



Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

Mostostal Zabrze zanotował bardzo dobre wyniki za 2Q'22, mimo trudnego otoczenia rynkowego w budownictwie. Spółka utrzymuje wysoki portfel zleceń, pozyskując znaczące zlecenia w ostatnich miesiącach już przy nowych warunkach cenowych. Spółka korzysta z relacji wypracowanych w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi czy ekspozycji na rynek modernizacyjny (np. w hutnictwie). Spodziewamy się kontynuacji dobrych wyników w 2H'22. Uważamy, że nawet kalkulując w wycenie prawdopodobieństwo ryzyka związanego z toczonymi sprawami prawnymi (jedna z nich powinna rozstrzygnąć się do końca bieżącego roku) oraz perspektywę trudniejszego 2023 roku w obszarze Konstrukcji Maszynowych (ekspozycja na koszty energii), obecna wartość rynkowa spółki nie oddaje jej wartości godziwej. Zwracamy uwagę na znaczną poprawę pozycji gotówkowej na przestrzeni ostatnich 2 lat i odblokowanie potencjału dywidendowego. Wznawiamy wydawanie rekomendacji dotyczących Mostostalu Zabrze od zalecenia Kupuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 2,31 PLN.

Przy obecnym kursie kapitalizacja spółki to 143 mln PLN. Gotówka netto po 2Q'22 wynosiła blisko 31 mln PLN (uwzględniając zakupione obligacje długoterminowe). Jeszcze 2 lata temu spółka miała 26 mln PLN długu netto, ale poprawa wyników oraz sprzedaż działki w Bytomiu pozwoliły na całkowite oddłużenie. Spółka nadal dysponuje istotnymi nieruchomościami (o charakterze przemysłowym), które wykorzystuje w działalności operacyjnej, jak i częściowo wynajmuje (biurowiec w centrum Gliwic). Za ostatnie 4Q wygenerowana EBITDA sięgnęła poziomu 52 mln PLN (+39 mln PLN wyniósł cash flow operacyjny). Zakładamy, że okres 2H'22 będzie wynikowo lepszy r/r. Portfel zleceń po 2Q'22 jest 33% wyższy r/r. W 2Q'22 spółka miała 16 mln PLN EBITDA, spodziewamy się podobnych poziomów w 3 i 4Q'22 (rok wcześniej w tym okresie spółka miała po ok. 11 mln PLN EBITDA).

Zakładając nawet scenariusz zerowej kontrybucji w 2023 wyników Konstrukcji Maszynowych spodziewamy się, że spółka będzie w stanie utrzymać EBITDA powyżej 50 mln PLN. Implikuje to wycenę na poziomie EV/EBITDA'23=2,0x. Poziom EV/Sales'23=0,11x (przy medianie dla grupy porównawczej na poziomie 0,16x). Historycznie spółka notowana była zwykle z wyraźnym dyskontem do branży. Zwracamy jednocześnie uwagę, że średnioterminowo MS Zabrze nadal może mieć potencjał do optymalizacji i rozwoju działalności. Dopiero lata 2021-22 pozwoliły na wzrost portfela, lata 2018-20 były okresem łapania stabilizacji po bardzo trudnych latach 2016-17.

Głównym akcjonariuszem spółki pozostaje (przez podmioty zależne) K. Jędrzejewski (38% akcji). W samym 3Q'22 nabył on ok 0,6 mln akcji w transakcjach sesyjnych oraz 3,0 mln akcji w transakcji pakietowej (w dniu 26 września o zejściu 5,4% do 1,4% akcji poinformował Quercus TFI a 22 września miała miejsce wspomniana transakcja pakietowa). Zwracamy uwagę, że w końcu 2021 roku K. Jędrzejewski pozyskał środki z wyjścia z akcjonariatu Rafametu w ramach wezwania ogłoszonego przez ARP.

W wycenie końcowej przyjęliśmy dyskonto na ryzyko z tytułu prowadzonych przez spółkę sporów prawnych, które mogą rozstrzygnąć się w średniookresowym zakresie (Wood oraz KT). Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,39 PLN/akcję (środek przedziału pomiędzy rozszczeniami MS Zabrze a kontrahentów). 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.

Windfall tax. W mediach ([link](#) [link2](#)) pojawiły się doniesienia, że krajowy podatek od zysków nadzwyczajnych może objąć wszystkie podmioty zatrudniające ponad 250 osób. Średnia skonsolidowana marża brutto MS Zabrze za lata 2018, 2019, 2021 wyniosła 2,8%. Według naszych założeń marża w 2022 wyniesie nieco ponad 4,0%. Podstawą do opodatkowania 50% daninę stanowiłaby hipotetycznie kwota ok. 13 mln PLN (1,26%*1,0 mld PLN przychodów w 2022 roku), co dałoby ok. 6,5 mln PLN (0,09 PLN/akcję). Na dziś nie ujmujemy tej kwoty w wycenie ze względu na bardzo wstępny charakter projektu, aczkolwiek sygnalizujemy takie ryzyko.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	601,4	616,9	770,1	1 028,3	958,5	909,6
EBITDA [mln PLN]	33,3	39,1	44,5	59,0	53,1	44,0
EBIT [mln PLN]	20,4	26,4	32,1	46,8	40,9	31,7
Zysk netto [mln PLN]	10,1	10,2	14,7	27,1	22,9	19,4
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	9,8	22,8	-16,3	-32,1	-34,8	-47,3
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
P/E	14,2	14,0	9,8	5,3	6,3	7,4
EV/EBITDA	4,6	4,2	2,9	1,9	2,0	2,2
EV/EBIT	7,5	6,3	4,0	2,4	2,6	3,0
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,15

KUPUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 2,31 PLN

27 WRZESIEŃ 2022, 10:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	2,73
Wycena porównawcza [PLN]	2,65
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów [PLN]	-0,39
Wycena końcowa [PLN]	2,31
Potencjał do wzrostu / spadku	21%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	1,92
Kapitalizacja [mln PLN]	143,2
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1,99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,42
Stopa zwrotu za 3 mc	17,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	35,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	2,7%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	38,1%
Pozostali	61,9%

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	5
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	8
STRONA KOSZTOWA.....	10
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	12
ISTOTNE SPORY PRAWNE	16
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	14,2	14,0	9,8	5,3	6,3	7,4	7,2
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	4,6	4,2	2,9	1,9	2,0	2,2	2,0
EV/EBIT	7,5	6,3	4,0	2,4	2,6	3,0	2,8
EV/S	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	2,2	2,3	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3
EPS	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	25%	50%	66%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	601	617	770	1 028	959	910	919
realizacje przemysłowe	256	307	348	448	420	420	424
konstrukcje maszynowe	114	104	126	153	105	106	107
budownictwo ogólne	214	194	286	419	425	375	379
inne	17	12	10	9	9	9	9
Zysk brutto ze sprzedaży	65	72	77	97	87	78	79
SG&A	46	44	47	47	46	46	47
PPO/PKO	1	-2	2	-3	0	0	0
EBITDA	33	39	44	59	53	44	44
EBIT	20	26	32	47	41	32	32
realizacje przemysłowe	0	6	6	22	19	19	19
konstrukcje maszynowe	0	6	6	7	0	2	4
budownictwo ogólne	10	19	26	30	30	19	17
inne	10	-4	-6	-12	-8	-8	-8
wyłączenia	1	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16	17	23	41	36	27	28
Zysk netto	10	10	15	27	23	19	20
Dług netto	10	23	-16	-32	-35	-47	-54

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-2%	3%	25%	34%	-7%	-5%	1%
EBITDA zmiana r/r	-5%	17%	14%	33%	-10%	-17%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-9%	1%	44%	85%	-15%	-15%	2%
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	11,7%	10,0%	9,4%	9,1%	8,6%	8,6%
Marża EBITDA	5,5%	6,3%	5,8%	5,7%	5,5%	4,8%	4,8%
Marża netto	1,7%	1,7%	1,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,2%
ROE	6,1%	5,9%	7,7%	12,4%	9,8%	8,0%	8,0%
ROA	2,2%	2,1%	3,0%	4,6%	4,0%	3,5%	3,5%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	177	177	155	156	156	157	157
WNiP	3	4	4	4	4	4	5
Rzeczowe aktywa trwałe	78	72	69	70	70	70	70
Pozostałe aktywa trwałe	96	101	82	82	82	82	82
Aktywa obrotowe	275	302	339	439	413	401	406
Zapasy	14	20	28	37	34	33	33
Należności krótkoterminowe	224	248	258	337	321	305	308
Środki pieniężne	31	29	48	58	52	58	59
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	7	6	6	6
Aktywa razem	452	479	494	594	570	558	563
Kapitał własny	165	174	191	218	234	242	249
Udziały mniejszości	2	2	2	3	4	4	5
Zobowiązania i rezerwy	285	303	301	374	332	312	310
Rezerwy na zobowiązania	54	52	49	40	40	40	40
Oprocentowane zobowiązania	41	51	32	26	17	11	6
Zobowiązania pozostałe	190	200	220	308	275	261	264
Pasywa razem	452	479	494	594	570	558	563
Dług netto	10	23	-16	-32	-35	-47	-54
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	0,3	0,6	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	-1,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	14	1	22	29	22	37	32
CFI	8	-4	22	-13	-13	-13	-13
CFF	-5	1	-25	-6	-16	-18	-18
- w tym dywidenda	0	0	0	0	7	11	13
Przepływy pieniężne netto	17	-2	19	10	-6	7	1
CAPEX / Amortyzacja	48%	34%	45%	104%	104%	103%	103%

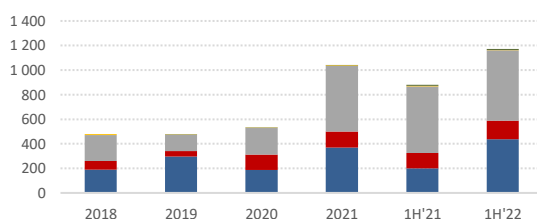
MOSTOSTAL ZABRZE

Rekomendacja	Kupuj	www: www.mz.pl
Wycena końcowa [PLN]	2,31	
Potencjał do wzrostu /	21%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	1,92	3Q'22: 9 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6	
Kapitalizacja [mln PLN]	143	

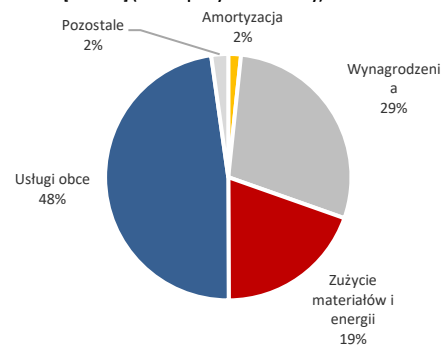
Wyniki Q [mln PLN]	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody	160	206	203	200	231	276
realizacje przemysłowe	80	89	85	94	96	127
konstrukcje maszynowe	29	33	30	34	40	40
budownictwo ogólne	47	82	87	70	93	107
inne	4	2	2	2	2	2
Zysk brutto ze sprzedaży	19	20	19	19	22	27
SG&A	11	11	11	15	11	13
PPO/PKO	0	0	-1	3	-1	-2
EBITDA	10	12	11	11	13	16
EBIT	7	9	8	8	10	13
realizacje przemysłowe	2	0	2	3	4	7
konstrukcje maszynowe	1	1	1	2	2	2
budownictwo ogólne	6	9	7	4	7	8
inne	-1	-1	-1	-2	-3	-5
wyłączenia	0	0	0	1	0	0
Zysk brutto	4	7	7	5	10	11
Zysk netto	2	5	4	3	6	7
Dług netto	29	15	5	-16	-20	-31

Wskaźniki	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22
Przychody zmiana r/r	21,4%	41,2%	34,5%	6,7%	44,3%	33,7%
EBITDA zmiana r/r	15,7%	20,0%	26,6%	-3,2%	29,8%	34,2%
Zysk netto zmiana r/r	18,0%	147,3%	35,9%	-2,9%	140,7%	23,8%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%
Marża EBITDA	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%
Marża netto	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%

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 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 2,73 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024, dała wartość 1 akcji na poziomie 2,65 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena 1 akcji spółki wynosi w takim wypadku 2,71 PLN.

W wycenie końcowej przyjęliśmy kalkulację dodatkowego ryzyka z tytułu prowadzonych przez spółkę sporów prawnych, które mogą rozstrzygnąć się w średniokresowym zakresie (spór z Wood oraz spór z KT). Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,39 PLN/akcję. 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. Szerszy opis spornych spraw został przedstawiony w osobnym rozdziale.

Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 2,31 PLN.

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	2,73
Wycena metodą porównawczą	30%	2,65
Wycena 1 akcji [PLN]		2,71
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		-0,39
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]		2,31

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja dyskonta z tytułu ryzyka istotnych sporów prawnych

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ [mln PLN]	kwota żądana przez kontrahenta [mln PLN]
baza NATO (AEGIS)	Wood	27,2*	39,1
	Wood	12,2	
EFRA Lotos	KT	19,4	90,8
	suma	58,8	129,9
wygrana MSZ [mln PLN]	58,8		
przegrana MSZ [mln PLN]*	-117,7	- po korekcie o 12,2 mln PLN pociągniętej gwarancji	
środek przedziału [mln PLN]	-29,5		
liczba akcji [mln szt]	74,6		
wartość/akcję [PLN]	-0,39		

Źródło: DM BDM S.A., *przy wygraniu sprawy z Wood należy brać pod uwagę, że część kwoty może zostać przeznaczona na dodatkowe rozliczenie się z podwykonawcami (kontrakt został przerwany, natomiast w przypadku KT doszło do formalnego zakończenia kontraktu).

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 (6,5%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Biorąc pod uwagę backlog spółki i wykonanie po 1H'22 szacujemy, że w 2022 roku przychody spółki przekroczą pierwszy raz w historii 1,0 mld PLN. W kolejnych latach przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zakładamy roczny przychód w okolicy 0,9 mld PLN. Nie spodziewamy się, by spółka wróciła do poziomu do przychodów z lat 2018-20 (ok. 0,6 mld PLN), ze względu na inflację cen w budownictwie w ostatnich 2 latach.
- W modelu przyjmujemy marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 8-9% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-21 to blisko 11% dla marży brutto ze sprzedaży oraz blisko 4% dla rentowności operacyjnej. Zwracamy jednak uwagę na ponadnormatywne w tamtym okresie marże budownictwa ogólnego. Uważamy, że marże segmentu budownictwa ogólnego mogą być w kolejnych latach niższe ze względu na dużą konkurencję w tym obszarze (także ze strony prefabrykatów). 2023 rok może być także wymagający dla segmentu Konstrukcji Maszynowych ze względu na ekspozycje na ceny energii i gazu.
- Istotnym ryzykiem dla naszych prognoz są ewentualne przegrane spory prawne, które mogłyby pogorszyć sytuację reputacyjną i płynnościową spółki. Jednocześnie uważamy, że spółka ma poduszkę bezpieczeństwa w postaci możliwości sprzedaży aktywów trwałych (na bilansie skonsolidowanym nadal znajdują się nieruchomości inwestycyjne o wartości księgowej 42 mln PLN; natomiast przy wnoszeniu nieruchomości operacyjnych ze spółki matki do spółek zależnych wycenione zostały one na 58 mln PLN).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX w 2022 roku i kolejnych latach założono na poziomie amortyzacji (w ostatnich latach CAPEX był regularnie niższy niż amortyzacja, ale zakładamy, że spółka będzie musiała poczynić dalsze inwestycje w obszarze Konstrukcji Maszynowych, np. w stronę ograniczenie kosztów energii).
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie z końca 2021 roku.
- 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 2031.
- Wycena została sporządzona na dzień 27.09.2022 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 204 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 2,73 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 028,3	958,5	909,6	918,7	927,9	937,2	946,6	956,0	965,6	975,3
EBIT [mln PLN]*	46,8	40,9	31,7	32,0	30,7	31,0	31,3	31,6	31,9	32,2
Stopa podatkowa	32,8%	33,7%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,3	13,8	8,7	8,8	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9
NOPLAT [mln PLN]	31,5	27,1	23,0	23,2	22,2	22,5	22,7	22,9	23,1	23,4
Amortyzacja [mln PLN]	12,2	12,2	12,3	12,3	12,3	12,2	12,3	12,3	12,3	12,3
CAPEX [mln PLN]	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7	-12,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-14,1	-13,0	4,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Dezynwestycje [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	16,8	13,6	27,5	21,9	20,9	21,1	21,3	21,5	21,8	22,0
DFCF [mln PLN]	16,3	11,8	21,1	14,9	12,7	11,4	10,2	9,2	8,3	7,4
Suma DFCF [mln PLN]	123,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	196,7									
Zyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	66,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	189,7									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-16,3									
Udziały mniejszości [mln PLN]	2,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	203,9									
Ilość akcji [mln szt.]	74,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,73									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	33,5%	-6,8%	-5,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	45,8%	-12,6%	-22,5%	0,9%	-4,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	-25,8%	-19,0%	101,8%	-20,5%	-4,5%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Marża EBITDA	5,7%	5,5%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBIT	4,6%	4,3%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża NOPLAT	3,1%	2,8%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	104,3%	104,0%	103,0%	103,5%	103,6%	103,7%	103,6%	103,5%	103,4%	103,3%
Zmiana KO / Przychody	1,4%	1,4%	-0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,5%	-18,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	95,7%	97,0%	98,1%	99,0%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,3%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Udział kapitału obcego	4,3%	3,0%	1,9%	1,0%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,2%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	1,1	1,2	1,3					
beta	1,0	2,86	2,96	3,09	3%	3,22	3,37	3,55	3%	3,47	3,37	3,27		
	1,2	2,75	2,84	2,95	4%	2,91	3,01	3,14	4%	3,12	3,01	2,91		
	1,2	2,66	2,73	2,83	Premia za ryzyko	5%	2,66	2,73	2,83	Premia za ryzyko	5%	2,84	2,73	2,63
	1,3	2,56	2,63	2,72	6%	2,45	2,51	2,58	6%	2,62	2,51	2,41		
	1,4	2,48	2,54	2,62	7%	2,27	2,32	2,37	7%	2,43	2,32	2,22		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%.

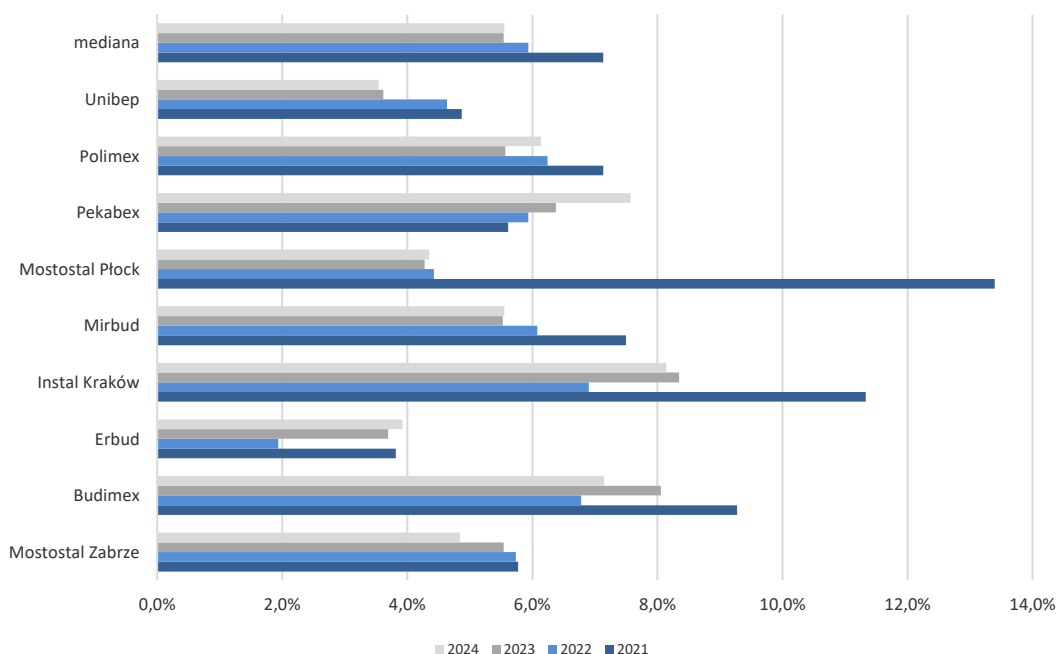
Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 2,65 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Wycena porównawcza na bazie wybranych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Budimex	14,0	10,8	11,9	4,4	3,6	3,3
Erbud	72,5	6,7	5,2	4,4	1,9	1,4
Instal Kraków	15,8	11,2	11,5	7,8	5,8	5,9
Mirbud	2,6	3,3	4,0	2,9	3,0	3,4
Mostostal Płock	9,4	13,4	12,7	3,2	3,5	3,1
Pekabex	5,6	5,4	3,8	4,7	4,0	2,9
Polimex	4,7	8,0	7,9	0,5	1,7	1,2
Unibep	5,7	7,0	6,6	3,3	4,0	3,9
Mediana	7,6	7,5	7,3	3,8	3,5	3,2
Mostostal Zabrze	5,3	6,3	7,4	1,9	2,0	2,2
Premia / dyskonto	-30,0%	-16,4%	1,7%	-50,9%	-42,8%	-32,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	2,74	2,30	1,89	3,46	3,00	2,53
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		2,31			2,99	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		2,65				

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Porównanie rentowność EBITDA



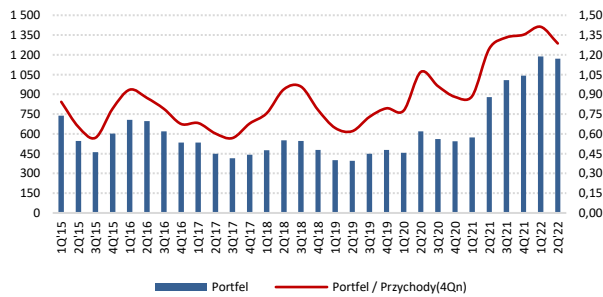
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

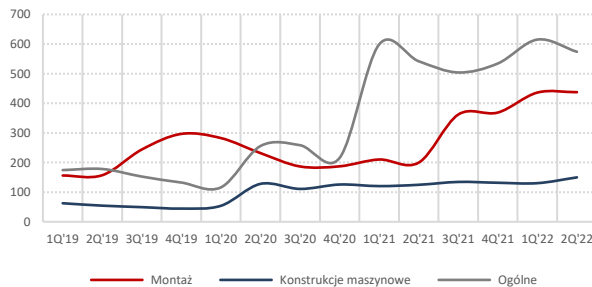
Kontrakty podpisane od początku 2016 roku o wartości >20 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
2022					
sie 22	SK Ecoengineering	GPBP	Wewnętrzne prace wykończeniowe w ramach projektu Europe Ph-3&3	24	cze 23
sie 22	Transgourmet	GPBP	Budowa hali logistycznej	116	gru 23
lip 22	Mercury Engineering	GPBP	Wykonanie Centrum Przetwarzania Danych (RDD) Microsoft	167	wrz 23
lip 22	ArcelorMittal	MZRP	Modernizacja Wielkiego Pieca nr 2 System odpylania odlewni – prace montażowe w Dąbrowie G.	19	wrz 23
maj 22	ArcelorMittal	MZRP	Modernizacja systemu chłodzenia Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	24	cze 23
kwi 22	BLH Engineering	MZRP	Prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowej w ramach projektu Europe Ph-3&4	23	gru 22
mar 22	ArcelorMittal	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	MZRP	System podawania żelazostopów w Stalowni ArcelorMittal Dąbrowa G.	20	mar 23
lis 21	Air Liquide	MZRP	Prefabrykację i montaż konstrukcji, rurociągów, urządzeń - budowa Jednostki Rozdziału Powietrza (KGHM)	25	wrz 22
lis 21	PŚ	GPBP	Przebudowa i termomodernizacja DS Solaris przy ul. Kochanowskiego w Gliwicach	28	mar 23
sie 21	BASF Schwarzeide	MZRP	Prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie w Schwarzeide	229	gru 22
cze 21	ArcelorMittal	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 - instalacja termicznego przekształcania odpadów w Warszawie	400	sty 24
mar 21	Küttner GmbH	MZRP	Wymianą nagrzewnic wielkiego pieca w hucie HKM w Duisburgu	51	wrz 22
mar 21	Mercury Engineering	GPBP	Wykonanie robót konstrukcyjno-budowlanych w ramach WAW02 Rapid Deploy Data Centre	31	wrz 21
2020					
lis 20	Mitsubishi PE	MZRP	Montaż konstrukcji stalowej - modernizacja elektrowni w zakładach samochodów w Niemczech	21	mar 22
paź 20	GS Engineering	GPBP	Prace żelbetowe w ramach budowa zakładu produkcji baterii samochodowych dla LG Chem	28	maj 21
sie 20	UM Gliwice	GPBP	Budowa Centrum Przesiadkowego w Gliwicach	100	sie 22
lip 20	Sosnowiec	GPBP	Budowa Centrum Edukacji Ekologicznej - Egzotarium	26	lip 22
kwi 20	PŚ	GPBP	Budowa Śląskiego Centrum Inżynierskiego Wspomagania Medycyny i Sportu	31	lip 21
kwi 20	Steinmüller Babcock	MZRP	Dostawę i montaż rurociągów oraz podpór w ramach budowy instalacji spalania odpadów w Salo	25	lut 21
2019					
gru 19	ThyssenKrupp IS	MZRP	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych, rurociągów (instalacji kwasu azotowego we Włocławku)	61	wrz 21
gru 19	Sz. Uniw. w Ziel. G.	GPBP	Termomodernizacja obiektów i sieci szpitala	31	wrz 22
lis 19	BASF Battery Materials	MZRP	Dostawy konstrukcji stalowej w ramach realizacji projektu budowy nowej fabryki baterii BASF w Finlandii	35	sie 20
paź 19	Hitachi Zosen Inova	MZRP	Montaż konstrukcji stalowej dla 3 kotłów w ramach projektu Rookery	27	lis 20
wrz 19	ArcelorMittal	MZRP	Modernizacja Wielkiego Pieca nr 3 w Dąbrowie Górniczej	27	wrz 20
sie 19	ThyssenKrupp IS	MZRP	Montaż mechaniczny 3 kotłów wraz z prefabrykacją i montażem rurociągów w rafinerii Rhineland	44	mar 21
lip 19	Transgourmet	GPBP	Budowa elementów obiektu CH Selgros	31	mar 20
mar 19	Air Liquide Global	MZRP	Rozbudowa Instalacji Separacji Powietrza w Krakowie - AM Krakow Upgrade	20	sty 20
2018					
gru 18	ArcelorMittal	MZRP	Zaprojektowanie, prefabrykacja i instalacja nowej linii technologicznej w walcowni w Dąbrowie G.	20	cze 20
wrz 18	PGE	MZRP	Wykonanie prac antykorozyjnych elektrofiltrów - Elektrownia Opole	48	paź 21
sie 18	GS Engineering	GPBP	Roboty żelbetowe dwóch hal w Kobierzycach	60	maj 19
maj 18	Sz. Uniw. w Ziel. G.	GPBP	Utworzenie Centrum Zdrowia Matki i Dziecka	81	gru 20
kwi 18	Technip Zimmer	MZRP	Prace mechaniczne oraz związane z orurowaniem w rafinerii w Niemczech	36	wrz 19
kwi 18	Sz. Miejs. w Zabrze	GPBP	Budowa Szpitalnego Oddziału Ratunkowego wraz z ładowiskiem	21	kwi 19
lut 18	BASF	MSZ	Rozbudowa fabryki katalizatorów w Środzie Śląskiej	98	sie 19
2017					
gru 17	Tauron	GPBP	Budowa infrastruktury wraz z wyciągiem szybowym - Janina VI	44	lip 21
gru 17	Babcock&Wilcox	MZRP	Projekt, dostawa i montaż orurowania zewnętrznego dla projektu Gloucester w Wielkiej Brytanii	21	lis 18
wrz 17	Azoty Kędzierzyn	MZRP	Dostawa i montaż elementów do budowy linii w Wydziału Estrów (Oxoplast)	43	lis 18
sie 17	Euroglas Polska	MSZ	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych oraz montaż instalacji dla nowej linii huty szkła w Ujeździe	19	sty 19
kwi 17	Hitachi ZI	MSZ	Prace montażowe 2 kotłów parowych w spalarni odpadów Ferrybridge	59	rozwiązana
sty 17	Uniw. Opolski	GPBP	Modernizacja obiektu dydaktycznego Uniwersytetu Opolskiego	24	mar 19
sty 17	Transgourmet	GPBP	Budowa obiektu Selgros w Mysiadle	29	sie 17
2016					
gru 16	Alstom	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych wózków kolejowych	41	mar 19
kwi 16	Kinetics Tech.	MSZ	Roboty budowlane i montaż w ramach projektu Lotos EFRA	171	wrz 18
kwi 16	Wood (d. Amec Foster)	MSZ	Wykonanie robót budowlanych i instalacji - budowa bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie	102	rozwiązana
kwi 16	Nitroerg	MSZ	GW instalacji do produkcji Nitroceutu oraz instalacji do zęzowania kwasu ponitracynowego	70	kwi 18
mar 16	Amec Foster	MSZ	Dostawa i montaż konstrukcji stalowych dla EC Zabrze	23	b.d.
lut 16	Kopex	MSZ	Dostawa konstrukcji stalowej budynku kotłowni, LUVO oraz SCR dla Jaworzno III	46	kwi 17
sty 16	KGHM	MSZ	Odtwarzanie Fabryki Kwasu Siarkowego	14	wrz 16
sty 16	Gemini Park Tychy	GPBP	Wykonanie stanu surowego zamkniętego wraz z robotami drogowymi CH Gemini Park Tychy	52	cze 17

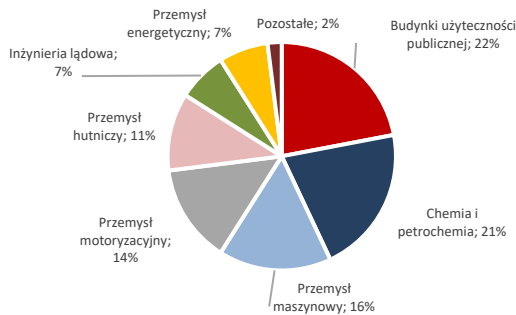
Źródło: BDM S.A., spółka, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum

Portfel / przychody za ostatnie 4Q


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w 1H'22


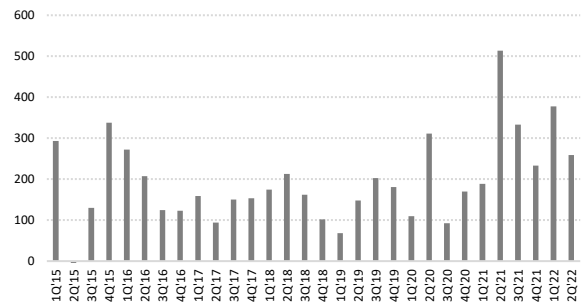
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Bieżąca wartość portfela zleceń grupy MSZ wynosi ok 1,17 mld PLN. Kwota backlogu nie uległa większej zmianie vs 1Q'22 (1,19 mld PLN), jest natomiast wyraźnie wyższa r/r (0,88 mld PLN po 2Q'21).

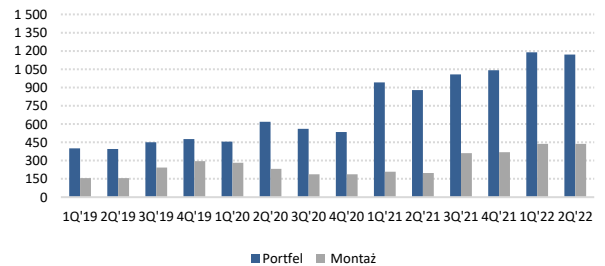
Największe obecnie wartościowo realizowane kontrakty to pozyskane w 2021 zlecenia dla Posco (400 mln PLN za prace projektowe i budowlane przy rozbudowie instalacji termicznego przekształcania odpadów w Warszawie, termin zakończenia 2024 rok; wartość całego kontraktu, którego GW jest Posco to 1,67 mld PLN) oraz BASF (229 mln PLN; prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie w Schwarzhilde, termin do końca 2022).

W strategii z 2020 spółka zapowiadała skoncentrowanie się na marży a nie na wolumenie, pozycjonowanie się jako spółka przemysłowa oraz duże dywersyfikowanie portfela zleceń. Pierwsza połowa wykonania strategii rzeczywiście była takim okresem (marżowo jednak dzięki przede wszystkim wypracowaniu ponadprzeciętnej marży w budownictwie ogólnym – czyli teoretycznie nie na core-biznesie).

Od połowy 2021 spółka zaczęła dynamiczniej budować portfel zleceń. Nadal pozostaje on dość zdywersyfikowany, aczkolwiek w większej mierze niż wcześniej skoncentrowany na 2-3 dużych kontraktach. Większej niż wcześniej skali nabrała też działalność w ramach budownictwa ogólnego (w latach 2014-20 przerób oscylował w okolicy maksymalnie 200 mln PLN, obecnie w 2022 przekroczył).

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


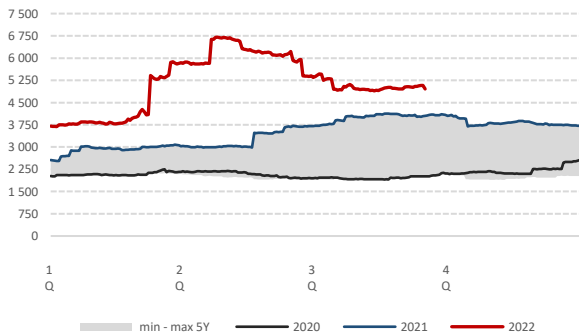
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

Wartość portfela zamówień vs pipeline* [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacowana wartość kontraktów do pozyskania w oparciu o złożone oferty

STRONA KOSZTOWA

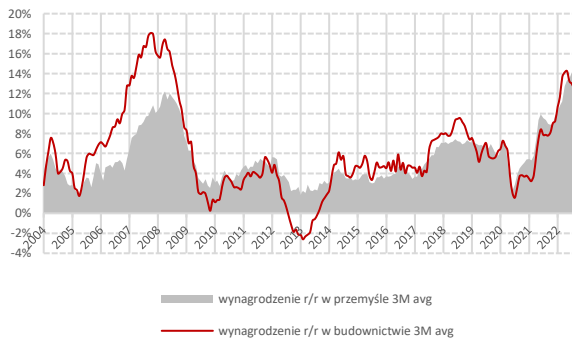
Cena stalowych prętów budowlanych – Europa Zach [PLN/t]



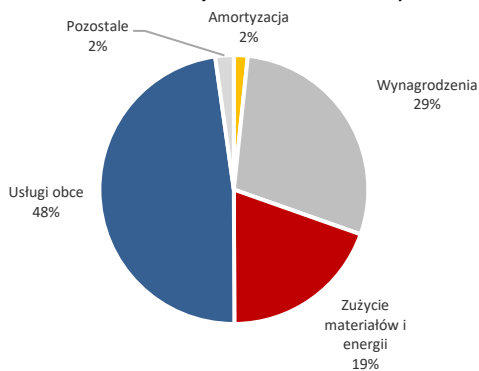
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Produkcja budowlana w Polsce r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce

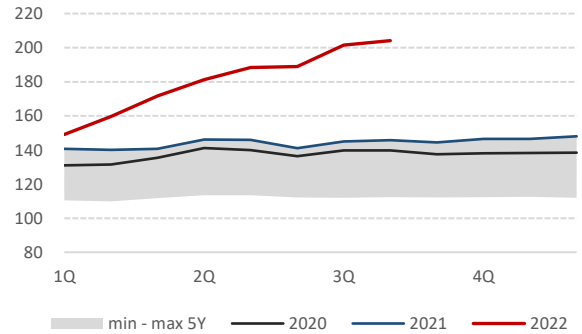


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy

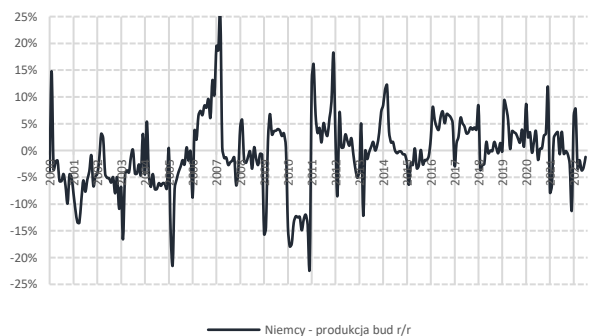


Źródło: DM BDM S.A., spółka

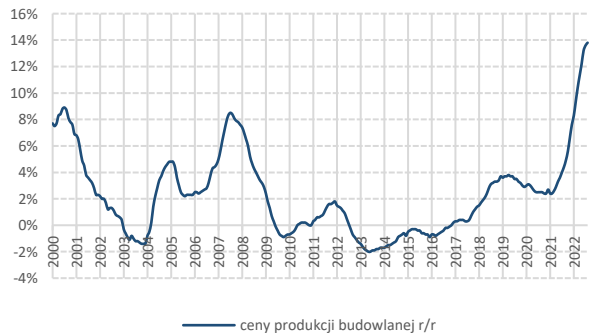
Cement – indeks PSB*



Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku
Produkcja budowlana w Niemczech r/r



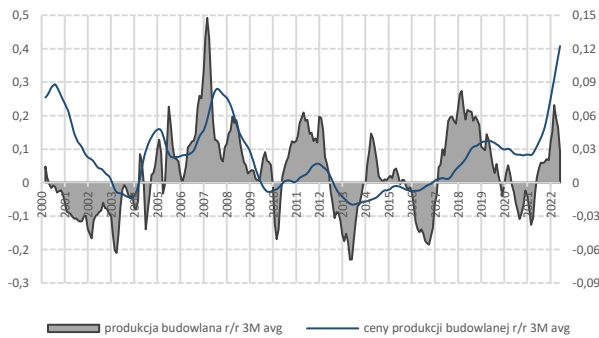
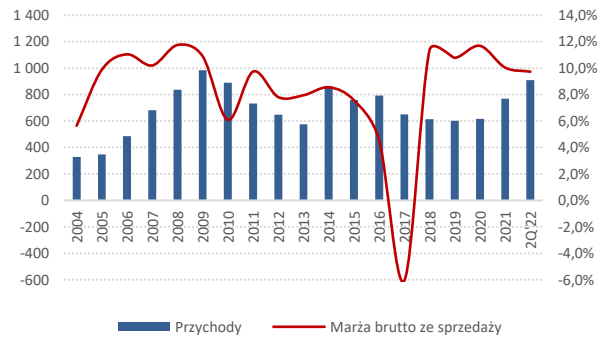
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg
Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS
MS Zabrze – zużycie energii i gazu w 2021 roku

	suma	MZRP	GPBP	MZKP	MZ Nieruchomości
energia [MWh]	7 809	1 322	439	4 666	1 382
gaz [MWh]	10 051	0	330	9 708	13

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Produkcja budowlana w Polsce vs ceny r/r (średnia 3M)

Przychody i rentowność brutto ze sprzedaży MS Zabrze


Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (prawie 14% r/r w sierpniu). Jednocześnie wyraźnie zaczyna hamować dynamika produkcji budowlanej, co historycznie zwiastowało spadek presji na ceny (m.in. ze względu na wzrost dostępności podwykonawców i spadek presji płacowej). Dynamika wynagrodzeń w branży budowlanej w ostatnich miesiącach zaczęła hamować i obecnie jest poniżej średniej dla całego przemysłu. 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).

Zwracamy uwagę, że od 2Q'22 zarysowuje się stabilizacja a nawet spadek presji ze strony podstawowych surowców (np. stal, aluminium, miedź) używanych w budownictwie. Wyzwaniem w 2023 roku będą tu jednak ceny energii/gazu, które mogą działać w przeciwną stronę w stosunku do spadku popytu (duży udział w kosztach produkcji np. cementu).

Dla samej grupy koszty energetyczne będą wyzwaniem w obszarze Konstrukcji Maszynowych (ok. 5 tys MWh energii i 10 tys MWh gazu rocznie – zmiana ceny o 100 EUR/MWh obu czynników to ok 1,8 mln EUR zmiany kosztów). Zlecenia dotyczące najczęściej obróbki konstrukcji stalowych (znajdujących zastosowanie np. w dźwigach budowlanych czy taborze kolejowym) są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Liebherr, Alstom, Manitowoc) na bazie umów ramowych. Przy braku akceptacji przez klientów wyższych kosztów od przełomu roku konieczne może być ograniczenie produkcji (spółka część zleceń realizuje za pomocą podwykonawców, także pracownicy w część są zatrudniani za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów, co daje spółce pewną elastyczność kosztową).

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	2018	2019	2020	2021
Przychody	146,8	152,9	147,9	153,7	131,8	146,2	151,2	187,7	160,0	206,4	203,4	200,2	230,9	275,9	613,2	601,4	616,9	770,1
Realizacje przemysłowe	59,8	63,2	67,4	66,0	67,2	78,0	78,9	82,9	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	347,5	256,4	307,0	347,9
Konstrukcje masz.	32,9	28,8	25,6	26,6	29,2	24,8	22,8	26,6	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	118,2	114,0	103,5	126,1
Ogólne	50,4	57,2	49,3	57,1	32,7	37,6	48,2	75,8	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	135,4	213,9	194,3	286,1
Inne	3,7	3,7	5,7	4,0	2,5	5,8	1,4	2,4	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	12,2	17,1	12,1	9,9
Zysk brutto	16,9	15,4	17,7	14,8	18,0	16,7	18,4	19,0	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	69,6	64,8	72,1	77,3
SG&A	10,9	10,6	11,0	13,2	12,4	10,0	10,1	11,7	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	48,9	45,7	44,3	47,0
Zysk na sprzedaży	6,0	4,7	6,7	1,7	5,5	6,7	8,3	7,3	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	20,7	19,1	27,9	30,4
EBITDA	8,2	6,9	10,5	7,7	8,9	9,8	9,0	11,5	10,3	11,8	11,3	11,1	13,3	15,8	35,1	33,3	39,1	44,5
EBIT	5,2	3,5	7,4	4,4	5,7	6,6	5,8	8,2	7,1	8,6	8,2	8,2	10,4	12,7	22,9	20,4	26,4	32,1
Realizacje przemysłowe	-0,2	0,0	-0,3	0,4	1,0	3,0	-0,6	3,1	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	6,2	0,1	6,4	6,5
Konstrukcje masz.	0,9	-0,8	-0,2	0,3	1,4	1,0	1,7	1,5	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	5,8	0,2	5,6	5,5
Ogólne	3,4	2,8	4,0	-0,6	2,7	2,5	6,9	6,5	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	3,6	9,5	18,6	26,1
Inne	1,0	1,5	3,1	4,3	0,8	0,4	-2,2	-2,8	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	6,9	9,8	-3,9	-5,8
Zysk brutto	4,1	3,3	3,6	5,3	3,2	4,6	3,3	5,7	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	15,6	16,4	16,8	23,1
Zysk netto	2,1	2,5	2,2	3,4	2,1	2,1	2,9	3,1	2,4	5,3	3,9	3,0	5,9	6,5	11,1	10,1	10,2	14,7
CFO	-3,4	5,3	-1,5	14,5	-12,1	2,7	-1,7	26,1	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	-21,9	13,6	0,6	22,4
Dług netto	26,7	21,0	26,0	9,8	31,6	26,1	32,8	22,8	29,2	15,1	5,1	-16,3	-20,3	-25,7	16,7	9,8	22,8	-16,3
Marża brutto	11,5%	10,1%	12,0%	9,6%	13,6%	11,4%	12,2%	10,1%	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%
SG&A/przychody	7,4%	7,0%	7,4%	8,6%	9,4%	6,9%	6,7%	6,2%	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%
Marża EBITDA	5,6%	4,5%	7,1%	5,0%	6,7%	6,7%	5,9%	6,1%	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,7%	5,5%	6,3%	5,8%
Marża EBIT	3,5%	2,3%	5,0%	2,8%	4,3%	4,5%	3,8%	4,4%	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	4,6%	3,7%	3,4%	4,3%	4,2%
Realizacje przemysłowe	-0,3%	0,1%	-0,4%	0,7%	1,5%	3,8%	-0,8%	3,7%	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%
Konstrukcje masz.	2,8%	-2,7%	-0,7%	1,1%	4,6%	4,2%	7,4%	5,7%	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%
Ogólne	6,8%	4,8%	8,1%	-1,1%	8,3%	6,6%	14,4%	8,5%	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%
Inne	26%	40%	54%	107%	30%	6%	-162%	-114%	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	56%	57%	-32%	-58%
Marża zysku netto	1,4%	1,6%	1,5%	2,2%	1,6%	1,5%	1,9%	1,6%	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Wyniki 2Q'22 były wyraźnie lepsze r/r (co jest pochodną wysokiego backlogu). Przychody wzrosły o 34% r/r. EBIT na poziomie 12,7 mln PLN (przy ujemnym saldzie pozostałej działalności operacyjnej na -1,9 mln PLN).
- Bardzo dobry wynik zanotowano w segmencie realizacji dla przemysłu (+7,3 mln PLN EBIT vs strata rok temu, zarząd wskazuje, że segment ma potencjał do dalszej poprawy marż).
- Nieco lepszy r/r wynik w konstrukcjach maszynowych. Zarząd wskazuje jednak, że 2H jest zwykle sezonowo słabsze. Dodatkowo w najbliższych okresach segment będzie odczuwał wzrost cen energii.
- Minimalnie niższy r/r wynik w budownictwie ogólnym – wzrost przychodów, jednak ze spadkiem rentowności r/r (pochodna wzrostu cen materiałów). Rentowność nieznacznie lepsza q/q.
- Duża strata w segmencie "pozostałe" (zarządzanie nieruchomościami, usługi wspólne, zarządzanie strategiczne), związana jest głównie z kosztami arbitrażu (w sprawie z Wood), które rozpoznano w 2Q'22.
- Relatywnie wysoka stawka podatku dochodowego (37% vs 21% w 2Q'21). Rynek niemiecki stanowi istotną część sprzedaży (40% w 1H'22).
- Gotówka netto po 2Q'22 na poziomie 26 mln PLN (vs 20 mln PLN gotówki po 1Q'22 i 15 mln PLN długu netto rok temu).
- CF operacyjny w 1H'22: +25 mln PLN (+18 mln PLN w 2Q'22).
- Backlog na poziomie 1,17 mld PLN (1,19 mld PLN po 1Q'22 i 0,88 mld PLN po 2Q'22)
- W czerwcu odbyła się rozprawa arbitrażowa dotycząca kontraktu realizowanego dla Wood (baza NATO w Redzikowie). Według spółki wyrok powinien zapaść do połowy grudnia 2022.
- Sprawa z KT (prace w projekcie EFRA dla Lotosu) - trwa wybór przewodniczącego Trybunału Arbitrażowego.

Zmiana zasad rachunkowości w zakresie wyceny nieruchomości inwestycyjnych na poziomie jednostkowym

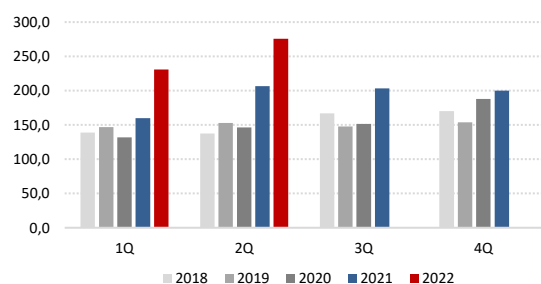
W wynikach jednostkowych 2Q'22 spółka ujęła zmiany w podejściu do wyceny nieruchomości inwestycyjnych (przyjęcie do wyceny modelu wartości godziwej). Przełożyło się to na wzrost ich wartości księgowej z 18 mln PLN na 77 mln PLN. Jednocześnie pozycja zysków/strat zatrzymanych zwiększyła się o 46 mln PLN (do 22 mln PLN, pozostała różnica została ujęta w pozycji zobowiązań z tyt. odroczonego podatku). Dotychczas ujemna wartość w tej pozycji uniemożliwiała wypłatę dywidendy. Przeszacowane nieruchomości w skonsolidowanym sprawozdaniu prezentowane są jako środki trwałe. W ramach planowanej reorganizacji przeszacowane nieruchomości zostaną wniesione do spółek zależnych, które prowadzą na nich działalność operacyjną (MZKP i MZRP).

Wyniki za 2Q'22 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	206,4	275,9	33,7%	366,4	506,8	38,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,7	27,4	39,2%	38,4	49,7	29,4%
Zysk na sprzedaży	9,0	14,6	62,7%	16,5	25,6	55,2%
PPO/PKO	-0,3	-1,9	474,7%	-0,8	-2,5	233,0%
EBITDA	11,8	15,8	34,2%	22,0	29,1	32,2%
EBIT	8,6	12,7	47,1%	15,8	23,1	46,7%
Zysk (strata) brutto	6,9	10,7	54,5%	11,3	20,4	79,9%
Zysk (strata) netto	5,3	6,5	23,8%	7,7	12,4	60,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,5%	9,9%		10,5%	9,8%	
Marża EBITDA	5,7%	5,7%		6,0%	5,7%	
Marża EBIT	4,2%	4,6%		4,3%	4,6%	
Marża zysku netto	2,6%	2,4%		2,1%	2,5%	

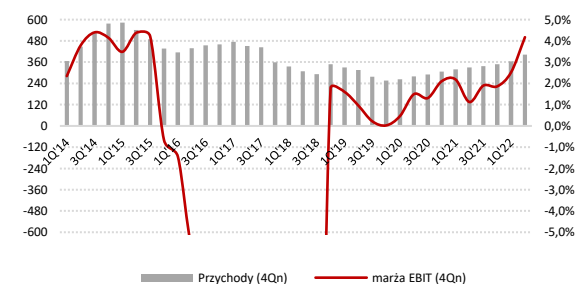
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



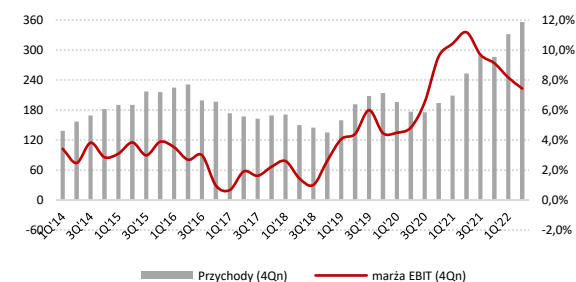
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych



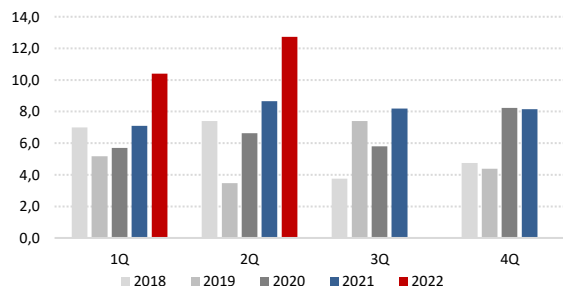
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego



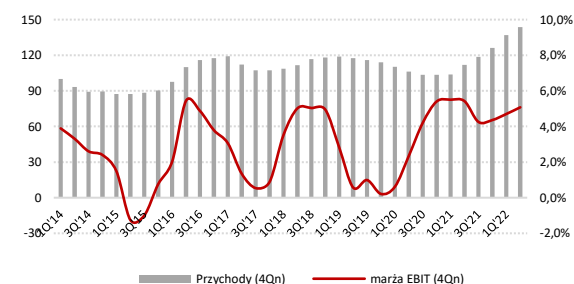
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]*



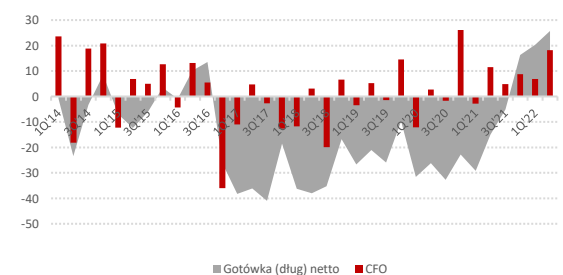
Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży

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

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	160,0	206,4	203,4	200,2	230,9	275,9	267,0	254,5	215,0	254,5	160,0	206,4
Realizacje przemysłowe	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	115,0	110,0	90,0	115,0	79,9	89,2
Konstrukcje masz.	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	35,0	37,5	27,5	27,5	29,4	33,1
Ogólne	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	115,0	105,0	95,0	110,0	47,1	82,0
Inne	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,0	2,0	2,5	2,0	3,6	2,1
Zysk brutto	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	23,7	23,1	18,7	23,9	18,7	19,7
SG&A	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,1	12,1	11,6	11,4	11,2	10,7
Zysk na sprzedaży	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	12,7	11,0	7,2	12,5	7,5	9,0
EBITDA	10,3	11,8	11,3	11,1	13,3	15,8	15,7	14,1	11,4	15,5	10,3	11,8
EBIT	7,1	8,6	8,2	8,2	10,4	12,7	12,7	11,0	8,4	12,5	7,1	8,6
Realizacje przemysłowe	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	5,8	4,4	3,6	6,0	1,6	-0,3
Konstrukcje masz.	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	0,9	1,8	0,0	0,0	1,5	1,4
Ogólne	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	8,1	6,8	6,8	8,4	5,9	9,0
Inne	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,4	-1,1
Zysk brutto	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	11,4	9,7	7,1	11,2	4,4	6,9
Zysk netto	2,4	5,3	3,9	3,0	5,9	6,5	7,7	7,0	4,7	7,8	2,4	5,3
CFO	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	-4,0	7,5	0,0	0,0	-2,8	11,6
Dług netto	29,2	15,1	5,1	-16,3	-20,3	-30,8	-23,6	-32,1	-32,1	-32,1	29,2	15,1
Marża brutto	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	8,9%	9,1%	8,7%	9,4%	11,7%	9,5%
SG&A/przychody	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	4,1%	4,8%	5,4%	4,5%	7,0%	5,2%
Marża EBITDA	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,9%	5,5%	5,3%	6,1%	6,4%	5,7%
Marża EBIT	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	4,6%	4,7%	4,3%	3,9%	4,9%	4,4%	4,2%
Realizacje przemysłowe	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	5,0%	4,0%	4,0%	5,2%	2,0%	-0,3%
Konstrukcje masz.	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	2,5%	4,8%	0,0%	0,0%	5,0%	4,2%
Ogólne	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,0%	6,5%	7,1%	7,7%	12,4%	11,0%
Inne	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-100%	-100%	-80%	-100%	-40%	-50%
Marża zysku netto	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	2,9%	2,8%	2,2%	3,1%	1,5%	2,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

- W 2020 roku spółka zaprezentowała strategię, która zakładała skupienie się na kontraktach przemysłowych, ich dużej dywersyfikacji, współpracy z partnerami prywatnymi (najlepiej zagranicznymi). Ostatnie kwartały bazowały jednak nieoczekiwanie na dobrym performancie segmentu budownictwa ogólnego (GW obiektów kubaturowych / prace ziemne/zbrojeniowe/betonowe bez ewentualnego dostarczania technologii). W tym obszarze pozyskany został także kontrakt dla Posco (spółka nie jest odpowiedzialna za część technologiczną spalarni). Z jednej strony spółka kolejny raz nie w pełni podąża ze swoją podstawową strategią, z drugiej pierwszy raz od długiego czasu udało się jej wykorzystać szansę rynkowe (co może pozytywnie świadczyć o wewnętrznych zmianach w zarządzaniu kontraktami).
- Okres 1H'22 przyniósł nieco ponad 500 mln PLN przychodów (+38% r/r). Spodziewamy się, że okres 2H'22 będzie zbliżony pod względem przerobu. Pod względem rentowności nie spodziewamy się większych odchyłań vs 1H'22, biorąc przy tym pod uwagę sezonowość (3Q zwykle przynosi niskie marże w Konstrukcjach Maszynowych, z drugiej strony 1H'22 był obciążony przez zaksięgowanie kosztów postępowania arbitrażowego przeciw Wood oraz rezerwy dotyczącej porozumienia z HZI).
- W części budowlano-montażowej naszym zdaniem zabezpieczenie portfela na 2023 wygląda dobrze. Portfel po sierpniu jest na poziomie blisko 1,2 mld PLN, z czego większa część przypada na 2023 (szacujemy też, że ok połowa wartości pochodzi z kontraktów podpisanych już w 2022 roku). Spółka w ostatnich miesiącach pozyskała zarówno nowe kontrakty z obszaru budownictwa ogólnego, jak i przemysłowego. W obszarze przemysłu zwracamy uwagę na kompetencje w obszarze hutnictwa (spółka uczestniczy obecnie w procesie modernizacji Wielkiego Pieca w Dąbrowie Górniczej, a w przyszłości ma nadzieję na pozyskiwanie zleceń związanych z inwestycjami wodorowymi w hutach).
- Wyzwaniem na 2023 rok będą koszty energii i gazu dla obszaru Konstrukcji Maszynowych (ok. 5 tys MWh energii i 10 tys MWh gazu rocznie – zmiana ceny o 100 EUR/MWh obu czynników to ok 1,8 mln EUR zmiany kosztów). Zlecenia są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Alstom, Manitowoc, Liebherr) na bazie umów ramowych. Przy braku akceptacji przez klientów wyższych kosztów konieczne może być ograniczenie produkcji. W modelu przyjmujemy ograniczenie sprzedaży w 2023 o ok. 1/3 oraz EBIT na poziomie 0 mln PLN (w latach 2020-21 segment miał po 5-6 mln PLN EBIT, w latach 2015, 2017 i 2019 notował jednak wyniki w okolicy zera).
- W kolejnych latach przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zakładamy roczny przychód w okolicy 0,9 mld PLN. Nie spodziewamy się, by spółka wróciła do poziomu do przychodów z lat 2018-20 (ok. 0,6 mld PLN), ze względu na inflację cen w budownictwie w ostatnich 2 latach.
- W modelu przyjmujemy marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 8-9% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-21 to blisko 11% dla marży brutto ze sprzedaży oraz blisko 4% dla rentowności operacyjnej. Zwracamy jednak uwagę na ponadnormatywne w tamtym okresie marże budownictwa ogólnego. Uważamy, że marże segmentu budownictwa ogólnego mogą być w kolejnych latach niższe ze względu na dużą konkurencję w tym obszarze (także ze strony prefabrykatów). 2023 rok może być także wymagający dla segmentu Konstrukcji

Maszynowych ze względu na ekspozycje na ceny energii i gazu (w kolejnych latach zakładamy stopniową odbudowę marży, jednak przy niższych przychodach niż w 2022 roku).

- Na nasze prognozy wyników wpływ mogą mieć rozstrzygnięcia istotnych sporów prawnych (opisane w kolejnych rozdziale).

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	759,6	792,3	650,4	613,2	601,4	616,9	770,1	1 028,3	958,5	909,6	918,7	927,9	937,2	946,6	956,0	965,6	975,3
Realizacje przemysłowe	436,8	460,1	358,4	347,5	256,4	307,0	347,9	447,8	420,0	420,0	424,2	428,4	432,7	437,1	441,4	445,8	450,3
Konstrukcje maszynowe	90,2	117,5	107,4	118,2	114,0	103,5	126,1	152,5	105,0	106,1	107,1	108,2	109,3	110,4	111,5	112,6	113,7
Ogólne	216,2	196,8	169,3	135,4	213,9	194,3	286,1	419,3	425,0	375,0	378,8	382,5	386,4	390,2	394,1	398,1	402,1
Inne	16,4	18,0	15,2	12,2	17,1	12,1	9,9	8,6	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2
Zysk brutto ze sprzedaży	57,6	36,2	-39,4	69,6	64,8	72,1	77,3	96,6	87,2	78,0	78,8	77,9	78,7	79,5	80,3	81,1	81,9
SG&A	45,2	47,1	45,6	48,9	45,7	44,3	47,0	47,3	46,3	46,3	46,8	47,3	47,7	48,2	48,7	49,2	49,7
Zysk na sprzedaży	12,4	-10,9	-85,0	20,7	19,1	27,9	30,4	49,3	40,9	31,7	32,0	30,7	31,0	31,3	31,6	31,9	32,2
EBITDA	22,8	-5,9	-62,5	35,1	33,3	39,1	44,5	59,0	53,1	44,0	44,3	42,9	43,2	43,5	43,9	44,2	44,5
EBIT	8,8	-19,7	-75,6	22,9	20,4	26,4	32,1	46,8	40,9	31,7	32,0	30,7	31,0	31,3	31,6	31,9	32,2
Realizacje przemysłowe	-2,9	-36,4	-75,2	6,2	0,1	6,4	6,5	21,7	19,4	18,9	19,1	19,3	19,5	19,7	19,9	20,1	20,3
Konstrukcje maszynowe	0,7	4,5	1,0	5,8	0,2	5,6	5,5	7,3	0,0	2,1	4,0	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5
Ogólne	8,4	1,9	3,8	3,6	9,5	18,6	26,1	30,2	29,5	18,8	17,0	15,3	15,5	15,6	15,8	15,9	16,1
Inne	2,1	6,4	2,4	6,9	9,8	-3,9	-5,8	-12,3	-8,0	-8,1	-8,2	-8,2	-8,3	-8,4	-8,5	-8,6	-8,7
Zysk brutto	3,9	-22,7	-83,0	15,6	16,4	16,8	23,1	41,5	35,7	27,5	28,0	26,8	27,2	27,5	27,8	28,1	28,4
Zysk netto	1,9	-22,8	-79,8	11,1	10,1	10,2	14,7	27,1	22,9	19,4	19,8	19,0	19,3	19,5	19,8	20,0	20,2
CFO	12,3	-21,6	-21,6	-21,9	13,6	0,6	22,4	28,5	22,2	37,2	32,1	31,0	31,2	31,3	31,5	31,7	31,9
Dług netto	-3,5	26,3	18,5	16,7	9,8	22,8	-16,3	-32,1	-34,8	-47,3	-53,6	-56,9	-61,0	-65,2	-69,4	-73,7	-78,1
Marża brutto ze sprzedaży	7,6%	4,6%	-6,1%	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%	9,4%	9,1%	8,6%	8,6%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
SG&A/przychody	6,0%	5,9%	7,0%	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%	4,6%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Marża EBITDA	3,0%	-0,7%	-9,6%	5,7%	5,5%	6,3%	5,8%	5,7%	5,5%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBIT	1,2%	-2,5%	-11,6%	3,7%	3,4%	4,3%	4,2%	4,6%	4,3%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Realizacje przemysłowe	-0,7%	-7,9%	-21,0%	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%	4,8%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Konstrukcje maszynowe	0,8%	3,8%	0,9%	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%	4,8%	0,0%	2,0%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ogólne	3,9%	1,0%	2,2%	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%	7,2%	7,0%	5,0%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Inne	13%	36%	16%	56%	57%	-32%	-58%	-143%	-94%	-94%	-94%	-94%	-94%	-94%	-94%	-94%	-94%
Marża zysku netto	0,2%	-2,9%	-12,3%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

ISTOTNE SPORY PRAWNE

Spółka obecnie toczy cztery istotne spory, które mogą w przyszłości wpływać na jej wyniki i pozycję gotówkową:

- stadion Śląski,
- baza NATO,
- EFRA Lotos,
- DTŚ.

Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ	kwota żądana przez II stronę	stan bieżący	oczekiwany czas
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	15,0	177,7*	proces sądowy w toku	kilka lat
baza NATO (AEGIS)	Wood	27,2	39,1	finał postępowania arbitrażowego	koniec 2022
baza NATO (AEGIS)	Wood	12,2	**	w X'21 wyrok sądu zezwalający na pociągnięcie 12 mln PLN gwarancji bankowej przez Wood	koniec 2022
EFRA Lotos	KT	19,4	90,8	początek postępowania arbitrażowego	2-3 lata
Drogowa Trasa Średnicowa	DTŚ, Woj. Śląskie	69,0	0,0	Sąd Okręgowy odrzucił argumenty PRInż, na X'2022 wyznaczono termin posiedzenia w Sądzie Apelacyjnym	kilka lat

Źródło: DM BDM S.A., spółka, *kwota żądane od konsorcjum (pierwotnie kary umowne, o jakie wnioskował inwestor miały wynieść 63 mln PLN, z tego 27 miało przypadać na MS Zabrze)**gwarancja została pociągnięta

Stadion Śląski

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

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

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

Baza NATO (AEGIS Ashore w Redzikowie)

Sprawa obecnie najbliższej rozstrzygnięcia.

W 2016 roku spółka zawarła umowę z Amec Foster Wheeler (obecnie John Wood Group – spółka notowana na LSE) na wykonanie robót budowlanych, dostawę i montaż konstrukcji stalowej, dostawę i montaż HVAC i instalacji wodno-kanalizacyjnych oraz montaż rurociągów paliwowych w ramach projektu budowy bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie. Wartość prac po aneksach wynosiła 105 mln PLN.

W 2017 zostało sfinalizowane przejście Amec przez Wood. W połowie 2018 roku Wood oświadczył, że rozwiązuje umowę, nie podając (zdaniem spółki) podstawy prawnej swojego oświadczenia. Cały kontrakt realizowany przez Wood już wtedy notował duże opóźnienie (pierwotnie w 2018 roku miał być ukończony) i generowała straty. Zdaniem MS Zabrze kontrakt był realizowany pomimo braku aktualnego harmonogramu realizacji, opóźnień w udostępnieniu frontów robót oraz w zatwierdzeniu protokołów. Stan zaawansowania wynosił ok. 80% zakresu rzeczowego. W tym samym roku MS Zabrze złożył wniosek o arbitraż (domagając się 24,2 mln PLN wynagrodzenia za roboty podstawowe i dodatkowe, później ta kwota wzrosła do 27,4 mln PLN). Swój wniosek złożył także Wood (twierdząc m.in., że nadpłacił 22,0 mln PLN wynagrodzenia – końcowa kwota roszczenie wyniosła 39,1 mln PLN). W 4Q'21 Sąd Apelacyjny we Wrocławiu zasądził na rzecz Wood wypłatę 12,2 mln PLN z gwarancji wystawionej przez Credit Agricole (spółka wypłaciła kwotę na rzecz banku, jednocześnie rozszerzono powództwo w arbitrażu przeciwko Wood o tę wartość). W czerwcu 2022 odbyła się finalna rozprawa arbitrażowa. Zdaniem spółki wyrok powinien zostać wydany do połowy grudnia 2022. Sama budowa bazy zanotowała kilkuletnie opóźnienie (wg sprawozdania Wood na koniec 2Q'22 był fizycznie ukończony w 95%, a zaksięgowana strat wynosiła 222 mln USD).

Lotos EFRA (podwykonawstwo dla Kinetics Technology)

Sprawa na początkowym etapie arbitrażu (arbitraż z Wood trwa 4 lata)

W 2Q'16 spółka podpisała umowy z KT na roboty budowlane, montaż i dostawy za 24,3 mln PLN (roboty budowlane), 16,7 mln PLN (dostawa zbiorników) i 96,3 mln PLN (pakiet montażowy). W 2017 i 2018 zawarto aneksy zwiększające wartość prac o 6,5 mln PLN i 8,8 mln PLN. W 2018 podpisano uzgodnienia pomiędzy MS Zabrze i KT na mocy których spółka otrzymała dodatkowe wynagrodzenie w kwocie 18 mln PLN na pokrycie kosztów wynikających z opóźnień w realizacji całego projektu. Jednocześnie spółka odstąpiła wtedy od dochodzenia pozostałych roszczeń, a KT od naliczania kar. W czerwcu 2019 ukończono DCU, kluczową instalację projektu EFRA. W lutym 2020 zawarto porozumienie w sprawie finalnego rozliczenia kontraktu budowlanego. W odniesieniu do kontraktu mechanicznego KT zwróciło połowę kaucji oraz wystawiło tzw. świadectwa akceptacji. Pod koniec 2021 Mostostal złożył przeciw KT wniosek o arbitraż o zapłatę 19,4 mln PLN w związku z brakiem ostatecznego rozliczenia kontraktu mechanicznego. KT następnego dnia złożyło wniosek o zapłatę 90,8 mln PLN. Na obecnym etapie trwa wybór przewodniczącego Trybunału Arbitrażowego.

DTS

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, na październik 2022 wyznaczono termin posiedzenia w Sądzie Apelacyjnym.

Współpraca z Hitachi Zosen Inova

W 2019 roku spółka zawarła z Hitachi Zosen Inova porozumienie, które ustalało ogólne zasady współpracy pomiędzy MZ a HZI, jak również ustaliło zasady rozwiązania sporu dotyczącego kontraktu realizowanego w 2017 roku w spalarni odpadów Ferrybridge w Wielkiej Brytanii. Główne postanowienia zakładały:

- a) przeniesieniu z HZI do MS Zabrze części łańcucha wartości HZI (wykorzystując dźwignię cenową pomiędzy Polską a Europą Zachodnią),
- b) zawarcie umowy ramowej o współpracy w zakresie świadczenia usług projektowych oraz inżynierskich na rzecz HZI, której miały wygenerować dla HZI oszczędności w wysokości 2,0 mln CHF w okresie 3-4 lat (zabezpieczeniem wykonania umowy o współpracy jest gwarancja 1,0 mln CHF),
- c) potencjalne pomniejszenie gwarancji zabezpieczającej kontrakt Ferrybridge (2,4 mln GBP) o wysokość wspomnianych wyżej oszczędności (do kwoty max 1,5 mln CHF).
- d) HZI otrzymał opcję nabycia mniejszościowego (15%-30%) pakietu akcji Biprohutu (spółka projektowa) do końca 2020 (nie skorzystano z niej).

W 1H'22 MS Zabrze w wynikach zawiązał 3,3 mln PLN rezerw (większość kwoty w 1Q'22) z tytułu opóźnień w realizacji postanowień porozumienia (pandemia Covid i wojna w Ukrainie wpłynęły na ograniczenie skali podjętej współpracy w ramach zadań projektowych i inżynierskich powierzonych przez HZI, co może przełożyć się na ostateczne rozliczenie stron).

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	177	155	156	156	157	157	158	158	158	159	159	160
Wartości niematerialne i prawne	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	6	6
Rzeczowe aktywa trwałe	72	69	70	70	70	70	70	71	71	71	71	72
Nieruchomości inwestycyjne	42	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Pozostałe aktywa trwałe	59	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Aktywa obrotowe	302	339	439	413	401	406	409	416	423	430	438	446
Zapasy	20	28	37	34	33	33	33	34	34	34	35	35
Należności krótkoterminowe	248	258	337	321	305	308	311	314	317	320	323	327
Inwestycje krótkoterminowe	29	49	58	52	59	60	60	63	66	70	74	79
- w tym środki pieniężne*	29	48	58	52	58	59	59	62	65	69	74	78
Pozostałe aktywa obrotowe	5	5	6	6	5	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa razem	479	494	594	570	558	563	567	574	581	589	597	606
Kapitał (fundusz) własny	174	191	218	234	242	249	253	258	263	268	274	279
Kapitał mniejszości	2	2	3	4	4	5	5	5	6	6	7	7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	303	301	374	332	312	310	309	310	312	314	317	320
Rezerwy na zobowiązania	52	49	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Zobowiązania długoterminowe	16	13	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	16	13	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	192	169	233	205	189	186	184	185	186	188	190	192
- w tym zobowiązania oprocentowane	36	19	18	17	11	6	2	1	0	0	0	0
Pasywa razem	479	494	594	570	558	563	567	574	581	589	597	606
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody netto ze sprzedaży	617	770	1 028	959	910	919	928	937	947	956	966	975
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	72	77	97	87	78	79	78	79	80	80	81	82
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	44	47	47	46	46	47	47	48	48	49	49	50
Zysk (strata) na sprzedaży	28	30	49	41	32	32	31	31	31	32	32	32
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-2	2	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	39	44	59	53	44	44	43	43	44	44	44	45
EBIT	26	32	47	41	32	32	31	31	31	32	32	32
Saldo działalności finansowej	-10	-9	-5	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Zysk (strata) brutto	17	23	41	36	27	28	27	27	28	28	28	28
Zysk (strata) netto mniejszości	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	10	15	27	23	19	20	19	19	20	20	20	20
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	1	22	29	22	37	32	31	31	31	32	32	32
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4	22	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13	-13
Przepływy z działalności finansowej	1	-25	-6	-16	-18	-18	-19	-15	-16	-15	-15	-15
Przepływy pieniężne netto	-2	19	10	-6	7	1	0	3	3	4	4	4
Środki pieniężne na początek okresu	31	29	48	58	52	58	59	59	62	65	69	74
Środki pieniężne na koniec okresu	29	48	58	52	58	59	59	62	65	69	74	78
Wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	3%	25%	34%	-7%	-5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	17%	14%	33%	-10%	-17%	1%	-3%	1%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	1%	44%	85%	-15%	-15%	2%	-4%	1%	1%	1%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	11,7%	10,0%	9,4%	9,1%	8,6%	8,6%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Marża EBITDA	6,3%	5,8%	5,7%	5,5%	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Marża EBIT	4,3%	4,2%	4,6%	4,3%	3,5%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża netto	1,7%	1,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
SG&A / przychody	7,2%	6,1%	4,6%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
ROE	5,9%	7,7%	12,4%	9,8%	8,0%	8,0%	7,5%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%
ROA	2,1%	3,0%	4,6%	4,0%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Dług	51	32	26	17	11	6	2	1	0	0	0	0
D / (D+E)	22,8%	14,3%	10,6%	6,7%	4,3%	2,3%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	29,6%	16,7%	11,8%	7,2%	4,5%	2,4%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	29,6%	16,7%	11,8%	7,2%	4,5%	2,4%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	23	-16	-32	-35	-47	-54	-57	-61	-65	-69	-74	-78
Dług netto / kapitał własny	131,49	-85,41	-147,42	-148,85	-195,63	-215,12	-224,59	-236,29	-247,63	-258,70	-269,50	-280,06
Dług netto / EBITDA	0,6	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8
EV	166	127	111	108	96	90	86	82	78	74	69	65
Dług / EV	30,9%	25,0%	23,2%	15,6%	11,4%	6,6%	2,6%	1,6%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,7%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	34,1%	44,8%	104,3%	104,0%	103,0%	103,5%	103,6%	103,7%	103,6%	103,5%	103,4%	103,3%
Zmiana KO / Przychody	3,8%	0,7%	1,4%	1,4%	-0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	150,9%	3,5%	5,5%	-18,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
P/E*	14,0	9,8	5,3	6,3	7,4	7,2	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,1
P/BV*	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA*	4,2	2,9	1,9	2,0	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5
EV/EBIT*	6,3	4,0	2,4	2,6	3,0	2,8	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0
EV/S*	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,09	0,15	0,17	0,20	0,19	0,19	0,20	0,20	0,20
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	50,0%	66,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 1,92 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczynski

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	2,31	Wznowienie rekomendacji	---	26.09.2022	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	8:37 CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	9:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'22*:		, 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	3 60%	2 100%	
Akumuluj	2 40%	0 0%	
Trzymaj	0 0%	0 0%	
Redukuj	0 0%	0 0%	
Sprzedaj	0 0%	0 0%	

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.09.2022 roku (10:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.10.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać aktualizane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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 nieaktualne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządzana nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 27.09.2022 roku:

- 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 jakiejkolwiek 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 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 jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki MOSTOSTAL ZABRZE

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć 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.