



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

Pomimo ostatnich wzrostów, MS Zabrze niezmiennie wykazuje niedowartościowanie względem sektora. Wycena nawet przy zakładanym pogorszeniu r/r wyników w 2025 roku nie jest wymagająca (EV/EBITDA'25=4,0x), dodatkowo w 4Q'25 spółka powinna przeprowadzić skup akcji własnych (na poziomie ok. 8% obecnej kapitalizacji). Na przestrzeni ostatniego roku spółka wyraźnie odbudowała portfel (obecnie 2x wyższy r/r), w dużej mierze zapewniając go kontraktami zagranicznymi (szacujemy, że ok 40% podpisanych w ostatnim roku umów pochodzi z zagranicy). W przypadku, mogącego budzić kontrowersje Polwaxu, udało się zawrzeć ugodę z Orlenem na lepszych warunkach niż przewidywał wyrok sądu. Tym samym spółka może przystąpić do m.in. restrukturyzacji majątku. Zwracamy uwagę, że MS Zabrze rozpoczął także mediacje ws. ciągnącego się latami sporu dot. Stadionu Śląskiego (ryzyko związane z tym sporem może nadal wpływać na postrzeganie spółki na rynku). Biorąc pod uwagę podniesienie przez nas prognoz na 2026 rok (wzmocniony ostatnio portfel) czy ograniczenie ryzyka w Polwaxie widzimy miejsce na podniesienie ceny docelowej dla 1 akcji spółki do 7,73 PLN (poprzednio 6,30 PLN). Implikuje to rekomendację Kupuj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'25 spółka osiągnęła 505 mln PLN przychodów (+11% r/r) oraz 18,5 mln PLN zysku netto (-2% r/r, w około połowa to pozytywny efekt ugody w Polwaxie w 2Q'25). W samym 2Q'25 MSZ miał 266 mln PLN przychodów (+20% r/r) oraz 9,3 mln PLN zysku netto (+39% r/r, 9% powyżej naszych oczekiwań). Rentowności w segmentach w 2Q'25 nie były zbyt imponujące, ale było to wprost komunikowane wcześniej przez spółkę (brak finiszu istotnych kontraktów, ostrożne podejście do marż na początku nowych, sezonowo negatywna kontrybucja biznesu Polwaxu). Gotówka netto wyniosła 114 mln PLN (z uwzględnieniem 90 mln PLN obligacji) - sezonowo spadła prawdopodobnie do najniższego poziomu w roku (spółka powinna też otrzymać zaliczki z nowych kontraktów, 4Q to spływ gotówki w Polwaxie).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów wyróżniających ją na tle innych podmiotów jak: dekarbonizacja hutnictwa, wodór, 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 Polwaxem (49,9% udziałów). W 4Q'24 kwotą 10 mln PLN dokapitalizowano ModQ Solutions (100% akcji należy do MSZ). Jeśli dojdzie do zatwierdzenia układu, spółka ma docelowo przejąć przedsiębiorstwo Stalmech,. Do tego czasu ModQ chce samodzielnie rozwinąć sprzedaż stalowych, budowlanych systemów modułowych (zarząd daje sobie obecnie jeszcze kilka miesięcy na ocenę tego modelu biznesowego).

Portfel

Wartość portfela po 2Q'25 (realnie po VIII'25) wynosiła ok 1,22 mld PLN (+81% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +68% r/r). W pipeline spółka miała 352 mln PLN (+22% r/r, po wyjęciu Polwaxu: +11% r/r), z czego istotna część zmaterializowała się w IX'25, kiedy podpisano dwa kontrakty za ok 200 mln PLN. Wzrost portfela będzie miał istotne przełożenie na przychody w obszarze budowlanym w 2H'25 oraz 2026. Spółka komunikuje, że stara się ostrożnie podchodzić do ofertowania na obecnym trudnym rynku, aczkolwiek trudno oczekiwać utrzymania poziomów marż z lat 2023-24 roku. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń.

Prognozy wyników, wskaźniki

Oczyszczone wyniki 1H'25 były słabsze r/r, co jest głównie pochodną konsolidacji Polwaxu (sezonowo notuje straty w 1H) oraz słabej koniunktury w segmencie Produkcji Maszynowej. Od 3Q'25 spodziewamy się wyraźnego przyspieszenia dynamiki przychodów w segmencie budowlanym. W całym 2025 roku prognozujemy 1,28 mld PLN przychodów i 41 mln PLN zysku netto (zwracamy uwagę, że baza 2024 jest zawyżona przez one-off). Nasze prognozy na 2026/27 zakładają odpowiednio 1,43/1,42 mld PLN przychodów oraz 46/46 mln PLN zysku netto. Zakładamy w tym okresie także kolejne skup akcji na poziomie podobnym do 2025 roku. Spółka handlowana jest na EV/EBITDA'25=4,0x oraz 3,5x w kolejnym roku.

	2022	2023	2024**	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	1 172,3	1 351,4	1 010,3	1 282,9	1 433,1	1 423,3
Zysk na sprzedaży	60,4	91,6	47,4	45,1	63,0	64,3
EBITDA [mln PLN]	71,0	109,5	98,7	75,5	85,0	86,1
EBIT [mln PLN]	58,3	93,0	79,8	53,3	63,0	64,3
Zysk netto [mln PLN]	32,0	74,2	61,8	41,2	45,5	45,7
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-62,2	-173,1	-178,4	-158,8	-159,1	-160,8
P/BV	2,2	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4
P/E	15,6	6,6	7,4	11,1	10,1	10,0
EV/EBITDA	6,1	2,9	2,8	4,0	3,5	3,5
EV/EBIT	7,5	3,4	3,5	5,6	4,7	4,6
DPS* [PLN/akcję]	0,00	0,12	0,47	0,52	0,52	0,50

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

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 7,73 PLN

13 PAŹDZIERNIK 2025, 12:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	7,68
Wycena porównawcza [PLN]	7,93
Wycena końcowa [PLN]	7,73
Potencjał do wzrostu / spadku	15,9%
Koszt kapitału	13,4%
Cena rynkowa [PLN]	6,67
Kapitalizacja [mln PLN]	457,9
Ilość akcji [mln. szt.]	68,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,79
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,24
Stopa zwrotu za 3 mc	13,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	21,9%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	42,3%
AgioFunds TFI	6,3%
Bigus Bogdan	5,4%
Pozostali	46,0%

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	16
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	16
DANE FINANSOWE	23

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
P/E	15,6	6,6	7,4	11,1	10,1	10,0	9,4
P/BV	2,2	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA	6,1	2,9	2,8	4,0	3,5	3,5	3,3
EV/EBIT	7,5	3,4	3,5	5,6	4,7	4,6	4,3
EV/S	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	3,04	3,91	4,55	4,63	4,77	4,94	4,99
EPS	0,43	1,01	0,90	0,60	0,66	0,67	0,71
DPS/skup (w danym roku)	0,00	0,12	0,47	0,52	0,52	0,50	0,67
Payout ratio	0%	27%	46%	58%	87%	75%	100%

Wyniki roczne [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 172	1 351	1 010	1 283	1 433	1 423	1 471
Realizacje przemysłowe	522	593	432	600	675	640	666
Produkcja mechaniczna	164	181	144	155	172	177	182
Ogólne	477	563	294	394	424	433	447
Produkcja chemiczna	0	0	133	125	153	165	168
Inne	9	16	7	8	8	8	8
Zysk brutto ze sprzedaży	112	155	136	150	171	176	185
SG&A	52	64	89	105	108	112	115
PPO/PKO	-2	1	32	8	0	0	0
EBITDA	71	110	99	75	85	86	92
EBIT	58	93	80	53	63	64	70
Realizacje przemysłowe	36	55	36	44	47	45	47
Produkcja mechaniczna	9	8	-10	-12	1	5	6
Ogólne	41	46	29	33	24	22	22
Produkcja chemiczna	0	0	8	-3	-1	1	3
Inne	-27	-16	-12	-10	-8	-8	-8
Wyłączenia	0	0	29	1	0	0	0
Zysk brutto	56	101	79	61	62	64	70
Zysk netto	32	74	62	41	46	46	49
Dług netto	-62	-173	-178	-159	-159	-161	-155

Wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	52%	15%	-25%	27%	12%	-1%	3%
EBITDA zmiana r/r	60%	54%	-10%	-24%	13%	1%	7%
Zysk netto zmiana r/r	118%	132%	-17%	-33%	11%	0%	7%
Marża brutto na sprzedaży	9,6%	11,5%	13,5%	11,7%	12,0%	12,4%	12,6%
Marża EBITDA	6,1%	8,1%	9,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%
Marża netto	2,7%	5,5%	6,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%
ROE	14,1%	25,9%	19,8%	13,0%	13,9%	13,5%	14,3%
ROA	4,7%	10,5%	7,1%	4,6%	4,9%	4,9%	5,3%

Bilans [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	173	273	397	394	390	390	390
WNIp	4	4	5	6	6	6	6
Rzeczowe aktywa trwałe	79	92	213	209	204	205	205
Pozostałe aktywa trwałe	90	177	179	179	179	179	179
Aktywa obrotowe	505	437	473	497	540	535	539
Zapasy	30	29	65	65	75	76	78
Należności krótkoterminowe	373	282	261	307	343	341	352
Środki pieniężne	86	117	135	111	107	104	94
Pozostałe aktywa obrotowe	17	9	11	13	15	15	15
Aktywa razem	678	710	870	891	929	925	930
Kapitał własny	227	287	312	318	328	339	342
Udziały mniejszości	3	3	63	64	63	63	64
Zobowiązania i rezerwy	448	420	495	509	538	523	523
Rezerwy na zobowiązania	74	66	123	115	107	99	91
Oprocentowane zobowiązania	32	36	47	42	38	33	29
Zobowiązania pozostałe	343	318	325	352	394	391	404
Pasywa razem	678	710	870	891	929	925	930

Dług netto*	-62	-173	-178	-159	-159	-161	-155
Dług netto / Kapitał własny	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBITDA	-0,9	-1,6	-1,8	-2,1	-1,9	-1,9	-1,7

*łącznie z zakupionymi obligacjami

Rachunek przepływu [mln PLN]	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	69	143	88	21	49	53	57
CFI	-17	-87	5	-2	-10	-14	-14
CFF	-14	-25	-74	-44	-43	-41	-52
- w tym dywidenda/skup	0	-9	-34	-36	-36	-34	-46
Przepływy pieniężne netto	38	31	19	-24	-4	-3	-10

CAPEX / Amortyzacja	80%	68%	59%	86%	80%	102%	101%
---------------------	-----	-----	-----	-----	-----	------	------

MOSTOSTAL ZABRZE

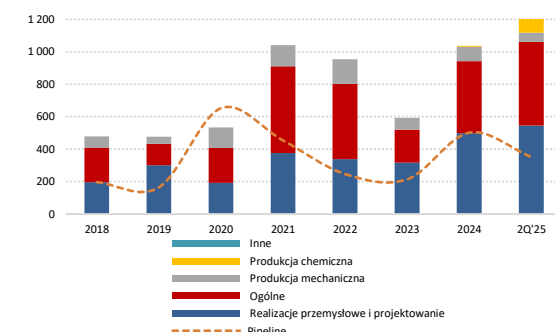
Rekomendacja	Kupuj	www:	www.mz.pl
Wycena końcowa [PLN]	7,73		
Potencjał do wzrostu /	16%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	6,67	3Q'25:	6 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	68,6	4Q'25	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	457,9		

Wyniki Q [mln PLN]	2Q'24	3Q'24*	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P
Przychody	223	249	307	239	266	370
Realizacje przemysłowe	114	89	126	111	117	166
Produkcja mechaniczna	37	33	33	33	42	40
Ogólne	70	65	73	83	91	110
Produkcja chemiczna	0	61	72	9	13	52
Inne	2	2	2	2	2	2
Zysk brutto ze sprzedaży	27	36	41	31	29	41
SG&A	19	24	29	23	24	28
PPO/PKO	0	28	5	4	4	0
EBITDA	12	46	22	17	15	19
EBIT	7	41	17	12	10	14
Realizacje przemysłowe	10	9	11	8	9	12
Produkcja mechaniczna	-2	-3	-5	-4	-2	-3
Ogólne	2	8	8	14	7	6
Produkcja chemiczna	0	2	6	-3	-2	0
Inne	-3	-3	-4	-3	-3	-2
Wyłączenia	0	28	0	0	0	0
Zysk brutto	9	40	13	13	17	13
Zysk netto	7	34	9	9	9	10
Dług netto	-174	-122	-178	-141	-114	-123

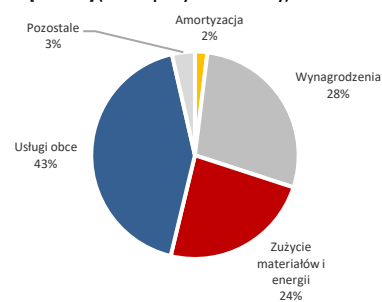
Wskaźniki	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25P
Przychody zmiana r/r	-45,4%	-31,9%	33,0%	3,0%	19,7%	48,4%
EBITDA zmiana r/r	-55,1%	91,1%	-44,4%	-10,8%	32,2%	-58,0%
Zysk netto zmiana r/r	-68,6%	136,8%	-67,8%	-24,4%	39,4%	-71,0%
Marża brutto na sprzedaży	12,1%	14,6%	13,4%	12,8%	11,1%	11,2%
Marża EBITDA	5,2%	18,5%	7,2%	7,0%	5,7%	5,3%
Marża netto	3,0%	13,7%	2,9%	3,8%	3,5%	2,7%

*27,3 mln PLN zysku na zakupie Polwax

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 7,68 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2025 – 2027, dała wartość 1 akcji na poziomie 7,93 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 7,73 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 w sądach. Pozytywne zamknięcie mediacji dot. Stadionu Śląskiego (np. na poziomie symbolicznej zapłaty niewielkiej kwoty przez MSZ) w naszej opinii mogłoby mieć pozytywne przełożenie na kurs spółki ze względu na przykładane dyskonto z tego tytułu przez część inwestorów.

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]			Kalkulacja ryzyka z tytułu istotnych sporów prawnych			
	Waga	Wycena	kontrakt	strona	pozew przez MSZ [mln PLN]	pozew przeciw MSZ [mln PLN]
Wycena DCF	80%	7,68	Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7 (x41,5%*)
Wycena metodą porównawczą	20%	7,93	DTŚ	Woj. Śląskie	68,9	0,0
Wycena 1 akcji [PLN]		7,73		suma	86,1	73,8
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		0,00	wygrana MSZ [mln PLN]	86,1		
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]		7,73	przegrana MSZ [mln PLN]	-73,8		
Źródło: DM BDM S.A.			środek przedziału [mln PLN]	6,2	Źródło: DM BDM S.A., *41,5% ze 177,7 mln PLN żądanego od całego konsorcjum (odsetek przyjęty na bazie pierwotnie wnioskowanej kwoty)	
			liczba akcji [mln szt]	68,6		
			wartość/akcję [PLN]	0,09		

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 (5,4%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- W 2025 roku zakładamy, że spółka wypracuje około 1,3 mld PLN skonsolidowanych przychodów. W 2026 roku estymujemy ok 12% wzrostu. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy ok. 1,5-1,6 mld PLN przychodów.
- W przypadku Polwaxu zakładamy, że w 2025 roku wypracuje 125 mln PLN przychodów (-34% r/r, w stosunku do poprzedniego modelu bardziej konserwatywnie podchodzimy do segmentu świecowego), w kolejnych dwóch latach odbicie (m.in. rozwój sprzedaży w segmencie przemysłowym oraz powrót na rynek półproduktu do zniczy) a w kolejnych okresach po ok 1-2% wzrostu r/r.
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2020-24 średnia skoryg. marża EBIT wynosiła 5,2% (4,7% w 2024). W bieżącym roku zakładamy, że marża spadnie do ok. 3,5%, co wynika z i) wzrostu kontrybucji do przychodów nowych kontraktów (konserwatywne podejście na początku do marży), ii) słabej koniunktury dla obszaru Produkcji Mechanicznej (zakładana większa strata niż w 2024 roku), iii) konsolidacji cały rok Polwaxu (zakładamy -7% marży w 2025, -1% w 2026 oraz ok 2% w kolejnych latach – w latach 2020-24 marża wahała się w przedziale -3% do +7%). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 5%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX założono w długim terminie na poziomie zbliżonym do amortyzacji. W modelu nie zakładamy akwizycji Stalmechu ani ewentualnej sprzedaży aktywów przez Polwax.
- W pozycji „Spory prawne” ujęliśmy w 2025-28 wydatki związane z ugodą Polwaxu z Orlen Projekt (30 mln PLN + odsetki).
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie z końca 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 13.10.2025 roku. Ilość akcji uwzględnia korektę o umorzone akcje własne w IX'25.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 527 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 7,68 PLN.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 282,9	1 433,1	1 423,3	1 470,6	1 518,4	1 558,4	1 591,5	1 618,9	1 641,7	1 660,8
EBIT [mln PLN]	53,3	63,0	64,3	70,0	74,9	77,7	79,5	81,0	82,2	83,2
Stopa podatkowa	31%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Podatek od EBIT [mln PLN]	16,5	17,8	18,2	19,8	21,2	22,0	22,5	22,9	23,3	23,6
NOPLAT [mln PLN]	36,8	45,2	46,1	50,2	53,7	55,7	57,0	58,1	58,9	59,7
Amortyzacja [mln PLN]	22,1	22,0	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8	21,8
CAPEX [mln PLN]	-19,0	-17,6	-22,2	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-24,0	-6,8	-1,2	-1,5	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8
Spory prawne [mln PLN]	-8,6	-7,5	-7,9	-8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	7,3	35,2	36,6	39,9	52,0	54,2	55,7	57,0	57,9	58,7
DFCF [mln PLN]	7,1	30,3	27,8	26,9	30,9	28,5	25,8	23,3	20,9	18,7
Suma DFCF [mln PLN]	240,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	479,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	152,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	392,9									
Dług netto 2024 [mln PLN]	-178,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]	44,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	527,1									
Ilość akcji [mln szt.]	68,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,68									
Przychody zmiana r/r	27,0%	11,7%	-0,7%	3,3%	3,3%	2,6%	2,1%	1,7%	1,4%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-33,2%	18,1%	2,1%	8,9%	7,0%	3,6%	2,4%	1,9%	1,5%	1,2%
FCF zmiana r/r	-94%	381,7%	3,7%	9,1%	30,4%	4,1%	2,8%	2,2%	1,7%	1,4%
Marża EBITDA	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	4,2%	4,4%	4,5%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża NOPLAT	2,9%	3,2%	3,2%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,2%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	85,9%	80,0%	102,0%	100,9%	101,0%	101,0%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	1,9%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,8%	4,5%	-12,5%	3,1%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,9%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Udział kapitału własnego	95,3%	96,0%	96,4%	96,9%	97,5%	98,0%	98,6%	99,2%	99,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	4,7%	4,0%	3,6%	3,1%	2,5%	2,0%	1,4%	0,8%	0,3%	0,0%
WACC	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,4%	13,4%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta			
beta	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	0,00%	1,00%	2,00%	Premia za ryzyko	0,9	1,0	1,1
	0,8	8,33	8,60		6,0%	8,57	8,87		6,0%	9,33	8,87
	0,9	7,88	8,11		7,0%	7,99	8,22		7,0%	8,66	8,22
	1,0	7,49	7,68		8,0%	7,49	7,68		8,0%	8,11	7,68
	1,1	7,15	7,30		9,0%	7,07	7,22		9,0%	7,63	7,22
	1,2	6,84	6,97		10,0%	6,70	6,82		10,0%	7,22	6,82

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

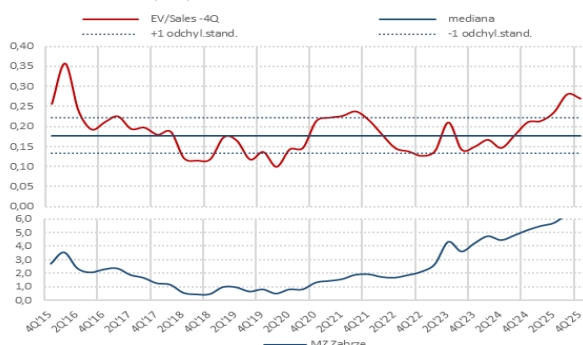
Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla 2025 roku przyjęliśmy wagę 20% a dla kolejnych lat po 40%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 7,93 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Budimex	20,1	19,2	17,1	11,2	9,7	8,6
Erbud	139,3	17,1	9,1	4,8	3,9	3,0
Intrtol	20,1	10,1	8,6	6,3	4,7	4,0
Mirbud	12,9	11,9	9,3	8,1	6,9	5,5
Pekabex	45,2	9,2	5,6	8,6	4,5	3,4
Unibep	11,3	8,5	6,8	4,0	4,2	3,2
Mediana	20,1	10,2	8,6	8,1	4,7	4,0
Mostostal Zabrze	11,1	10,1	10,0	4,0	3,5	3,5
Premia/dyskonto do mediany	-45%	-2%	16%	-51%	-25%	-14%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	12,03	6,80	5,73	11,24	8,10	7,39
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		7,42			8,44	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	7,93					

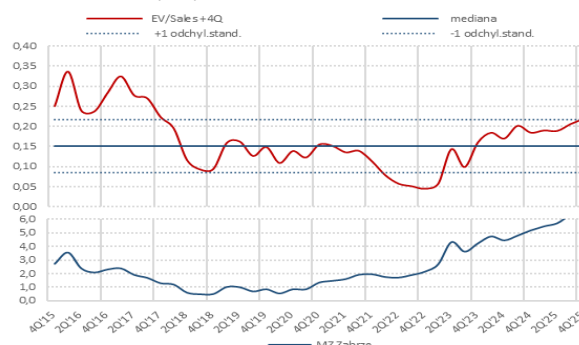
Źródło: BDM S.A., prognozy własne

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 ZAMÓWIEŃ

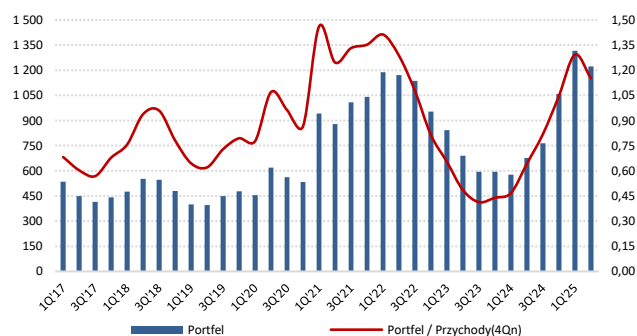
Historycznie spółka charakteryzuje się szybką rotacją portfela (ok. 1 roku). Spółka podała, że portfel na koniec sierpnia wynosił 1,22 mld PLN (vs 1,32 mld PLN po kwietniu i 0,68 mld PLN rok temu) a szacunkowy pipeline kontraktów do pozyskania (szacowany prawdopodobieństwem) to 0,35 mld PLN vs 0,39 mld PLN kwartał temu (przy czym 33 mld PLN to Polwax vs 78 mld PLN kwartał temu). We wrześniu spółka kolejne dwa kontrakty na blisko 0,20 mld PLN.

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

Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
2024					
wrz 25	Gmina Sosnowiec	GPBP	Kazimierz OdNowa- rekultywacja terenów pogórnich	33	cze 27
wrz 25	b.d.	MZRP	Prefabrykacja i montaż - rozbudowa zakładu w Niderlandach (branża chem.)	162	gru 26
maj 25	PEC Gliwice	GPBP	Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy	120	cze 28
kwi 25	USK w Opolu	GPBP	Modernizacji energetyczna szpitala	54	mar 28
kwi 25	Uniwersytet Opolski	GPBP	Przebudowa Domu Studenta "Spójnik"	21	wrz 26
mar 25	b.d.	MZRP	Prefabrykacja i montaż - budowa zakładu w Rotterdamie (branża chem.)	242	wrz 26
maj 25	PEC Gliwice	GPBP	Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy	120	cze 28
2024					
gru 24	NIO w Gliwicach	GPBP	Budowa budynku zakładu medycyny nuklearnej i endokrynologii onkol.	85	mar 26
gru 24	Primetals TG	MZRP	Prace w ramach projektu w hucie na terenie Niemiec	59	gru 26
lis 24	Ionway PL	MZRP	Prace i montaż 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	HKM	MZRP	Dostawy oraz prace w ramach budowy nagrzewnicy wielkiego pieca	122	wrz 26
maj 24	M. Rybnik	GPBP	Dokończenie budowy hospicjum stacjonarnego w Rybniku	34	mar 26
kwi 24	Stadion w Zabrzu	GPBP	Roboty wykończeniowe, instalacyjne, modernizacja systemów stadionowych	48	mar 25
mar 24	GEA Bischoff	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych oraz montaż dwóch filtrów w hucie w Niemczech	30	wrz 25
lut 24	BASF	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu w Niemczech	106	gru 25
lut 24	Air Liquide	MZRP	Dostawy i montaż w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	42	wrz 24
sty 24	Alstom	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych dla taboru kolejowego RER NG	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 Zabrzu	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 Urzędzeń 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	446	gru 24
mar 21	Küttner GmbH	MZRP	Wymianą nagrzewnic 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

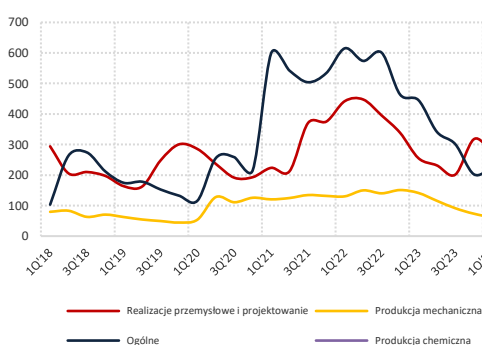
Źródło: BDM S.A., spółka, nko = najkorzystniejsza oferta, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



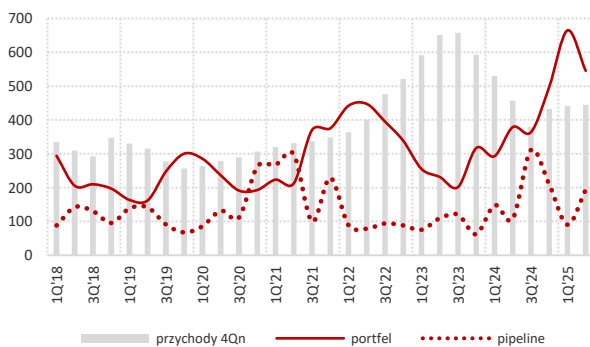
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]



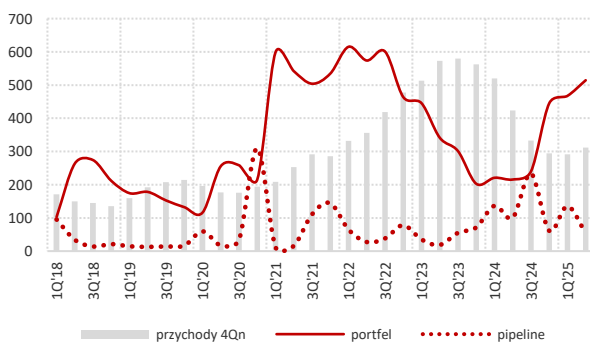
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



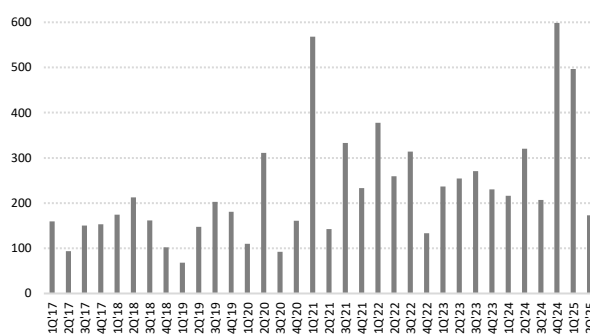
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



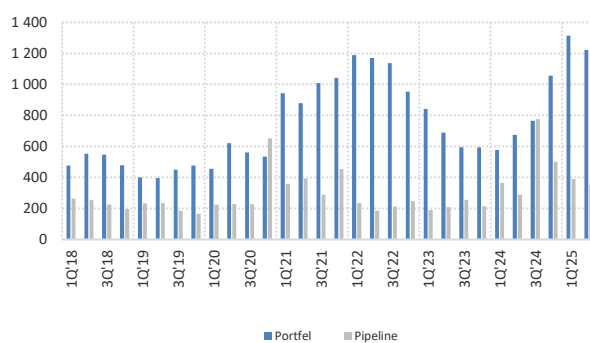
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



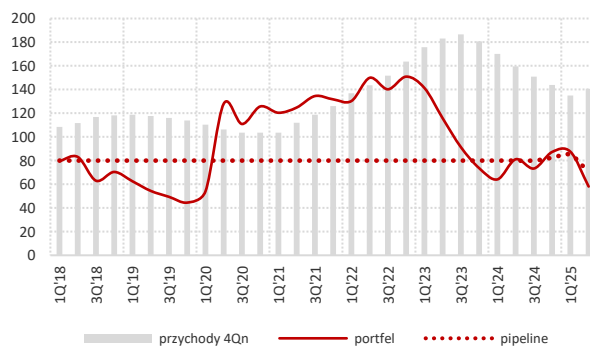
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale (bez Polwaxu)

Wartość portfela zamówień vs pipeline* [mln PLN]



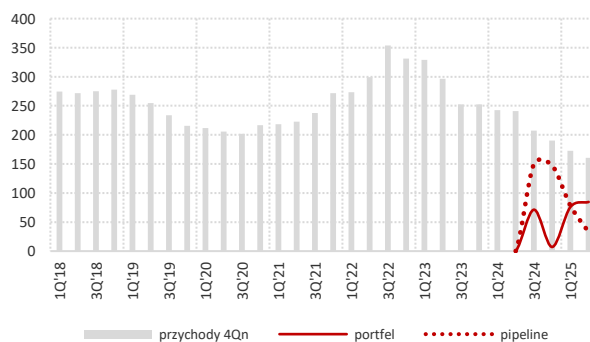
Źródło: DM BDM S.A., spółka, portfel po 2Q'25 uwzględnia 85 mln PLN zamówień Polwaxu, a pipeline odpowiednio 33 mln PLN

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

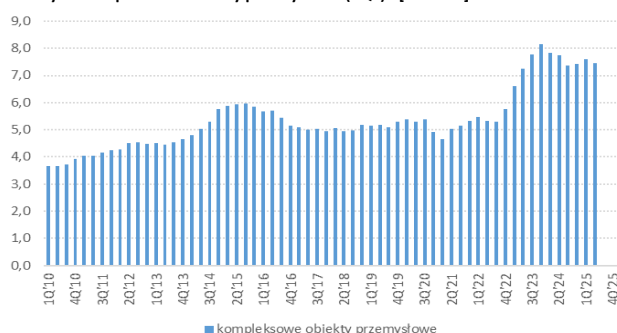
Potencjał rynkowy

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 2023. W 1-3Q'24 dynamika realizowanych inwestycji była ujemna, nieco lepszy okazał się okres 4Q'24-1Q'25, ale trudno na razie mówić o stałej tendencji, ponieważ 2Q'25 znów przyniósł spadek r/r. Natomiast inwestycje w obszarze kubaturowym, w których specjalizuje się spółka miały swój ostatni dobry okres w czasie 2Q'21-3Q'23. Od tego czasu na rynek jest wyraźnie trudniejszy.

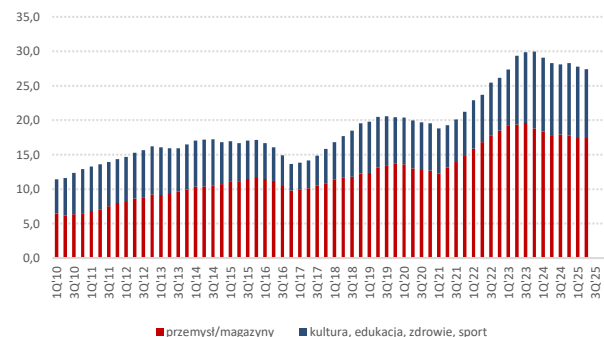
Ogółem dynamika produkcji budowlanej w Polsce w 2024-25 jest pod wyraźną presją (przejście pomiędzy kolejnymi perspektywami wydatków środków UE, powolne wdrażanie projektów KPO, wysokie stopy procentowe, hamujące inwestycje prywatne). Nadal słaby czas ma rynek budowlany w Niemczech (przy czym spółka 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]



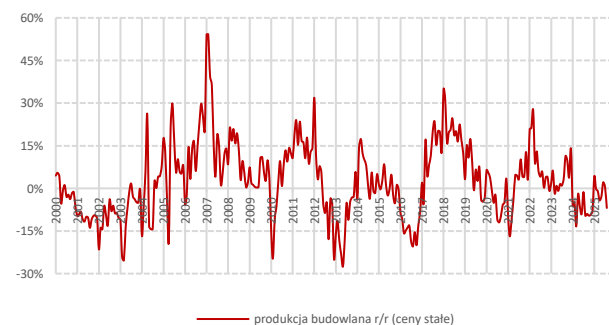
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.

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



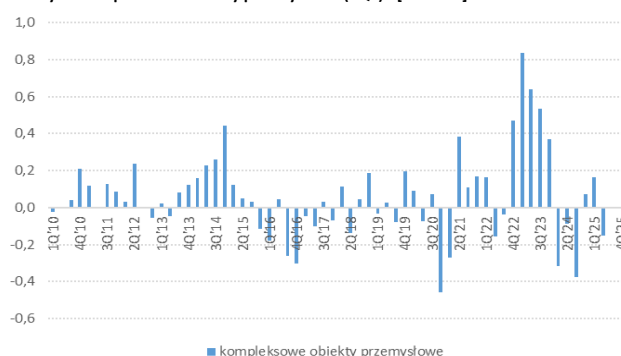
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Produkcja budowlana w Polsce r/r



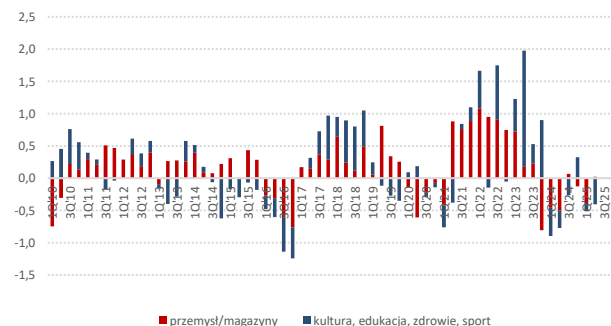
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



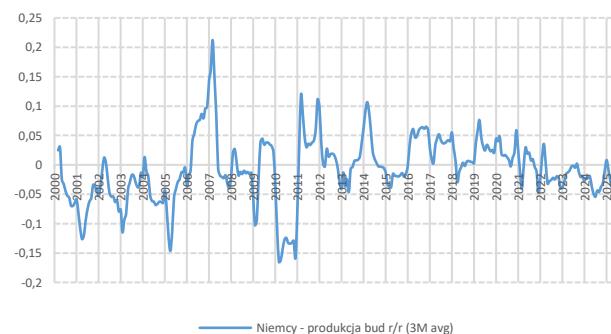
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

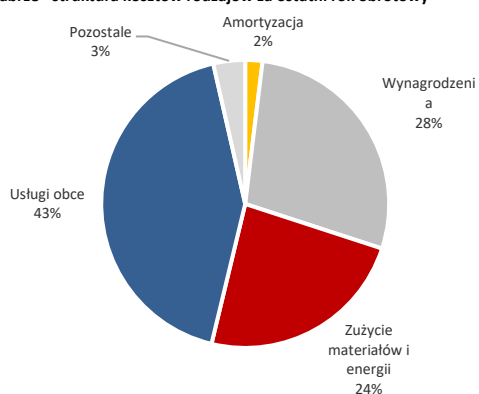
Strona kosztowa - aktualna sytuacja

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).

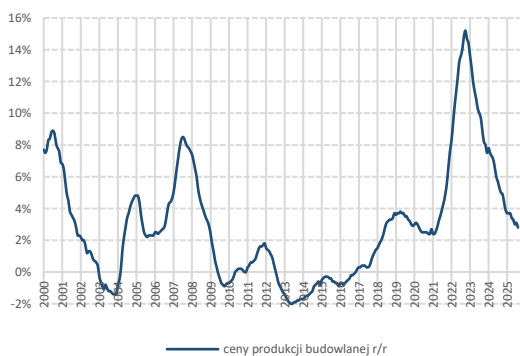
Główną pozycją kosztową w skali całej grupy 2024 roku były usługi obce na poziomie 43% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 28% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2024 zatrudniała średnio 1 787 osób). Koszty zużycia materiałów i energii wyniosły 24%.

MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



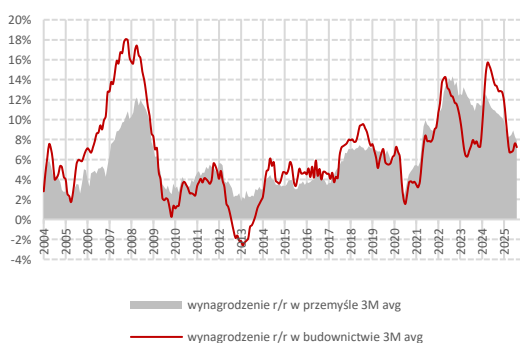
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



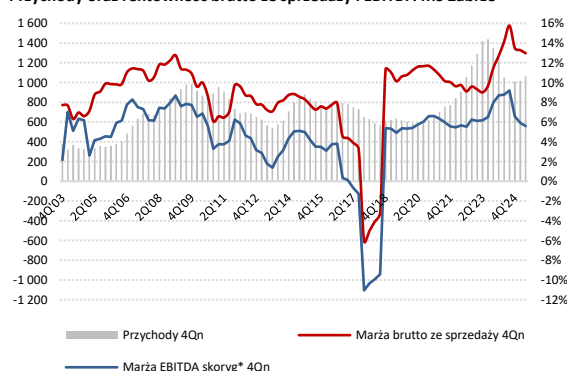
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



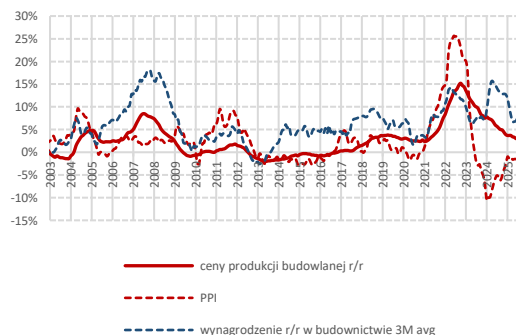
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Przychody oraz rentowność brutto ze sprzedaży i EBITDA MS Zabrze



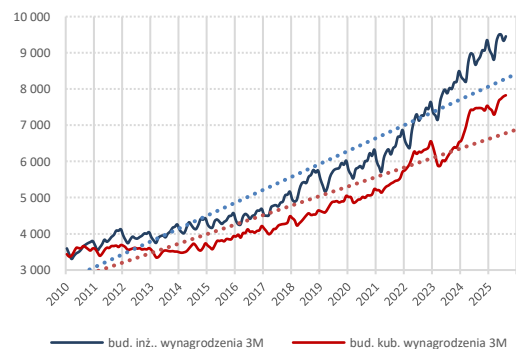
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *EBITDA skoryg. o saldo PPO/PKO

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)

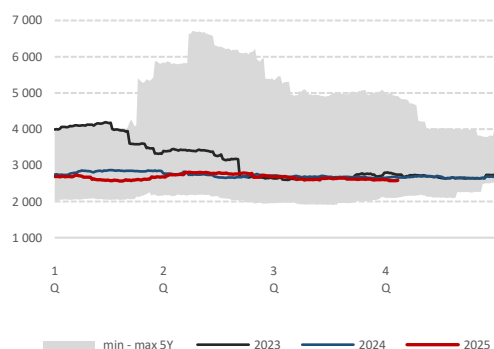


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku 2022 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie dynamika roczna się obniża (do 2,8% r/r w sierpniu'25). W końcówce 2024 roku miesięczne dynamiki m/m zeszły do poziomu 0,0-0,1%, w kolejnych miesiącach było to 0,1-0,5%, by w sierpniu znów wrócić do zerowej dynamiki. Mimo, że dynamika roczna cen spada już wyraźnie od szczytu, to nadal jesteśmy na poziomach, które historycznie nie uchodziły za niskie. W kolejnych miesiącach wsparciem dla stabilizacji dynamiki powinny być nadal niskie odczyty PPI (choć widać tu już odbicie od dołka), z drugiej jednak strony równoważy je dodatnia dynamika wynagrodzeń (przy czym w ostatnich miesiącach mamy tu powrót do jednocyfrowych dynamik r/r, po dwucyfrowych wzrostach w 2024 roku).

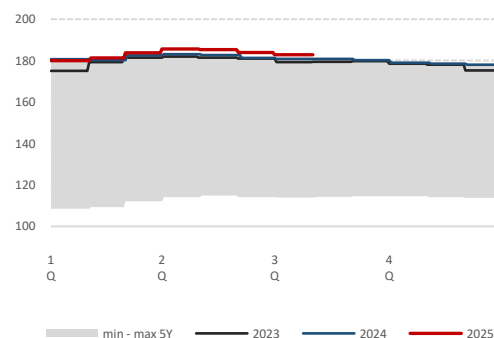
Ceny stali, po bardzo mocnych wzrostach w okresie 2021-2022, w 2023 roku wróciły poniżej swojej wieloletniej linii trendu. Wysokie pozostają natomiast ceny cementu (budownictwo ogólne), które stabilizują się od około dwóch lata na rekordowych poziomach (w dużym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów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

Cena stali – Europa [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks GUS*



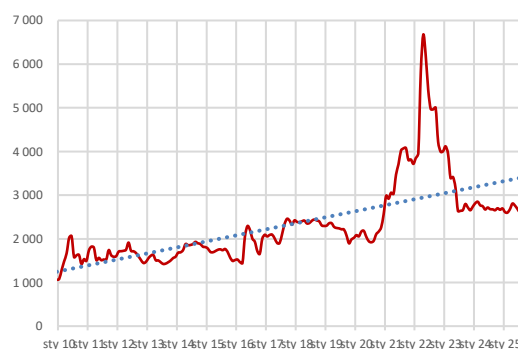
Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips”, ostatnie dane za VII'25

Cena miedzi [PLN/t]



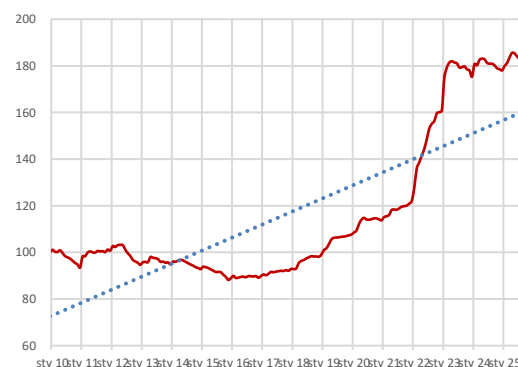
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena stali – Europa [PLN/t]



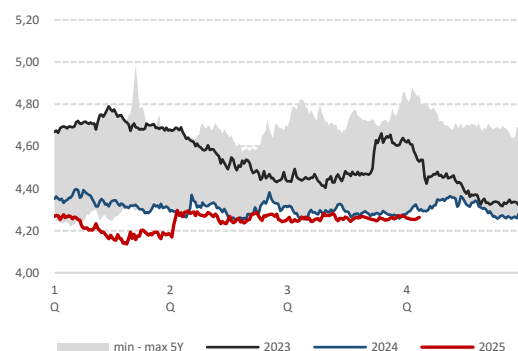
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cement – indeks GUS*



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

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

STRATEGIA 2023-26

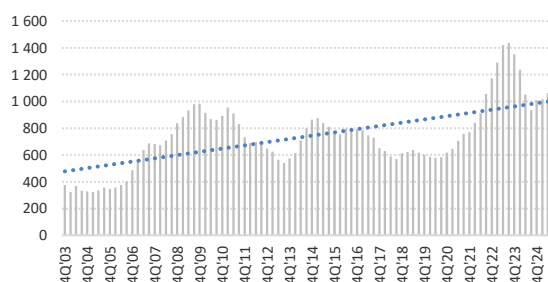
Zarząd w 3Q'23 przyjął strategię na lata 2023-2026. Stanowi ona kontynuację strategii rozwoju realizowanej w latach 2020-2022. Motywami przewodnimi są:

- 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:

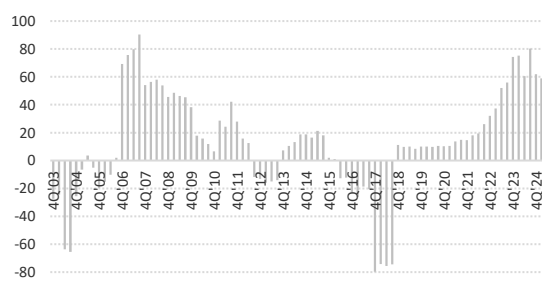
- Największym wyzwaniem jest obecnie dla spółki problem z pozyskiwaniem wykwalifikowanych zasobów kadrowych z rynku krajowego. Spółka chce wychodzić naprzeciw temu problemowi przez m.in.: zwiększania atrakcyjności jako pracodawcy (m.in. wzrost znaczenia premii od wyników projektów), wzrost udziału podwykonawców 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 obecnie toczy jeszcze dwa istotne spory, które mogą w przyszłości wpływać na wyniki i pozycję gotówkową:

- stadion Śląski,
- DTŚ.

W 2023 zakończyły się sprawy dotyczące sporów z HZI (Ferrybridge), Wood (baza NATO) oraz z KT (EFRA dla Lotosu). Natomiast w 2025 roku udało się zamknąć sprawę na linii Polwax-Orlen Projekt.

Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ	kwota żądana przez II stronę	stan bieżący	oczekiwany czas
Stadion Śląski Drogowa Trasa Średnicowa	Woj. Śląskie	17,1	177,7*	proces sądowy w toku	kilka lat
	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 budowy Stadionu Śląskiego w 2009 roku. W 2011 roku doszło do awarii przy podnoszeniu konstrukcji dachu, co zatrzymało inwestycję. W 2Q'13 konsorcjum odstąpiło 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 przyczyną 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.

W ostatnim okresie Sąd na zgodny wniosek wszystkich stron skierował sprawę do mediacji, która ma zakończyć się do 12 grudnia 2025 roku. Pozytywne zamknięcie mediacji dot. Stadionu Śląskiego w naszej opinii mogłoby mieć pozytywne przełożenie na kurs spółki ze względu na przykładowe dyskonto z tego tytułu przez część inwestorów.

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 – obecnie trwa oczekiwanie na wyznaczenie terminu rozprawy.

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'24 spółka konsolidowana jest metodą pełną,

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).

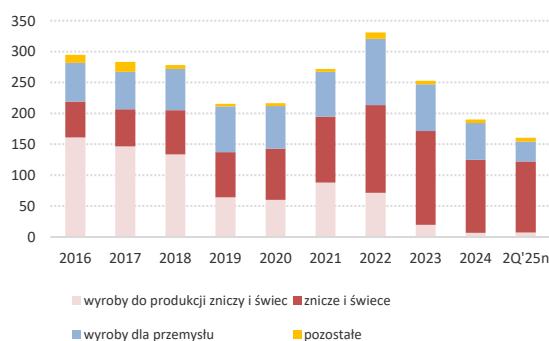
Aktywa produkcyjne zlokalizowane są w Jaśle i Czechowicach-Dziedzicach. Bazowy surowiec do produkcji to gacz parafinowy (*ang. slack wax*) - produkt uboczny w procesie produkcji olejów bazowych. W ostatnich kilkunastu latach podaż gaczu jest pod presją ze względu na modernizację rafinerii i zmniejszania uzysków ciężkich frakcji. Ceny gaczu są zwykle benchmarkowane do cen parafin (np. parafiny 56-58). Na poziomie cen mają również wpływ ceny surowców alternatywnych, np. oleju palmowego, tłuszczy zwierzęcych oraz stearyny.

Polwax wyniki finansowe za ostatnie okresy

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25
Przychody ze sprzedaży	283,5	277,9	215,5	216,5	271,9	331,2	252,4	190,2	37,2	26,7	99,5	89,0	27,2	25,3	65,8	71,9	9,5	13,4
wyroby do produkcji zniczy i świec	146,7	133,7	64,2	60,3	87,9	71,6	19,9	6,7	9,4	3,1	3,4	4,0	1,6	1,8	1,2	2,1	1,3	2,4
znicze i świece	60,0	71,3	73,0	82,6	106,6	141,7	151,3	118,3	5,6	4,0	72,3	69,5	2,7	1,8	53,3	60,4	0,7	0,8
wyroby dla przemysłu	60,8	66,8	73,9	68,9	72,7	107,4	75,7	59,7	20,3	18,5	22,4	14,6	21,7	20,2	9,7	8,0	6,0	8,4
pozostałe	16,0	6,1	4,4	4,6	4,7	10,6	5,9	5,6	1,9	1,2	1,4	1,3	1,2	1,5	1,6	1,4	1,4	1,8
Zysk brutto ze sprzedaży	48,9	45,8	21,7	34,3	33,6	48,4	29,6	18,6	0,8	1,9	12,8	14,2	-0,4	2,0	8,6	8,5	-1,8	0,0
SG&A	26,0	23,8	24,1	26,2	25,0	26,7	27,4	23,7	5,1	7,1	8,6	6,7	4,4	5,1	7,9	6,3	4,3	5,2
Zysk na sprzedaży	22,9	22,0	-2,4	8,1	8,6	21,7	2,2	-5,0	-4,3	-5,1	4,2	7,5	-4,9	-3,1	0,7	2,2	-6,0	-5,2
Saldo PPO/PKO	-0,7	0,3	-56,1	-2,2	-1,0	-1,8	-19,8	-12,1	-0,5	0,1	0,3	-19,7	0,0	-11,6	-0,1	-0,4	2,3	-1,1
EBITDA	27,0	27,2	-54,3	9,6	11,1	23,1	-14,4	-14,0	-4,0	-4,3	5,3	-11,4	-4,0	-13,9	1,4	2,6	-3,3	-5,7
EBIT	22,2	22,3	-58,5	5,9	7,6	19,9	-17,5	-17,1	-4,8	-5,0	4,5	-12,2	-4,9	-14,7	0,6	1,8	-3,8	-6,2
Saldo finansowe	-0,9	-0,6	-1,2	-1,1	-1,6	-9,1	-17,9	-5,2	-0,7	-1,4	-2,5	-13,2	-1,0	-1,0	-1,7	-1,6	0,0	6,6
Zysk brutto	21,3	21,8	-59,7	4,8	6,0	10,8	-35,4	-22,4	-5,8	-15,7	-1,0	0,2	-3,8	0,4	-1,5	0,2	-4,4	-4,3
Zysk netto	17,2	17,6	-55,6	3,0	4,8	8,3	-39,0	-22,8	-4,5	-6,6	2,3	-30,2	-4,9	-16,9	-1,0	0,1	-3,9	0,3
CFO	25,4	40,5	18,8	12,0	8,0	5,0	19,3	4,1	-22,1	-69,2	27,5	83,1	-3,0	-16,3	-17,2	40,5	-33,8	-18,3
Dług netto	31,0	33,5	30,4	6,1	1,5	8,0	4,0	-26,6	b.d.	b.d.	b.d.	4,0	b.d.	b.d.	b.d.	-26,6	b.d.	b.d.
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,2%	16,5%	10,1%	15,8%	12,4%	14,6%	11,7%	9,8%	2,0%	7,2%	12,8%	15,9%	-1,6%	7,9%	13,1%	11,8%	-18,6%	0,1%
S&GA/przychody	9,2%	8,5%	11,2%	12,1%	9,2%	8,1%	10,8%	12,4%	13,6%	26,4%	8,6%	7,5%	16,3%	20,1%	12,0%	8,7%	45,2%	38,6%
Marża EBITDA	9,5%	9,8%	-25,2%	4,4%	4,1%	7,0%	-5,7%	-7,4%	-10,8%	-15,9%	5,3%	-12,8%	-14,8%	-55,1%	2,1%	3,6%	-35,0%	-42,4%
Marża EBIT	7,8%	8,0%	-27,1%	2,7%	2,8%	6,0%	-6,9%	-9,0%	-12,8%	-18,8%	4,5%	-13,7%	-17,8%	-58,2%	0,9%	2,5%	-40,0%	-46,5%
Marża netto	6,1%	6,3%	-25,8%	1,4%	1,8%	2,5%	-15,5%	-12,0%	-12,0%	-24,9%	2,3%	-33,9%	-18,0%	-66,9%	-1,5%	0,1%	-41,8%	2,1%

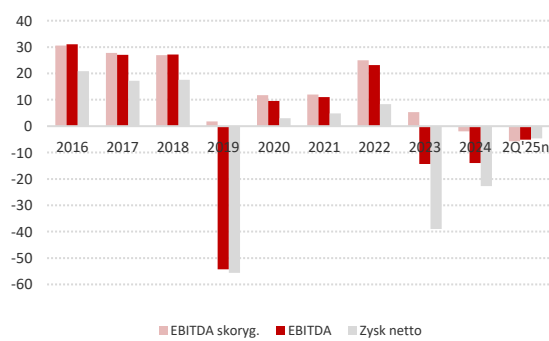
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polwax - struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Polwax - EBITDA i wynik netto [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Polwax – scenariusze na przyszłość

Szerzej profil spółki oraz historię problemów Polwaxu opisaliśmy w raporcie analitycznym z 2 stycznia 2025 ([link](#)). Oś problemów spółki z ostatnich lat skupiała się wokół inwestycji w instalację odolejania rozpuszczalnikowego (Projekt Future), która miała zmniejszyć zależność spółki od obszaru świecowo-znicowego. Budowa inwestycji została zatrzymana w 2019 roku a z wykonawcą (Orlen Projekt) spółka toczyła długoletnie spory. Finalnie udało się wypracować ugodę, która zatwierdzona została w 3Q'25. Jej warunki zakładają, że Polwax zapłaci 30,3 mln PLN oraz ok. 2 mln PLN odsetek (oprocentowanie zależne od stopy NBP), a całość jest rozłożona na 3 lata. Ugoda zawarta jest na lepszych warunkach niż to zakładaliśmy wcześniej - w poprzedniej rekomendacji przyjmowaliśmy, że Polwax jednorazowo zapłaci 28,9 mln PLN + 13,9 mln PLN odsetek.

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

- a) rozwój spółki w ramach grupy – produkcja świecy i zniczy (a także odzyskanie rynku produktów do produkcji tego asortymentu, który został utracony po wygaśnięciu kilka lat temu korzystnej umowy na dostawy surowca z d. Lotosu) oraz rozwinięcie produkcji dla przemysłu
- b) sprzedaż inwestorowi branżowemu, po przeprowadzeniu restrukturyzacji.

Warto podkreślić, że spółka posiada 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 (w około 1/3). We wrześniu'25 spółka poinformowała, że podjęła decyzję o zamiarze sprzedaży infrastruktury Zakładu Produkcji Preparatów Przemysłowych w Czechowicach-Dziedzicach. W zakres tej infrastruktury nie wchodzi hala do produkcji zniczy i projekt Future, ale także one mogą być potencjalnie elementem transakcji. 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).

Przed spółka decyzja o możliwości powrotu do projektu Future (rozpoczęto w lipcu'25 przegląd opcji strategicznych). Uważamy, że scenariusz powrotu do tej inwestycji nie jest priorytetowy m.in. ze względu na skalę koniecznego finansowania oraz prawdopodobnie konieczność wybudowania dodatkowych instalacji, które nie były uwzględnione w pierwotnym projekcie. Nie można wykluczyć jednak np. pojawienia się partnera do reaktywacji inwestycji.

Na początku kwietnia'25 spółka podała, że szacowana wartość kontraktu z JMP (Biedronka) na dostawy produktów (znicze oraz wkłady do zniczy) w 2025 roku wyniesie ok 66 mln PLN. Rok temu szacowana wartość kontraktu wynosiła 95 mln PLN (57 mln PLN znicze i 37 mln PLN wkłady). Tegoroczna wartość wskazuje na 30% spadek r/r. Jak wynika z ostatniej konferencji wynikowej MSZ po 2Q'25 niższe w tym roku zamówienie związane jest zapasami JMP, które pozostały po poprzednim sezonie (informacja ta w wpisuje się w ryzyko, które opisywaliśmy w poprzednich raportach – tradycja palenie zniczy może stopniowo przygasać wraz ze zmianami światopoglądowymi).

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 przejęcie 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 (wyposażoną 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 przedstawialiśmy w jednym z poprzednich raportów analitycznych).

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 wynikowych 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. Z informacji z konferencji wynikowej po 2Q'25 wynika, że zarząd MSZ daje sobie jeszcze kilka miesięcy na ocenę prawdopodobnych scenariuszy dla tego obszaru.

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

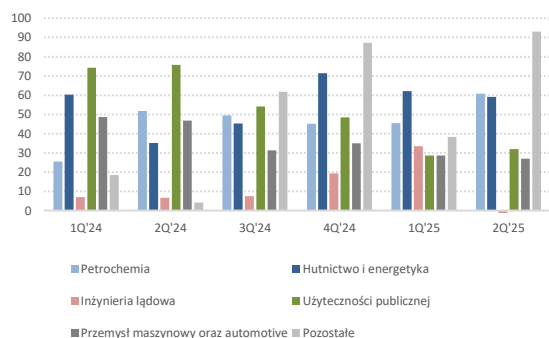
Wyniki za 2Q'25 [mln PLN]

	2Q'24	2Q'25	zmiana r/r	2Q'25W	odchyl.	2Q'25P BDM	odchyl.	1H'24	1H'25	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	222,5	266,3	19,7%	266,3	0,0%	276,5	-3,7%	454,4	505,3	11,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	27,0	29,4	9,0%	---	---	31,6	-7,0%	58,5	59,9	2,4%
Zysk na sprzedaży	7,7	5,4	-29,8%	---	---	6,4	-15,5%	22,4	13,0	-42,0%
Saldo PPO/PKO	-0,2	4,2	---	---	---	6,0	-29,7%	-0,3	8,2	---
EBITDA	11,5	15,3	32,2%	---	---	18,0	-15,3%	30,3	32,0	5,6%
EBIT	7,5	9,6	28,9%	---	---	12,4	-22,3%	22,1	21,2	-4,2%
Zysk brutto	9,3	16,9	81,5%	16,8	0,3%	12,6	33,4%	25,7	29,9	16,4%
Zysk netto	6,9	11,4	65,9%	11,4	0,2%	9,2	24,7%	19,4	19,7	1,7%
Zysk netto dla akcj.jedn. dom.	6,7	9,3	39,4%	---	---	8,5	9,4%	18,8	18,5	-1,7%
Marża zysku brutto ze sprzed.	12,1%	11,1%	---	---	---	11,4%	---	12,9%	---	---
Marża EBITDA	5,2%	5,7%	---	---	---	6,5%	---	6,7%	---	---
Marża EBIT	3,4%	3,6%	---	---	---	4,5%	---	4,9%	---	---
Marża zysku netto	3,0%	3,5%	---	---	---	3,1%	---	4,1%	---	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka

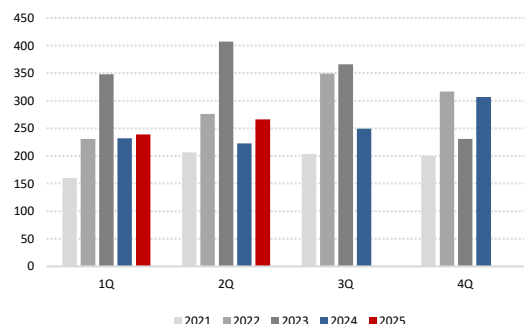
- Wyniki 2Q'25 były nieco niższe od naszych oczekiwań na przychodach czy EBIT. Natomiast wyższy od zakładanego był wynik netto.
- Przychody w 2Q'25 wyraźnie wzrosły r/r i wyniosły 266 mln PLN (+20% r/r, 4% poniżej naszych oczekiwań).
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 11,1%, spodziewaliśmy się 11,4%. Wysoki wzrost odnotowały koszty zarządu (19,1 mln PLN w 2Q'25 vs 14,9 mln PLN rok temu, za ponad połowę tego wzrostu odpowiadają koszty Polwaxu, który rok temu nie był w grupie).
- EBIT został wsparty przez +4,2 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej, w tym rozwiązanie rezerw na przewidywane koszty (+5,9 mln PLN). Natomiast saldo finansowe jest wsparte przez „pozostałe odsetki” w kwocie 7,1 mln PLN. Zakładamy, że obu przypadkach chodzi o ugodę Polwaxu z Orlenem (rezerwy inaczej były ujęte w skonsolidowanym sprawozdaniu MSZ a inaczej w jednostkowym spółki zależnej).
- Na poziomie EBIT w 2Q'25 spółka wygenerowała 9,6 mln PLN (vs 7,5 mln PLN rok temu). Wynik wsparty został przez +4,6 mln PLN dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej (zakładaliśmy +6,0 mln PLN). Po oczyszczeniu o ten wpływ EBIT jest 15% niższy niż zakładaliśmy w prognozach).
- Na linii wyniku netto spółka w 2Q'25 osiągnęła 9,3 mln PLN (zakładaliśmy 8,5 mln PLN).
- Rentowność w Realizacjach Przemysłowych była minimalnie wyższa niż w 1Q'25. Spadek rentowności odnotowano w segmencie Budownictwa Ogólnego vs 1Q'25. Stratę EBIT (-1,5 mln PLN) zanotował segment Produkcji Mechanicznej, ale jest ona mniejsza niż kwartał temu. Segment chemiczny (Polwax) dołożył -1,9 mln PLN straty EBIT do wyników skonsolidowanych.
- CF operacyjny w 2Q'25 wyniósł -9 mln PLN (za co odpowiadał przede wszystkim Polwax, który w 1H sezonowo notuje odpływ gotówki. Gotówka netto (z uwzględnieniem obligacji): 114 mln PLN.
- W liście do akcjonariuszy prezes spółki podkreślił duże portfele zleceń w segmentach Realizacji Przemysłowych oraz Budownictwa Ogólnego. W obszarze Produkcji Mechanicznej spółka liczy na kolejne zlecenie w przemyśle obronnym. W przypadku Polwaxu 1H'25 jest sezonowo słaby, w tym roku dodatkowo pojawiły się problemy z dostępnością surowca w 1Q'25. Sytuacja w Polwaxie określona została jednak jako „stabilna”.
- Spółka w 2H'25 zakłada istotnie lepszy cash flow niż w 1H'25 (okres stał pod znakiem zakupu zapasów przed sezonem w Polwaxie i finansowania działalności modułowej).
- W 4Q'25 spółka planuje przeprowadzić skup akcji własnych.

Struktura branżowa przychodów [mln PLN]



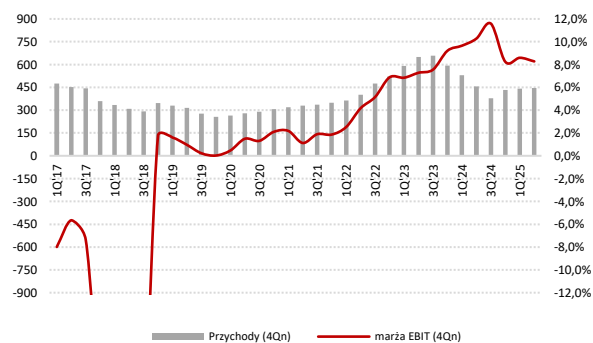
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



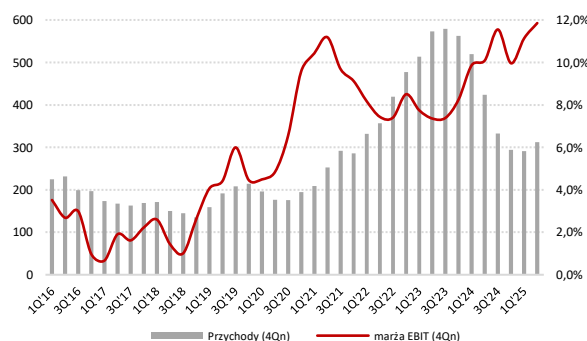
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych



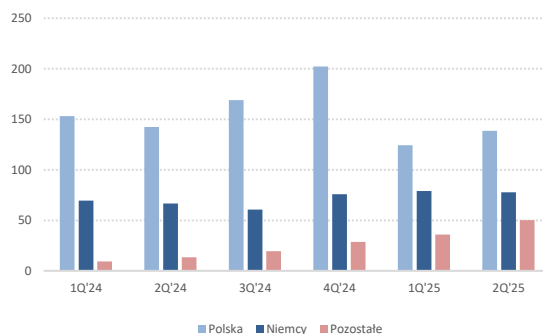
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego



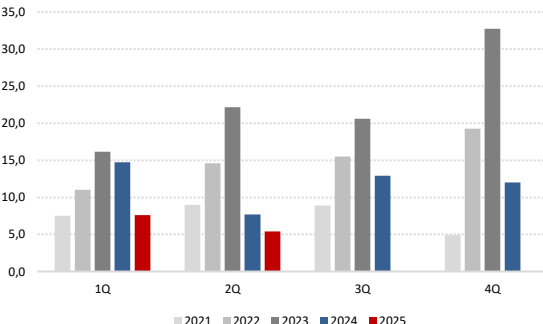
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura geograficzna przychodów [mln PLN]



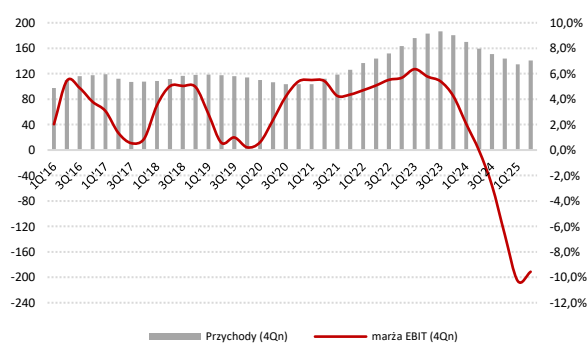
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT skoryg* wg kwartałów [mln PLN]



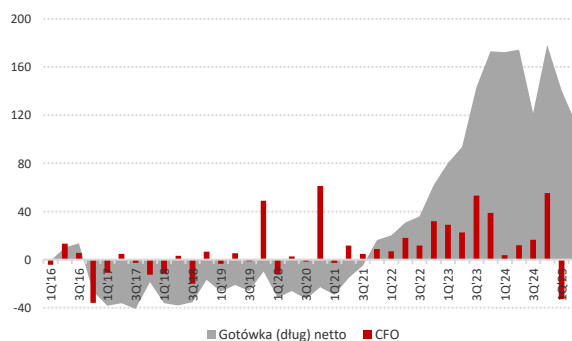
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

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

Podsumowanie ostatniej telekonferencji wynikowej po 2Q'25 (25/09/2025)**2Q'25**

-wzrost kosztów SG&A – efekt konsolidacji Polwax oraz rozwoju ModQS (oba aktywa wpłynęły także na wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy)

2025

-3 i 4Q'25 będą istotnie wyższe przychody vs 1H'25 (i pozostaną wysokie w 1H'26), 4Q'25 powinien być wyższy niż 3Q'25

-w 2H'25 zakładana poprawa CFO, wzrost gotówki netto
-istotne kontrakty do zakończenia w 2H'25: Posco, BASF w Niemczech

-z poziomem 40 mln PLN zysku netto w 2025 roku spółka czuje się komfortowo

2026

-przychody będą wyższe r/r na bazie dzisiejszego portfela

-spółka oczekuje także wzrostu wyniku netto r/r

Portfel/ofertowanie

-obecnie portfel jest większy niż na koniec sierpnia (nowe kontrakty we wrześniu to 250 mln PLN)

-spółka liczy na pozyskanie kolejnych kontraktów w następnych miesiącach, ryzyko spadku powrotu portfela <1 mld PLN jest ograniczone

-dekarbonizacja hutnictwa idzie wolno, głównie projekty w hutach z udziałem państwa

Realizacje Przemysłowe

-zakładane istotne wzrosty przychodów od 3Q'25

-spółka liczy na kolejne kontrakty w Rotterdamie

Budownictwo ogólne

-zakładane wzrosty przychodów od 3Q'25

Produkcja mechaniczna (d. Konstrukcje Maszynowe)

-2H'25 sezonowo trudniejszy

-w 3Q'25 powinny ruszyć kontrakty w obronności (PGZ)

-od 4Q'25 uruchomienie elementów budownictwa modułowego

-ok 10 mln PLN przychodów z segmentu obronnego zakładane w 2025 roku

Stalmech/ModQS

-spółka nadal przed decyzją co dalej z projektem, w ciągu kilku miesięcy powinno się wyjaśnić

-ModQS miał wynik w okolicy 0 mln PLN w 1H'25, podobnie powinno być w 2H'25

-postępowanie sanacyjne idzie wolno (może potrwać jeszcze 1,5-2 lata)

-zainwestowano 30 mln PLN w kapitał obrotowy (w przypadku zakończenia projektu ryzyko odpisania części tej kwoty)

Polwax

-wykorzystanie mocy obecnie 32-34% (podobne było historycznie)

-przeniesienie produkcji antyzbrylaczy do Jasła

-rozmowy z kilkoma podmiotami o sprzedaży aktywów w Czechowicach – przede wszystkim aktywa przemysłowe, być może infrastruktura pod inwestycję Future (jeżeli nie będzie partnera do kontynuacji projektu)

-potencjalna wartość transakcji to duże kilkadziesiąt mln PLN

-w przypadku sprzedaży całego terenu w Czechowicach – przeniesienie produkcji zniczy do Jasła (konieczność budowy nowej hali)

-spółka ma pozyskany surowiec na sezon zniczowy (Exxon), pozyskano także nowych dostawców

-kontrakt z Biedronki jest mniejszy (pozostały zapasy w JMP z ubiegłego roku)

-spółka weszła do większej ilości sieci i hurtowni (marka własna Haveno), co ma częściowo wypełnić lukę z kontraktu z Biedronką

-w 2025 roku należy liczyć się ze stratą netto

-spółka chce mocniej wrócić do sprzedaży mas zalewowych do produkcji zniczy (rynek stracony kilka lat temu, konkurencja opierała się na surowcu z Rosji/Białorusi, co jest obecnie przyblokowane)

-spółka chce rozwijać sprzedaż produktów przemysłowych poprzez pozyskanie nowych klientów (np. antyzbrylacze, świece przemysłowe)

Stadion Śląski

-rozpoczęły się mediacje, odbyło się kilka spotkań, ale nie jest to wysoka dynamika (jak u klientów prywatnych)

Skup akcji

-planowany na 4Q'25

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'24	1Q'25	2Q'25	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	306,6	239,0	266,3	369,8	407,8
Realizacje przemysłowe	95,8	127,0	159,8	139,2	165,1	186,8	167,2	73,5	102,5	113,8	89,4	126,5	111,5	117,4	166,0	205,0
Produkcja mechaniczna	40,1	39,9	37,7	45,9	52,4	47,1	41,3	39,8	41,8	36,6	32,6	32,9	32,6	42,5	40,0	40,0
Ogólne	92,6	106,7	149,4	128,6	128,7	166,1	155,8	111,9	86,0	70,2	64,6	73,2	83,3	90,9	110,0	110,0
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,7	72,0	9,5	13,4	51,8	50,8
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	2,1	2,1	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	41,1	30,5	29,4	41,5	48,8
SG&A	11,3	12,8	11,4	16,6	13,6	13,3	17,1	19,5	16,8	19,3	23,6	29,1	22,9	24,0	27,7	30,4
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	12,0	7,6	5,4	13,8	18,3
EBITDA	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	25,7	24,2	39,8	18,8	11,5	46,2	22,2	16,8	15,3	19,4	24,0
EBIT	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	21,0	20,3	35,4	14,7	7,5	41,1	16,6	11,6	9,6	13,8	18,3
Realizacje przemysłowe	4,3	7,3	9,8	14,5	8,8	14,2	12,2	19,4	5,4	10,0	9,2	11,0	7,7	8,9	12,5	15,4
Produkcja mechaniczna	2,4	2,3	1,7	2,9	4,3	1,6	1,3	0,5	0,1	-1,9	-2,8	-4,9	-4,2	-1,5	-3,0	-3,0
Ogólne	6,8	8,5	11,4	13,9	6,0	10,8	12,1	17,5	10,9	2,3	7,7	8,4	14,1	6,9	6,1	6,1
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	5,7	-2,9	-1,9	0,3	1,9
Inne	-2,8	-5,4	-7,7	-11,4	-3,1	-5,6	-5,2	-1,9	-2,3	-2,9	-3,0	-4,0	-3,4	-3,1	-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	13,3	13,0	16,9	13,2	18,4
Zysk netto	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	21,3	14,4	27,3	12,1	6,7	34,2	8,8	9,2	9,3	9,9	12,5
CFO	6,8	18,1	11,8	32,0	28,9	22,5	53,2	38,7	3,7	11,9	16,6	55,4	-32,8	-8,6	15,0	47,7
Dług netto	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	-93,7	-143,4	-173,1	-172,4	-174,5	-121,8	-178,4	-140,6	-113,7	-123,0	-158,8
Marża brutto	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	8,7%	10,3%	22,7%	13,6%	12,1%	14,6%	13,4%	12,8%	11,1%	11,2%	12,0%
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%	9,5%	9,6%	9,0%	7,5%	7,5%
Marża EBITDA	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%	6,3%	6,6%	17,3%	8,1%	5,2%	18,5%	7,2%	7,0%	5,7%	5,3%	5,9%
Marża EBIT	4,5%	4,6%	4,3%	6,4%	4,7%	5,2%	5,5%	15,4%	6,3%	3,4%	16,5%	5,4%	4,9%	3,6%	3,7%	4,5%
Realizacje przemysłowe	4,4%	5,7%	6,2%	10,4%	5,3%	7,6%	7,3%	26,4%	5,3%	8,8%	10,3%	8,7%	6,9%	7,6%	7,5%	7,5%
Produkcja mechaniczna	6,0%	5,7%	4,6%	6,3%	8,2%	3,5%	3,1%	1,2%	0,3%	-5,3%	-8,7%	-15,0%	-	-3,6%	-7,5%	-7,5%
Ogólne	7,4%	7,9%	7,6%	10,8%	4,7%	6,5%	7,7%	15,6%	12,7%	3,3%	11,9%	11,4%	16,9%	7,5%	5,5%	5,5%
Produkcja chemiczna	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	3,8%	7,9%	30,4%	14,4%	0,5%	3,8%
Inne	-120%	-242%	-342%	-535%	-207%	-76%	-307%	-36%	-142%	-151%	-152%	-200%	-166%	-144%	-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%	2,9%	3,8%	3,5%	2,7%	3,1%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Prognozy wyników na 3Q'2025 – MS Zabrze skonsolidowane

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	249,3	369,8	48,4%	703,7	875,1	24,4%	1 010,3	1 282,9	27,0%	1 433,1	11,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	36,5	41,5	13,7%	95,0	101,4	6,8%	136,1	150,2	10,3%	171,3	14,1%
Zysk na sprzedaży	12,9	13,8	6,5%	35,4	26,8	-24,3%	47,4	45,1	-4,8%	63,0	39,6%
EBITDA	46,2	19,4	-58,0%	76,6	51,4	-32,8%	98,7	75,5	-23,5%	85,0	12,5%
EBIT	41,1	13,8	-66,5%	63,3	35,0	-44,7%	79,8	53,3	-33,2%	63,0	18,1%
Zysk brutto	39,9	13,2	-66,8%	65,5	43,1	-34,2%	78,9	61,5	-22,0%	62,2	1,1%
Zysk netto	34,2	9,9	-71,0%	53,0	28,4	-46,4%	61,8	40,9	-33,8%	45,5	11,3%
Marża brutto ze sprzedaży	14,6%	11,2%		13,5%	11,6%		13,5%	11,7%		12,0%	
Marża na sprzedaży	5,2%	3,7%		5,0%	3,1%		4,7%	3,5%		4,4%	
marża EBITDA	18,5%	5,3%		10,9%	5,9%		9,8%	5,9%		5,9%	
marża EBIT	16,5%	3,7%		9,0%	4,0%		7,9%	4,2%		4,4%	
marża netto	13,7%	2,7%		7,5%	3,2%		6,1%	3,2%		3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników na 3Q'2025 - Polwax

	3Q'24	3Q'25P	zmiana r/r	1-3Q'24	1-3Q'25P	zmiana r/r	2024	2025P	zmiana r/r	2026P	zmiana r/r
Przychody	65,8	51,8	-21,3%	118,3	74,7	-36,9%	190,2	125,5	-34,0%	153,5	22,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	8,6	7,8	-9,8%	10,2	6,0	-40,8%	18,6	13,6	-26,8%	21,4	57,2%
Zysk na sprzedaży	0,7	0,3	-62,6%	-7,2	-10,9	---	-5,0	-9,0	---	-1,2	---
EBITDA	1,4	0,9	-36,7%	-16,6	-8,1	---	-14,0	-5,5	---	1,2	---
EBIT	0,6	0,3	-55,9%	-18,9	-9,8	---	-17,1	-7,8	---	-1,2	---
Zysk brutto	-1,0	-1,5	---	-22,6	-4,9	---	-22,4	-4,7	---	-5,0	---
Zysk netto	-1,0	-1,2	---	-22,8	-4,9	---	-22,8	-4,7	---	-4,1	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- **Prognoza na 3Q'25.** W przypadku podstawowego biznesu MSZ wyraźnego przyspieszenia dynamiki przychodów r/r zarówno w obszarze Realizacji Przemysłowych jak i w Budownictwie Ogólnym (niska baza oraz konsumpcja nowych

kontraktów). Przyjmujemy zbliżony poziom marż do 2Q'25, aczkolwiek na ostatniej konferencji spółka sygnalizowała, że w 2H'25 będą rozliczane większe stare kontrakty, które ewentualnie mogą pozytywnie wpłynąć na marżę. Zakładamy utrzymanie presji na wyniki Produkcji Mechanicznej (niski popyt, sezonowo słaby okres 3Q plus koszty rozwoju w segmencie modułowym). W przypadku Polwaxu należy liczyć się ze spadkiem przychodów (mniejszy kontrakt dla JMP). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy 369,8 mln PLN przychodów, 13,8 mln PLN EBIT oraz 9,9 mln PLN zysku netto (wyniki sprzed roku nie są porównywalne ze względu na księgowy zysk na okazijnym nabyciu Polwaxu, który wyniósł wtedy ok 27 mln PLN).

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2025 poprzednio	2025 aktualnie	odchylenie	2026 poprzednio	2026 aktualnie	zmiana	2027 poprzednio	2027 aktualnie	zmiana
Przychody	1 333,0	1 282,9	-3,8%	1 351,3	1 433,1	6,1%	1 388,1	1 423,3	2,5%
EBITDA	73,7	75,5	2,4%	78,7	85,0	8,0%	84,6	86,1	1,7%
EBIT	50,8	53,3	5,0%	54,7	63,0	15,1%	60,5	64,3	6,3%
Zysk (strata) netto	36,9	41,2	11,6%	36,8	45,5	23,7%	40,4	45,7	13,0%
Dług (gotówka) netto	-108,9	-158,8	45,8%	-116,2	-159,1	36,9%	-128,5	-160,8	25,2%
Marża EBITDA	5,5%	5,9%		5,8%	5,9%		6,1%	6,0%	
Marża EBIT	3,8%	4,2%		4,0%	4,4%		4,4%	4,5%	
Marża zysku netto	2,8%	3,2%		2,7%	3,2%		2,9%	3,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednia rekomendacja z 14.04.2025

- Obecnie wiele kontraktów w portfelu jest dopiero w początkowej fazie realizacji, co skutkuje ostrożnym podejściem do budżetowania marż. Słaby okres ma nadal obszar produkcyjny i nie należy oczekiwać tu wyraźniejszej poprawy szybciej niż 2026 roku. Zakładamy także, że kolejne kwartały będą poświęcone na dalsze porządkowanie biznesu w Polwaxie (m.in. opcja sprzedaży nadmiarowych aktywów czy powrót do nisz rynkowych, które w ostatnich latach zostały przez spółkę odpuszczone).
- Portfel MS Zabrze (+81% r/r po VIII'25, +68% r/r ex-Polwax) odbudował się z niskich poziomów notowanych w latach 2023-24 roku, co zaczęło się już przekładać na wzrost przychodów r/r (w 2H'25 powinno to być bardziej widoczne). W stosunku do poprzedniego modelu podnieśliśmy nasze założenia na 2026 rok biorąc pod uwagę m.in. pozyskany kolejny duży kontrakt w Holandii.
- Wskazujemy także na długoterminowe relacje spółki z klientami, dla których w ostatnich kwartałach zakończyły się duże kontrakty (BASF, Mittal), a którzy mogą być źródłem kolejnych nowych zleceń. Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, przemysłowe instalacje wodorowe, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów z branży na GPW.
- 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).
- W 2025 roku zakładamy, że spółka wypracuje ok 1,3 mld PLN skonsolidowanych przychodów (lekka korekta w dół vs poprzedni model wynika głównie z niższych założeń w Polwaxie, który ma mniejszy r/r kontrakt z Biedronką). W 2026 roku estymujemy ok 12% wzrostu. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy ok. 1,5-1,6 mld PLN przychodów.
- W przypadku Polwaxu zakładamy, że w 2025 roku wypracuje 125 mln PLN przychodów (-34% r/r, w stosunku do poprzedniego modelu bardziej konserwatywnie podchodzimy do segmentu świecowego), w kolejnych dwóch latach odbicie (m.in. rozwój sprzedaży w segmencie przemysłowym oraz powrót na rynek półproduktu do zniczy) a w kolejnych okresach po ok 1-2% wzrostu r/r.
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2020-24 średnia skoryg. marża EBIT wynosiła 5,2% (4,7% w 2024). W bieżącym roku zakładamy, że marża spadnie do ok. 3,5%, co wynika z i) wzrostu kontrybucji do przychodów nowych kontraktów (konserwatywne podejście na początku do marż), ii) słabej koniunktury dla obszaru Produkcji Mechanicznej (zakładana większa strata niż w 2024 roku), iii) konsolidacji cały rok Polwaxu (zakładamy -7% marży w 2025, -1% w 2026 oraz ok 2% w kolejnych latach – w latach 2020-24 marża wahała się w przedziale -3% do +7%). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 5%.
- W modelu nie uwzględniamy ewentualnej akwizycji Stalmechu. CAPEX w długim terminie zakładamy na poziomie amortyzacji. W modelu nie zakładamy ewentualnej sprzedaży aktywów przez Polwax.
- MS Zabrze miał bardzo dobrą pozycję gotówkową na koniec 2024 roku (178 mln PLN). W 1H'25 była ona pod pewną presją (m.in. zakup surowca w Polwaxie przed sezonem). W 2H'25 powinna się istotnie poprawić biorąc pod uwagę sezonowość w Polwaxie oraz wpływ zaliczek na nowych kontraktach. W 4Q'25 zakładamy przeprowadzenie skupu akcji (uchwalony na poziomie 35,6 mln PLN). Na koniec 2025 roku zakładamy gotówkę netto na poziomie 159 mln PLN (zwracamy uwagę, że w poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy w tym roku jednorazową płatność 42 mln PLN

przez Polwax na rzecz Orlen Projekt, a ostatecznie udało się wynegocjować warunki - mniejsza kwota i płatność w ratach - które nie drenują aż tak mocno pozycji gotówkowej w chemicznej spółce zależnej).

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	616,9	770,1	1 172,3	1 351,4	1 010,3	1 282,9	1 433,1	1 423,3	1 470,6	1 518,4	1 558,4	1 591,5	1 618,9	1 641,7	1 660,8
Realizacje przemysłowe	307,0	347,9	521,8	592,5	432,2	599,8	675,0	640,0	665,6	692,2	714,4	732,7	747,7	759,9	769,9
Produkcja mechaniczna	103,5	126,1	163,6	180,5	144,0	155,1	172,3	177,5	181,7	185,2	188,0	190,4	192,2	193,7	195,0
Ogólne	194,3	286,1	477,4	562,5	293,9	394,2	424,4	432,9	446,7	461,0	472,8	482,5	490,4	496,9	502,1
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	132,7	125,5	153,5	165,0	168,5	171,8	174,9	177,7	180,2	182,7	185,4
Inne	12,1	9,9	9,0	15,9	7,5	8,2	8,0	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6
Zysk brutto ze sprzedaży	72,1	77,3	112,5	155,1	136,1	150,2	171,3	176,0	185,1	193,4	198,8	202,9	206,1	208,6	210,7
SG&A	44,3	47,0	52,1	63,5	88,8	105,1	108,3	111,7	115,1	118,4	121,2	123,3	125,1	126,4	127,5
Zysk na sprzedaży	27,9	30,4	60,4	91,6	47,4	45,1	63,0	64,3	70,0	74,9	77,7	79,5	81,0	82,2	83,2
EBITDA	39,1	44,5	71,0	109,5	98,7	75,5	85,0	86,1	91,8	96,8	99,5	101,3	102,8	104,1	105,0
EBIT	26,4	32,1	58,3	93,0	79,8	53,3	63,0	64,3	70,0	74,9	77,7	79,5	81,0	82,2	83,2
Realizacje przemysłowe	6,4	6,5	35,9	54,6	35,6	44,4	47,3	44,8	46,6	48,5	50,0	51,3	52,3	53,2	53,9
Produkcja mechaniczna	5,6	5,5	9,3	7,7	-9,6	-11,7	0,7	5,1	6,4	7,9	8,5	8,6	8,7	8,7	8,8
Ogólne	18,6	26,1	40,6	46,4	29,3	33,0	24,2	21,6	22,3	23,1	23,6	24,1	24,5	24,8	25,1
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	-2,6	-1,2	0,8	2,8	3,7	3,8	3,9	3,9	4,0	4,0
Inne	-3,9	-5,8	-27,4	-15,8	-12,2	-10,5	-8,0	-8,0	-8,1	-8,2	-8,2	-8,3	-8,4	-8,5	-8,6
Zysk brutto	16,8	23,1	55,6	100,6	78,9	61,5	62,2	63,5	69,6	74,4	77,2	79,2	80,8	82,2	83,3
Zysk netto	10,2	14,7	32,0	74,2	61,8	41,2	45,5	45,7	48,9	51,9	53,9	55,3	56,4	57,4	58,1
CFO	0,6	22,4	68,8	143,3	87,6	21,4	48,6	52,7	56,6	68,6	70,5	71,8	72,8	73,6	74,3
Dług netto	22,8	-16,3	-62,2	-173,1	-178,4	-158,8	-159,1	-160,8	-155,3	-158,5	-160,9	-162,8	-164,6	-166,3	-167,9
Marża brutto ze sprzedaży	11,7%	10,0%	9,6%	11,5%	13,5%	11,7%	12,0%	12,4%	12,6%	12,7%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
SG&A/przychody	7,2%	6,1%	4,4%	4,7%	8,8%	8,2%	7,6%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%
Marża EBITDA	6,3%	5,8%	6,1%	8,1%	9,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	4,3%	4,2%	5,0%	6,9%	7,9%	4,2%	4,4%	4,5%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Realizacje przemysłowe	2,1%	1,9%	6,9%	9,2%	8,2%	7,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Produkcja mechaniczna	5,4%	4,4%	5,7%	4,2%	-6,7%	-7,5%	0,4%	2,9%	3,5%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ogólne	9,6%	9,1%	8,5%	8,3%	10,0%	8,4%	5,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Produkcja chemiczna	---	---	---	---	6,0%	-2,1%	-0,8%	0,5%	1,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Inne	-32%	-58%	-305%	-99%	-162%	-128%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
Marża zysku netto	1,7%	1,9%	2,7%	5,5%	6,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	273	397	394	390	390	390	390	391	391	391	391	391
Wartości niematerialne i prawne	4	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Rzeczowe aktywa trwałe	92	213	209	204	205	205	205	206	206	206	206	206
Nieruchomości inwestycyjne	38	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
Obligacje	91	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Pozostałe aktywa trwałe	49	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Aktywa obrotowe	437	473	497	540	535	539	552	561	567	572	575	580
Zapasy	29	65	65	75	76	78	80	82	84	85	86	87
Należności krótkoterminowe	282	261	307	343	341	352	364	373	381	388	393	398
Inwestycje krótkoterminowe	121	139	114	110	108	97	96	93	90	86	82	82
- w tym obligacje	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
- w tym środki pieniężne	117	135	111	107	104	94	93	90	87	83	79	78
Pozostałe aktywa obrotowe	5	8	10	12	11	12	12	13	13	13	13	13
Aktywa razem	710	870	891	929	925	930	943	952	958	963	966	971
Kapitał (fundusz) własny	287	312	318	328	339	342	345	347	349	350	351	351
Kapitał mniejszości	3	63	64	63	63	64	66	67	69	70	72	73
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	420	495	509	538	523	523	532	537	541	543	544	547
Rezerwy na zobowiązania	66	123	115	107	99	91	91	91	91	91	91	91
Zobowiązania długoterminowe	19	23	20	17	14	11	8	4	0	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	19	23	20	17	14	11	8	4	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	317	335	357	395	391	401	412	421	428	430	431	433
- w tym zobowiązania oprocentowane	17	24	22	21	19	18	16	15	13	8	2	0
Pasywa razem	710	870	891	929	925	930	943	952	958	963	966	971
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	1 351	1 010	1 283	1 433	1 423	1 471	1 518	1 558	1 592	1 619	1 642	1 661
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	155	136	150	171	176	185	193	199	203	206	209	211
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	64	89	105	108	112	115	118	121	123	125	126	127
Zysk (strata) na sprzedaży	92	47	45	63	64	70	75	78	80	81	82	83
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1	32	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	110	99	75	85	86	92	97	99	101	103	104	105
EBIT	93	80	53	63	64	70	75	78	80	81	82	83
Saldo działalności finansowej	8	-1	8	-1	-1	0	-1	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	101	79	61	62	64	70	74	77	79	81	82	83
Zysk (strata) netto mniejszości	2	3	1	-1	0	1	1	1	1	2	2	2
Zysk (strata) netto**	74	62	41	46	46	49	52	54	55	56	57	58
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	143	88	21	49	53	57	69	71	72	73	74	74
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-87	5	-2	-10	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-15
Przepływy z działalności finansowej	-25	-74	-44	-43	-41	-52	-55	-59	-60	-62	-62	-60
Przepływy pieniężne netto	31	19	-24	-4	-3	-10	-1	-3	-3	-4	-4	-1
Środki pieniężne na początek okresu	86	117	135	111	107	104	94	93	90	87	83	79
Środki pieniężne na koniec okresu	117	135	111	107	104	94	93	90	87	83	79	78
Wskaźniki	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	15%	-25%	27%	12%	-1%	3%	3%	3%	2%	2%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	54%	-10%	-24%	13%	1%	7%	5%	3%	2%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	132%	-17%	-33%	11%	0%	7%	6%	4%	3%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	11,5%	13,5%	11,7%	12,0%	12,4%	12,6%	12,7%	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Marża EBITDA	8,1%	9,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%
Marża EBIT	6,9%	7,9%	4,2%	4,4%	4,5%	4,8%	4,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Marża netto	5,5%	6,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
SG&A / przychody	4,7%	8,8%	8,2%	7,6%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%
ROE	25,9%	19,8%	13,0%	13,9%	13,5%	14,3%	15,0%	15,5%	15,9%	16,1%	16,4%	16,5%
ROA	10,5%	7,1%	4,6%	4,9%	4,9%	5,3%	5,5%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%
Dług	36	47	42	38	33	29	24	19	13	8	2	0
D / (D+E)	11,1%	13,0%	11,7%	10,3%	8,9%	7,7%	6,5%	5,1%	3,7%	2,2%	0,7%	0,0%
D / E	12,4%	14,9%	13,2%	11,5%	9,7%	8,3%	7,0%	5,3%	3,8%	2,2%	0,7%	0,0%
Dług / kapitał własny	12,4%	14,9%	13,2%	11,5%	9,7%	8,3%	7,0%	5,3%	3,8%	2,2%	0,7%	0,0%
Dług netto	-173	-178	-159	-159	-161	-155	-159	-161	-163	-165	-166	-168
Dług netto / kapitał własny	-0,60	-0,57	-0,50	-0,49	-0,47	-0,45	-0,46	-0,46	-0,47	-0,47	-0,47	-0,48
Dług netto / EBITDA	-1,6	-1,8	-2,1	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EV	315	279	299	299	297	303	299	297	295	293	292	290
Dług / EV	11,3%	16,6%	14,0%	12,6%	11,1%	9,4%	8,0%	6,3%	4,5%	2,6%	0,8%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,8%	1,1%	1,5%	1,2%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	68,0%	59,4%	85,9%	80,0%	102,0%	100,9%	101,0%	101,0%	100,9%	100,9%	100,9%	100,9%
Zmiana KO / Przychody	-4,9%	-4,8%	2,5%	1,0%	0,6%	0,7%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-36,8%	14,2%	12,0%	9,5%	-92,4%	21,3%	3,1%	3,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,9%
P/E*	6,6	7,4	11,1	10,1	10,0	9,4	8,8	8,5	8,3	8,1	8,0	7,9
P/BV*	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA*	2,9	2,8	4,0	3,5	3,5	3,3	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8
EV/EBIT*	3,4	3,5	5,6	4,7	4,6	4,3	4,0	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5
EV/S*	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DPS	0,12	0,47	0,52	0,52	0,50	0,67	0,71	0,76	0,79	0,81	0,82	0,84
Payout ratio	27,0%	46,3%	57,6%	86,5%	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 6,67 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](#)

Anna Tobiasz
Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Piotr Barcz
Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: piotr.barcz@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

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
kupuj	7,73	kupuj	6,30	13.10.2025	12:00 CEST	6,67	107 632
kupuj	6,30	akumuluj	5,69	14.04.2025	13:20 CEST	5,34	93 372
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 oprocentowane 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 4Q'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	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	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: 2025-10-13

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-10-13 (12:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-10-20 (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 jakiejkolwiek 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 wahaniom 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 uwzględniać, 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 wczytane 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 2025-10-13:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 świadomym, 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.