

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

Mostostal Zabrze 1 czerwca poinformował, że wygrał postępowanie arbitrażowe z Wood w sprawie roszczeń dotyczących budowy bazy NATO w Redzikowie (spółka wygrała 43,1 mln PLN, a mogła przegrać dość zbliżoną kwotę). Oznacza to zdjęcie z czynników ryzyka znaczącego elementu, a także może dać dodatkowy impuls dla zmian w postrzeganiu przez inwestorów czy otoczenie w sektorze budowlanym. Spółka ma za sobą bardzo dobre wyniki 2022 roku, rekordowy jak na początek roku był 1Q'23. Spodziewamy się kontynuacji dobrych rezultatów także w 2Q'23. Jednocześnie jednak portfel zleceń w ostatnich kwartałach wyraźnie zaczął się kurczyć (po 1Q'23: -29% r/r), co oznacza konieczność pozyskiwania obecnie zleceń w bardziej wymagającym otoczeniu makro. Liczymy jednocześnie, że relacje wypracowane w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi pozwolą spółce na uzupełnienie portfela w 2H'23 (obecnie kończony jest m.in. duży kontrakt dla BASF). Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki. Uważamy, że nadal wykazuje ona wyraźne niedowartościowanie względem sektora, a w ostatnich latach znajdowała się poza zainteresowaniem rynku. Ceną docelową podnosimy do 3,69 PLN z 2,74 PLN (głównie efekt pozytywnego rozstrzygnięcia sporu z Wood oraz podniesienie naszych wcześniejszych prognoz wyników). Utrzymujemy zalecenie Kupuj. Zwracamy uwagę, że nasza wycena nadal ujmuje dyskonto z tytułu spraw spornych, które obniża wycenę o 0,48 PLN.

Obecna kapitalizacja spółki to blisko 240 mln PLN. Po 1Q'23 spółka miała 80 mln PLN gotówki netto. Zakładamy, że sprawa z Wood pozwoli na wpływ dodatkowych ok 40 mln PLN w krótkim terminie (strony są zobowiązane do „niezwłocznego” wykonania wyroku arbitrażu). Spółka nadal dysponuje istotnymi nieruchomościami inwestycyjnymi o wartości bilansowej 43 mln PLN (biurowiec w centrum Gliwic). To diametralna różnica do sytuacji sprzed jeszcze 2-3 lat, gdy spółka uchodziła za zadłużoną i obciążoną niekończącymi się sprawami spornymi (w 2023 udało się zamknąć Wood i HZI, w średnim terminie pozostaje jeszcze KT a w długim Stadion Śląski; sprawa DTŚ jest ewentualnie opcją na wygranie). Spółka wcześniej sygnalizowała, że zamknięcie sprawy z Wood oznaczać będzie publikację aktualizacji strategii. Oczekujemy, że przedstawiona zostanie także perspektywa podzielenia się gotówką z akcjonariuszami, na razie majowe WZA uchwaliło skup akcji za 4 mln PLN (w modelu zakładamy wypłatę w 2024 roku 0,27 PLN/akcję - 50% skonsolidowanego zysku netto, jednocześnie bierzemy pod uwagę możliwość jeszcze dodatkowej forma wypłaty w 2023 roku).

W stosunku do poprzedniej rekomendacji z lutego'23 podnieśliśmy naszą założenie na 2023 (przyjmowaliśmy wtedy konserwatywne założenie dotyczące segmentu Konstrukcji Maszynowych, dodatkowo uwzględniamy rozpoznanie 9 mln PLN zysku na poziomie EBIT z arbitrażu). W kolejnych latach spodziewamy się, że spółka będzie w stanie utrzymać EBITDA w okolicy 50 mln PLN (czyli powyżej poziomu z 2021 roku, ale niżej niż w okresie 2022-23). Poziom EV/Sales'23 wynosi 0,11x (przy medianie dla grupy porównawczej na poziomie 0,20x).

W wycenie końcowej pozostawiliśmy dyskonto na ryzyko z tytułu prowadzonego przez spółkę sporu prawnego z KT dotyczącego projektu EFRA. Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,48 PLN/akcję (środek przedziału pomiędzy roszczeniami MSZ a KT). 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 oraz niewielki wpływ na zmianę ujętego już dyskonta przy równoczesnym ujęciu ryzyk i szans.

Głównym akcjonariuszem spółki pozostaje (przez podmioty zależne) K. Jędrzejewski (42% akcji). Spółka po zejściu poniżej progu przez Quercus TFI w 3Q'22 nie posiada znaczących akcjonariuszy funduszowych, była także całkowicie nieobecna w portfelach OFE na koniec 2022 roku.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	616,9	770,1	1 172,3	1 156,6	966,6	979,9
EBITDA [mln PLN]	39,1	44,5	71,0	73,3	47,9	50,0
EBIT [mln PLN]	26,4	32,1	58,3	59,4	33,4	35,4
Zysk netto [mln PLN]	10,2	14,7	32,0	40,9	23,4	23,5
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	22,8	-16,3	-62,2	-120,2	-118,8	-123,8

P/BV	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9
P/E	23,4	16,3	7,5	5,8	10,2	10,1
EV/EBITDA	6,7	5,0	2,5	1,6	2,5	2,3
EV/EBIT	9,9	6,9	3,0	2,0	3,6	3,2
DPS* [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,05	0,27	0,24

*dywidenda lub skup akcji własnych

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.

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 3,69 PLN

05 CZERWIEC 2023, 08:05 CEST

Wycena DCF [PLN]	4,02
Wycena porównawcza [PLN]	4,53
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów [PLN]	-0,48
Wycena końcowa [PLN]	3,69
Potencjał do wzrostu / spadku	15,3%
Koszt kapitału	13,2%
Cena rynkowa [PLN]	3,20
Kapitalizacja [mln PLN]	238,6
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	3,20
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,92
Stopa zwrotu za 3 mc	30,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	66,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	75,8%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	42,1%
Pozostali	57,9%

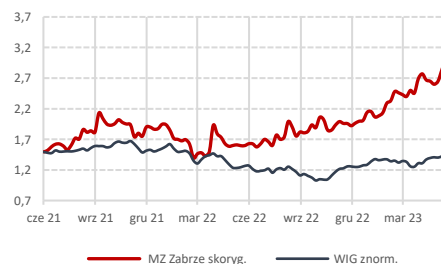
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	23,6	23,4	16,3	7,5	5,8	10,2	10,1
P/BV	1,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	7,5	6,7	5,0	2,6	1,7	2,7	2,5
EV/EBIT	12,2	9,9	6,9	3,2	2,1	3,8	3,5
EV/S	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
BVPS	2,2	2,3	2,6	3,0	3,5	3,6	3,7
EPS	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	0%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	601	617	770	1 172	1 157	967	980
realizacje przemysłowe	256	307	348	522	495	390	419
konstrukcje maszynowe	114	104	126	164	195	199	203
budownictwo ogólne	214	194	286	477	459	370	350
inne	17	12	10	9	7	8	8
Zysk brutto ze sprzedaży	65	72	77	112	103	87	89
SG&A	46	44	47	52	53	53	54
PPO/PKO	1	-2	2	-2	10	0	0
EBITDA	33	39	44	71	73	48	50
EBIT	20	26	32	58	59	33	35
realizacje przemysłowe	0	6	6	36	27	18	19
konstrukcje maszynowe	0	6	6	9	12	10	10
budownictwo ogólne	10	19	26	41	22	16	16
inne	10	-4	-6	-27	-1	-10	-9
wyłączenia	1	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16	17	23	56	59	34	34
Zysk netto	10	10	15	32	41	23	24
Dług netto	10	23	-16	-54	-112	-111	-116

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-2%	3%	25%	52%	-1%	-16%	1%
EBITDA zmiana r/r	-5%	17%	14%	60%	3%	-35%	4%
Zysk netto zmiana r/r	-9%	1%	44%	118%	28%	-43%	0%
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%	8,9%	9,0%	9,1%
Marża EBITDA	5,5%	6,3%	5,8%	6,1%	6,3%	5,0%	5,1%
Marża netto	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	3,5%	2,4%	2,4%
ROE	6,1%	5,9%	7,7%	14,1%	15,5%	8,8%	8,6%
ROA	2,2%	2,1%	3,0%	4,7%	5,9%	3,7%	3,7%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	177	177	155	173	175	176	177
WNiP	3	4	4	4	4	4	4
Rzeczowe aktywa trwałe	78	72	69	79	81	82	82
Pozostałe aktywa trwałe	96	101	82	90	90	90	90
Aktywa obrotowe	275	302	339	505	515	455	460
Zapasy	14	20	28	30	29	25	25
Należności krótkoterminowe	224	248	258	373	347	300	304
Środki pieniężne	31	29	48	86	135	127	127
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	17	4	3	4
Aktywa razem	452	479	494	678	690	632	637
Kapitał własny	165	174	191	227	264	267	273
Udziały mniejszości	2	2	2	3	3	4	4
Zobowiązania i rezerwy	285	303	301	448	423	361	360
Rezerwy na zobowiązania	54	52	49	74	62	62	62
Oprocentowane zobowiązania	41	51	32	32	23	17	12
Zobowiązania pozostałe	190	200	220	343	338	283	287
Pasywa razem	452	479	494	678	690	632	637
Dług netto	10	23	-16	-54	-112	-111	-116
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	0,3	0,6	-0,4	-0,8	-1,5	-2,3	-2,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	14	1	22	69	78	31	35
CFI	8	-4	22	-17	-16	-11	-12
CFF	-5	1	-25	-14	-13	-28	-23
- w tym dywidenda	0	0	0	0	0	20	18
Przepływy pieniężne netto	17	-2	19	38	49	-7	0
CAPEX / Amortyzacja	48%	34%	45%	80%	113%	109%	106%

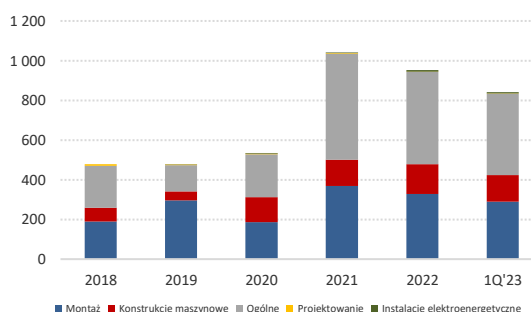
MOSTOSTAL ZABRZE

Rekomendacja	Kupuj	www: www: www.mz.pl
Wycena końcowa [PLN]	3,69	
Potencjał do wzrostu /	15%	daty najbliższych raportów:
Cena rynkowa [PLN]	3,20	2Q'23: 7 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6	3Q'23 9 lis
Kapitalizacja [mln PLN]	239	

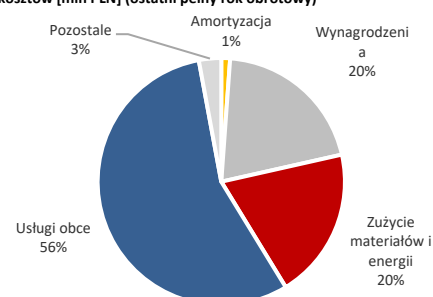
Wyniki Q [mln PLN]	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody	200	231	276	349	317	348
realizacje przemysłowe	94	96	127	160	139	165
konstrukcje maszynowe	34	40	40	38	46	52
budownictwo ogólne	70	93	107	149	129	129
inne	2	2	2	2	2	1
Zysk brutto ze sprzedaży	19	22	27	27	36	30
SG&A	15	11	13	11	17	14
PPO/PKO	3	-1	-2	-1	1	0
EBITDA	11	13	16	18	23	20
EBIT	8	10	13	15	20	16
realizacje przemysłowe	3	4	7	10	15	9
konstrukcje maszynowe	2	2	2	2	3	4
budownictwo ogólne	4	7	8	11	14	6
inne	-2	-3	-5	-8	-11	-3
wyłączenia	1	0	0	0	0	0
Zysk brutto	5	10	11	17	18	16
Zysk netto	3	6	7	11	9	11
Dług netto	-16	-20	-31	-36	-62	-80

Wskaźniki	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody zmiana r/r	6,7%	44,3%	33,7%	71,6%	58,1%	50,5%
EBITDA zmiana r/r	-3,2%	29,8%	34,2%	61,9%	111,9%	48,7%
Zysk netto zmiana r/r	-2,9%	140,7%	23,8%	168,8%	199,1%	90,3%
Marża brutto na sprzedaży	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%
Marża EBITDA	5,5%	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%
Marża netto	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,8%	3,2%

Portfel [mln PLN]



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



WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 4,02 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 4,53 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 4,17 PLN.

W wycenie końcowej przyjęliśmy kalkulację dodatkowego ryzyka z tytułu prowadzonego przez spółkę sporu prawnego, który może rozstrzygnąć się w średnim terminie (spór z KT). Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,48 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 (ich ujęcie teoretycznie zmniejszyłoby dyskonto do -0,41 PLN, na co wpływa duża kwota żądana przez MSZ w sprawie dotyczącej DTŚ). Szerszy opis spornych spraw został przedstawiony w osobnym rozdziale.

Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 3,69 PLN.

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	4,02
Wycena metodą porównawczą	30%	4,53
Wycena 1 akcji [PLN]		4,17
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		-0,48
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]		3,69

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]
Sprawy nieujęte w kalkulacji			
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	15,0	73,8*
DTŚ	Woj. Śląskie	69,0	0
Sprawy ujęte w kalkulacji			
EFRA Lotos	KT	19,4	90,8
	suma	19,4	90,8
wygrana MSZ [mln PLN]		19,4	
przegrana MSZ [mln PLN]		-90,8	
środek przedziału [mln PLN]		-35,7	
liczba akcji [mln szt]		74,6	
wartość/akcję [PLN]		-0,48	

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

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,0%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,1 (poprzednio 1,2, obniżyliśmy ze względu na zakończenie sprawy z Wood)

Główne założenia przyjęte w modelu:

- Biorąc pod uwagę backlog spółki szacujemy, że w 2023 roku przychody spółki mogą być porównywalne r/r, na poziomie 1,2 mld PLN (w 2022 wzrosły o 52% r/r). W kolejnych latach przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zakładamy roczny przychód w okolicy 1,0 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 2-3 latach.
- W modelu przyjmujemy marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 9% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-22 to 10,5% dla marży brutto ze sprzedaży oraz ponad 4% dla rentowności operacyjnej. Zwracamy jednak uwagę na ponadnormatywne w ostatnich okresach 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). Przyjmujemy natomiast bardziej optymistyczne założenia dla segmentu Konstrukcji Maszynowych (pozytywne zaskoczenie w wynikach 1Q'23, obniżenie się cen gazu i energii).
- Istotnym ryzykiem dla naszych prognoz są nadal 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 (nieruchomości inwestycyjne).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX w 2023 i 2024 roku założono powyżej poziomu amortyzacji (w ostatnich latach CAPEX był regularnie niższy niż amortyzacja, ale zakładamy, że spółka będzie musiała poczynić dalsze inwestycje w obszarze Konstrukcji Maszynowych czy Budownictwa Ogólnego – własna prefabrykacja). Uważamy, że obecna dobra pozycja gotówkowa spółki może skłonić zarząd do podjęcia większych nakładów inwestycyjnych, które poprawiałyby pozycję konkurencyjną spółki.
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku.
- W pozycji „Spory prawne” ujęliśmy w 2023 wpływ zasądzonej kwoty netto w arbitrażu z Wood (43,1 mln PLN) pomniejszonej o wartość, która przechodzi przez EBIT (9,4 mln PLN, przyjęliśmy dolną wartość z zakresu podanego przez spółkę).
- 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 2032.
- Efektywna stopa podatkowa w modelu została przyjęta na poziomie 30% (m.in. różnice w opodatkowaniu dochodów zagranicznych).
- Wycena została sporządzona na dzień 05.06.2023 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 299 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 4,02 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 156,6	966,6	979,9	1 022,5	1 051,6	1 077,2	1 093,3	1 104,2	1 115,3	1 126,4
EBIT [mln PLN]	59,4	33,4	35,4	36,7	37,4	37,9	37,9	37,7	37,9	38,1
Stopa podatkowa	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,8	10,0	10,6	11,0	11,2	11,4	11,4	11,3	11,4	11,4
NOPLAT [mln PLN]	41,6	23,4	24,8	25,7	26,2	26,5	26,5	26,4	26,5	26,6
Amortyzacja [mln PLN]	13,9	14,4	14,5	14,6	14,4	14,4	14,3	14,3	14,3	14,3
CAPEX [mln PLN]	-15,7	-15,7	-15,4	-14,3	-14,3	-14,3	-14,3	-14,3	-14,3	-14,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11,4	-1,7	-0,7	-2,3	-1,6	-1,4	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6
Spory prawne [mln PLN]	33,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	62,2	20,4	23,2	23,7	24,7	25,2	25,7	25,8	25,9	26,0
DFCF [mln PLN]	58,0	16,8	16,9	15,3	14,1	12,7	11,5	10,2	9,0	8,0
Suma DFCF [mln PLN]	172,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	217,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	67,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	239,9									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-62,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	2,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	299,4									
Ilość akcji [mln szt.]	74,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	4,02									

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

Przychody zmiana r/r	-1,3%	-16,4%	1,4%	4,3%	2,9%	2,4%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	1,8%	-43,7%	6,0%	3,7%	1,8%	1,3%	0,1%	-0,5%	0,5%	0,5%
FCF zmiana r/r	11,6%	-67,2%	13,8%	2,1%	4,5%	1,9%	1,9%	0,4%	0,4%	0,4%
Marża EBITDA	6,3%	5,0%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%
Marża EBIT	5,1%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
Marża NOPLAT	3,6%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	112,6%	108,8%	106,2%	98,3%	99,1%	99,6%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-72,7%	-0,9%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta lewarowana	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
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	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%
Udział kapitału własnego	96,7%	97,4%	98,2%	98,8%	98,9%	99,1%	99,1%	99,1%	99,2%	99,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału obcego	3,3%	2,6%	1,8%	1,2%	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
WACC	12,9%	12,9%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%

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%	1,0	1,1	1,2					
	beta	0,9	4,23	4,33	4,46	5,5%	4,18	4,28	4,40	5,5%	4,43	4,28	4,14	
	1,0	4,08	4,17	4,27	6,0%	4,05	4,14	4,25	6,0%	4,29	4,14	4,00		
	1,1	3,94	4,02	4,11	Premia za ryzyko	6,5%	3,94	4,02	4,11	Premia za ryzyko	6,5%	4,17	4,02	3,88
	1,2	3,81	3,88	3,96		7,0%	3,83	3,90	3,98		7,0%	4,05	3,90	3,77
	1,3	3,70	3,76	3,82		7,5%	3,73	3,79	3,86		7,5%	3,94	3,79	3,66

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%.

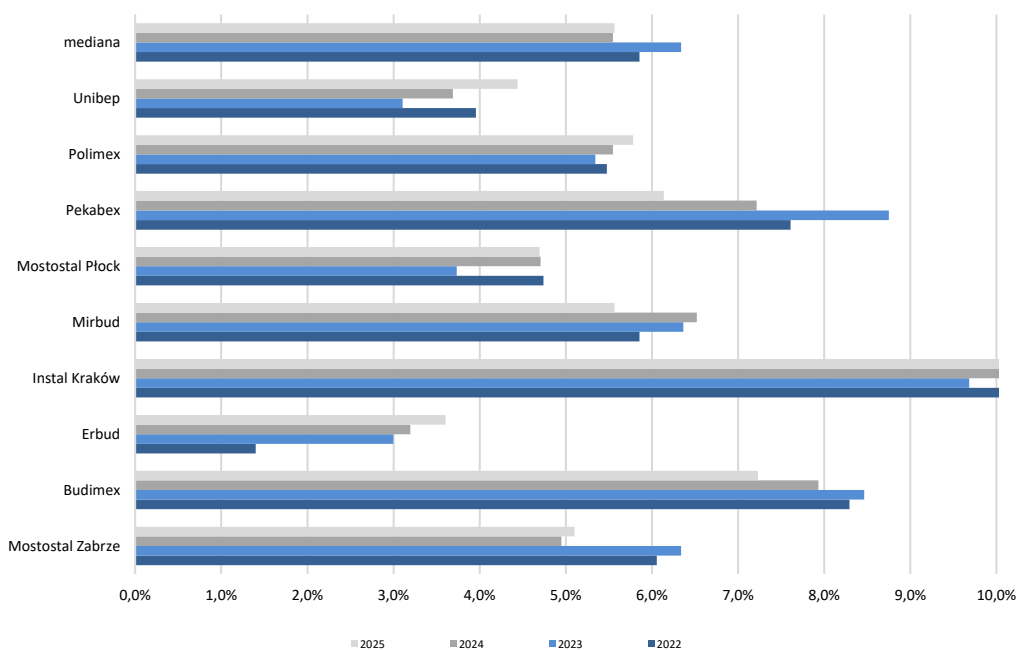
Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 4,53 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

Wycena porównawcza na bazie wybranych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	15,0	16,3	18,3	6,4	6,4	6,1
Erbud	19,7	13,2	9,5	5,5	5,1	4,2
Instal Kraków	9,3	7,4	7,9	6,4	4,8	5,7
Mirbud	5,3	5,6	7,6	3,0	2,6	3,2
Mostostal Płock	25,0	15,0	14,8	5,4	3,9	3,6
Pekabex	6,4	7,4	8,5	4,1	4,2	4,4
Polimex	7,7	7,3	7,1	2,3	2,1	1,4
Unibep	16,1	8,8	5,4	5,4	4,5	3,3
Mediana	12,1	8,1	8,2	5,4	4,3	3,9
Mostostal Zabrze	5,8	10,2	10,1	1,7	2,6	2,4
Premia / dyskonto	-51,9%	25,8%	23,4%	-68,9%	-39,9%	-38,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	6,66	2,54	2,59	6,87	4,31	4,20
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		3,93			5,13	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		4,53				

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

Porównanie rentowność EBITDA



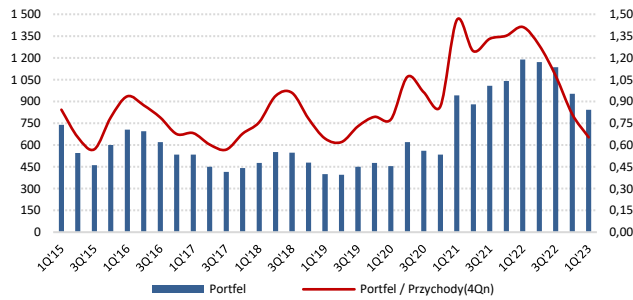
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

PORTFEL ZAMÓWIENÍ

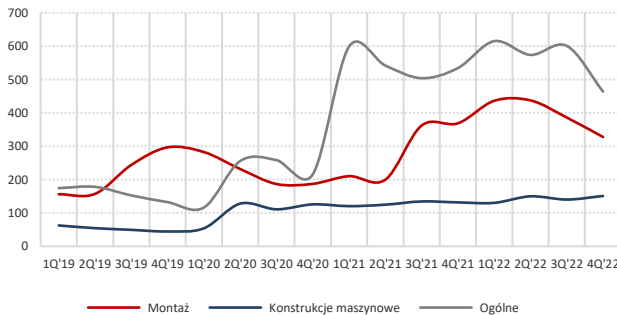
Kontrakty pozyskane od początku 2016 roku o wartości >20 mln PLN netto

Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
2023					
maj 23	E.ON Polska	MZRP	Wykonaniem prac na terenie AMP w Dąbrowie Górniczej	35	gru 24
nko	Stadion w Zabrze	GPBP	Dokończenie budowy Stadionu im. Ernesta Pohla w Zabrzu	37	12 mcy
mar 23	Park Śląski	GPBP	Budowa Kąpieliska Fala	34	wrz 24
lut 23	Miasto Gliwice	GPBP	Budowa sieci wod.-kan. z retencją wód na terenie Gliwickiego Obszaru Gospodarczego	47	mar 26
sty 23	Wallstein Rothemühle	MZRP	Realizacja prac w ramach modernizacji elektrofiltrów bloku 858MW Bełchatów	29	gru 23
2022					
lis 22	ArcelorMittal Poland	MZRP	Modernizacja Urządzeń Załadunku Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie Górniczej	19	wrz 23
sie 22	SK Ecoengineering	GPBP	Wewnętrzne prace wykończeniowe w ramach projektu Europe Ph-3&3	49	wrz 23
sie 22	Transgourmet	GPBP	Budowa hali logistycznej	116	gru 23
lip 22	Mercury Engineering Polska	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	cze 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	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 Schwarzheide	MZRP	Prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie w Schwarzheide	286	cze 23
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 Koberzycach	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 20
kwi 18	Sz. Miejs. w Zabrzu	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 Nitroretu oraz instalacji do zażęcia 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

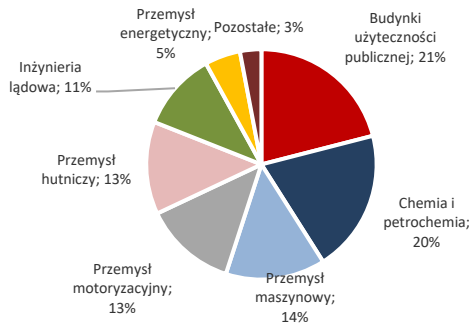
Źródło: BDM S.A., spółka, nko = najkorzystniejsza oferta, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum

Portfel / przychody za ostatnie 4Q


Źródło: DM BDM S.A., spółka

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]


Źródło: DM BDM S.A., spółka

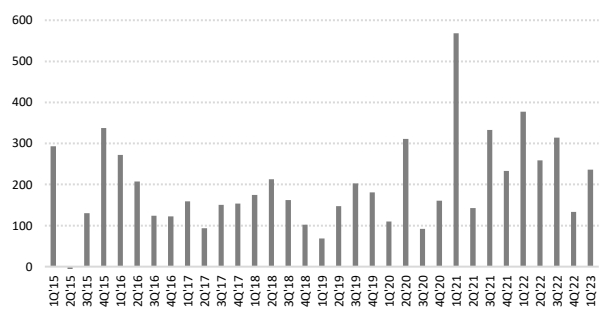
Struktura przychodów w 2022


Źródło: DM BDM S.A., spółka

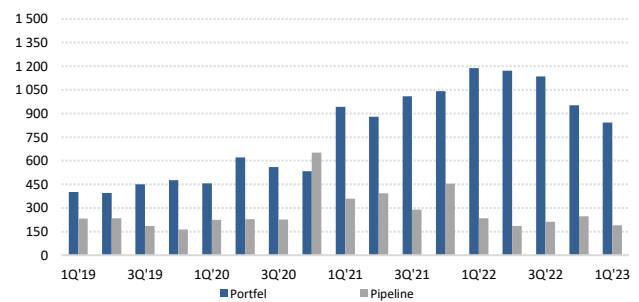
Bieżąca wartość portfela zleceń grupy MSZ po kwietniu'23 wynosiła ok 0,84 mld PLN. Kwota backlogu spadła poniżej 1,0 mld PLN już w poprzedni kwartale. Wynika to naszym zdaniem m.in. ze wzrostu zaawansowania największego kontraktu dla Posco (400 mln PLN) oraz kończenie kontraktu dla BASF (blisko 0,3 mld PLN), które nie mają na razie swoich nowych odpowiedników. Historycznie spółka charakteryzuje się raczej szybką rotacją portfela (<1 roku).

Spadek portfela oznaczać będzie konieczność pozyskiwania obecnie zleceń w bardziej wymagającym otoczeniu makro. Liczymy jednocześnie, że relacje wypracowane w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi (np. BASF) pozwolą spółce na uzupełnienie portfela w 2H'23.

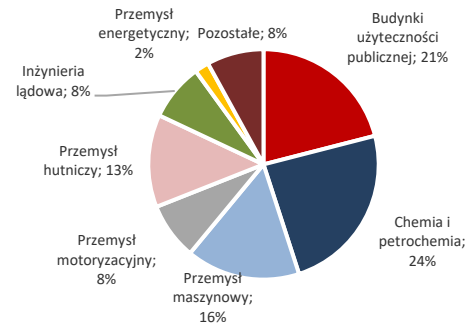
W strategii z 2020 spółka zapowiadała skoncentrowanie się na marży a nie na wolumenie, pozycjonowanie się jako spółka przemysłowa oraz duże dywersyfikowanie portfela zleceń. Pierwsza połowa wykonania strategii rzeczywiście była takim okresem (marżowo jednak dzięki przede wszystkim wypracowaniu ponadprzeciętnej 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, w 2022 mógł sięgnąć 477 mln PLN).

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]


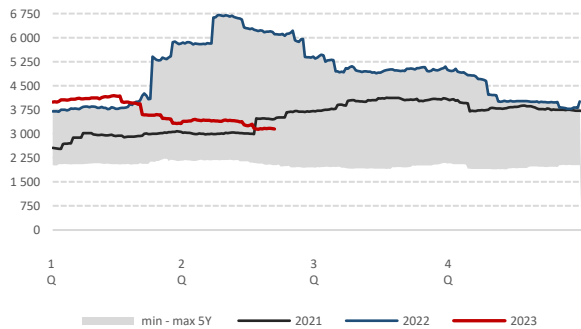
Źródło: DM BDM S.A., spółka, *szacowana wartość kontraktów do pozyskania w oparciu

Struktura przychodów w 1Q'23


Źródło: DM BDM S.A., spółka

STRONA KOSZTOWA

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



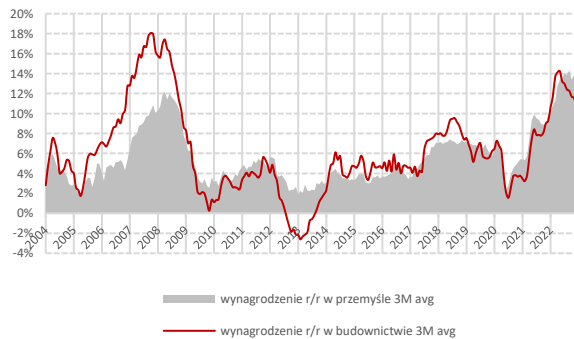
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana w Polsce r/r



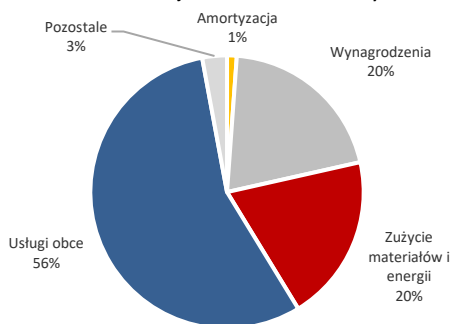
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



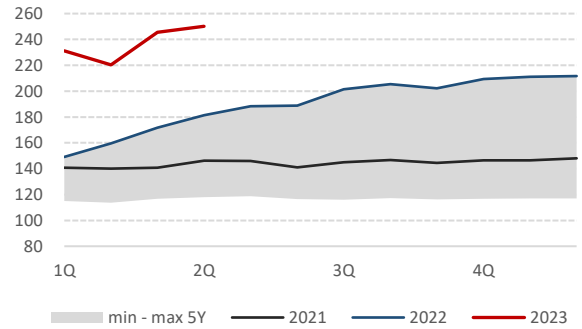
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



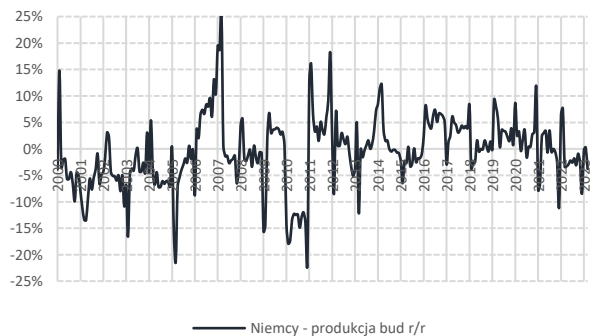
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Cement – indeks PSB*



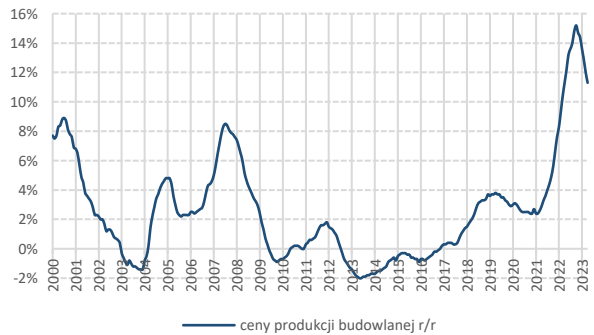
Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, *100= koniec 2010 roku

Produkcja budowlana w Niemczech r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



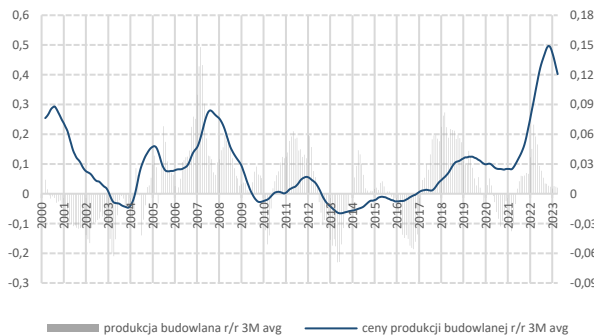
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

MS Zabrze – zużycie energii i gazu w 2021 i 2022 roku

	suma	MZRP	GPBP	MZKP	MZ Nieruchomości
2021					
energia [MWh]	7 809	1 322	439	4 666	1 382
gaz [MWh]	10 051	0	330	9 708	13
2022					
energia [MWh]	7 563	905	906	4 406	1 346
gaz [MWh]	6 086	0	228	5 855	3

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

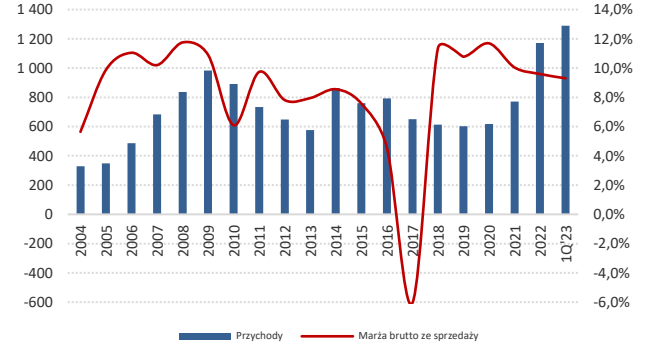
Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom, ponad 15% r/r w październiku. W następnym miesiącu zaczęła się powoli obniżać. Obecnie złamanie trendu jest już coraz wyraźniejsze, w kwietniu dynamika spowolniła do 11%. Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (która w ostatnich miesiącach oscyluje w okolicy zerowej dynamiki r/r), co historycznie zwykle zwiastowało spadek presji na ceny. Zwracamy uwagę, że scenariusz słabszej koniunktury w budownictwie (czy w całej gospodarce), jest zazwyczaj korzystny (w perspektywie kilku kwartałów) dla firm generalnego wykonawstwa (szczególnie w sytuacji, gdy mają zbudowane duże portfele zleceń). Słabnie natomiast pozycja podwykonawców oraz firm GW, których portfele zleceń mają krótkie duration (wymusza to szybką rotację zleceń, o której ciężiej przy słabszej koniunkturze, co przekłada się na presję na marże).

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 używanych w budownictwie, co z czasem przełoży się też na potencjalnie niższe koszty bardziej przetworzonych wyrobów czy ceny tych wyrobów zaszytych w kosztach usług podwykonawców. Wyzwaniem w 2023 roku są zakontraktowane u części producentów wysokie ceny energii/gazu (ceny spot obecnie wyraźnie spadły), 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. 4-5 tys MWh energii i 6-10 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 (spółka część zleceń realizuje za pomocą podwykonawców, także pracownicy w część są zatrudniani za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów, co daje spółce pewną elastyczność kosztową). Obecnie sytuacja wygląda jednak wyraźnie lepiej niż na przełomie 3/4Q'22, także akceptacja przez klientów podwyżek cen była prawdopodobnie wyższa niż oczekiwaliśmy (na co mogą wskazywać wyniki segmentu w 1Q'23).

Przychody i rentowność brutto ze sprzedaży MS Zabrze



Źródło: DM BDM S.A., spółka

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2019	2020	2021	2022
Przychody	131,8	146,2	151,2	187,7	160,0	206,4	203,4	200,2	230,9	275,9	349,0	316,5	347,6	601,4	616,9	770,1	1 172,3
Realizacje przemysłowe	67,2	78,0	78,9	82,9	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	159,8	139,2	165,1	256,4	307,0	347,9	521,8
Konstrukcje masz.	29,2	24,8	22,8	26,6	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	37,7	45,9	52,4	114,0	103,5	126,1	163,6
Ogólne	32,7	37,6	48,2	75,8	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	149,4	128,6	128,7	213,9	194,3	286,1	477,4
Inne	2,5	5,8	1,4	2,4	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	1,5	17,1	12,1	9,9	9,0
Zysk brutto	18,0	16,7	18,4	19,0	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	26,9	35,8	29,7	64,8	72,1	77,3	112,5
SG&A	12,4	10,0	10,1	11,7	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,4	16,6	13,6	45,7	44,3	47,0	52,1
Zysk na sprzedaży	5,5	6,7	8,3	7,3	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	15,5	19,2	16,2	19,1	27,9	30,4	60,4
EBITDA	8,9	9,8	9,0	11,5	10,3	11,8	11,3	11,1	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	33,3	39,1	44,5	71,0
EBIT	5,7	6,6	5,8	8,2	7,1	8,6	8,2	8,2	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	20,4	26,4	32,1	58,3
Realizacje przemysłowe	1,0	3,0	-0,6	3,1	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	9,8	14,5	8,8	0,1	6,4	6,5	35,9
Konstrukcje masz.	1,4	1,0	1,7	1,5	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	1,7	2,9	4,3	0,2	5,6	5,5	9,3
Ogólne	2,7	2,5	6,9	6,5	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	11,4	13,9	6,0	9,5	18,6	26,1	40,6
Inne	0,8	0,4	-2,2	-2,8	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-7,7	-11,4	-3,1	9,8	-3,9	-5,8	-27,4
Zysk brutto	3,2	4,6	3,3	5,7	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	16,9	18,4	16,4	16,4	16,8	23,1	55,6
Zysk netto	2,1	2,1	2,9	3,1	2,4	5,3	3,9	3,0	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	10,1	10,2	14,7	32,0
CFO	-12,1	2,7	-1,7	32,4	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	11,8	32,0	28,9	13,6	0,6	22,4	68,8
Dług netto	31,6	26,1	32,8	22,8	29,2	15,1	5,1	-16,3	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	9,8	22,8	-16,3	-62,2
Marża brutto	13,6%	11,4%	12,2%	10,1%	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%
SG&A/przychody	9,4%	6,9%	6,7%	6,2%	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	3,3%	5,2%	3,9%	7,6%	7,2%	6,1%	4,4%
Marża EBITDA	6,7%	6,7%	5,9%	6,1%	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%	5,5%	6,3%	5,8%	6,1%
Marża EBIT	4,3%	4,5%	3,8%	4,4%	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	4,6%	4,3%	6,4%	4,7%	3,4%	4,3%	4,2%	5,0%
Realizacje przemysłowe	1,5%	3,8%	-0,8%	3,7%	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	6,2%	10,4%	5,3%	0,0%	2,1%	1,9%	6,9%
Konstrukcje masz.	4,6%	4,2%	7,4%	5,7%	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,6%	6,3%	8,2%	0,2%	5,4%	4,4%	5,7%
Ogólne	8,3%	6,6%	14,4%	8,5%	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,6%	10,8%	4,7%	4,5%	9,6%	9,1%	8,5%
Inne	30%	6%	-162%	-114%	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-342%	-535%	-207%	57%	-32%	-58%	-305%
Marża zysku netto	1,6%	1,5%	1,9%	1,6%	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,8%	3,2%	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki za 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	230,9	347,6	50,5%	337,5	3,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	22,3	29,7	33,2%	32,1	-7,4%
Zysk na sprzedaży	11,0	16,2	46,8%	19,6	-17,5%
Saldo PPO/PKO	-0,6	0,2	---	0,0	---
EBITDA	13,3	19,8	48,7%	22,9	-13,3%
EBIT	10,4	16,4	57,7%	19,6	-16,3%
Zysk (strata) brutto	9,7	16,4	69,1%	18,8	-13,2%
Zysk (strata) netto	5,9	11,2	90,3%	12,0	-6,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,7%	8,5%		9,5%	
Marża EBITDA	5,8%	5,7%		6,8%	
Marża EBIT	4,5%	4,7%		5,8%	
Marża zysku netto	2,6%	3,2%		3,6%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

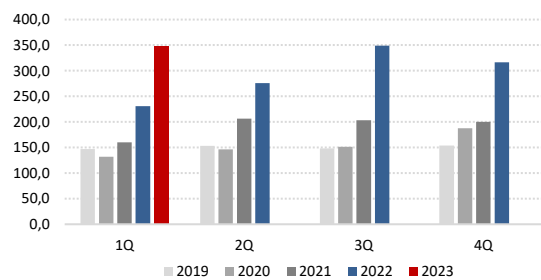
Podsumowanie wyników za 1Q'23

- Na poziomie przychodów w 1Q'23 spółka odnotowała 348 mln PLN, wzrost o 51% r/r (co jest pochodną wysokiego backlogu zarówno w obszarze Realizacji Przemysłowych jak i Budownictwa Ogólnego)
- EBIT na poziomie 16,4 mln PLN vs 10,4 mln PLN rok temu oraz 19,6 mln PLN w naszych prognozach. Saldo pozostałej działalności +0,2 mln PLN (strata w segmencie „pozostałe” na poziomie -3,1 mln PLN).
- Kolejny raz bardzo dobry wynik zanotowano w segmencie realizacji dla przemysłu (+8,8 mln PLN EBIT vs 4,3 mln PLN rok temu, jednak marża słabsza niż w 4Q'22: 5,3% vs 10,4%).
- Wyraźnie lepszy r/r wynik w konstrukcjach maszynowych (4,3 mln PLN EBIT vs 2,4 mln PLN rok temu).
- Nieco słabszy r/r wynik w budownictwie ogólnym – wzrost przychodów (efekt m.in. kontraktu dla Posco), ale rentowność spadła do poziomu 4,7% (najniżej od 4Q'19).
- Na wyniku brutto spółka odnotowała 16,4 mln PLN. Natomiast na poziomie netto 11,2 mln PLN. Stopa podatku wyniosła 30% (w porównaniu do poprzednich kwartałów relatywnie nisko).
- Gotówka netto po 1Q'23 na poziomie 80 mln PLN, w tym 10 mln PLN długoterminowych obligacji (vs 62 mln PLN gotówki netto łącznie z obligacjami po 4Q'22). CF operacyjny w 1Q'23: +29 mln PLN (głównie przez wzrost zobowiązań z tytułu umów i pomimo zapłaty 2,4 mln GBP ugody z HZI).

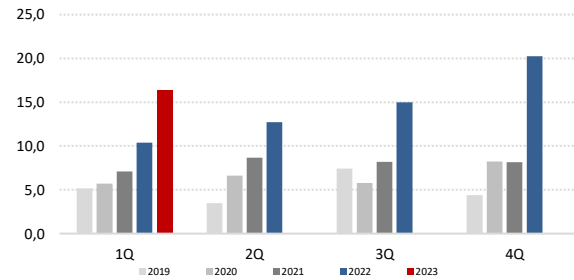
- W liście do akcjonariuszy prezes zapowiada przejęcie małej spółki utrzymywanej (utrzymanie ruchu, serwisy ciepłowni i zakładów przemysłowych) o przychodach na poziomie ok. 5 mln PLN. Spółka zapowiada, że może dokonywać kolejnych małych akwizycji w średnim terminie.
- Prezes zapowiedział publikację strategii na lata 2023-25 po publikacji wyroku arbitrażu z Wood.

Podsumowując wyniki były rekordowe jak na 1Q, aczkolwiek na poziomie rentowności nieco poniżej naszych oczekiwań (marża brutto ze sprzedaży 8,5% vs zakładane 9,5%) i tym samym zysku netto (11,2 mln PLN vs 12,0 mln PLN w naszych prognozach). Bardzo dobra marża w segmencie Konstrukcji Maszynowych, natomiast słabsza niż w 2H'22 rentowność w Realizacjach Przemysłowych i Budownictwie Ogólnym. Strata w obszarze „Pozostałe” na poziomie -3,1 mln PLN. Zwraca uwagę dalszy wzrost gotówki netto, oraz wysoki CF operacyjny: +29 mln PLN (głównie wzrost zobowiązań z tytułu umów).

Przychody wg kwartałów [mln PLN]

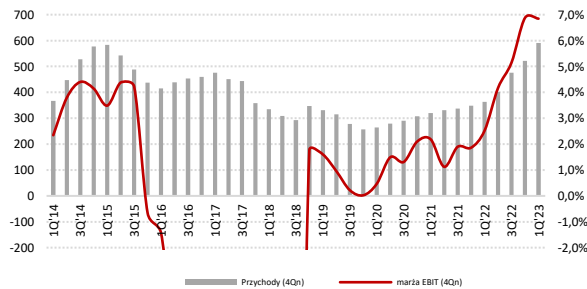


EBIT wg kwartałów [mln PLN]



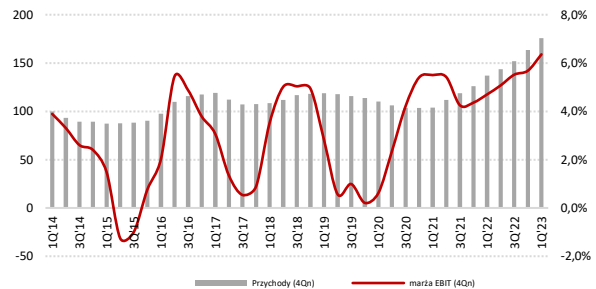
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych



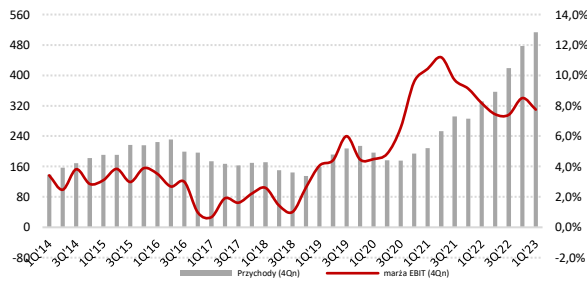
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie konstrukcji maszynowych



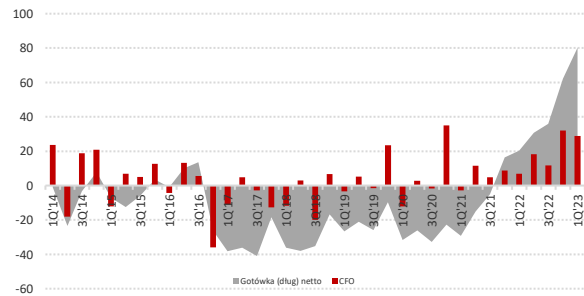
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Perspektyw na kolejne okresy

Prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	160,0	206,4	203,4	200,2	230,9	275,9	349,0	316,5	347,6	312,0	268,0	229,0	234,0	253,3	239,2	240,2
Realizacje przemysłowe	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	159,8	139,2	165,1	130,0	110,0	90,0	90,0	100,0	100,0	100,0
Konstrukcje masz.	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	37,7	45,9	52,4	50,0	46,0	47,0	52,0	51,3	47,2	48,2
Ogólne	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	149,4	128,6	128,7	130,0	110,0	90,0	90,0	100,0	90,0	90,0
Inne	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zysk brutto	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	26,9	35,8	29,7	27,2	23,8	22,1	21,2	22,5	21,2	21,8
SG&A	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,4	16,6	13,6	13,3	13,1	13,1	12,8	13,6	13,4	13,4
Zysk na sprzedaży	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	15,5	19,2	16,2	13,9	10,7	9,0	8,4	8,9	7,8	8,3
EBITDA	10,3	11,8	11,3	11,1	13,3	15,8	18,4	23,5	19,8	26,8	14,2	12,5	11,9	12,5	11,4	12,0
EBIT	7,1	8,6	8,2	8,2	10,4	12,7	15,0	20,2	16,4	23,3	10,7	9,0	8,4	8,9	7,8	8,3
Realizacje przemysłowe	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	9,8	14,5	8,8	7,2	6,1	4,5	4,1	4,5	4,5	4,5
Konstrukcje masz.	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	1,7	2,9	4,3	3,0	1,8	2,6	3,1	2,6	1,9	2,4
Ogólne	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	11,4	13,9	6,0	6,2	5,2	4,3	3,6	4,3	3,8	3,8
Inne	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-7,7	-11,4	-3,1	7,0	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Zysk brutto	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	16,9	18,4	16,4	23,0	10,9	9,2	8,5	9,1	8,1	8,6
Zysk netto	2,4	5,3	3,9	3,0	5,9	6,5	10,6	9,0	11,2	15,8	7,3	6,6	5,8	6,2	5,5	5,9
CFO	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	11,8	32,0	28,9	35,0	2,0	11,8	8,0	8,0	8,0	7,1
Dług netto	29,2	15,1	5,1	-16,3	-20,3	-30,8	-35,9	-62,2	-80,2	-111,8	-106,3	-120,2	-124,7	-129,1	-113,0	-118,8
Marża brutto	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	11,3%	8,5%	8,7%	8,9%	9,6%	9,1%	8,9%	8,9%	9,1%
SG&A/przychody	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	3,3%	5,2%	3,9%	4,3%	4,9%	5,7%	5,5%	5,4%	5,6%	5,6%
Marża EBITDA	6,4%	5,7%	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,3%	7,4%	5,7%	8,6%	5,3%	5,5%	5,1%	4,9%	4,8%	5,0%
Marża EBIT	4,4%	4,2%	4,0%	4,1%	4,5%	4,6%	4,3%	6,4%	4,7%	7,5%	4,0%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,5%
Realizacje przemysłowe	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	6,2%	10,4%	5,3%	5,5%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Konstrukcje masz.	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,6%	6,3%	8,2%	6,0%	4,0%	5,5%	6,0%	5,0%	4,0%	5,0%
Ogólne	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,6%	10,8%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,0%	4,3%	4,3%	4,3%
Inne	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-535%	-207%	350%	350%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%
Marża zysku netto	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,8%	3,2%	5,1%	2,7%	2,9%	2,5%	2,4%	2,3%	2,5%

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 także 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). Dopiero w 2022 wyraźniej zaczęły poprawiać się wyniki w obszarze Realizacji Przemysłowych. Spółka pierwszy raz od długiego czasu udało się wykorzystać szansę rynkowe (co może pozytywnie świadczyć o wewnętrznych zmianach w zarządzaniu kontraktami).
- Rok 2022 był najlepszym rokiem w historii spółki pod względem przychodów (pierwszy raz przekroczyły 1 mld PLN) oraz EBIT (zysk netto był wyższy w okresie 2006-09).
- Okres 1Q'23 był przychodowo najlepszym początkiem roku w historii spółki, a pod względem EBIT najmocniejszym 1Q od lat 2011-12. Baza wynikowa na kolejne kwartały robi się już dużo bardziej wymagająca, a portfel spółki wykazuje tendencję spadkową r/r.
- W 2Q'23 wstępnie zakładamy utrzymanie poziomu >300 mln PLN w kwartale (realizacja kontraktu dla Posco, końcówka BASF, wysokie zaangażowanie w remonty w hutnictwie), przy poziomie marży brutto ze sprzedaży na poziomie zbliżonym do 1Q'23 (ok 1 pp niżej r/r). Na poziomie EBIT (wstępnie w segmencie Inne) zakładamy, że spółka rozpozna 9,4 mln PLN zysku na wyniku z arbitrażu z Wood.
- Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej, zakładając, że wpłynie oczekiwana kwota od Wood, to może ona wyraźnie przekroczyć 100 mln PLN gotówki netto.
- Po 1H'23 spółka miałaby według naszych prognoz 660 mln PLN przychodów, 30 mln PLN zysku na sprzedaży, blisko 40 mln PLN EBIT i 27 mln PLN zysku netto.
- Na 2H'23 nasze podejście jest ostrożniejsze, bierzemy pod uwagę, że na nowych kontraktach marże mogą być niższe ze względu na trudniejsze otoczenie konkurencyjne oraz brak pozytywnego efektu spadku presji kosztowej (na czym korzystają kontrakty pozyskane w 2022 roku).
- W sumie w 2023 roku spodziewamy się obecnie 1,16 mld PLN przychodów, 59 mln PLN EBIT oraz 41 mln PLN zysku netto (w ujęciu całego roku powyżej naszych poprzednich założeń o 5%/32%/41%, przy wyłączeniu wpływu arbitrażu z Wood byłoby to 5%/12%/14%).
- W kolejnych latach przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście i zakładamy roczny przychód w okolicy 1,0 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 9% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-22 to 10,5% dla marży brutto ze sprzedaży oraz 4% dla rentowności operacyjnej (w 2023 zakładamy 8,9% i 5,1% / 4,3% bez wyniku z arbitrażu). 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). Jednocześnie po wymagającym 2023 roku zakładamy stopniową odbudowę marży w Konstrukcjach Maszynowych). Podkreślamy, że na nasze przyszłe prognozy wyników wpływ mogą mieć rozstrzygnięcia istotnych sporów prawnych (opisane w kolejnych rozdziałach).

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

	2022	2022	zmiana	2023	2023	zmiana	2024	2024	zmiana
	poprzednio	finalnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 175,4	1 172,3	-0,3%	1 103,5	1 156,6	4,8%	1 005,0	966,6	-3,8%
EBITDA	63,9	71,0	11,1%	57,7	73,3	27,1%	46,0	47,9	4,0%
EBIT	51,1	58,3	14,2%	44,8	59,4	32,6%	32,9	33,4	1,6%
Zysk netto	31,6	32,0	1,2%	29,1	40,9	40,6%	21,0	23,4	11,6%
Dług (gotówka) netto	-53,2	-62,2	17,0%	-60,3	-120,2	99,4%	-70,2	-118,8	69,2%
Marża EBITDA	5,4%	6,1%		5,2%	6,3%		4,6%	5,0%	
Marża EBIT	4,3%	5,0%		4,1%	5,1%		3,3%	3,5%	
Marża zysku netto	2,7%	2,7%		2,6%	3,5%		2,1%	2,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *z 08/02/2023

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	792,3	650,4	613,2	601,4	616,9	770,1	1 172,3	1 156,6	966,6	979,9	1 022,5	1 051,6	1 077,2	1 093,3	1 104,2	1 115,3	1 126,4
Realizacje przemysłowe	460,1	358,4	347,5	256,4	307,0	347,9	521,8	495,1	390,0	419,3	440,2	457,8	471,6	478,6	483,4	488,2	493,1
Konstrukcje maszynowe	117,5	107,4	118,2	114,0	103,5	126,1	163,6	195,4	198,6	202,5	206,6	210,7	214,9	218,2	220,3	222,6	224,8
Ogólne	196,8	169,3	135,4	213,9	194,3	286,1	477,4	458,7	370,0	350,0	367,5	374,9	382,3	388,1	392,0	395,9	399,8
Inne	18,0	15,2	12,2	17,1	12,1	9,9	9,0	7,5	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7
Zysk brutto ze sprzedaży	36,2	-39,4	69,6	64,8	72,1	77,3	112,5	102,8	86,7	89,4	93,1	95,3	97,2	98,2	98,5	99,3	100,1
SG&A	47,1	45,6	48,9	45,7	44,3	47,0	52,1	53,0	53,3	54,0	56,3	58,0	59,4	60,2	60,9	61,5	62,1
Zysk na sprzedaży	-10,9	-85,0	20,7	19,1	27,9	30,4	60,4	49,8	33,4	35,4	36,7	37,4	37,9	37,9	37,7	37,9	38,1
EBITDA	-5,9	-62,5	35,1	33,3	39,1	44,5	71,0	73,3	47,9	50,0	51,3	51,8	52,2	52,2	52,0	52,2	52,3
EBIT	-19,7	-75,6	22,9	20,4	26,4	32,1	58,3	59,4	33,4	35,4	36,7	37,4	37,9	37,9	37,7	37,9	38,1
Realizacje przemysłowe	-36,4	-75,2	6,2	0,1	6,4	6,5	35,9	26,5	17,6	18,9	19,7	20,4	20,9	21,1	21,1	21,2	21,3
Konstrukcje maszynowe	4,5	1,0	5,8	0,2	5,6	5,5	9,3	11,7	10,0	10,1	10,2	10,4	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7
Ogólne	1,9	3,8	3,6	9,5	18,6	26,1	40,6	21,7	15,5	15,8	16,2	16,1	16,1	15,9	15,7	15,8	16,0
Inne	6,4	2,4	6,9	9,8	-3,9	-5,8	-27,4	-0,9	-9,6	-9,3	-9,4	-9,5	-9,6	-9,7	-9,8	-9,9	-10,0
Zysk brutto	-22,7	-83,0	15,6	16,4	16,8	23,1	55,6	59,4	34,2	34,3	34,5	35,2	35,6	35,5	35,3	35,4	35,6
Zysk netto	-22,8	-79,8	11,1	10,1	10,2	14,7	32,0	40,9	23,4	23,5	23,6	24,1	24,4	24,4	24,2	24,3	24,4
CFO	-21,6	-21,6	-21,9	13,6	0,6	22,4	68,8	77,7	31,1	35,2	35,0	35,8	36,2	36,5	36,5	36,6	36,7
Dług netto	26,3	18,5	16,7	9,8	22,8	-16,3	-62,2	-120,2	-118,8	-123,8	-128,6	-128,5	-128,2	-128,0	-127,9	-128,0	-128,0
Marża brutto ze sprzedaży	4,6%	-6,1%	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%	9,6%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
SG&A/przychody	5,9%	7,0%	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%	4,4%	4,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Marża EBITDA	-0,7%	-9,6%	5,7%	5,5%	6,3%	5,8%	6,1%	6,3%	5,0%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%
Marża EBIT	-2,5%	-11,6%	3,7%	3,4%	4,3%	4,2%	5,0%	5,1%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
Realizacje przemysłowe	-7,9%	-21,0%	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%	6,9%	5,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%
Konstrukcje maszynowe	3,8%	0,9%	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%	5,7%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
Ogólne	1,0%	2,2%	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%	8,5%	4,7%	4,2%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Inne	36%	16%	56%	57%	-32%	-58%	-305%	-11%	-120%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%	-115%
Marża zysku netto	-2,9%	-12,3%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	3,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ISTOTNE SPORY PRAWNE

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

- stadion Śląski,
- EFRA Lotos,
- DTŚ.

W 2023 zakończyły się natomiast sprawy dotyczące sporu z Wood (baza NATO) oraz z HZI (Ferrybridge).

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
EFRA Lotos	KT	19,4	90,8	Termin rozprawy arbitrażowej ustalony na 12'2024	ok. 2-3 lata
Drogowa Trasa Średnicowa	DTŚ, Woj. Śląskie	69,0	0,0	Sąd Apelacyjny nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy, na co Woj. Śląskie złożyło do SN zażalenie	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 miało przypadać na MS Zabrze, co daje 41,5%)

Baza NATO (AEGIS Ashore w Redzikowie)

Z końcem maja ostateczny finał znalazł spór dotyczący budowy Bazy NATO w Redzikowie.

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 i instalacji w ramach projektu budowy bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie. Wartość prac po aneksach wynosiła 105 mln PLN. W połowie 2018 roku Wood oświadczył, że rozwiązuje umowę (cały kontrakt realizowany przez Wood notował duże opóźnienie i generował straty). 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 roszczenia wyniosła 39,1 mln PLN). Dodatkowo 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, a 30 maja 2023 spółka otrzymała wyrok.

Według wyroku Wood jest zobowiązany do zapłaty na rzecz spółki łącznie 43,3 mln PLN, natomiast spółka na rzecz Wood 0,2 mln PLN. Spółka szacuje potencjalny pozytywny wpływ wyroku na wynik finansowy brutto w 2023 roku na 9,4-12,3 mln PLN (w zależności od wyniku analizy podatkowej i rozliczenia z podwykonawcami).

Kwota 43,3 mln PLN obejmuje:

- 15,0 mln PLN jako pozostałe wynagrodzenie na podstawie umowy plus odsetki ustawowe od 09'2018;
- 0,4 mln zł jako wynagrodzenie za roboty dodatkowe plus odsetki ustawowe;
- 10,1 mln PLN (kwota główna) i kwotę 1,9 mln PLN (odsetki za opóźnienie) jako zwrot kwot zapłaconych przez Mostostal do banku z tytułu pociągniętej przez Wood z gwarancji bankowej należytego wykonania umowy plus odsetki ustawowe,
- 8,3 mln PLN - koszty opłaty arbitrażowej i koszty prawne arbitrażu

Od kwot należności głównych bieżącej odsetki dnia 2 czerwca 2023. Pozostałe roszczenia stron sporu zostały oddalone. Wyrok jest wyrokiem ostatecznym i strony sporu są zobowiązane do jego niezwłocznego wykonania.

Podatek należny będzie od kwoty 9,4-12,3 mln PLN (wcześniejszą rezerwą nie była objęta gwarancja bankowa, spółka miała także w należnościach ujęte 8,7 mln PLN). Kwota rozliczeń z podwykonawcami może być niewielka (tylko 0,4 mln PLN dotyczy prac dodatkowych). Wyrok jest w naszej opinii bardzo pozytywny z punktu widzenia wyceny spółki (spółka domagała się nominalnie 27,2 mln PLN oraz zwrotu 12,2 mln PLN gwarancji a Wood 39,1 mln PLN). Kwota 43,1 mln PLN pomniejszona o prawdopodobny podatek (19%x12,3 mln PLN) to ok. 40,8 mln PLN, co daje na 0,55 PLN/akcję.

Współpraca z Hitachi Zosen Inova (HZI)

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. Sytuacja wywołana pierwotnie pandemią Covid-19, a następnie wojną w Ukrainie, wpłynęła na ograniczenie skali podjętej współpracy, co tym samym przełożyło się na wysokość możliwych do wygenerowania oszczędności dla HZI (które miały ograniczyć wypłatę gwarancji przez MS Zabrze na rzecz HZI).

Ostatecznie w marcu 2023 spółka zawarła z HZI oraz KUKĘ porozumienie w sprawie ostatecznego rozliczenia gwarancji udzielonej przez KUKĘ na zlecenie spółki na rzecz HZI, jako zabezpieczenie kontraktu Ferrybridge. W konsekwencji spółka dokonała w końcówce marca 2023 jednorazowej zapłaty na rzecz HZI pełnej kwoty 2,4 mln GBP,

stanowiącej równowartość udzielonej gwarancji, co pozwoliło na ostateczne zakończenie wszelkich rozliczeń między stronami dotyczących kontraktu Ferrybridge (porozumienie nie ma wpływu na wyniki 2023, miało natomiast w 1Q'23 negatywny wpływ na wypływ gotówki). Spółka oraz HZI mają prowadzić nadal rozmowy związane z dalszą współpracą (usługi projektowe oraz inżynierskie).

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 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.

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. Termin rozprawy arbitrażowej został wyznaczony w harmonogramie na 9 do 14 grudnia 2024 roku.

Dodatkowo w lutym 2023 spółka złożyła przeciwko Rafinerii Gdańskiej (RG) pozew o zapłatę z wnioskiem o skierowanie sprawy do mediacji. Podstawą pozwu jest odpowiedzialność RG za zapłatę wynagrodzenia w związku z wykonaniem pakietu prac mechanicznych w ramach projektu EFRA na podstawie umowy pomiędzy KT a spółką. Wskazane w pozwie roszczenia stanowią także przedmiot postępowania arbitrażowego przeciwko KT. W kwietniu 2023 sąd zawiesił postępowanie na zgodny wniosek spółki i RG.

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. Sprawa jest w toku.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Aktywa trwałe	155	173	175	176	177	177	177	177	177	177	177	177
Wartości niematerialne i prawne	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5
Rzeczowe aktywa trwałe	69	79	81	82	82	82	82	82	82	82	82	81
Nieruchomości inwestycyjne	41	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Pozostałe aktywa trwałe	41	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
Aktywa obrotowe	339	505	515	455	460	475	484	491	496	500	504	507
Zapasy	28	30	29	25	25	26	27	27	28	28	28	29
Należności krótkoterminowe	258	373	347	300	304	317	326	334	339	343	346	349
Inwestycje krótkoterminowe	49	89	138	130	130	132	130	129	129	129	129	129
- w tym środki pieniężne*	48	86	135	127	127	129	127	126	126	126	126	126
Pozostałe aktywa obrotowe	5	14	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Aktywa razem	494	678	690	632	637	652	661	668	673	677	680	684
Kapitał (fundusz) własny	191	227	264	267	273	279	279	279	279	279	279	279
Kapitał mniejszości	2	3	3	4	4	5	5	6	7	7	8	8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	301	448	423	361	360	369	376	383	387	390	394	397
Rezerwy na zobowiązania	49	74	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Zobowiązania długoterminowe	13	15	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
- w tym zobowiązania oprocentowane	13	15	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Zobowiązania krótkoterminowe	169	339	334	276	274	282	289	295	300	303	306	309
- w tym zobowiązania oprocentowane	19	17	16	10	5	1	0	-1	-1	-1	-1	-1
Pasywa razem	494	678	690	632	637	652	661	668	673	677	680	684
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	770	1172	1157	967	980	1022	1052	1077	1093	1104	1115	1126
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	77	112	103	87	89	93	95	97	98	99	99	100
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	47	52	53	53	54	56	58	59	60	61	61	62
Zysk (strata) na sprzedaży	30	60	50	33	35	37	37	38	38	38	38	38
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	-2	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	44	71	73	48	50	51	52	52	52	52	52	52
EBIT	32	58	59	33	35	37	37	38	38	38	38	38
Saldo działalności finansowej	-9	-3	0	1	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3
Zysk (strata) brutto	23	56	59	34	34	35	35	36	36	35	35	36
Zysk (strata) netto mniejszości	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Zysk (strata) netto**	15	32	41	23	24	24	24	24	24	24	24	24
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	22	69	78	31	35	35	36	36	36	37	37	37
Przepływy z działalności inwestycyjnej	22	-17	-16	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Przepływy z działalności finansowej	-25	-14	-13	-28	-23	-22	-25	-25	-25	-25	-24	-25
Przepływy pieniężne netto	19	38	49	-7	0	1	-1	-1	0	0	0	0
Środki pieniężne na początek okresu	29	48	86	135	127	127	129	127	126	126	126	126
Środki pieniężne na koniec okresu	48	86	135	127	127	129	127	126	126	126	126	126
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	25%	52%	-1%	-16%	1%	4%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	14%	60%	3%	-35%	4%	3%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zysk netto zmiana r/r	44%	118%	28%	-43%	0%	0%	2%	1%	0%	-1%	0%	0%
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	9,6%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,9%
Marża EBITDA	5,8%	6,1%	6,3%	5,0%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%
Marża EBIT	4,2%	5,0%	5,1%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
Marża netto	1,9%	2,7%	3,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
SG&A / przychody	6,1%	4,4%	4,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
ROE	7,7%	14,1%	15,5%	8,8%	8,6%	8,5%	8,6%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
ROA	3,0%	4,7%	5,9%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Dług	32	32	23	17	12	8	7	6	6	6	6	6
D / (D+E)	14,3%	12,2%	7,9%	5,9%	4,1%	2,8%	2,5%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
D / E	16,7%	13,9%	8,6%	6,2%	4,3%	2,9%	2,5%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Dług / kapitał własny	16,7%	13,9%	8,6%	6,2%	4,3%	2,9%	2,5%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Dług netto	-16	-54	-112	-111	-116	-121	-120	-120	-120	-120	-120	-120
Dług netto / kapitał własny	-85,41	-238,66	-425,11	-415,02	-424,18	-432,63	-431,31	-429,95	-429,31	-429,02	-429,18	-429,28
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,8	-1,5	-2,3	-2,3	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
EV	222	184	126	128	123	118	118	118	119	119	119	119
Dług / EV	14,3%	17,1%	17,9%	13,0%	9,5%	6,8%	6,0%	5,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,9%	1,4%	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	44,8%	79,7%	112,6%	108,8%	106,2%	98,3%	99,1%	99,6%	99,9%	100,1%	100,3%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	-1,6%	-1,9%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,5%	-4,5%	142,9%	-0,9%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
P/E*	16,3	7,5	5,8	10,2	10,1	10,1	9,9	9,8	9,8	9,9	9,8	9,8
P/BV*	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA*	5,0	2,6	1,7	2,7	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
EV/EBIT*	6,9	3,2	2,1	3,8	3,5	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1
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	0,27	0,24	0,24	0,32	0,32	0,33	0,33	0,32	0,33
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 3,20 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

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	3,69	kupuj	2,74	05.06.2023	08:05 CEST	3,20	65 654
kupuj	2,74	kupuj	2,31	08.02.2023	15:10 CEST	2,30	61 186
kupuj	2,31	Wznowienie rekomendacji	---	27.09.2022	10:00 CEST	1,92	49 089
Redukuj	0,88	Redukuj	1,00	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 595
Redukuj	1,00	Kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23*:		, 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	8	57%	0	0%
Akumuluj	2	14%	0	0%
Trzymaj	4	29%	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: 2023-06-05

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-06-05 (08:05 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-06-12 (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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 zredukować 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 2023-06-05:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie 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

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.