

Mostostal Zabrze

Mocny biznes kontraktowy i lepsze perspektywy

Mostostal Zabrze nadal opiera się na mocnym biznesie kontraktowym, przede wszystkim Realizacjach przemysłowych i projektowaniu oraz Budownictwie ogólnym i inżynieryjnym, podczas gdy głównym obciążeniem pozostają segmenty produkcyjne. Jednocześnie względem poprzedniego raportu pojawiło się więcej przesłanek poprawy zarówno w Produkcji mechanicznej, jak i w Polwaxie.

Obraz wyników za 2Q'26 pozostaje zbliżony do obserwowanego od kilku kwartałów. Segmenty inżynieryjne i budowlane osiągają dobre wyniki przy silnej aktywności zarówno zagranicznej, jak i krajowej, natomiast segmenty produkcyjne nadal pozostają słabe. Warto podkreślić jest również zdywersyfikowanie kontraktowe przychodów, zarówno pod względem bieżących realizacji, jak i świeżej części portfela zamówień.

Jednym z najmocniejszych argumentów za optymistycznym spojrzeniem na przyszłość jest bowiem backlog, który na koniec sierpnia wynosił 1,26 mld PLN, a wraz z projektami w negocjacjach 1,65 mld PLN. Dodatkowo we wrześniu spółka podpisała kontrakt w Niemczech o wartości ok. 306 mln PLN. Historyczna zależność pomiędzy backlogiem a późniejszą sprzedażą wspiera perspektywę wysokiej aktywności także w 2027 r. Zwracamy też uwagę, że spółka koncentruje się na zleceniach specjalistycznych, w których konkurencja wykonawców jest znacznie niższa niż w budownictwie ogólnym, a znajomość specyfiki zleciodawcy wysoka.

Największą dźwignię poprawy wyników widzimy obecnie w Produkcji mechanicznej. Segment pozostaje nierentowny, a przejęty w dzierżawę zakład w Płocku podwyższa koszty przy niskim wykorzystaniu mocy. Zarząd zakłada osiągnięcie jego break-even w ciągu około dwóch kwartałów. Wykorzystanie mocy tego zakładu to ok. 10%, co wskazuje na znaczący potencjał wzrostu bez konieczności dużych dodatkowych nakładów inwestycyjnych.

Polwax, czyli produkcja chemiczna, pozostaje obszarem ryzyka, ale skala sprzedaży rośnie, a sprzedaż dla przemysłu staje się głównym kierunkiem odbudowy. Koncentracja produkcji w Jaśle obniża koszty, a sezon zniczowy powinien pozwolić na dodatni wynik operacyjny w 2H'26.

Atutem Grupy Mostostal Zabrze pozostaje mocny bilans. Na koniec 1H'26 nadwyżka gotówki nad zadłużeniem przekraczała 127 mln PLN, a Mostostal konsekwentnie dzieli się nadwyżkami z akcjonariuszami poprzez skupy akcji własnych. W ostatnich trzech latach na zakończone programy przeznaczono ok. 70 mln PLN, a obecnie kończony jest kolejny skup. Dodatkową opcję wzrostu tworzy HeatRec, gdzie rozwinięto model ESCO z dwoma bankami, choć projektu wciąż nie włączyliśmy do prognoz.

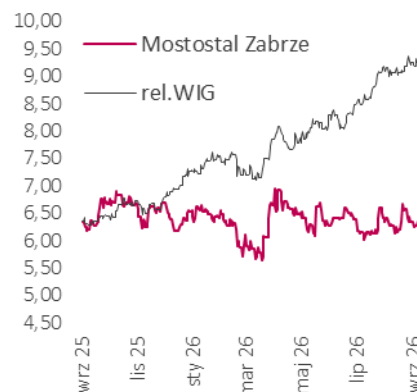
Wycena i rekomendacja

W podstawowym wariantcie DCF wyceniamy spółkę na 721 mln PLN, czyli 10,5 PLN na akcję, a w wariantcie uwzględniającym możliwą wypłatę odszkodowania za Stadion Śląski na 576 mln PLN, czyli 8,4 PLN na akcję. Wycena porównawcza wynosi 704 mln PLN, czyli 10,3 PLN na akcję. Przy wagach 50% dla DCF i 50% dla metody porównawczej otrzymujemy wycenę 680 mln PLN, czyli 9,9 PLN na akcję, stanowiącą podstawę do podtrzymania rekomendacji kupuj.

kupuj

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa¹: 6,37
Cena docelowa: 9,91



Podstawowe informacje

Sektor	inżynieryjno - budowlany, maszynowy
Kapitalizacja (mln PLN)	437,3
Free float (mln PLN)	46,01%
Średni obrót (mln PLN)	0,24

Akcjonariat (% akcji)

Jędrzejewski Krzysztof	39,1%
Value FIZ Subfundusz 1	6,3%
Bigus Bogdan	5,4%

Analityk

Adam Zajler
adam.zajler@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2025	1 224,5	45,5	68,6	50,5	38,1	0,6	5,1	11,5	1,3	0,0%	10,5	7,0	10,9%
2026p	1 508,3	65,5	88,5	71,7	52,0	0,8	5,0	8,4	1,3	0,0%	7,3	5,4	15,0%
2027p	1 577,3	80,1	102,5	81,2	56,4	0,9	5,7	7,8	1,1	0,0%	6,0	4,7	15,5%
2028p	1 549,7	77,1	99,4	77,4	52,6	0,8	5,9	8,3	1,1	0,0%	6,2	4,8	14,0%

p – prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, mln PLN; założono, że w 2027 roku dojdzie do umorzenia akcji własnych

¹ - cena rynkowa z dnia 29.09.2026 r., godz. 17:00

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

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena porównawcza	3
Wycena DCF	4
Skupy akcji własnych	5
Wyniki spółki za 2Q'26	6
Polwax - sytuacja bieżąca i perspektywy	7
ModQS - sytuacja bieżąca i perspektywy	9
HeatRec	9
Portfel zamówień	10
Ostatnie wydarzenia	11
Najistotniejsze kontrakty w realizacji	13
Wyniki finansowe i ich prognozy	17
Czynniki ryzyka	19
Rekomendacje BM Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	20

Wycena

Wycenę spółki Mostostal Zabrze przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) w dwóch wariantach oraz metodę porównawczą względem spółek działających w obszarze budowlanym z przesunięciem w kierunku robót specjalistycznych i inżynierskich.

W podstawowym wariancie DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 721 mln PLN, czyli 10,5 PLN na akcję, w wariancie z możliwą wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego 576 mln PLN, czyli 8,4 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 704 mln PLN, czyli 10,3 PLN na akcję.

Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, przy czym warianty DCF mają po 25%, uzyskując ogólną wycenę spółki na poziomie 680 mln PLN, czyli 9,9 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga wyceny
Wycena DCF	721	10,5	25%
Wycena DCF z wypłatą za Stadion Śląski	576	8,4	25%
Wycena porównawcza	704	10,3	50%
Wycena spółki Mostostal Zabrze	676	9,9	

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Spółka	P/E			EV/EBITDA		
	2026p	2027p	2028p	2026p	2027p	2028p
NCC AB-B SHS	12,1	10,4	9,1	7,1	6,5	5,9
BUDIMEX	24,0	19,6	17,6	15,5	13,2	12,3
STRABAG SE-BR	13,6	12,6	12,0	5,5	5,1	4,8
VINCI SA	12,3	11,3	10,5	6,7	6,5	6,2
EIFFAGE	9,5	8,6	8,0	5,3	5,1	5,0
PEAB AB-CLASS B	12,6	11,1	10,3	9,0	8,4	8,1
BOUYGUES SA	13,6	11,7	10,5	5,5	5,2	5,0
VEIDEKKE ASA	17,0	16,0	15,4	7,8	7,5	7,3
ACS ACTIVIDADES CONS Y SERV	22,1	18,7	16,3	7,6	6,9	6,3
MOTA ENGIL SGPS SA	9,6	8,0	6,6	4,2	3,9	3,5
SACYR SA	26,5	21,6	21,7	8,4	8,3	8,1
SEVERFIELD PLC	13,8	10,7	8,3	7,3	6,4	5,5
HOCHTIEF AG	26,7	21,2	18,4	12,2	10,9	9,9
SKANSKA AB-B SHS	15,7	14,2	13,4	9,2	8,4	7,8
FOMENTO DE CONSTRUCC Y CONTRA	11,8	11,5	10,5	6,1	5,7	5,4
Mediana	13,6	11,7	10,5	7,3	6,5	6,2
Mostostal Zabrze zysk netto (mln PLN)	52,0	56,4	52,6			
Mostostal Zabrze EBITDA (mln PLN)				88,5	102,5	99,4
Dług netto				-125,9	-125,9	-125,9
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)	706	660	551	770	793	744
Wagi wycen	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wycena			704			
Liczba akcji (mln szt)			68,7			
Wycena na 1 akcję			10,3			

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-09-29 17:00

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena DCF

Grupę Mostostal Zabrze wyceniliśmy metodą DCF w dwóch wariantach. Różnią się one wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego z tytułu ewentualnej przegranej w wytoczonym przez nie procesie. Spór ten opisaliśmy szczegółowo w raporcie z 7 września 2021 r., a od tego czasu sprawa w niewielkim stopniu posunęła się w kierunku rozstrzygnięcia. Ponieważ nie podejmujemy się oceny prawdopodobieństw wygranej stron sporu, obu wariantom dajemy tę samą wagę w wycenie. W oparciu o dotychczasową przewlekłość postępowania sądowego i harmonogramu dalszych prac sądu oraz niemal pewnemu odwołaniu którejś ze stron szacujemy, że prawomocny wyrok zapadnie najwcześniej w 2031 roku. Kwotę wypłaty przyjęliśmy jako aktualną wartość żądania, czyli 181 mln PLN. Ryzyka związane z innymi sporami, o mniejszej wartości zostały odzwierciedlone w prognozach wyników, jako kwoty odpisów i rezerw w rachunku wyników.

Do obu wariantów DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Mostostal Zabrze na lata 2026 – 2035.
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka równa stopie z końca okresu prognozy.
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1.5.
- Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 na poziomie 2,0%.
- Efektywna bazowa stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 27% (podwyższona w efekcie ekspozycji głównie na wyższą skalę w Niemczech).

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

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
Przychody	1508,3	1577,3	1549,7	1548,1	1617,8	1689,1	1727,3	1752,4	1778,0	1804,1	
Stopa podatkowa (T)	32%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT adj x (1-T)	42,5	58,2	56,2	57,3	58,9	62,7	65,0	66,7	71,5	72,3	
Amortyzacja (non MSSF16)	23,0	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	
Zmiana w kapitale pracującym	7,8	-0,3	3,5	4,4	7,4	8,0	11,3	12,7	10,2	11,0	
CAPEX	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	
FCF	56,3	57,9	59,6	61,7	66,3	70,7	76,3	79,4	81,7	83,3	
zmiana FCF	-	2,8%	3,0%	3,6%	7,3%	6,6%	8,1%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Dług/Kapitał	15,2%	14,5%	14,2%	13,7%	13,3%	12,7%	12,2%	11,7%	11,0%	10,6%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	4,6%	5,1%	5,4%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	5,9%	6,6%	7,1%	7,4%	7,7%	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Koszt kapitału	12,2%	12,9%	13,4%	13,7%	13,9%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%	14,2%	14,7%
WACC	11,0%	11,8%	12,2%	12,5%	12,8%	12,9%	13,0%	13,2%	13,3%	13,3%	13,0%
PV (FCF)	50,7	46,7	42,8	39,4	37,5	35,4	33,9	31,1	28,3	25,5	236,8
Wartość DCF (mln PLN)	608,1	w tym wartość rezydualna				237					
(Dług) Gotówka netto	116,0										
Wartość udz. mniejsz.	58,1										
Wycena DCF (mln PLN)	720,9										
Liczba akcji (mln)	68,7										
Wycena 1 akcji (PLN)	10,5										

Źródło: BM Banku Millennium

Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia w DCF w wariancie podstawowym

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,5%	1,0%	2,0%	1,5%	2,0%
Stopa RF rezydualna	4,1%	10,6	10,8	11,3	11,0	11,3
	5,1%	10,3	10,4	10,9	10,6	10,9
	6,1%	10,0	10,2	10,5	10,3	10,5
	7,1%	9,8	9,9	10,2	10,1	10,2
	8,1%	9,6	9,7	10,0	9,8	10,0
Beta nielewarowana	10,5	0,5%	1,0%	2,0%	1,5%	2,0%
	1,3	10,7	10,9	11,4	11,1	11,4
	1,5	10,0	10,2	10,5	10,3	10,5
	1,7	9,4	9,5	9,8	9,6	9,8

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena DCF w wariancie z wypłatą za Stadion Śląski

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
Przychody	1508,3	1577,3	1549,7	1548,1	1617,8	1689,1	1727,3	1752,4	1778,0	1804,1	
Stopa podatkowa (T)	32%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT adj x (1-T)	42,5	58,2	56,2	57,3	58,9	62,7	65,0	66,7	71,5	72,3	
Amortyzacja (non MSSF16)	23,0	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	
Zmiana w kapitale pracującym	7,8	-0,3	3,5	4,4	7,4	8,0	11,3	12,7	10,2	11,0	
CAPEX	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	
FCF	56,3	57,9	59,6	61,7	66,3	70,7	76,3	79,4	81,7	83,3	
zmiana FCF	-	3%	3%	4%	7,3%	6,6%	8,1%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Odszkodowanie Stadion Śląski						-180,0					
Dług/Kapitał	15,2%	14,5%	14,2%	13,7%	13,3%	12,7%	12,2%	11,7%	11,0%	10,6%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	4,6%	5,1%	5,4%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	5,9%	6,6%	7,1%	7,4%	7,7%	7,7%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Koszt kapitału	12,2%	12,9%	13,4%	13,7%	13,9%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%	14,2%	14,7%
WACC	11,0%	11,8%	12,2%	12,5%	12,8%	12,9%	13,0%	13,2%	13,3%	13,3%	13,0%
PV (FCF)	50,7	46,7	42,8	39,4	37,5	35,4	33,9	31,1	28,3	25,5	236,8
Wartość DCF (mln PLN)	608,1		w tym wartość rezydualna			237					
(Dług) Gotówka netto	116,0										
Wartość udz. mniejsz.	58,1										
PV odszkodowania	-133,7										
Wycena DCF (mln PLN)	576,2										
Liczba akcji (mln)	68,7										
Wycena 1 akcji (PLN)	8,4										

Źródło: BM Banku Millennium

Skupy akcji własnych

Mostostal Zabrze konsekwentnie wykorzystuje skup akcji własnych jako alternatywną wobec dywidendy formę dzielenia się z akcjonariuszami nadwyżkami generowanej gotówki. W lipcu 2024 r. spółka odkupiła 4,58 mln akcji za 34,35 mln PLN, natomiast w 2026 r. przeprowadziła dwa kolejne skupy, obejmujące łącznie 3,09 mln akcji za ok. 35,5 mln PLN. Łączna wartość zakończonych w ostatnich 3 latach skupów wyniosła więc ok. 69,8 mln PLN, a dodatkowo we wrześniu 2026 r. uruchomiono kolejny program obejmujący do 1,5 mln akcji po 11,50 PLN za akcję, którego rozliczenie zaplanowano na 2 października 2026 r.

Na ZWZ z 28 maja 2025 r. Mostostal Zabrze zdecydował o umorzeniu łącznie 5,32 mln akcji własnych skupionych w 2023 i 2024 r., co zostało następnie zarejestrowane przez sąd we wrześniu 2025 r. W odniesieniu do akcji skupionych w 2026 r. podobna decyzja jeszcze nie zapadła, a uchwała ZWZ z 14 maja 2026 r. przewiduje jedynie możliwość ich przyszłego umorzenia lub wykorzystania przy potencjalnych transakcjach akwizycyjnych. Tym samym obecnie skupione w 2026 r. akcje pozostają w posiadaniu spółki. Zwracamy uwagę, że sam fakt umorzenia skupionych akcji podniesie wycenę spółki o procent jaki stanowią te akcje.

Wyniki 2Q'26

Mostostal Zabrze podał wyniki za 2Q'26, które były typowe dla okresów koncentracji na realizacji kontraktów, a nie ich rozliczania. Dodatkowo utrzymywała się zła sytuacja w segmentach Produkcji mechanicznej i Produkcji chemicznej. Jednocześnie obraz biznesu kontraktowego pozostaje pozytywny, gdyż zarówno Realizacje przemysłowe i projektowanie, jak i Budownictwo ogólne i inżynieryjne rozwijają się dobrze, pozyskują kolejne kontrakty i generują dobre przepływy pieniężne. Tym samym słabsze wyniki Grupy nie wskazują na pogorszenie sytuacji w jej podstawowym biznesie kontraktowym, a problemy pozostają skoncentrowane w działalności produkcyjnej.

Wyniki 2Q'26 były słabsze od wcześniejszych oczekiwań, ale część aktywności przesunęła się na kolejne kwartały. Przychody Grupy wzrosły do 318,0 mln PLN, czyli o +19,0% r/r, jednak wzrost skali działalności nie przełożył się na poprawę rentowności Grupy ogółem. EBITDA spadła do 14,4 mln PLN, czyli o -6,0% r/r, a EBIT do 8,5 mln PLN, czyli o -12,0% r/r i był o 16,6% poniżej naszej prognozy. Słabszy wynik operacyjny wynikał przede wszystkim z pogłębienia strat w Produkcji mechanicznej i Produkcji chemicznej, ale dodatkowo trzy największe realizowane obecnie kontrakty są opóźnione z przyczyn leżących po stronie klientów, przez co część prac przesunęła się z 2Q na 3Q i 4Q'26. Zarząd podtrzymuje optymistyczny obraz wyników rocznych, choć jego realizacja będzie zależała od tempa wykonania przesuniętych prac. Jednocześnie zysk netto wyniósł 7,6 mln PLN i był o 47,3% powyżej naszej prognozy. Przy porównaniu r/r należy dodatkowo pamiętać, że wyniki okresu porównawczego obejmowały ok. 7 mln PLN jednorazowego pozytywnego efektu ugody Polwaxu z Orlenem.

Realizacje przemysłowe i projektowanie utrzymały wysoką skalę działalności, a słabsza dynamika wyniku wiąże się między innymi z harmonogramami dużych kontraktów. Przychody segmentu wzrosły w 2Q'26 do 136,7 mln PLN, czyli o +16,0% r/r, natomiast EBIT pozostał praktycznie bez zmian na poziomie 8,8 mln PLN i był o 8,8% poniżej naszej prognozy. Eksport nadal odpowiadał za istotną część działalności, a segment realizował duże projekty przede wszystkim w Niderlandach i Niemczech. Dwa duże projekty dla Air Products w Niderlandach, o łącznej wartości ok. 400 mln PLN, są lekko opóźnione z przyczyn leżących po stronie klienta, ale według zarządu przebiegają dobrze. Przy ocenie rentowności segmentu należy mieć na uwadze charakter biznesu, w którym spółka konserwatywnie rozpoznaje zyski w trakcie realizacji kontraktów, natomiast ich finalizacja, dodatkowe zakresy prac oraz ewentualne przyspieszanie realizacji mogą podnosić rentowność. Zarząd oczekuje, że w przypadku projektów Air Products klient może zwrócić się o przyspieszenie prac, na czym Grupa historycznie osiągała dobre marże.

Skonsolidowane wyniki Grupy Mostostal Zabrze

	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	r/r
Przychody	222,5	249,3	306,6	239,0	266,3	332,5	386,7	316,0	318,0	19%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	113,8	89,4	126,5	111,5	117,4	143,4	176,3	167,4	136,7	16%
Produkcja mechaniczna	36,6	32,6	32,9	32,6	42,5	33,9	29,1	29,4	34,8	-18%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	70,2	64,6	73,2	83,3	90,9	99,0	126,3	101,7	124,1	36%
Produkcja chemiczna				9,5	13,4	54,0	53,0	16,3	19,3	44%
Pozostała działalność	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	3%
EBITDA	11,5	46,2	22,2	16,8	15,3	19,6	17,0	15,2	14,4	-6%
EBIT	7,5	41,1	16,6	11,6	9,6	14,5	9,8	9,6	8,5	-12%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	10,0	9,2	11,0	7,7	8,9	15,2	18,7	10,1	8,8	0%
Produkcja mechaniczna	-1,9	-2,8	-4,9	-4,2	-1,5	-3,1	-3,5	-5,6	-4,3	-
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	2,3	7,7	8,4	14,1	6,9	5,7	6,0	12,7	12,8	87%
Produkcja chemiczna		2,3	5,7	-2,9	-1,9	0,2	-8,8	-5,9	-4,6	-
Pozostała działalność	-2,9	-2,0	-5,0	-3,1	-3,3	-3,1	-2,4	-3,1	-3,1	-
Przejęcie Polwax		27,3	1,4							
EBIT skorygowany	7,5	13,8	15,2	11,6	9,6	14,5	9,8	9,6	8,5	-12%
Przychody finansowe	1,9	3,7	2,3	3,6	10,6	2,6	2,0	8,4	1,9	-82%
Koszty finansowe	-3,2	-1,9	-5,5	-2,2	-3,4	-3,2	-5,2	-2,5	-2,3	-31%
Podatek dochodowy	-5,1	-2,4	-2,7	-4,7	-5,2	-3,5	-2,4	-7,2	-2,4	-55%
Zysk mniejszości	0,2	0,6	1,8	-0,9	2,1	-0,3	-4,7	-2,8	-2,0	-
Zysk netto	6,3	34,2	8,8	9,2	9,3	10,6	8,9	11,1	7,6	-18%
marża netto	2,8%	13,7%	2,9%	3,8%	3,5%	3,2%	2,3%	3,5%	2,4%	-
CF Operacyjny	11,9	16,6	55,4	-32,8	-8,6	42,8	63,1	-34,3	-28,4	-
CF Inwest	3,4	8,1	3,6	0,0	-6,0	-7,7	3,4	-3,0	-7,2	-
CF Finansowy	-6,7	-53,8	-11,5	2,5	22,5	6,4	-42,9	13,1	9,3	-

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Najmocniejszym segmentem w kwartale pozostało Budownictwo ogólne i inżynieryjne. Przychody wzrosły do 124,1 mln PLN, czyli o +36,0% r/r, natomiast EBIT zwiększył się do 12,8 mln PLN, czyli o +87,0% r/r, i był praktycznie zgodny z naszą prognozą. Poprawę rentowności spółka wiąże między innymi z rozwojem kompetencji w zarządzaniu projektami. Na kolejne kwartały zarząd oczekuje raczej stabilizacji niż dalszego równie silnego wzrostu, ale jednocześnie widzi możliwość pozytywnego zaskoczenia wynikiem segmentu w całym 2026 r. Dodatkowym wsparciem może być końcowe rozliczenie kontraktu dla Polskich Portów Lotniczych na Lotnisku Chopina, które według zarządu powinno podnieść rentowność 3Q lub 4Q'26, w zależności od momentu finalnego rozliczenia.

Produkcja mechaniczna pozostaje problematycznym obszarem Grupy, choć konferencja powynikowa przyniosła bardziej konkretne przesłanki poprawy w kolejnych kwartałach. Przychody segmentu spadły w 2Q'26 do 34,8 mln PLN, czyli o -18,0% r/r, natomiast strata EBIT pogłębiła się do -4,3 mln PLN wobec -1,5 mln PLN rok wcześniej. Podstawowy rynek dźwigowy nadal pozostaje bardzo słaby, a współpraca z Liebherrm znajduje się według zarządu na najniższym poziomie od wielu lat, dlatego plan poprawy wyników nie opiera się wyłącznie na odbiciu tego rynku. Grupa rozwija bazę nowych klientów i produktów oraz kontynuuje program poprawy efektywności. Istotnym elementem tej strategii jest przejęty w dzierżawę zakład Stalmech w Płocku, który zwiększa obecnie koszty operacyjne, ale jednocześnie znacząco zwiększa potencjał segmentu. Zakład generuje obecnie sprzedaż niewystarczającą do osiągnięcia break-even, ale zarząd zakłada dojście do tego poziomu w ciągu około dwóch kwartałów. Co istotne, przy sprzedaży na poziomie break-even wykorzystanie mocy wyniosłoby nadal jedynie ok. 10-12%, co pozostawia znaczący potencjał dalszej poprawy wyniku po przekroczeniu progu rentowności.

Produkcja chemiczna pozostaje obecnie obszarem z największymi wyzwaniami, ale zarząd oczekuje wyraźnej poprawy wyników Polwaxu w 2H'26. Przychody segmentu wzrosły w 2Q'26 do 19,3 mln PLN, czyli o +44,0% r/r, ale strata EBIT zwiększyła się do -4,6 mln PLN wobec -1,9 mln PLN rok wcześniej. Wzrost przychodów o ponad 40% r/r zarówno w 1Q, jak i w 2Q'26 wynikał z rozwoju sprzedaży przemysłowej, która staje się strategicznym kierunkiem Polwaxu. Według zarządu marże w tej działalności wynoszą dwadzieścia kilka procent, a w niektórych przypadkach ok. 30%, wobec niskich jednocyfrowych marż w kontraktach zniczowych. W 2Q'26 zakończono również przenoszenie produkcji przemysłowej z Czechowic-Dziedzic do Jasła, co pozwoliło skoncentrować działalność w jednej lokalizacji i obniżyć koszty. Zarząd oczekuje dodatniego wyniku operacyjnego Polwaxu zarówno w 3Q, jak i w 4Q'26.

Perspektywy na 2H'26 wspiera wysoki portfel zamówień oraz bardzo mocna sytuacja finansowa Grupy. Backlog podpisanych kontraktów na koniec sierpnia 2026 r. wynosił 1.261,3 mln PLN, natomiast szacowana wartość kontraktów do podpisania na podstawie aktualnych ofert wynosiła kolejne 387,1 mln PLN, co łącznie dawało 1.648,4 mln PLN. Portfel nie obejmował przy tym dużego kontraktu z MSM Walsrode dotyczącego budowy nowej instalacji chemicznej w Niemczech o wartości około 306 mln PLN, którego podpisanie spółka ogłosiła 25 września. W połączeniu z przesunięciem części prac z 2Q na 3Q i 4Q'26 wspiera to **oczekiwanie mocniejszych wyników w kolejnych kwartałach**. Dodatkowym atutem pozostaje bilans, w którym na koniec 1H'26 Grupa miała ponad 127 mln PLN nadwyżki środków pieniężnych nad zadłużeniem, a zarząd oczekuje utrzymania bardzo mocnego operacyjnego cash flow.

Polwax - sytuacja bieżąca i perspektywy

Od czasu przejścia przez Mostostal Zabrze Polwax koncentruje się na odbudowie działalności przemysłowej, dywersyfikacji źródeł surowca i klientów oraz poprawie efektywności kosztowej, przy jednoczesnym utrzymaniu działalności zniczowej. Po wcześniejszych spadkach w 1H'26 skala biznesu wyraźnie wzrosła. Przychody zwiększyły się o 53,9% r/r do 35,2 mln PLN, w tym sprzedaż krajowa o 48,1%, a eksportowa o 70,6%. EBITDA pozostała jednak ujemna i wyniosła -8,3 mln PLN wobec -9,0 mln PLN rok wcześniej. W samym 2Q'26 przychody wyniosły 19,9 mln PLN i były o ok. 48% wyższe r/r. EBITDA poprawiła się do -3,3 mln PLN z -5,7 mln PLN rok wcześniej i -5,0 mln PLN w 1Q'26. Jednocześnie wynik brutto ze sprzedaży powrócił na dodatni poziom i wyniósł ok. 0,9 mln PLN. Rosnąca skala działalności zaczyna zatem przekładać się na poprawę wyników, choć Polwax nadal pozostaje poniżej operacyjnego break-even.

Jednym z głównych kierunków zmian jest **rozwój sprzedaży pozazniczowej**. Pozyskiwanie nowych klientów przemysłowych jest jednak procesem długotrwałym, gdyż wymaga testowania produktów i ich dostosowania do wymagań poszczególnych odbiorców. Spółce nie pomaga też słaba koniunktura przemysłowa w Polsce i Europie, duża wrażliwość klientów na ceny oraz konkurencja ze strony produktów wytwarzanych z tańszych surowców. W 1H'26 zakończono koncentrację produkcji preparatów przemysłowych w Jasle, w tym przeniesiono tam z Czechowic-Dziedzic produkcję antyzbrylaczy. Pozwala to ograniczać koszty niewykorzystanych zdolności produkcyjnych oraz uprościć strukturę operacyjną. Pierwsze efekty są już zauważalne w kosztach ogólnego zarządu, które w 1H'26 spadły o 6,1% r/r do 6,4 mln PLN, mimo wzrostu przychodów o ponad 50%. Nie wystarczyło to jeszcze do osiągnięcia dodatniej EBITDA, ale poprawa wyników w 2Q'26 wskazuje, że zwiększanie skali sprzedaży powinno poprawiać rentowność działalności.

Antyzbrylacze pozostają przy tym jednym z ważniejszych produktów przemysłowych Polwaxu. Popyt na nie zależy m.in. od aktywności producentów środków ochrony roślin. Część sprzedaży, która nie została zrealizowana w 1Q'26 między innymi z powodu warunków pogodowych, miała przesunąć się na 2Q'26. Spółka nie publikuje oddzielnych danych dla tego produktu, dlatego nie można określić skali

realizacji przesuniętego popytu. Na poziomie całego Zakładu Produkcji Parafin w 1H'26 nastąpiła natomiast wyraźna odbudowa wolumenów i sprzedaży.

Wyniki kwartalne spółki Polwax

	4Q23	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	zmiana
Przychody	89,0	71,9	9,5	13,4	54,0	53,0	15,3	19,9	48,1%
EBITDA	-11,4	2,6	-3,3	-5,7	1,3	-5,6	-5,0	-3,3	-
EBIT	-12,2	1,8	-3,8	-6,2	0,8	-6,1	-5,5	-3,9	-
Zysk netto	-30,2	0,1	-3,9	0,3	-0,7	-7,7	-6,4	-4,3	-
Marża EBITDA	-12,8%	3,6%	-35,0%	-42,4%	2,4%	-10,5%	-32,5%	-16,6%	
Marża EBIT	-13,7%	2,5%	-40,0%	-46,5%	1,5%	-11,4%	-35,7%	-19,4%	
Marża netto	-33,9%	0,1%	-41,8%	2,1%	-1,3%	-14,6%	-41,9%	-21,7%	
Aktywa	111,8	112,7	118,4	139,9	148,2	92,2	99,0	116,7	
Rzeczowe aktywa trwałe	25,5	24,6	25,2	25,7	25,9	26,3	26,4	27,0	
Aktywa obrotowe	80,1	82,5	87,6	108,7	117,2	60,9	67,6	84,2	
Środki pieniężne	3,8	29,6	1,4	1,5	0,9	1,2	0,4	6,2	
Kapitały własne	77,0	66,3	88,8	93,6	99,4	54,2	62,2	50,1	
Dług długoterminowy	0,8	0,5	0,6	15,1	15,1	1,3	15,3	9,4	
Dług krótkoterminowy	7,0	2,6	0,0	0,0	0,0	10,5	0,0	0,0	
Dług odsetkowy netto	4,0	-26,6	-0,8	13,6	14,3	10,6	14,9	3,3	
Przepływy operacyjne	83,1	40,5	-33,8	-18,3	-4,6	40,2	-17,8	-14,3	
Przepływy inwestycyjne	-0,2	-0,8	-0,6	-1,0	-7,1	-1,1	-0,7	-0,2	
Przepływy finansowe	-80,5	-11,3	6,3	19,4	11,1	-38,8	17,7	20,3	

Wg PSR; mln PLN

Źródło: Polwax, BM Banku Millennium

Działalność zniczowa pozostaje silnie sezonowa. Produkcja rozpoczyna się w 1Q i 2Q i trwa do początku 4Q, natomiast największa sprzedaż przypada na wrzesień i październik. Z tego powodu sprzedaż Zakładu Produkcji Zniczy i Świec w 1H'26 wyniosła jedynie 1,5 mln PLN. Najważniejszym ujawnionym kontraktem zniczowym na sezon 2026 jest umowa z Jeronimo Martins Polska o szacowanej wartości ok. 28 mln PLN netto. Jest ona jednak wyraźnie mniejsza od umów z poprzednich dwóch lat. Analogiczny kontrakt na 2025 rok miał wartość ok. 66 mln PLN, a na 2024 rok 57,8 mln PLN. Tegoroczna umowa odpowiada więc ok. 42% wartości kontraktu z 2025 roku i ok. 48% wartości kontraktu z 2024 roku. W 2026 roku nie opublikowano dotychczas informacji o innych dużych kontraktach zniczowych. Nie oznacza to, że Polwax nie realizuje mniejszych zamówień dla innych odbiorców, jednak wartość największych raportowanych kontraktów jest wyraźnie niższa niż w dwóch poprzednich sezonach. Ma to znaczenie dla oczekiwanej skali działalności w 2H'26, gdyż w poprzednich latach Jeronimo Martins odpowiadał za dużą część komunikowanego portfela zniczowego. Przy braku kolejnych dużych umów możliwości skompensowania spadku sprzedaży do innych odbiorców wydają się ograniczone. Z drugiej strony Polwax koncentruje się obecnie przede wszystkim na rentowności, a nie maksymalizacji wolumenu kosztem niskich marż.

Istotnym elementem odbudowy działalności była również poprawa **dostępności gaczu parafinowego**. Polwax zabezpieczył na 2026 rok dostawy lekkiego, średniego i ciężkiego gaczu z Aramco Fuels Poland o szacowanej wartości ok. 34 mln PLN netto. Większa dostępność surowca pozwoliła również zwiększyć sprzedaż towarów handlowych, którą spółka zamierza kontynuować. Zgromadzenie większej ilości surowca ma jednak istotny wpływ na kapitał obrotowy. Na koniec 1H'26 wartość zapasów wyniosła ok. 54 mln PLN i była wyższa niż przychody osiągnięte przez spółkę w całym półroczu. Sam wzrost zapasów pochłonął w 1H'26 ok. 12 mln PLN gotówki, natomiast łączne CF operacyjne wyniosły -32,1 mln PLN. W 2Q'26 CF operacyjny wyniósł -14,3 mln PLN przy EBITDA na poziomie -3,3 mln PLN. Odbudowie wyników w 2H'26 powinno więc towarzyszyć uwalnianie gotówki ze zgromadzonych zapasów.

Polwax ma obecnie znacznie większy dostęp do finansowania obrotowego. Spółka zawarła z mBankiem umowę kredytu obrotowego do 20 mln PLN, zwiększyła limit ING do maksymalnie 45 mln PLN oraz limit faktoringowy ING z 5 mln PLN do 43 mln PLN. Mostostal Zabrze udzielił poręczenia zobowiązań wobec ING do 45 mln PLN. Dodatkowo dostępność kredytu w rachunku bieżącym mBank do 10 mln PLN została wydłużona do lipca 2027 roku.

Na działalność Polwaxu wpływa też **sytuacja na Bliskim Wschodzie**. Konflikt w regionie oddziałuje na ceny ropy i produktów ropopochodnych oraz na koszty i stabilność transportu surowców z Azji. Dzięki zgromadzonym zapasom spółka ograniczyła ryzyko związane z dostępnością gaczu parafinowego, ale wzrost kosztów dotyczy również folii, tworzyw oraz transportu, co może obniżyć rentowność nowych ofert. Jednocześnie otoczenie popytowe pozostaje słabe. Ograniczona produkcja przemysłowa w Polsce i Europie oraz duża wrażliwość klientów na ceny mogą wpływać zarówno na wielkość zamówień, jak i na poziom cen. Polwax konkuruje przy tym z produktami wytwarzanymi z tańszych surowców o mniej pewnym pochodzeniu.

Osobnym tematem pozostaje projekt Future. W lipcu 2026 roku Polwax zlecił wykonanie studium wykonalności, które ma ocenić możliwość realizacji inwestycji, ewentualną zmianę jej parametrów oraz ułatwić wybór potencjalnych partnerów technologicznych i biznesowych. Decyzja dotycząca realizacji konkretnego wariantu projektu nie została jeszcze podjęta. Przy nadal ujemnej EBITDA oraz wysokim zapotrzebowaniu na kapitał obrotowy samodzielne finansowanie dużej inwestycji byłoby znacznym obciążeniem dla spółki. Dla przyszłości tego projektu istotne będą więc zarówno wyniki aktualizacji jego ekonomiki, jak i możliwość pozyskania partnera technologicznego lub finansowego.

Odnosnie perspektyw na drugą połowę roku, Polwax wchodzi w sezonowo najmocniejszą jego część z dobrą dostępnością surowca oraz skoncentrowaną produkcją przemysłową w Jaśle. Zarząd oczekuje dodatniego wyniku operacyjnego zarówno w 3Q, jak i 4Q'26.

ModQS - sytuacja bieżąca i perspektywy

Na ModQS należy obecnie patrzeć przede wszystkim jako na projekt wykorzystania i skalowania istniejącej bazy produkcyjnej w Płocku, a nie jak jeszcze kilka miesięcy temu, głównie przez pryzmat pozyskiwania pierwszych dużych klientów. Istotnym krokiem było formalne przejęcie 1 czerwca 2026 r. w dzierżawę przedsiębiorstwa Stalmech. Umowa została zawarta na czas nieoznaczony, obejmuje miesięczny czynsz oraz prawo pierwokupu przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, a Mostostal Zabrze traktuje dzierżawę jako etap mogący prowadzić do późniejszego przejęcia aktywów. Tym samym akcent przesuwają się z fazy przeorganizowywania działalności w kierunku efektywnego zagospodarowania przejętych mocy i doprowadzenia zakładu do rentowności.

Najważniejszym obecnie parametrem jest bardzo niski stopień wykorzystania potencjału produkcyjnego. Zakład w Płocku generuje zbyt małą sprzedaż, by osiągnąć poziom break-even, ale w oparciu o pozyskiwane zlecenia zarząd zakładu dojdzie do niego w ciągu dwóch kwartałów. Co istotne, poziom ten i tak będzie oznaczał wykorzystanie mocy produkcyjnych zakładu zaledwie na ok. 10 - 12%. Oznacza to, że jeżeli sprzedaż będzie zwiększana zgodnie z planem, istniejąca baza aktywów pozwala na istotny wzrost skali bez konieczności ponoszenia większych nakładów inwestycyjnych. Daje to potencjał do wyraźnej dźwigni operacyjnej, gdyż po przekroczeniu poziomu break-even dodatkowa sprzedaż powinna w dużym stopniu przekładać się na wynik poprzez marżę pozostającą po pokryciu kosztów zmiennych.

Obecnie sytuacja działa jednak jeszcze w przeciwnym kierunku, gdyż dzierżawa Stalmech zwiększa koszty operacyjne segmentu Produkcji mechanicznej, podczas gdy zakład pracuje przy bardzo niskim wykorzystaniu mocy.

Źródłem koniecznego wzrostu sprzedaży ma być przede wszystkim lepsze wykorzystanie rynku kontenerowego oraz dywersyfikacja bazy klientów. Współpraca z Algeco, która kilka miesięcy temu była głównym elementem narracji wokół ModQS, pozostaje istotna (dla tego klienta produkowane są moduły kontenerowe), ale obecnie należy ją traktować jako jeden z kilku kierunków rozwoju. Rynek kontenerowy obsługiwany przez zakład w Płocku rozwija się dobrze, a spółka przeprowadziła modyfikacje produktów, które mają obniżyć koszty ich wytwarzania oraz wesprzeć dalszy wzrost sprzedaży. Jednocześnie w Płocku zbudowano dział sprzedaży, który według zarządu zaczął skutecznie pozyskiwać nowych klientów, a obszar projektowania jest reorganizowany w celu skrócenia procesu przygotowania i wdrażania nowych produktów.

ModQS jest przy tym coraz silniej integrowany z pozostałą częścią Produkcji mechanicznej. Po zawarciu umowy dzierżawy rozpoczęto integrację zespołów zarządczych i przenoszenie najlepszych praktyk pomiędzy spółkami segmentu, a szerszy program transformacji obejmuje poprawę efektywności, robotyzację i zwiększanie wydajności przy istniejącym parku maszynowym. Należy jednak pamiętać, że cały segment Produkcji mechanicznej pozostaje obecnie słaby wynikowo i przez ostatnie sześć kwartałów generował straty. Dane te nie są jednak tożsame z wynikami samego ModQS.

HeatRec

HeatRec przechodzi z etapu rozwijania koncepcji do przygotowania jej komercjalizacji. Projekt przemysłowych instalacji odzysku ciepła nadal bazuje na kompetencjach inżynierskich już obecnych w Grupie, jednak w ostatnich miesiącach prace przesunęły się wyraźnie w stronę budowy konkretnego modelu biznesowego. Mostostal Zabrze pracuje równolegle nad pozyskiwaniem klientów, organizacją finansowania oraz sposobem realizacji projektów, przez co nabiera coraz bardziej realnych kształtów.

Najważniejszym rozwinięciem jest doprecyzowanie modelu finansowania w formule ESCO, czyli Energy Service Company - firmy świadczącej usługi energetyczne w modelu, w którym klient nie musi sam finansować całej inwestycji z góry.

Założenie jest takie, aby klient nie musiał ponosić nakładu inwestycyjnego, finansowanie zapewniał bank, a Mostostal otrzymywał wynagrodzenie za realizację instalacji. Grupa nie zamierza przy tym finansować aktywów HeatRec przyjmując je na bilans. Prace wyszły już z fazy koncepcyjnej i wypracowano zasady współpracy z dwoma bankami.

Najbliższym kamieniem milowym będzie pozyskanie pierwszych dwóch mniejszych kontraktów i zarząd zakłada, że powinno się to stać do końca 1Q'27. Pierwsze realizacje będą szczególnie istotne, ponieważ Grupa zamierza wziąć w nich odpowiedzialność za osiągnięcie założonych parametrów instalacji. W praktyce będą więc nie tylko pierwszymi projektami komercyjnymi, ale również testem rozwiązania, od którego wyniku może zależeć tempo dalszego skalowania działalności. Zarząd ocenia liczbę potencjalnych klientów jako dużą i zakłada, że po potwierdzeniu parametrów pierwszych instalacji biznes może rosnąć bardzo szybko.

Wiarygodność technologiczną HeatRec wspierają istniejące doświadczenia Grupy w odzysku energii. Mostostal posiada kompetencje w projektowaniu i realizacji takich instalacji, na których rozwijana jest technologia HeatRec. Aktualną referencją jest zakończony projekt dla Hüttenwerke Krupp Mannesmann w Niemczech, obejmujący m.in. nagrzewnicę wielkiego pieca z instalacją odzysku ciepła. Według komunikatu klienta czyli HKM sprawność nagrzewnicy wraz z układem odzysku ciepła wyniosła ok. 92%, co jest wartością powyżej referencyjnych dla tego typu instalacji.

HeatRec pozostaje jednak na wczesnym etapie i nadal traktujemy go jako opcję wzrostową, a nie element bazowych prognoz. W porównaniu z sytuacją sprzed pół roku projekt jest bardziej konkretny, ale przed Grupą znajduje się jeszcze punkt weryfikacji w postaci pierwszych kontraktów. Dopiero ich skuteczna realizacja i potwierdzenie zakładanych parametrów pozwolą ocenić, czy HeatRec może stać się istotnym, skalowalnym obszarem działalności Grupy Mostostal Zabrze.

Portfel zamówień

Portfel zamówień Grupy Mostostal Zabrze na koniec sierpnia 2026 r. wyniósł 1.261,3 mln PLN wobec 1.221,9 mln PLN rok wcześniej, co oznacza wzrost o 3,2% r/r. Był również o 5,9% wyższy niż na koniec kwietnia 2026 r. (1.190,8 mln PLN). Jednocześnie struktura backlogu wyraźnie przesunęła się w kierunku realizacji przemysłowych i projektowania, czyli segmentu, który w ostatnich kwartałach odpowiadał za rosnącą część kontraktacji Grupy.

Wartość portfela realizacji przemysłowych i projektowania wzrosła do 704,2 mln PLN, o 29,1% r/r i 9,6% względem kwietnia, stanowiąc już ok. 56% całego backlogu. Produkcja mechaniczna zwiększyła portfel o 29,9% r/r do 75,5 mln PLN. Z drugiej strony backlog budownictwa ogólnego i inżynierskiego obniżył się o 21,7% r/r do 402,9 mln PLN, a produkcji chemicznej o 31,8% do 57,7 mln PLN. Oznacza to, że wzrost całego portfela jest obecnie napędzany przede wszystkim przez działalność przemysłową, która z nadwyżką kompensuje niższy backlog w budownictwie oraz produkcji chemicznej.

Zarząd podkreśla, że niższy backlog w części ogólnobudowlanej jest świadomą decyzją. Według niego obecna wysoka konkurencja w przetargach budowlanych i wyniki tych przetargów wskazują, że powszechne jest ich rozstrzyganie przy wysokim prawdopodobieństwie ujemnej rentowności tych kontraktów. Z tego powodu deklaruje on jeszcze większą koncentrację na kontraktach specjalistycznych i brak determinacji do pozyskiwania tych zleceń gdzie trzeba konkurować każdorazowo z 15-20 podmiotami.

Spadek portfela zamówień w produkcji chemicznej to efekt niższego kontraktu z Jeronimo Martins. Należy przy tym mieć na uwadze, że kontrakty z siecią dyskontów co do zasady są niskomargowe. Spółka natomiast koncentruje się obecnie na rozwoju sprzedaży przemysłowej w tym segmencie.

Portfel zamówień powiększony o kontrakty znajdujące się w negocjacjach wyniósł na koniec sierpnia 1.648,4 mln PLN, o 4,7% więcej r/r i wobec 1.576,6 mln PLN na koniec kwietnia. Wartość projektów pozostających w negocjacjach można tym samym szacować na ok. 387 mln PLN. Dodatkowo 25 września 2026 r. spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe podpisała z MSM Walsrode kontrakt na budowę nowej instalacji chemicznej w Niemczech o wartości ok. 306,1 mln PLN netto, odpowiadającej ok. 25% przychodów Grupy za 2025 r. Realizacja ma potrwać do 1Q'28. Kontrakt ten istotnie wzmacnia portfel po dacie sierpniowego raportowania, choć jego wartości nie można mechanicznie dodać do backlogu z końca sierpnia, ponieważ w międzyczasie część wcześniej zakontraktowanych prac była już realizowana i schodziła z portfela.

Historyczne zestawienie backlogu z przychodami wskazuje przy tym na relatywnie wyraźną zależność między wielkością portfela a późniejszą skalą sprzedaży, przy przesunięciu wynoszącym około pięciu kwartałów. Wzrost backlogu obserwowany od 2H'25 znalazł już odzwierciedlenie w poprawie przychodów LTM, które zwiększyły się z 931,5 mln PLN w 3Q'24 do 1.353,2 mln PLN w 2Q'26. Utrzymujący się obecnie portfel na poziomie ok. 1,2 - 1,3 mld PLN, a dodatkowo pozyskanie dużego kontraktu dla MSM Walsrode, wskazują na potencjał utrzymania wysokiej skali przychodów również w

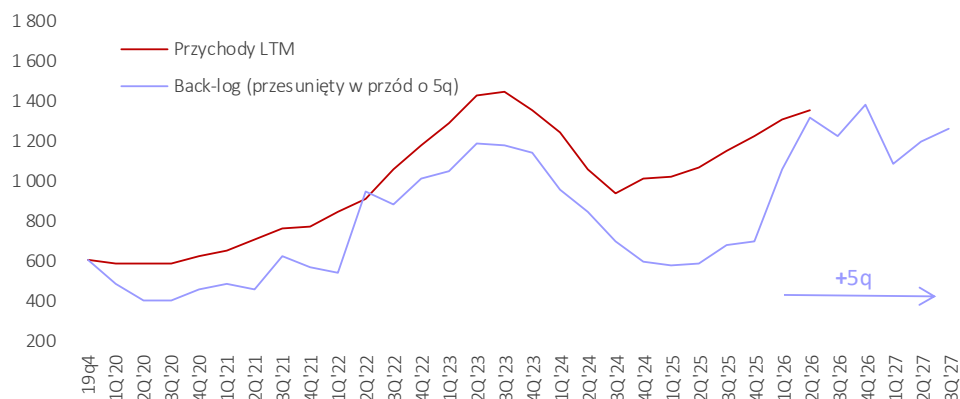
kolejnych kwartałach oraz wspierają perspektywę dalszego wzrostu sprzedaży w 2027 r. Szczególnie istotne jest przy tym przesunięcie struktury backlogu w stronę realizacji przemysłowych, które obecnie stanowią zdecydowanie największą część portfela.

Portfel zamówień

	sier'25	kwi'26	sier'25	zmiana r/r
Realizacje przemysłowe i projektowanie	545,5	642,4	704,2	29,1%
Produkcja mechaniczna	58,1	78,2	75,5	29,9%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	514,4	387,8	402,9	-21,7%
Pozostałe	19,3	25,9	21,0	8,8%
Produkcja chemiczna	84,6	56,7	57,7	-31,8%
Razem	1 221,9	1 190,8	1 261,3	3,2%
Portfel zamówień + negocjacje	1 573,7	1 576,6	1 648,4	4,7%

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Wartość przychodów LTM vs back-log (przesunięty o 5 kw. w przód)



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Ostatnie wydarzenia

2026-09-25

Umowa na instalację chemiczną w Niemczech

Spółka zależna Mostostalu Zabrze, Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe, zawarła z MSM Walsrode umowę dotyczącą budowy nowej instalacji chemicznej w Niemczech. Wynagrodzenie netto odpowiada około 25% przychodów grupy Mostostal Zabrze, czyli około 306,1 mln zł netto. Zakończenie realizacji umowy przewidziano na I kwartał 2028 roku.

2026-09-11

Skup akcji własnych

Mostostal Zabrze 11 września opublikował zaproszenie do sprzedaży 1,5 mln akcji własnych, stanowiących ok. 2,16% kapitału zakładowego, po cenie 11,50 zł za akcję. Oferty sprzedaży przyjmowano od 14 do 25 września 2026 r., a rozliczenie transakcji przewidziano na 2 października 2026 r. W przypadku ofert obejmujących łącznie więcej niż 1,5 mln akcji zostaną one proporcjonalnie zredukowane.

2026-08-13

Umowa na konwersję kotła w Inowrocławiu

Mostostal Zabrze poinformował o zawarciu przez konsorcjum z udziałem spółki zależnej Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe oraz Sumitomo SHI FW Energia Polska umowy z Qemetica Soda Polska na realizację w formule „pod klucz” konwersji kotła węglowego na kocioł opalany biomasą wraz z układem gospodarki paliwem biomasowym w Elektrociepłowni Inowrocław. Przedmiot umowy obejmuje dostawy, usługi, roboty budowlane, montaż, rozruch oraz uzyskanie wymaganych decyzji i pozwoleń. Wynagrodzenie netto konsorcjum odpowiada około 24% przychodów grupy Mostostalu Zabrze ze sprzedaży w 2025 roku, a część przypadająca Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe około 14% tych przychodów. Zawarcie umowy nastąpiło po decyzji o wyborze oferty konsorcjum jako najkorzystniejszej. Zakończenie inwestycji planowane jest na IV kwartał 2028 roku.

2026-08-07**List intencyjny na instalację w Niemczech**

Mostostal Zabrze poinformował o podpisaniu przez spółkę zależną Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe listu intencyjnego z podmiotem zagranicznym dotyczącego budowy nowej instalacji chemicznej w Niemczech. List przyznaje spółce wyłączność na negocjacje dotyczące realizacji projektu i stanowi podstawę współpracy do czasu zawarcia kompleksowej umowy wykonania inwestycji w formule EPC. Szacowana wartość wynagrodzenia z przyszłej umowy ma odpowiadać istotnej części przychodów ze sprzedaży grupy Mostostalu Zabrze za poprzedni rok obrotowy.

2026-07-26**Aneks zwiększający limit MultiLinii**

Mostostal Zabrze poinformował o zawarciu przez spółkę zależną Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe aneksu do umowy z Erste Bank Polska dotyczącej MultiLinii. Łączny limit MultiLinii i limit na gwarancje został zwiększony do 60 mln zł z 30 mln zł. Termin dostępności limitu upływa w lutym 2027 roku.

2026-06-25**Umowa na prace w Elektrowni Kozienice**

Mostostal Zabrze poinformował o zawarciu przez spółkę zależną Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego umowy z Çalik Enerji Sanayi Ve Ticaret na realizację robót budowlanych w ramach budowy bloków gazowo-parowych w Elektrowni Kozienice. Przedmiotem umowy są roboty żelbetowe wraz z pracami przygotowawczymi dla obiektów bloków energetycznych. Szacunkowe wynagrodzenie wynosi około 30 mln zł netto, a zakończenie prac zaplanowano na I kwartał 2027 roku.

2026-06-23**Najkorzystniejsza oferta w Inowrocławiu**

Mostostal Zabrze poinformował, że oferta złożona przez konsorcjum z udziałem spółki zależnej Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe została uznana przez Qemetica Soda Polska za najkorzystniejszą w postępowaniu dotyczącym realizacji inwestycji polegającej na konwersji kotła węglowego na kocioł opalany biomasą wraz z układem gospodarki paliwem biomasowym w Elektrociepłowni Inowrocław. Wartość oferty odpowiada około 24% przychodów ze sprzedaży grupy Mostostalu Zabrze za 2025 r., z czego zakres przypadający na Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe stanowi około 14% tych przychodów. Spółka zaznaczyła, że decyzja o uznaniu oferty za najkorzystniejszą nie oznacza jeszcze wyboru wykonawcy ani zawarcia umowy.

2026-06-18**Umowa dla EC Zabrze**

Mostostal Zabrze poinformował, że konsorcjum z udziałem spółki zależnej Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego zawarło z Fortum Silesia umowę na realizację w formule „pod klucz” zadania obejmującego dostawę i montaż akumulatora ciepła z przepompownią dla EC Zabrze. Wartość umowy wynosi około 71,5 mln zł netto, z czego około 75% przypada spółce zależnej Mostostalu Zabrze. Prace obejmują przygotowanie dokumentacji projektowej, realizację robót budowlanych i instalacyjnych oraz dostawę urządzeń. Zakończenie realizacji przewidziano w IV kwartale 2027 roku.

2026-06-02**Skup akcji własnych**

Mostostal Zabrze opublikował szczegółowe warunki skupu akcji własnych w ramach zaproszenia do składania ofert sprzedaży. Spółka zamierza nabyć do 2.394.569 akcji, stanowiących około 3,5% kapitału zakładowego, po cenie 11,50 zł za akcję. Oferty sprzedaży będą przyjmowane od 8 do 19 czerwca 2026 roku, a przewidywany termin rozliczenia transakcji wyznaczono na 26 czerwca 2026 roku. W przypadku zgłoszenia większej liczby akcji niż przewidziana do nabycia, zastosowana zostanie proporcjonalna redukcja ofert.

2026-06-01**Dzierżawa przedsiębiorstwa Stalmech**

Mostostal Zabrze poinformował, że jego spółka zależna ModQ Solutions zawarła umowę dzierżawy przedsiębiorstwa Stalmech oraz jednocześnie rozwiązała warunkową przedwstępną umowę jego nabycia. Przedmiot dzierżawy obejmuje m.in. nieruchomości o powierzchni około 10,5 ha wraz z infrastrukturą, ruchomości, prawa i obowiązki z umów o pracę, prawa z umów handlowych oraz wartości niematerialne i prawne. Umowa została zawarta na czas nieoznaczony i przewiduje prawo pierwokupu przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części przez ModQ Solutions. Mostostal Zabrze wskazuje, że dzierżawa stanowi etap prowadzący do przejęcia Stalmech i wpisuje się w strategię rozwoju produkcyjnej części działalności grupy.

2026-05-29**Kolejny skup akcji własnych**

Mostostal Zabrze poinformował, że zarząd podjął uchwałę o przeprowadzeniu kolejnego skupu akcji własnych w drodze publicznego zaproszenia do składania ofert sprzedaży. Spółka chce nabyć do 2.394.569 akcji po 11,50 zł za akcję, a łączna kwota skupu wraz z kosztami nie przekroczy 27,6 mln zł. Celem nabycia akcji będzie ich umorzenie lub wykorzystanie przy potencjalnych transakcjach akwizycyjnych. Przyjmowanie ofert sprzedaży ma potrwać od 8 do 19 czerwca 2026 r., a przewidywany dzień nabycia akcji to 26 czerwca 2026 r.

2026-04-09

Skup akcji własnych

Mostostal Zabrze poinformował, że w wyniku przeprowadzonego skupu akcji własnych nabydzie 691.000 akcji po cenie 11,50 zł za akcję, za łączną kwotę 7,9 mln zł. Nabywane akcje stanowią 1,01% kapitału zakładowego i ogólnej liczby głosów spółki. Celem nabycia akcji będzie ich umorzenie lub wykorzystanie przy potencjalnych transakcjach akwizycyjnych. W ramach zaproszenia do sprzedaży akcjonariusze złożyli oferty obejmujące łącznie 51.976.559 akcji, dlatego spółka zastosuje proporcjonalną redukcję zapisów, a średnia stopa redukcji wyniesie 98,67%. Planowany termin zawarcia i rozliczenia transakcji przypada na 13 kwietnia 2026 r.

2026-04-01

Umowa przy budowie zakładu

Mostostal Zabrze poinformował, że jego spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe zawarła z zagranicznym kontrahentem umowę na dostawę i montaż konstrukcji stalowych, prefabrykację i montaż rurociągów oraz montaż aparatów i urządzeń przy budowie zakładu produkcji gazów przemysłowych w Niemczech. Przewidywana wartość wynagrodzenia netto dla wykonawcy odpowiada ok. 11% przychodów ze sprzedaży grupy Mostostalu Zabrze za 2025 r., a ostateczne wynagrodzenie będzie zależne od rzeczywiście wykonanych prac. Zakończenie realizacji prac przewidziano w II kwartale 2027 r.

Najistotniejsze kontrakty w realizacji

Lotniska

Polskie Porty Lotnicze S.A.

- Zakres prac: Wykonanie płyty postojowej samolotów wraz z pracami towarzyszącymi w zakresie budowy 6 stanowisk postojowych kodu C, zamiennie 4 stanowisk postojowych kodu C i 1 stanowiska postojowego kodu E/F na Lotnisku Chopina w Warszawie.
- Terminy realizacji: 21.09.2026.
- Wartość kontraktu: 158,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Przemysł energetyczny, w tym spalarnie

Przedsiębiorstwo Energetyki Ciepłej – GLIWICE Spółka z o.o.

- Zakres prac: Realizacja „pod klucz” inwestycji pn.: „Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy z kotłem wielopaliwowym wytwarzającym ciepło i energię elektryczną w wysokosprawnej kogeneracji planowana do realizacji na terenie PEC – Gliwice”.
- Terminy realizacji: 05.2025 – koniec IIQ’2028.
- Wartość kontraktu: 299,5 mln PLN, w tym udział MZGPBP 40% – ok. 121,9 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP (Lider Konsorcjum), OSCHATZ Power GmbH, Przedsiębiorstwo Remontów Ulic i Mostów S.A.

QEMETICA Soda Polska S.A.

- Zakres prac: Wykonanie w formule „pod klucz” inwestycji pn.: „Konwersja kotła węglowego na kocioł opalany biomasą wraz z układem gospodarki paliwem biomasowym” realizowanej w Elektrociepłowni Inowrocław.
- Terminy realizacji: 08.2026 – IVQ’2028.
- Wartość kontraktu: ok. 24% przychodów ze sprzedaży Grupy za rok 2025, w tym dla MZRP ok. 14% przychodów.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZRP (Partner Konsorcjum) oraz Sumitomo SHI FW Energia Polska Sp. z o.o. (Lider Konsorcjum).

Fortum Silesia S.A.

- Zakres prac: Realizacja, w formule „pod klucz”, zadania obejmującego dostawę i montaż akumulatora ciepła z przepompownią dla EC Zabrze.
- Terminy realizacji: 06.2026 – IVQ’2027.
- Wartość kontraktu: 71,5 mln PLN, w tym udział MZGPBP ok. 75%.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP (Lider Konsorcjum) oraz Kelvin Sp. z o.o. (Partner Konsorcjum).

ÇALIK ENERJI SANAYI VE TICARET A.Ş. ODDZIAŁ W POLSCE

- Zakres prac: Realizacja robót budowlanych w ramach „Budowy bloków gazowo-parowych oraz świadczenia usług serwisowych w Elektrowni Kozienice”.
- Terminy realizacji: 06.2026 – IQ’2027.
- Wartość kontraktu: ok. 30 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Chemia i petrochemia

Kontrahent zagraniczny

- Zakres prac: Udział w budowie zakładu produkcji gazów przemysłowych w Niemczech w zakresie: dostawy i montażu konstrukcji stalowych, mechanicznych i rurociągów oraz dostawy i montażu nadziemnej konstrukcji betonowej dla budynku produkcyjnego i budynku administracyjnego.
- Terminy realizacji: IIQ'2026 – IIQ'2027.
- Wartość kontraktu: ok. 11% i 1,3% przychodów ze sprzedaży GMZ 2025.
- Wykonawcy: MZRP – dostawa i montaż konstrukcji stalowych, mechanicznych i rurociągów; MZGPBP – dostawa i montaż nadziemnej konstrukcji betonowej.

Globalna firma zajmująca się gazami przemysłowymi

- Zakres prac: Prefabrykacja i montaż orurowania, prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowych, montaż urządzeń oraz modułów dostarczonych przez Zamawiającego oraz prace izolacyjne w ramach realizowanego przez Zamawiającego projektu rozbudowy zakładu w Niderlandach.
- Terminy realizacji: 09.2025 – koniec IVQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 13% przychodów ze sprzedaży GMZ 2025.
- Wykonawca: MZRP.

Globalna firma zajmująca się gazami przemysłowymi

- Zakres prac: Prefabrykacja i montaż orurowania, montaż konstrukcji i urządzeń oraz prace izolacyjne w ramach realizowanego przez Klienta projektu budowy zakładu w Rotterdamie w Niderlandach.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IQ'2027.
- Wartość kontraktu: ok. 23% przychodów ze sprzedaży GMZ 2025.
- Wykonawca: MZRP.

IONWAY Poland Sp. z o.o.

- Zakres prac: Wykonanie prac mechanicznych, montaż urządzeń i rurociągów technologicznych w ramach projektu realizowanego w Radzikowicach koło Nysy.
- Terminy realizacji: 11.2024 – koniec IVQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 17% przychodów ze sprzedaży GMZ 2025.
- Wykonawca: MZRP.

Hutnictwo żelaza i stali

Primetals Technologies Germany GmbH

- Zakres prac: 1. Prefabrykacja i montaż orurowania; 2. Montaż kotła odzysknicowego w ramach projektu realizowanego przez Klienta w hucie na terenie Niemiec.
- Terminy realizacji: 1. 12.2024 – IQ'2027; 2. IQ'2027.
- Wartość kontraktu: 1. ok. 6% przychodów ze sprzedaży GMZ za 2024; 2. 3,4 mln EUR.
- Wykonawca: MZRP.

Hüttenwerke Krupp Mannesmann GmbH

- Zakres prac: Dostawa konstrukcji stalowej oraz prace montażowe w ramach budowy nagrzewnicy wielkiego pieca wraz z instalacją odzysku ciepła w hucie w Niemczech.
- Terminy realizacji: 06.2024 – IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 12,0% przychodów ze sprzedaży GMZ za 2024.
- Wykonawca: MZRP.

Obiekty użyteczności publicznej, drogi i sieci

Gmina Miasta Radomia

- Zakres prac: Przebudowa Sali Koncertowej Radomskiej Orkiestry Kameralnej w Radomiu.
- Terminy realizacji: 04.2026 – 09.2027.
- Wartość kontraktu: 25,7 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Miasto Gliwice, Zarząd Dróg Miejskich

- Zakres prac: Rozbudowa ul. Zbożowej w zakresie: przebudowy gazociągu, kanalizacji deszczowej, ciepłociągu, robót elektrycznych, budowy kanału technologicznego i robót drogowych.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: 24,3 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Uniwersytet Opolski

- Zakres prac: Przebudowa Domu Studenta „Spójnik” z wykonaniem dokumentacji projektowo-kosztorysowej oraz robót w formule „zaprojektuj – wybuduj”.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IIIQ’2026.
- Wartość kontraktu: 21,4 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Gmina Sosnowiec

- Zakres prac: „Kazimierz OdNowa” – rekultywacja terenów pogórnich w Gminie Sosnowiec, w tym przywrócenie wartości historycznych i kulturowych budynków po byłej Kopalni Węgla Kamiennego Kazimierz Juliusz.
- Terminy realizacji: 10.2025 – IIQ’2027.
- Wartość kontraktu: ok. 66,4 mln PLN, w tym udział MZGPBP 33,2 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP (lider konsorcjum) oraz Przedsiębiorstwo MAXIMUS ZBH MUC Sp. K. (partner konsorcjum).

Gminy Tychy i Bieruń

- Zakres prac: Budowa trasy rowerowej w ramach zadania „Rozbudowa ulicy Oświęcimskiej na odcinku od ul. Serdecznej w Tychach do ul. Homera w Bieruniu”.
- Terminy realizacji: 15 miesięcy od podpisania umowy.
- Wartość kontraktu: 22,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Szpital

Uniwersytecki Szpital Kliniczny w Opolu

- Zakres prac: Realizacja w formule „zaprojektuj i wybuduj” inwestycji pn.: Wielooperacyjny projekt modernizacji energetycznej Uniwersyteckiego Szpitala Klinicznego w Opolu w celu zwiększenia efektywności energetycznej.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IQ’2028.
- Wartość kontraktu: ok. 53,8 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Obronny

Wojskowy Instytut Techniki Pancernej i Samochodowej

- Zakres prac: Budowa Centrum badań testowych czołgów i pojazdów gąsienicowych dla Wojskowego Instytutu Techniki Pancernej i Samochodowej w Sulejówku.
- Terminy realizacji: 09.2027.
- Wartość kontraktu: 19,3 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Skarb Państwa – Rejonowy Zarząd Infrastruktury w Krakowie

- Zakres prac: Przebudowa i rozbudowa sieci wodno-kanalizacyjnej z infrastrukturą towarzyszącą w Radzionkowie.
- Terminy realizacji: 01.2028.
- Wartość kontraktu: 5,9 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Wysokoprzetworzone konstrukcje maszynowe i moduły kontenerowe

Liebherr Werk Ehingen (Niemcy) / Liebherr Werk Nenzing (Austria)

- Zakres prac: Produkcja konstrukcji maszynowych do dźwigów.
- Współpraca: Umowa ramowa.
- Wykonawca: MZKP.

Manitowoc

- Zakres prac: Produkcja konstrukcji maszynowych do dźwigów.
- Współpraca: Stałe zamówienia.
- Wykonawca: MZKP.

Alstom Transport S.A.

- Zakres prac: Produkcja konstrukcji stalowych pojazdów szynowych.
- Współpraca: Umowa ramowa.
- Wykonawca: MZKP.

Meiller Kipper

- Zakres prac: Produkcja elementów konstrukcyjnych wywrotek.
- Współpraca: Stałe zamówienia.

Algeco

- Zakres prac: Produkcja modułów kontenerowych.
- Współpraca: Stałe zamówienia.

Produkcja zniczy i świec oraz przemysłowych specyfików parafinowych

Jeronimo Martins Polska S.A.; Dino Polska Spółka Akcyjna; LIDL Sp. z o.o. Sp.k; POLOMARKET Sp. z o.o.; SELGROS; Ambiente Europe BV; Winnica Turnau; duży słowacki dystrybutor świec – dostawca dla sieci Rossmann

- Zakres prac: Świece, znicze, wkłady sezonowe i całoroczne do zniczy, lampiony, pochodnie przeciwmrozowe.
- Umowy: Cykliczne umowy, pozyskane zamówienia.

P.P.H. LUKS; Bispol Sp. z o.o.; Gala Poland; duży niderlandzki producent świec o zasięgu międzynarodowym

- Zakres prac: Wyroby przemysłowe do produkcji zniczy i świec – szeroka gama mieszanek parafinowych, masy zalewowe do świec i zniczy, воск do knotów, воск kąpiący i воск do aplikacji.
- Umowy: Pozyskane zamówienia.

Grupa Azoty Police; Zakłady Chemiczne „Siarkopol” Tarnobrzeg sp. z o.o.; Alventa S.A.; Fabryka Zieleni S.A.; duży bułgarski producent nawozów

- Zakres prac: Sprzedaż antyzbrylaczy do nawozów – produktów do nawozów na bazie saletry i siarczanu amonu oraz nawozów fosforowych, w tym produktów biodegradowalnych.
- Umowy: Pozyskane zamówienia.

Polima Sp. z o.o.; Grupa Woodeco; Rowis System; duży ukraiński producent żaluzji

- Zakres prac: Produkty do impregnacji drewna – szeroka gama emulsji parafinowych dostosowanych do indywidualnych potrzeb klientów.

Wyniki finansowe i ich prognozy

Przedstawiamy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Mostostal Zabrze za lata 2023-2025 oraz nasze prognozy do 2033 roku.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p
przychody netto, w tym:	1 351,4	1 010,3	1 224,5	1 508,3	1 577,3	1 549,7	1 548,1	1 617,8	1 689,1	1 727,3	1 752,4
Realizacje przemysłowe i projektowanie	592,5	432,2	548,5	710,1	745,6	708,3	708,3	743,8	780,9	796,6	812,5
Produkcja mechaniczna	180,5	144,0	138,1	138,3	152,1	167,3	175,7	184,4	191,8	195,7	199,6
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	562,5	293,9	399,5	455,7	455,7	432,9	411,3	431,8	453,4	467,0	467,0
Produkcja chemiczna	252,4	132,7	129,9	195,6	215,2	232,4	244,0	248,9	253,9	258,9	264,1
Pozostała działalność	15,8	7,5	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2
Zysk brutto ze sprzedaży	155,4	136,1	135,3	163,0	179,6	176,9	177,3	179,1	186,2	191,0	194,7
Koszty sprzedaży	-9,9	-21,6	-22,6	-22,4	-23,7	-23,2	-21,7	-21,0	-22,0	-22,5	-22,8
Koszty og.zarządu	-53,6	-67,2	-78,6	-74,8	-75,5	-76,3	-77,0	-77,8	-78,6	-79,4	-80,1
Pozostałe netto	1,6	32,7	11,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
EBITDA	109,8	98,7	68,6	88,5	102,5	99,4	100,6	102,3	107,7	111,2	113,9
EBIT	93,2	51,1	45,5	65,5	80,1	77,1	78,3	79,9	85,4	88,9	91,5
saldo finansowe	5,1	-2,3	2,1	6,3	1,1	0,3	-0,8	-1,9	-1,3	-0,5	0,4
zysk przed opodatkowaniem	100,8	78,9	50,5	71,7	81,2	77,4	77,5	78,0	84,0	88,3	91,9
podatek dochodowy	-24,6	-14,1	-15,8	-23,0	-21,9	-20,9	-20,9	-21,1	-22,7	-23,9	-24,8
Zysk netto j.d.	74,5	61,8	38,1	52,0	56,4	52,6	51,6	51,4	55,2	57,8	59,8
Zysk netto skorygowany		33,1	38,1								
EPS	1,0	0,9	0,6	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9

Bilans (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p
aktywa trwałe	268,4	392,9	423,6	417,5	417,5	417,5	417,5	417,5	417,5	417,5	417,5
rzeczowe aktywa trwałe	92,0	213,4	209,4	203,4	203,4	203,4	203,4	203,4	203,4	203,4	203,4
wartości niematerialne i prawne	3,3	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
inwestycje długoterminowe	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
pozostałe	169,7	171,1	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5
aktywa obrotowe	438,4	472,7	613,8	649,0	673,8	682,3	696,6	719,6	756,4	795,1	833,4
zapasy	28,9	65,1	83,0	99,2	103,7	101,9	101,8	101,9	101,8	104,1	105,6
należności	185,4	144,0	201,5	206,6	209,6	205,1	200,6	200,3	209,2	213,9	217,0
inwestycje krótkoterminowe	4,7	3,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
gotówka i ekwiwalenty	219,4	260,5	324,3	338,1	355,5	370,3	389,2	412,2	440,4	472,1	505,7
aktywa do zbycia	4,5	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
aktywa razem	711,3	869,6	1 037,4	1 066,5	1 091,4	1 099,8	1 114,2	1 137,1	1 174,0	1 212,7	1 250,9
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dom.	286,7	312,1	349,8	345,8	363,5	374,9	389,4	405,0	425,2	445,5	466,4
kapitał mniejszości	3,3	63,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
zobowiązania	420,9	494,2	633,0	662,6	669,8	666,9	666,7	674,0	690,7	709,0	726,4
zobowiązania długoterminowe	63,5	88,6	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8
w tym dług odsetkowy	0,1	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
zobowiązania krótkoterminowe	357,5	405,6	509,2	538,7	545,9	543,0	542,9	550,1	566,8	585,2	602,6
w tym dług odsetkowy	8,6	11,0	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
pasywa razem	711,3	869,3	1 040,9	1 066,5	1 091,4	1 099,8	1 114,2	1 137,1	1 174,0	1 212,7	1 250,9
BVPS	3,9	4,5	5,1	5,0	5,7	5,9	6,1	6,3	6,6	7,0	7,3

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p
wynik netto wraz zyskami mniejszości	74,5	61,8	38,1	52,0	56,4	52,6	51,6	51,4	55,2	57,8	59,8
amortyzacja	16,5	18,9	23,1	23,0	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
zmiana kapitału obrotowego	69,3	76,0	-45,6	7,8	-0,3	3,5	4,4	7,4	8,0	11,3	12,7
gotówka z działalności operacyjnej	143,3	87,6	64,5	79,5	81,3	82,3	83,3	86,7	91,7	98,2	102,2
inwestycje (capex)	-11,2	-11,2	-10,6	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4
gotówka z działalności inwestycyjnej	-86,6	5,5	-10,3	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
wykup akcji	0,0	-34,4	0,0	-52,7	-41,6	-45,1	-42,1	-41,3	-41,1	-44,2	-46,2
zmiana zadłużenia	4,1	10,8	15,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka z działalności finansowej	-25,4	-74,3	-11,5	-52,7	-41,6	-45,1	-42,1	-41,3	-41,1	-44,2	-46,2
zmiana gotówki netto	31,3	18,7	42,7	9,8	17,4	14,8	18,9	23,1	28,2	31,7	33,6
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS	1,23	1,18	0,89	1,09	1,23	1,17	1,15	1,15	1,21	1,25	1,28
FCFPS	2,9	2,2	0,7	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6

Wskaźniki

	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	2031p	2032p	2033p
zmiana sprzedaży	15,3%	-25,2%	21,2%	23,2%	4,6%	-1,7%	-0,1%	4,5%	4,4%	2,3%	1,5%
zmiana EBITDA	54,6%	-36,2%	-2,0%	29,0%	15,8%	-3,0%	1,2%	1,7%	5,3%	3,3%	2,4%
zmiana EBIT	59,8%	-45,2%	-11,0%	44,0%	22,4%	-3,8%	1,6%	2,1%	6,8%	4,1%	3,0%
zmiana zysku netto	132,9%	-17,0%	-38,5%	36,7%	8,5%	-6,7%	-1,9%	-0,3%	7,4%	4,6%	3,4%
marża EBITDA	11,5%	13,5%	11,1%	10,8%	11,4%	11,4%	11,5%	11,1%	11,0%	11,1%	11,1%
marża EBIT	6,9%	5,1%	3,7%	4,3%	5,1%	5,0%	5,1%	4,9%	5,1%	5,1%	5,2%
marża netto	5,5%	6,1%	3,1%	3,4%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%
sprzedaż/aktywa (x)	1,9	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
dług / kapitał (x)	5,0%	5,3%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,6%	5,4%	5,3%	5,1%	4,9%
odsetki / EBIT	10,2%	25,3%	30,4%	17,7%	14,8%	15,4%	15,3%	15,1%	14,3%	13,7%	13,3%
stopa podatkowa	24,4%	17,8%	31,4%	32,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
ROE	26,0%	19,8%	10,9%	15,0%	15,5%	14,0%	13,3%	12,7%	13,0%	13,0%	12,8%
ROA	10,5%	7,1%	3,7%	4,9%	5,2%	4,8%	4,6%	4,5%	4,7%	4,8%	4,8%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	-80,8	-89,0	-116,0	-125,9	-143,2	-158,0	-176,9	-200,0	-228,2	-259,8	-293,4

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne

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

Ryzyka prawne i spory o dużej wartości

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

Dostępność wykwalifikowanych pracowników

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

Zmienność cen surowców, materiałów i energii

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

Epidemie

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

Przejęcia

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

Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 mies.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Odnosna cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
Ambra	akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gawkowski
IMS	kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
VRG	kupuj	4 gru 26	5,00	6,27	Seweryn Żołyniak
Ambra	kupuj	16 mar 26	19,20	23,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	kupuj	1 kwi 26	5,71	9,50	Adam Zajler
Shoper	akumuluj	8 kwi 26	39,00	51,90	Seweryn Żołyniak
VRG	akumuluj	8 maj 26	5,26	6,22	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	akumuluj	12 maj 26	149,00	160,80	Grzegorz Gawkowski
IMS	kupuj	13 maj 26	1,97	2,87	Łukasz Bugaj
11 bit studios	akumuluj	10 cze 26	145,00	167,00	Grzegorz Gawkowski
VRG	kupuj	10 wrz 26	5,38	7,20	Seweryn Żołyniak
11 bit studios	akumuluj	16 wrz 26	129,10	145,50	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	kupuj	30 wrz 26	6,37	9,91	Adam Zajler

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, iFirma, IMS, VRG, Shoper i 11 Bit Studios uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	57,1%
Akumuluj	6	42,9%
Neutralnie	0	0,0%
Redukuj	0	0,0%
Sprzedaj	0	0,0%

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

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

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

Biuro Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny
marcin.materna@bankmillennium.pl

Adam Zajler

adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj, CFA

Doradca inwestycyjny
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski

grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Seweryn Żołyniak, CFA

Doradca inwestycyjny
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
przemysł, technologie, media

Analityk
fundusze inwestycyjne

Analityk
gry, fundusze inwestycyjne

Analityk
handel, deweloperzy

Departament sprzedaży

Radosław Zawadzki

radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak

arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Ołdakowski

jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec

leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski

marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Ważne informacje

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

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

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

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rągu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

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

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20

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

Stosowane metody wyceny

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

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

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

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

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

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

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

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy bądź tworzyło materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA, IMS, VRG, Shoper, 11Bit Studios i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

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

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

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

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

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

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

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 30 września 2026 r. o godzinie 13:30 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest ten sam dzień godzina 14:00.

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