estycyjne</b>	-3,2	-1,6	-1,9	-1,7	-2,0
<b>Przepływ y finansow e</b>	-0,6	-7,0	-13,7	-17,0	23,7
Kapitalizacja (na koniec okresu)	126,1	83,1	90,8	61,8	56,5

Źródło: Polwax, BM Banku Millennium

## Stalmech

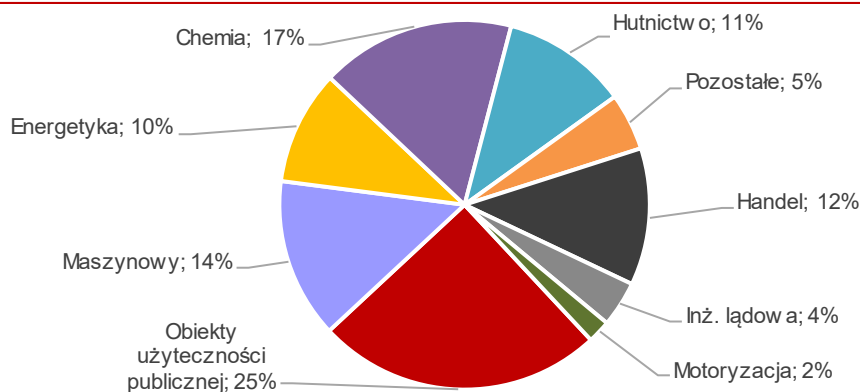
Stalmech kontynuuje stabilny rozwój, koncentrując się na rozwoju produkcji modułowej, która obecnie osiąga w ocenie zarządu MZ zadowalający poziom. Choć w samym postępowaniu restrukturyzacyjnym nie nastąpiły przełomowe wydarzenia, ukształtowała się rada wierzycieli, z którą rozpoczęto rozmowy. Cały projekt rozwija się w przewidywalnym tempie, bez gwałtownych zmian.

## Struktura przychodów Grupy MZ w 2024 r.

Grupa Mostostal Zabrze ma zdywersyfikowany portfel klientów. Jednocześnie jedną z jej silnych stron jest duży udział klientów prywatnych, dla których cena zwykle nie jest czynnikiem decydującym o wyborze wykonawcy. Pozwala to spółce wypracowywać relatywnie wysokie marże. W 2024 roku najwyższy udział w przychodach miała kategoria Obiekty użyteczności publicznej, wynoszący 25,0%, ale niekoniernie bezpośrednimi zleceniodawcami MZ są podmioty publiczne. Tak jest w przypadku największego realizowanego zlecenia, a mianowicie wielokrotnie już wspomianej budowy spalarni śmieci, gdzie pierwotnym zleceniodawcą jest Miasto Warszawa, ale dla Mostostalu Zabrze jest nim POSCO Engineering & Construction.

Kolejnymi najistotniejszymi pod względem przychodów branżami w 2024 roku były: chemia z 17,0%, maszynowa z 14,0%, handel z 12,0%, hutnictwo z 11,0% oraz energetyka z 10,0%. Warto zwrócić uwagę na hutnictwo, gdyż spółka wskazuje tę branżę jako szczególnie perspektywiczną, z uwagi na ogromne inwestycje w dekarbonizację. Pozostałe kategorie, takie jak inżynieria lądowa z 4,0%, motoryzacja z 2,0% oraz inne branże z 5,0%, miały mniejszy udział w strukturze przychodów.

### Struktura przychodów GK Mostostal Zabrze w 2024 wg branż



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

## Analiza płynności i zadłużenia

Wskaźniki płynności finansowej Grupy MZ w ostatnich latach kształtowały się w sposób wskazujący na jej wysoki poziom i nie podlegały większym wahaniom.

Na koniec 2024 r. Grupa MZ posiadała zadłużenie w bankach w wys. 11,4 mln PLN, z czego 11,0 mln PLN stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Dodatkowo korzystała z leasingu o wartości 35,0 mln PLN. W sumie zobowiązania finansowe wynosiły 46,6 mln PLN, przy gotówce i jej ekwiwalentach o wartości 135,5 mln PLN. Wobec tego spółka na koniec roku posiadała gotówkę netto 89,0 mln PLN, wobec gotówki netto na koniec 2023 r. 80,8 mln PLN.

Na skutek objęcia konsolidacją Polwax, istotnie wzrosły rzeczowe aktywa trwałe, co przełożyło się także na wzrost zadłużenia leasingowego. Pomimo tego, gotówka nadal rośnie, głównie dzięki solidnym przepływom operacyjnym i ograniczonemu wykorzystaniu długu bankowego. Po stronie aktywów obrotowych widoczny był istotny wzrost zapasów (+125% r/r), co również wynikało głównie z akwizycji.

Opisane powyżej wskaźniki wskazują na znaczny poziom nadpłynności spółki i na niewielkie wykorzystanie dźwigni finansowej. Jednak biorąc pod uwagę charakter jej działalności, która wiąże się z podwyższonym ryzykiem operacyjnym, stan ten uważamy za pozytywny. W 2023 roku i w 2024 roku spółka przeprowadziła skupy akcji, na co wydała łącznie 43,1 mln PLN. Zarząd nie wyklucza kontynuacji skupów akcji również w kolejnych latach lub wypłaty nadzwyczajnej dywidendy.

### Zadłużenie Grupy Mostostal Zabrze

	2021	2022	2023	2024
<b>Długoterm. zobowiązania finansowe</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>18,9</b>	<b>22,8</b>
Dł. kredyty i pożyczki	3,7	1,1	0,1	0,4
Dł. leasing	9,2	13,7	18,9	22,3
<b>Krótkoterm. zobowiązania finansowe</b>	<b>16,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>	<b>23,8</b>
Kr. kredyty i pożyczki	11,8	9,7	8,6	11,0
Kr. leasing	5,2	7,0	8,1	12,7
<b>Środki pieniężne</b>	<b>48,1</b>	<b>85,7</b>	<b>116,5</b>	<b>135,5</b>
<b>Dług odsetkowy netto</b>	<b>-18,3</b>	<b>-54,2</b>	<b>-80,8</b>	<b>-89,0</b>
Kapitały własne	190,8	226,9	286,7	312,1
Rzeczowe aktywa trwałe	69,2	78,9	92,0	213,4
EBITDA	44,5	71,0	109,8	98,7
<b>Wskaźniki</b>				
Zadłużenie / KW	15,6%	13,9%	12,4%	14,9%
Zadłużenie / RzAT	43,1%	40,0%	38,8%	21,8%
Net debt / EBITDA	-0,4	-0,8	-0,7	-0,9

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

### Wskaźniki płynności Grupy Mostostal Zabrze

	2021	2022	2023	2024
Aktywa obrotowe	338,8	504,8	438,4	472,7
Zapasy	27,6	29,8	28,9	65,1
Gotówka	48,1	85,7	116,5	135,5
Zobowiązania bieżące	247,9	401,5	357,5	405,6
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,4	1,3	1,2	1,2
Wskaźniki płynności przyspieszonej (aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące	1,3	1,2	1,1	1,0
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	19,4%	21,3%	32,6%	33,4%

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

## Wyniki finansowe i ich prognozy

Przedstawiamy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Mostostal Zabrze za lata 2019-2023. Przedstawiamy także nasze prognozy do 2027 roku.

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>601,4</b>	<b>616,9</b>	<b>768,2</b>	<b>1 172,3</b>	<b>1 351,4</b>	<b>1 010,3</b>	<b>1 342,5</b>	<b>1 459,0</b>	<b>1 487,3</b>
Realizacje przemyslowe i projektowanie	246,2	307,0	347,9	521,8	592,5	432,2	574,8	632,3	613,4
Produkcja mechaniczna	113,9	103,5	126,1	163,6	180,5	144,0	139,7	149,4	164,4
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	213,9	194,3	286,1	477,4	562,5	293,9	389,5	385,6	389,4
Pozostała działalność	27,3	12,1	9,9	9,0	15,8	7,5	7,6	7,6	7,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>64,8</b>	<b>72,1</b>	<b>77,3</b>	<b>112,5</b>	<b>155,4</b>	<b>136,1</b>	<b>155,7</b>	<b>158,9</b>	<b>156,0</b>
Koszty sprzedaży	-7,2	-9,1	-8,3	-8,1	-9,9	-21,6	-26,9	-17,5	-14,9
Koszty og.zarządu	-38,5	-35,2	-38,7	-44,0	-53,6	-67,2	-71,0	-71,7	-72,4
Pozostałe netto	0,3	-1,5	0,1	-2,3	1,6	32,7	3,0	3,0	3,0
<b>EBITDA</b>	<b>33,3</b>	<b>39,1</b>	<b>44,5</b>	<b>71,0</b>	<b>109,8</b>	<b>98,7</b>	<b>80,1</b>	<b>93,4</b>	<b>94,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>20,4</b>	<b>26,4</b>	<b>32,1</b>	<b>58,3</b>	<b>93,2</b>	<b>51,1</b>	<b>60,9</b>	<b>72,7</b>	<b>71,7</b>
saldo finansowe	-5,6	-5,6	-6,8	-6,7	5,1	-2,3	0,2	-0,6	-0,8
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>16,4</b>	<b>16,8</b>	<b>23,1</b>	<b>55,6</b>	<b>100,8</b>	<b>78,9</b>	<b>61,1</b>	<b>72,1</b>	<b>71,0</b>
podatek dochodowy	-6,0	-6,2	-7,8	-22,3	-24,6	-14,1	-18,3	-21,6	-21,3
<b>Zysk netto</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>	<b>32,0</b>	<b>74,5</b>	<b>61,8</b>	<b>40,8</b>	<b>48,2</b>	<b>47,4</b>
<b>Zysk netto skorygowany</b>						<b>33,1</b>			
EPS	0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	0,8	0,6	0,7	0,6

### Bilans (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>152,8</b>	<b>153,5</b>	<b>154,0</b>	<b>171,9</b>	<b>268,4</b>	<b>392,9</b>	<b>386,7</b>	<b>383,0</b>	<b>380,9</b>
rzeczowe aktywa trwałe	77,8	61,5	69,2	78,9	92,0	213,4	207,2	203,5	201,4
wartości niematerialne i prawne	3,2	3,9	3,9	4,0	3,3	4,7	4,7	4,7	4,7
prawa do użytkowania aktywów									
pozostałe	71,8	86,9	76,9	85,7	169,7	171,1	171,1	171,1	171,1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>275,0</b>	<b>300,4</b>	<b>338,8</b>	<b>504,8</b>	<b>438,4</b>	<b>472,7</b>	<b>540,1</b>	<b>558,9</b>	<b>588,9</b>
zapasy	13,7	19,8	27,6	29,8	28,9	65,1	84,6	91,9	93,7
należności	153,4	156,7	151,9	282,8	185,4	144,0	202,3	215,9	244,5
inwestycje krótkoterminowe	0,9	1,6	0,6	3,0	4,7	3,1	3,1	3,1	3,1
gotówka i ekwiwalenty	107,1	122,3	158,7	189,2	219,4	260,5	250,1	248,0	247,5
aktywa do zbycia	24,2	24,4	1,3	1,4	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>aktywa razem</b>	<b>452,0</b>	<b>478,3</b>	<b>494,0</b>	<b>678,1</b>	<b>711,3</b>	<b>865,6</b>	<b>926,8</b>	<b>941,9</b>	<b>969,8</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	165,1	173,0	190,8	226,9	286,7	312,1	334,8	362,4	388,0
kapitał mniejszości	1,6	1,8	2,1	2,7	3,3	63,0	63,0	63,0	63,0
zobowiązania	285,3	303,5	301,1	447,9	420,9	494,2	529,0	516,5	518,8
zobowiązania długoterminowe	56,0	56,8	53,2	46,3	63,5	88,6	88,6	88,6	88,6
w tym dług odsetkowy	5,3	4,6	3,7	1,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
zobowiązania krótkoterminowe	229,3	246,7	247,9	401,5	357,5	405,6	440,4	427,9	430,2
w tym dług odsetkowy	18,2	26,9	11,8	9,7	8,6	11,0	11,0	11,0	11,0
<b>pasywa razem</b>	<b>452,0</b>	<b>478,3</b>	<b>494,0</b>	<b>678,1</b>	<b>711,3</b>	<b>869,3</b>	<b>926,8</b>	<b>941,9</b>	<b>969,8</b>
BVPS	2,23	2,34	2,58	3,07	3,88	4,22	4,53	4,90	5,25

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

**Cash flow (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	10,1	10,2	14,7	32,0	74,5	61,8	40,8	48,2	47,4
amortyzacja	12,9	12,7	12,4	12,6	16,5	18,9	19,2	20,7	22,4
zmiana kapitału obrotowego	1,8	1,7	-13,9	-43,4	69,3	76,0	-43,6	-33,4	-28,1
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>13,6</b>	<b>0,6</b>	<b>22,4</b>	<b>68,8</b>	<b>143,3</b>	<b>87,6</b>	<b>18,4</b>	<b>37,8</b>	<b>44,0</b>
inwestycje (capex)	-6,2	-4,3	-5,5	-10,1	-11,2	-11,2	-13,0	-17,0	-20,3
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>8,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>21,6</b>	<b>-17,0</b>	<b>-86,6</b>	<b>5,5</b>	<b>-13,0</b>	<b>-17,0</b>	<b>-20,3</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,9	-1,3	0,0	0,0	-24,1
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wykup akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,0	-22,8	0,0
zmiana zadłużenia	-7,6	24,3	-18,0	1,7	4,1	10,8	0,0	0,0	0,0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-5,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-25,0</b>	<b>-14,2</b>	<b>-25,4</b>	<b>-74,3</b>	<b>-20,0</b>	<b>-22,8</b>	<b>-24,1</b>
zmiana gotówki netto	16,7	-2,1	19,0	37,6	31,3	18,7	-14,6	-2,0	-0,5
DPS	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00	0,33
CEPS	0,31	0,31	0,37	0,60	1,23	1,09	0,81	0,93	0,94
FCFPS	0,80	1,04	0,83	2,06	2,89	2,02	0,99	1,38	1,41

**Wskaźniki**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p
zmiana sprzedaży	-2,2%	2,6%	24,5%	52,6%	15,3%	-25,2%	32,9%	8,7%	1,9%
zmiana EBITDA	-5,2%	17,5%	13,7%	59,6%	54,6%	-36,2%	14,3%	16,6%	0,8%
zmiana EBIT	-10,8%	29,1%	21,7%	81,8%	59,8%	-45,2%	19,1%	19,4%	-1,3%
zmiana zysku netto	-8,9%	1,0%	43,8%	118,1%	132,9%	-17,0%	-34,0%	18,1%	-1,6%
marża EBITDA	10,8%	11,7%	10,1%	9,6%	11,5%	13,5%	11,6%	10,9%	10,5%
marża EBIT	3,4%	4,3%	4,2%	5,0%	6,9%	5,1%	4,5%	5,0%	4,8%
marża netto	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	5,5%	6,1%	3,0%	3,3%	3,2%
sprzedaż/aktyw a (x)	1,3	1,3	1,6	1,7	1,9	1,2	1,4	1,5	1,5
dług / kapitał (x)	5,2%	10,0%	6,0%	4,7%	5,0%	5,3%	5,0%	4,9%	4,8%
odsetki / EBIT	29,2%	22,6%	21,1%	13,1%	10,2%	25,3%	16,9%	14,3%	14,6%
stopa podatkowa	36,7%	36,7%	33,7%	40,1%	24,4%	17,8%	30,0%	30,0%	30,0%
ROE	6,1%	5,9%	7,7%	14,1%	26,0%	19,8%	12,2%	13,3%	12,2%
ROA	2,2%	2,1%	3,0%	4,7%	10,5%	7,1%	4,4%	5,1%	4,9%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	-7,5	19,3	-18,3	-54,2	-80,8	-89,0	-74,3	-72,3	-71,8

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

## Czynniki ryzyka

### Makroekonomiczne

- ❑ Spółka we wszystkich segmentach działalności realizuje zlecenia o charakterze inwestycji rzeczowych. Nie można wykluczyć, w przypadku kryzysu gospodarczego, ograniczenia wielkości środków przeznaczanych przez klientów na cele inwestycyjne. W konsekwencji mogłoby nastąpić pogorszenie wyników finansowych spółki.
- ❑ Mostostal Zabrze 40%-50% przychodów realizuje poza Polską, co powoduje wysoką ekspozycję na wahania kursów walutowych. Spółka stara się ograniczać tę zmienność za pomocą instrumentów finansowych, jednak nie w każdych okolicznościach jest to w pełni skuteczne, co może spowodować pogorszenie wyników.

### Ryzyka prawne i spory o dużej wartości

- ❑ Prace w ramach działalności inżynieryjno-budowlanej z natury mają charakter nie w pełni przewidywalny. Z tego powodu zmiany dostosowawcze w trakcie trwania kontraktów są częstym zjawiskiem. W historii Mostostalu Zabrze wystąpiły wielokrotnie sytuacje konfliktowe ze zleceniodawcami na temat finansowego rozliczenia takich zmian. Zarząd spółki deklaruje nacisk na zapobieganie sytuacjom, w których spółka realizuje prace o zmienionym zakresie, bez gwarancji zapłaty za dodatkowe nakłady. Nie można jednak wykluczyć wystąpienia tego typu sytuacji w przyszłości.
- ❑ Kontrakty budowlane i inżynieryjne wiążą się z ryzykiem katastrof o dużej wartości. Spółka pozostaje w sporze o ustalenie winy za katastrofę z 2012 roku, która wydarzyła się przy budowie Stadionu Śląskiego, a którego wartość sięga blisko 180 mln PLN. W przypadku przegranej w sporze o ustalenie odpowiedzialności, płynność spółki mogłaby zostać zagrożona.

### Dostępność wykwalifikowanych pracowników

- ❑ Mostostal Zabrze zatrudnia duże ilości pracowników w zawodach technicznych, ze szczególnym uwzględnieniem spawaczy. Tymczasem zarówno w Polsce, jak i całej Unii Europejskiej występuje duży niedobór specjalistów tej profesji. Spółka posiłkuje się zatrudnianiem pracowników z Dalekiego Wschodu. Oznacza to jednak ryzyko stabilności dostępności tych pracowników.

### Zmienność cen surowców, materiałów i energii

- ❑ Mostostal Zabrze w ramach wykonywanych prac zużywa duże ilości stali, co przekłada się na ryzyko skutków zmienności jej ceny i dostępności. Spółka deklaruje nacisk na ograniczanie tego ryzyka na następujące sposoby: 1) umowy z klientami przewidujące dostarczanie stali lub elementów stalowych do przerobu przez zleceniodawcę, 2) zawieranie klauzul indeksujących rozliczenie do zmian cen stali, 3) kontraktowanie dostaw stali bezpośrednio po zawarciu kontraktu.

### Epidemie

- ❑ W warunkach pandemii Covid-19 utrudnione było poruszanie się i ograniczono kontakty międzyludzkie. Charakter prac budowlanych i inżynieryjnych wyklucza pracę zdalną, a pracownicy często muszą być kwaterowani z dala od swojego miejsca zamieszkania. Konieczność wprowadzenia zasad dystansu społecznego, wiązało się ze skomplikowaniem prac, wyższymi kosztami transportu oraz zakwaterowania. Ryzyko powrotu pandemii bądź jej nasilenia wiąże się z ryzykiem pogorszenia wyników spółki.

### Przejęcia

- ❑ W chwili obecnej Mostostal Zabrze prowadzi jeden proces akwizycyjny oraz w nieodległej przeszłości dokonał znaczącej akwizycji w spółkę wymagającą restrukturyzacji. W obu przypadkach związane jest to z koniecznością zaangażowania we wsparcie i restrukturyzację tych podmiotów. Powodzenie tego rodzaju przedsięwzięć obarczone są każdorazowo podwyższonym ryzykiem i stwarzają możliwość wygenerowania na nich strat.



## Zasady odpowiedzialnego inwestowania odnoszące się do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego - ESG (Environmental, Social, and Governance)

### Sprawy pracownicze

W ramach Grupy Mostostal Zabrze działają spółki produkcyjne i spółki budowlane. W obu przypadkach zachodzi ryzyko wypadków. Spółka prezentuje wskaźniki związane z bezpieczeństwem i higieną pracy:

- ❑ wskaźnik wypadków związanych z pracą (liczba wypadków / liczba przepracowanych roboczogodzin × 200 000) w Grupie MZ w 2024 r. wyniósł 1,3,
- ❑ liczba wypadków związanych z pracą podlegających zgłoszeniu w 2024 r. wyniosła 28, natomiast liczba dni utraconych z powodu wypadków (WDU) była na poziomie 0,004 – bez zmian r/r,
- ❑ w 2024 r. nie odnotowano wypadków śmiertelnych ani zgłoszonych chorób zawodowych.

W Grupie MZ na koniec 2024 r. pracowało 1 792 osoby (wobec 1 874 na koniec 2023 r.), z czego 1 393 to mężczyźni, a 399 to kobiety. Oznacza to, że kobiety stanowiły 22,3% załogi (21,1% na koniec 2023 r.).

Wśród najwyższej kadry zarządzającej w spółkach Grupy MZ w 2024 r. było 10 kobiet i 36 mężczyzn, natomiast wśród kierowników – 51 kobiet i 150 mężczyzn. Udział dyrektorów i kierowników w ogólnej liczbie pracowników wyniósł 15%, a wśród pracowników płci męskiej 13% (wobec odpowiednio 15% i 12% w 2023 r.).

W Grupie MZ działają dwa związki zawodowe: Organizacja Międzyzakładowa NSZZ „Solidarność” oraz Międzyzakładowy Związek Zawodowy „Budowlani”, z którymi prowadzony jest stały dialog.

### Relacje z otoczeniem

Mostostal Zabrze aktywnie angażuje się w działania społeczne, realizując je m.in. poprzez Fundusz Celowy Darowizn. Część rocznego zysku netto przeznaczana jest na wsparcie inicjatyw odpowiadających na potrzeby lokalnych społeczności oraz grup szczególnie wrażliwych. W 2024 r. Fundusz został zasilony kwotą 1,2 mln zł (wobec 900 tys. zł w 2023 r.), a środki te przeznaczono na liczne projekty charytatywne, edukacyjne i społeczne.

Łącznie w 2024 r. z Funduszu sfinansowano ponad 20 inicjatyw, obejmujących m.in. stypendia dla dzieci pracowników, wsparcie fundacji rodzinnych, pomoc osobom z niepełnosprawnościami i działania integracyjne.

Grupa Mostostal Zabrze rozwija także współpracę z instytucjami edukacyjnymi, zarówno na poziomie szkół średnich, jak i uczelni wyższych. Spółka uczestniczy w targach pracy dla uczniów i studentów, organizuje spotkania z przedstawicielami szkół i uczelni, a także prowadzi bezpośrednie działania informacyjne i promujące zatrudnienie wśród młodzieży. Partnerstwo z placówkami edukacyjnymi ma na celu wzmocnienie relacji z przyszłymi pracownikami oraz rozwój kadr technicznych i inżynierskich w regionie.

### Wpływ na środowisko

W 2024 roku Mostostal Zabrze systematycznie monitorował i raportował wpływ swojej działalności na środowisko naturalne, uwzględniając m.in. emisje gazów cieplarnianych oraz gospodarkę odpadami.

Całkowita emisja gazów cieplarnianych Grupy w 2024 roku wyniosła 493.520 ton CO<sub>2</sub>e według metody lokalizacyjnej oraz 495.432 ton CO<sub>2</sub>e według metody rynkowej. Na tę emisję składały się emisje bezpośrednie (Zakres 1) w wysokości 3 490 ton CO<sub>2</sub>e oraz emisje pośrednie związane z zakupem energii (Zakres 2) w wysokości 8 526 ton CO<sub>2</sub>e (lokalizacyjnie) i 10 438 ton CO<sub>2</sub>e (rynkowo). Największy udział miały jednak emisje pośrednie z Zakresu 3, wynoszące 481 504 ton CO<sub>2</sub>e, z czego największe znaczenie miały emisje z transportu downstream (396 745 ton), wykorzystania sprzedanych produktów (21 208 ton) oraz zakupionych surowców i usług (59 999 ton).

Gospodarka odpadami w Grupie MZ również była obszarem szczególnej uwagi. Łączna masa wygenerowanych odpadów w 2024 roku wyniosła 5 159,79 ton, z czego 30,14 ton stanowiły odpady niebezpieczne, a 5 129,65 ton odpady inne niż niebezpieczne. 60,5% odpadów (3 119,38 ton) nie zostało poddanych recyklingowi. Jednocześnie łącznie 4 797,74 ton odpadów zostało odzyskanych, w tym 735,48 ton przez recykling i 5 061,27 ton w ramach innych procesów odzysku. Odpady unieszkodliwione stanowiły 362,42 ton.

Dodatkowo, spółka wykorzystuje wodę do celów socjalno-bytowych i technologicznych, bez ponownego obiegu, co klasyfikowane jest jako rzeczywisty negatywny wpływ na środowisko.

Ze względu na rozszerzenie zakresu raportowania w 2024 roku o spółki A-Grotex oraz Polwax, dane dotyczące emisji gazów cieplarnianych nie są bezpośrednio porównywalne z wynikami za 2023 rok.

## Rekomendacje BM Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 mies.

### Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 mies.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Odnosna cena rynkowa w dniu wydania	Cena docelowa	Autor
iFirma	neutralnie	12 kw i 24	22,30	21,40	Seweryn Żołyński
IMS	akumuluj	8 maj 24	4,36	5,00	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	kupuj	1 lip 24	4,46	5,90	Adam Zajler
iFirma	neutralnie	24 wrz 24	22,80	20,80	Seweryn Żołyński
Ambra	akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

### Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	3	38%
Akumuluj	3	38%
Neutralnie	2	25%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Nie w ydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA** Dyrektor  
Doradca inwestycyjny banki, ubezpieczenia  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl

**Seweryn Żołyniak, CFA** Analityk  
Doradca Inwestycyjny deweloperzy, branża odzieżowa  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

**Adam Zajler** Analityk  
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media  
adam.zajler@bankmillennium.pl

**Łukasz Bugaj** Analityk  
Doradca inwestycyjny fundusze inwestycyjne  
+48 22 598 26 59  
Lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

**Grzegorz Gawkowski** Analityk  
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl sektor gier komputerowych

## Departament Sprzedaży

**Radosław Zawadzki** Dyrektor  
+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

**Leszek Iwaniec**  
+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

**Marek Pszczółkowski**  
+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

### Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp 02-593 Warszawa Polska

#### Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport została przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udoświadczona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

#### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

#### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

#### Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego tworzył bądź tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS i z tego tytułu pobiera bądź pobierał wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

#### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 27 marca 2025r. o godzinie 13.30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest dzień zakończenia prac o godzinie 14.00.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego.