



Dom Maklerski BDM S.A.

# MOSTOSTAL ZABRZE

## RAPORT ANALITYCZNY

Mostostal Zabrze zanotował bardzo dobre wyniki za 1-3Q'22, mimo trudnego otoczenia rynkowego w budownictwie. Spodziewamy się kontynuacji dobrych wyników w 4Q'22 oraz 1H'23. Spółka utrzymuje wysoki portfel zleceń, pozyskując znaczące zlecenia w ostatnich miesiącach już przy nowych warunkach cenowych. Korzysta także z relacji wypracowanych w ramach współpracy z dużymi klientami zagranicznymi czy ekspozycji na rynek modernizacyjny (np. w hutnictwie). Uważamy, że nawet kalkulując w wycenie prawdopodobieństwo ryzyka związanego z toczonymi sprawami prawnymi oraz perspektywę wysokiej bazy wynikowej za 2022 rok, obecna wartość rynkowa spółki nie oddaje jej wartości godziwej. Zwracamy uwagę na znaczną poprawę pozycji gotówkowej na przestrzeni ostatnich 2 lat i odblokowanie potencjału dywidendowego. Podtrzymujemy zalecenie Kupuj, podnosząc cenę docelową do poziomu 2,74 PLN (poprzednio 2,31 PLN, wzrost jest efektem m.in. podniesienia naszych prognoz, spadku stopy wolnej oraz wzrost wyceny porównawczej).

Przy obecnym kursie kapitalizacja spółki to 172 mln PLN. Gotówka netto po 3Q'22 wynosiła 36 mln PLN (uwzględniając zakupione obligacje długoterminowe). Jeszcze 2 lata temu spółka miała 26 mln PLN długu netto, ale poprawa wyników oraz sprzedaż działki w Bytomiu pozwoliły na całkowite oddłużenie. Spółka nadal dysponuje istotnymi nieruchomościami (o charakterze przemysłowym), które wykorzystuje w działalności operacyjnej, jak i częściowo wynajmuje (biurowiec w centrum Gliwic). Za ostatnie 4Q wygenerowana EBITDA sięgnęła poziomu 59 mln PLN (+45 mln PLN wyniósł cash flow operacyjny). Zakładamy, że 4Q'22 będzie wynikowe lepszy r/r. Portfel zleceń po 3Q'22 jest 13% wyższy r/r. W 1-3Q'22 spółka miała średnio 16 mln PLN EBITDA, spodziewamy się podobnych poziomów w 4Q'22 (rok wcześniej w tym okresie spółka miała ok. 11 mln PLN EBITDA).

W stosunku do poprzedniej rekomendacji z września'22 podnieśliśmy naszą założenie na poziomie EBIT o 9% w 2022 i 10% w 2023 (w poprzedniej rekomendacji przyjmowaliśmy bardzo konserwatywne założenie dotyczące segmentu Konstrukcji Maszynowych – obecnie koszty energii i gaz nie powinny aż tak bardzo obciążyć wyników w 2023). Spodziewamy się, że spółka będzie w stanie utrzymać EBITDA w przedziale 55-60 mln PLN. Implikuje to wycenę na poziomie EV/EBITDA'23=1,9x. Poziom EV/Sales'23 wynosi 0,10x (przy medianie dla grupy porównawczej na poziomie 0,20x). Historycznie spółka notowana była zwykle z wyraźnym dyskontem do branży. Zwracamy jednocześnie uwagę, że średnioterminowo MS Zabrze nadal może mieć potencjał do optymalizacji i rozwoju działalności. Dopiero lata 2021-22 pozwoliły na wzrost portfela, lata 2018-20 były okresem łapania stabilizacji po bardzo trudnych latach 2016-17. Dodatkowo ostatnie wyniki oraz zmiana księgowa w wycenie nieruchomości na poziomie jednostkowym odblokowują potencjał dywidendowy spółki. W modelu zakładamy wypłatę w 2023 roku 50% skonsolidowanego zysku netto w formie dywidendy (wynik jednostkowy umożliwia taką wypłatę) lub skupu akcji własnych.

W wycenie końcowej przyjęliśmy dyskonto na ryzyko z tytułu prowadzonych przez spółkę sporów prawnych, które mogą rozstrzygnąć się w średniokresowym zakresie (Wood oraz KT). Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,39 PLN/akcję (środek przedziału pomiędzy roszczeniami MS Zabrze a kontrahentów). W kalkulacji nie uwzględniliśmy sporów toczonych z Województwem Śląskim dotyczących Stadionu Śląskiego (potencjalny koszt dla spółki) i DTŚ (potencjalny zysk dla spółki) ze względu na odległy horyzont czasowy ich możliwego rozstrzygnięcia.

Głównym akcjonariuszem spółki pozostaje (przez podmioty zależne) K. Jędrzejewski (41% akcji), który w ostatnich miesiącach systematycznie dokupował akcje. 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.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	601,4	616,9	770,1	1 175,4	1 103,5	1 005,0
EBITDA [mln PLN]	33,3	39,1	44,5	63,9	57,7	46,0
EBIT [mln PLN]	20,4	26,4	32,1	51,1	44,8	32,9
Zysk netto [mln PLN]	10,1	10,2	14,7	31,6	29,1	21,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	9,8	22,8	-16,3	-53,2	-60,3	-70,2
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
P/E	17,0	16,8	11,7	5,4	5,9	8,2
EV/EBITDA	5,4	5,0	3,5	1,9	1,9	2,2
EV/EBIT	8,9	7,4	4,8	2,3	2,5	3,1
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,20

# KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

**WYCENA 2,74 PLN**

08 LUTY 2023, 15:10 CEST

Wycena DCF [PLN]	3,05
Wycena porównawcza [PLN]	3,36
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów [PLN]	-0,39
Wycena końcowa [PLN]	2,74
Potencjał do wzrostu / spadku	19%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	2,30
Kapitalizacja [mln PLN]	171,5
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	2,33
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,73
Stopa zwrotu za 3 mc	17,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	32,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	43,8%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	41,1%
Pozostali	58,9%

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
PORTFEL ZAMÓWIEŃ.....	8
STRONA KOSZTOWA.....	10
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	12
ISTOTNE SPORY PRAWNE .....	16
DANE FINANSOWE .....	18

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	17,0	16,8	11,7	5,4	5,9	8,2	8,6
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	5,4	5,0	3,5	1,9	1,9	2,2	2,1
EV/EBIT	8,9	7,4	4,8	2,3	2,5	3,1	3,0
EV/S	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	2,2	2,3	2,6	3,0	3,2	3,2	3,3
EPS	0,1	0,1	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	50%	50%	66%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>601</b>	<b>617</b>	<b>770</b>	<b>1 175</b>	<b>1 104</b>	<b>1 005</b>	<b>967</b>
realizacje przemysłowe	256	307	348	528	480	480	490
konstrukcje maszynowe	114	104	126	155	140	141	144
budownictwo ogólne	214	194	286	484	475	375	325
inne	17	12	10	9	9	9	9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>65</b>	<b>72</b>	<b>77</b>	<b>102</b>	<b>91</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
SG&A	46	44	47	48	46	46	45
PPO/PKO	1	-2	2	-3	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>64</b>	<b>58</b>	<b>46</b>	<b>45</b>
<b>EBIT</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>45</b>	<b>33</b>	<b>31</b>
realizacje przemysłowe	0	6	6	28	23	23	22
konstrukcje maszynowe	0	6	6	8	3	3	5
budownictwo ogólne	10	19	26	35	29	18	15
inne	10	-4	-6	-20	-10	-10	-10
wyłączenia	1	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	16	17	23	50	43	31	29
<b>Zysk netto</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>20</b>
<b>Dług netto</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>-16</b>	<b>-53</b>	<b>-60</b>	<b>-70</b>	<b>-78</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-2%	3%	25%	53%	-6%	-9%	-4%
EBITDA zmiana r/r	-5%	17%	14%	44%	-10%	-20%	-3%
Zysk netto zmiana r/r	-9%	1%	44%	116%	-8%	-28%	-5%
Marża brutto na sprzedaży	10,8%	11,7%	10,0%	8,7%	8,3%	7,9%	7,8%
Marża EBITDA	5,5%	6,3%	5,8%	5,4%	5,2%	4,6%	4,6%
Marża netto	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	2,6%	2,1%	2,1%
ROE	6,1%	5,9%	7,7%	14,2%	12,3%	8,7%	8,0%
ROA	2,2%	2,1%	3,0%	4,8%	4,6%	3,5%	3,3%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>158</b>	<b>161</b>	<b>162</b>
WNiP	3	4	4	4	4	4	5
Rzeczowe aktywa trwałe	78	72	69	69	72	74	75
Pozostałe aktywa trwałe	96	101	82	82	82	82	82
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>275</b>	<b>302</b>	<b>339</b>	<b>498</b>	<b>478</b>	<b>446</b>	<b>435</b>
Zapasy	14	20	28	42	40	36	35
Należności krótkoterminowe	224	248	258	369	354	323	311
Środki pieniężne	31	29	48	79	77	81	83
Pozostałe aktywa obrotowe	6	5	5	8	7	7	6
<b>Aktywa razem</b>	<b>452</b>	<b>479</b>	<b>494</b>	<b>653</b>	<b>636</b>	<b>607</b>	<b>597</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>165</b>	<b>174</b>	<b>191</b>	<b>222</b>	<b>236</b>	<b>242</b>	<b>248</b>
Udziały mniejszości	2	2	2	3	4	5	5
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>285</b>	<b>303</b>	<b>301</b>	<b>427</b>	<b>396</b>	<b>360</b>	<b>344</b>
Rezerwy na zobowiązania	54	52	49	40	40	40	40
Oprocentowane zobowiązania	41	51	32	26	17	11	6
Zobowiązania pozostałe	190	200	220	362	340	309	298
<b>Pasywa razem</b>	<b>452</b>	<b>479</b>	<b>494</b>	<b>653</b>	<b>636</b>	<b>607</b>	<b>597</b>
<b>Dług netto</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>-16</b>	<b>-53</b>	<b>-60</b>	<b>-70</b>	<b>-78</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,3	0,6	-0,4	-0,8	-1,0	-1,5	-1,7

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
CFO	14	1	22	50	39	38	34
CFI	8	-4	22	-13	-16	-13	-13
CFF	-5	1	-25	-6	-25	-21	-19
- w tym dywidenda	0	0	0	0	16	15	14
Przepływy pieniężne netto	17	-2	19	31	-2	4	2
CAPEX / Amortyzacja	48%	34%	45%	99%	123%	120%	109%

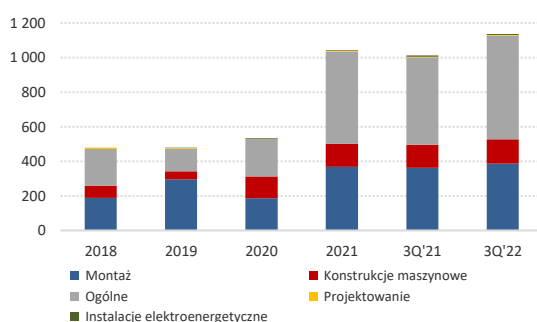
## MOSTOSTAL ZABRZE

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b> <a href="http://www.mz.pl">www.mz.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>2,74</b>	
<b>Potencjał do wzrostu /</b>	<b>19%</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>
Cena rynkowa [PLN]	2,30	4Q'22: 2 mar
Ilość akcji [mln. szt.]	74,6	1Q'23 18 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	172	

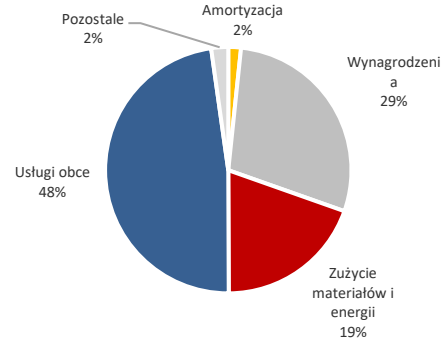
Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
<b>Przychody</b>	<b>203</b>	<b>200</b>	<b>231</b>	<b>276</b>	<b>349</b>	<b>320</b>
realizacje przemysłowe	85	94	96	127	160	145
konstrukcje maszynowe	30	34	40	40	38	38
budownictwo ogólne	87	70	93	107	149	135
inne	2	2	2	2	2	2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>25</b>
SG&A	11	15	11	13	11	12
PPO/PKO	-1	3	-1	-2	-1	0
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>16</b>
<b>EBIT</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>13</b>
realizacje przemysłowe	2	3	4	7	10	7
konstrukcje maszynowe	1	2	2	2	2	2
budownictwo ogólne	7	4	7	8	11	8
inne	-1	-2	-3	-5	-8	-4
wyłączenia	0	1	0	0	0	0
Zysk brutto	7	5	10	11	17	12
<b>Zysk netto</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>9</b>
<b>Dług netto</b>	<b>5</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-31</b>	<b>-36</b>	<b>-53</b>

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
Przychody zmiana r/r	34,5%	6,7%	44,3%	33,7%	71,6%	59,6%
EBITDA zmiana r/r	26,6%	-3,2%	29,8%	34,2%	61,9%	47,8%
Zysk netto zmiana r/r	35,9%	-2,9%	140,7%	23,8%	168,8%	188,0%
Marża brutto na sprzedaży	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	7,9%
Marża EBITDA	5,6%	5,5%	5,8%	5,7%	5,3%	5,1%
Marża netto	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,7%

## 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 3,05 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2023 – 2025, dała wartość 1 akcji na poziomie 3,36 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 3,14 PLN.

W wycenie końcowej przyjęliśmy kalkulację dodatkowego ryzyka z tytułu prowadzonych przez spółkę sporów prawnych, które mogą rozstrzygnąć się w średniokresowym zakresie (spór z Wood oraz spór z KT). Dyskonto z tego tytułu przyjęliśmy na poziomie -0,39 PLN/akcję. W kalkulacji nie uwzględniliśmy sporów toczonych z Województwem Śląskim dotyczących Stadionu Śląskiego (potencjalny koszt dla spółki) i DTŚ (potencjalny zysk dla spółki) ze względu na odległy horyzont czasowy ich możliwego rozstrzygnięcia. Szerszy opis spornych spraw został przedstawiony w osobnym rozdziale.

### Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 2,74 PLN.

#### Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	3,05
Wycena metodą porównawczą	30%	3,36
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>3,14</b>
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych		-0,39
<b>Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]</b>		<b>2,74</b>

Źródło: DM BDM S.A.

#### Kalkulacja dyskonta z tytułu ryzyka istotnych sporów prawnych

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

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

## WYCENA DCF

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

### Główne założenia przyjęte w modelu:

- Biorąc pod uwagę backlog spółki i wykonanie po 1-3Q'22 szacujemy, że w 2022 roku przychody spółki przekroczą wyraźnie 1,1 mld PLN (spółka nigdy wcześniej nie przekroczyła 1 mld PLN). 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 8% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-21 to blisko 11% dla marży brutto ze sprzedaży oraz blisko 4% dla rentowności operacyjnej. Zwracamy jednak uwagę na ponadnormatywne w tamtym okresie marże budownictwa ogólnego. Uważamy, że marże segmentu budownictwa ogólnego mogą być w kolejnych latach niższe ze względu na dużą konkurencję w tym obszarze (także ze strony prefabrykatów). 2023 rok może być także wymagający dla segmentu Konstrukcji Maszynowych ze względu na ekspozycje na ceny energii i gazu (aczkolwiek nasze obecne założenia są mniej pesymistyczne niż poprzednio w tym zakresie).
- Istotnym ryzykiem dla naszych prognoz są ewentualne przegrane spory prawne, które mogłyby pogorszyć sytuację reputacyjną i płynnościową spółki. Jednocześnie uważamy, że spółka ma poduszkę bezpieczeństwa w postaci możliwości sprzedaży aktywów trwałych (na bilansie skonsolidowanym nadal znajdują się nieruchomości inwestycyjne o wartości księgowej 41 mln PLN; natomiast przy wnoszeniu nieruchomości operacyjnych ze spółki matki do spółek zależnych wycenione zostały one na 58 mln PLN).
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX w 2023 i 2024 roku założono wyraźnie 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, np. w stronę ograniczenie kosztów energii). Uważamy, że obecne dobra pozycja gotówkowa spółki może skłonić zarząd do podjęcia większych nakładów inwestycyjnych, które poprawiałyby pozycję konkurencyjną spółki.
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie prognozowanym na koniec 2022 roku.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2032.
- Efektywna stopa podatkowa w modelu została przyjęta na poziomie 30% (m.in. różnice w opodatkowaniu dochodów zagranicznych).
- Wycena została sporządzona na dzień 08.02.2023 roku.

**Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 277 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 3,05 PLN.**

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 103,5	1 005,0	967,5	986,8	1 006,4	1 026,4	1 041,8	1 052,2	1 062,7	1 073,4
EBIT [mln PLN]	44,8	32,9	31,3	32,1	33,2	33,7	33,9	33,8	34,2	34,5
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]	13,5	9,9	9,4	9,6	10,0	10,1	10,2	10,2	10,3	10,4
NOPLAT [mln PLN]	31,4	23,0	21,9	22,4	23,3	23,6	23,7	23,7	23,9	24,2
Amortyzacja [mln PLN]	12,8	13,1	13,5	13,5	13,5	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4
CAPEX [mln PLN]	-15,7	-15,7	-14,7	-13,7	-13,7	-13,7	-13,7	-13,7	-13,7	-13,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,5	6,4	2,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7
Dezynwestycje [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	25,0	26,9	23,1	21,0	21,7	22,0	22,4	22,7	22,9	23,1
DFCF [mln PLN]	22,3	21,1	16,0	12,8	11,6	10,3	9,2	8,2	7,3	6,5
Suma DFCF [mln PLN]	125,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	185,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	51,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	177,0									
Dług netto 2022P [mln PLN]	-53,2									
Udziały mniejszości [mln PLN]	3,1									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>227,1</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	74,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>3,05</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-6,1%	-8,9%	-3,7%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT zmiana r/r	-12,2%	-26,6%	-4,9%	2,4%	3,6%	1,3%	0,6%	0,0%	1,0%	1,0%
FCF zmiana r/r	-25,8%	7,4%	-14,0%	-9,2%	3,4%	1,1%	1,9%	1,3%	1,0%	1,0%
Marża EBITDA	5,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża EBIT	4,1%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża NOPLAT	2,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	122,5%	119,6%	109,1%	101,3%	101,8%	102,1%	102,3%	102,5%	102,5%	102,5%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	-0,6%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,8%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%

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	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	97,3%	98,2%	99,0%	99,6%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
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	2,7%	1,8%	1,0%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,6%	13,6%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym			Beta							
	0,00%	1,00%	2,00%	0,00%	1,00%	2,00%	1,1	1,2	1,3					
beta	1,0	3,22	3,30	3,39	5,5%	3,20	3,28	3,37	5,5%	3,40	3,28	3,17		
	1,2	3,10	3,17	3,24	6,0%	3,09	3,16	3,23	6,0%	3,28	3,16	3,05		
	1,2	2,99	3,05	3,11	Premia za ryzyko	6,5%	2,99	3,05	3,11	Premia za ryzyko	6,5%	3,17	3,05	2,94
	1,3	2,89	2,94	2,99	7,0%	2,90	2,94	3,00	7,0%	3,06	2,94	2,84		
	1,4	2,80	2,84	2,89	7,5%	2,81	2,85	2,90	7,5%	2,97	2,85	2,75		

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%.

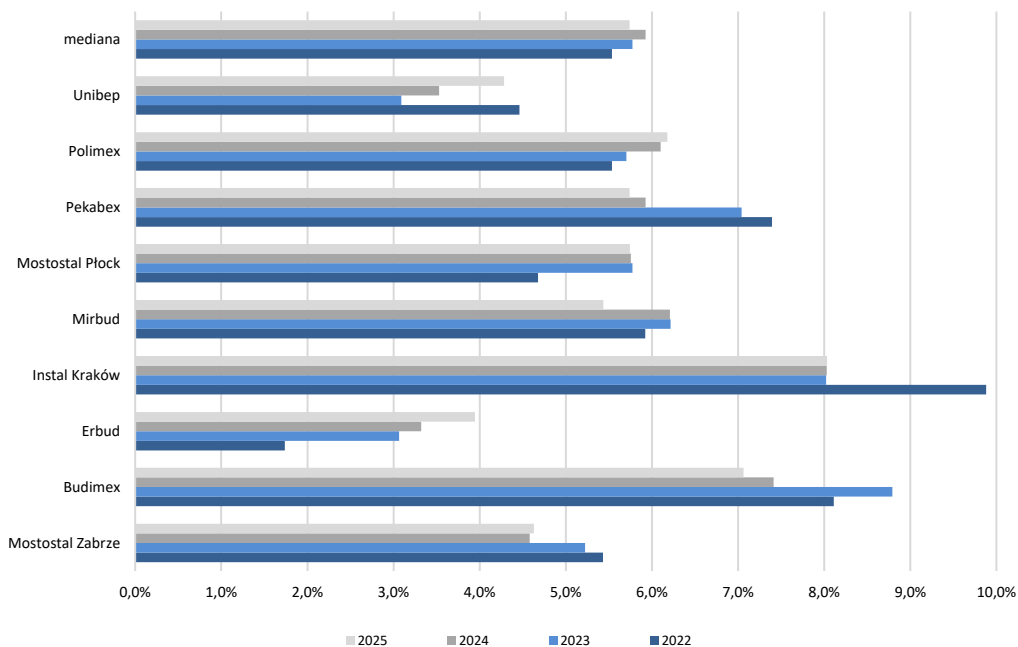
Porównując wyniki spółki ze wskaźnikami innych podmiotów, wyceniliśmy 1 akcję na 3,36 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty).

### Wycena porównawcza na bazie wybranych spółek budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Budimex	11,9	13,7	14,8	4,5	4,6	4,4
Erbud	15,8	12,0	8,0	5,3	4,9	3,8
Instal Kraków	10,6	10,6	10,5	5,1	4,9	4,8
Mirbud	4,3	4,7	6,7	3,1	3,0	3,9
Mostostal Płock	8,6	8,3	8,2	2,4	2,1	1,9
Pekabex	6,7	8,2	7,7	4,4	4,6	4,3
Polimex	11,3	11,1	10,9	4,2	3,6	2,9
Unibep	9,9	8,4	5,6	5,5	4,4	3,3
<b>Mediana</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>
Mostostal Zabrze	5,9	8,2	8,6	1,9	2,2	2,1
Premia / dyskonto	-42,5%	-13,9%	6,7%	-56,8%	-51,3%	-45,2%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	4,00	2,67	2,16	4,25	3,73	3,33
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>2,94</b>			<b>3,77</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>3,36</b>					

Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne

### Porównanie rentowność EBITDA



Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne

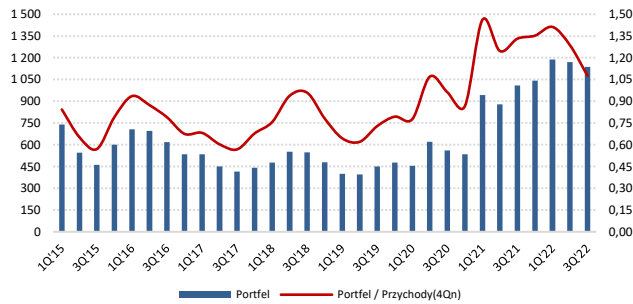
## PORTFEL ZAMÓWIENÍ

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

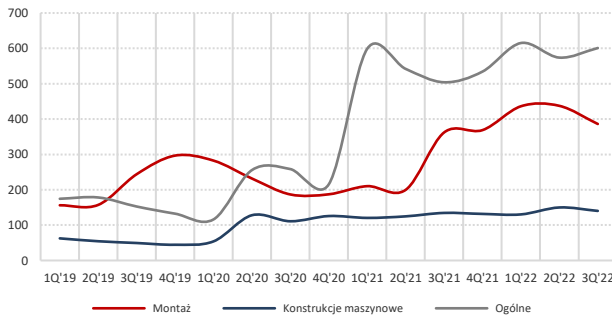
Data	Kontrahent	Spółka	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Koniec
<b>2023</b>					
sty 23	Wallstein Rothemühle	MZRP	Realizacja prac w ramach modernizacji elektrofiltrów bloku 858MW Bełchatów	29	gru 23
<b>2022</b>					
gru 22	Park Śląski	GPBP	Budowa Kąpieliska Fala	34	nko
gru 22	Miasto Gliwice	GPBP	Budowa sieci wod.-kan. z retencją wód na terenie Gliwickiego Obszaru Gospodarczego	47	nko
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	24	cze 23
sie 22	Transgourmet	GPBP	Budowa hali logistycznej	116	gru 23
lip 22	Mercury Engineering	GPBP	Wykonanie Centrum Przetwarzania Danych (RDD) Microsoft	167	wrz 23
lip 22	ArcelorMittal	MZRP	Modernizacja Wielkiego Pieca nr 2 System odpylania odlewni – prace montażowe w Dąbrowie G.	19	wrz 23
maj 22	ArcelorMittal	MZRP	Modernizacja systemu chłodzenia Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	24	cze 23
kwi 22	BLH Engineering	MZRP	Prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowej w ramach projektu Europe Ph-3&4	23	gru 22
mar 22	ArcelorMittal	MZRP	Główne prace mechaniczne dla modernizacji Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie G.	39	cze 23
lut 22	SK Ecoplant	GPBP	Prace ziemne, sieciowe i drogowe w ramach projektu Europe Phase 3&4	109	gru 23
sty 22	Posco	MZRP	Montaż kotła w ramach rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów	31	cze 23
<b>2021</b>					
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
<b>2020</b>					
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
<b>2019</b>					
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
<b>2018</b>					
gru 18	ArcelorMittal	MZRP	Zaprojektowanie, prefabrykacja i instalacja nowej linii technologicznej w walcowni w Dąbrowie G.	20	cze 20
wrz 18	PGE	MZRP	Wykonanie prac antykorozyjnych elektrofiltrów - Elektrownia Opole	48	paź 21
sie 18	GS Engineering	GPBP	Roboty żelbetowe dwóch hal w Kobierzycach	60	maj 19
maj 18	Sz. Uniw. w Ziel. G.	GPBP	Utworzenie Centrum Zdrowia Matki i Dziecka	81	gru 20
kwi 18	Technip Zimmer	MZRP	Prace mechaniczne oraz związane z orurowaniem w rafinerii w Niemczech	36	wrz 19
kwi 18	Sz. Miejs. w Zabrze	GPBP	Budowa Szpitalnego Oddziału Ratunkowego wraz z łądowiskiem	21	kwi 19
lut 18	BASF	MSZ	Rozbudowa fabryki katalizatorów w Środzie Śląskiej	98	sie 19
<b>2017</b>					
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
<b>2016</b>					
gru 16	Alstom	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych wózków kolejowych	41	mar 19
kwi 16	Kinetics Tech.	MSZ	Roboty budowlane i montaż w ramach projektu Lotos EFRA	171	wrz 18
kwi 16	Wood (d. Amec Foster)	MSZ	Wykonanie robót budowlanych i instalacji - budowa bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie	102	rozwiązana
kwi 16	Nitroerg	MSZ	GW instalacji do produkcji Nitroceutu oraz instalacji do zęzżenia 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

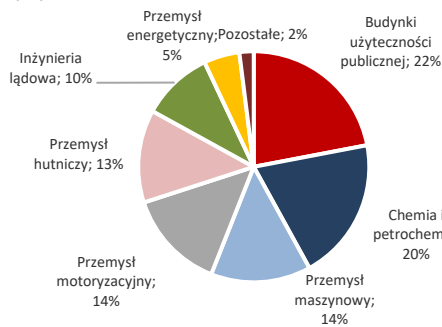


**Portfel / przychody za ostatnie 4Q**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Struktura przychodów w 1-3Q'22**


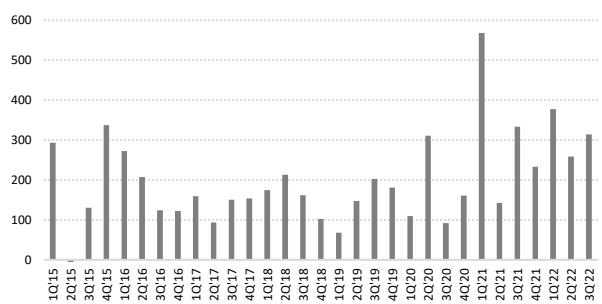
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Bieżąca wartość portfela zleceń grupy MSZ po 3Q'22 wynosiła ok 1,14 mld PLN. Kwota backlogu nie uległa większej zmianie od 1Q'22 (1,19 mld PLN), jest natomiast nadal wyraźnie wyższa r/r (1,00 mld PLN po 3Q'21).

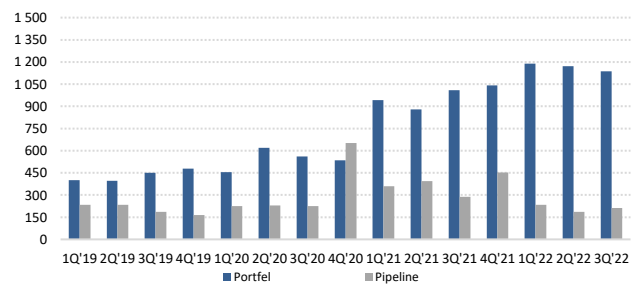
Największe obecnie wartościowo realizowane kontrakty to pozyskane w 2021 zlecenia dla Posco (400 mln PLN za prace projektowe i budowlane przy rozbudowie instalacji termicznego przekształcania odpadów w Warszawie, termin zakończenia 2024 rok; wartość całego kontraktu, którego GW jest Posco to 1,67 mld PLN) oraz BASF (286 mln PLN po aneksach; prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie w Schwarzhiede, termin 2Q'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 zdwersyfikowany, 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 450-500 mln PLN).

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


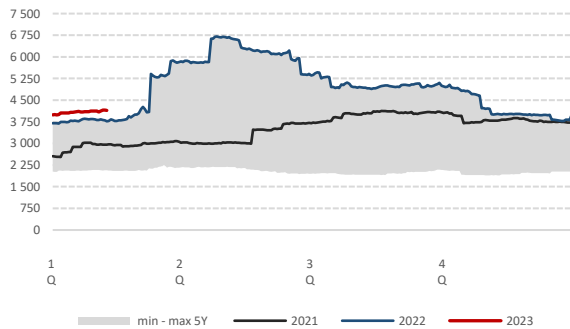
Źródło: DM BDM S.A., spółka, \*zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale

**Wartość portfela zamówień vs pipeline\* [mln PLN]**


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

## STRONA KOSZTOWA

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



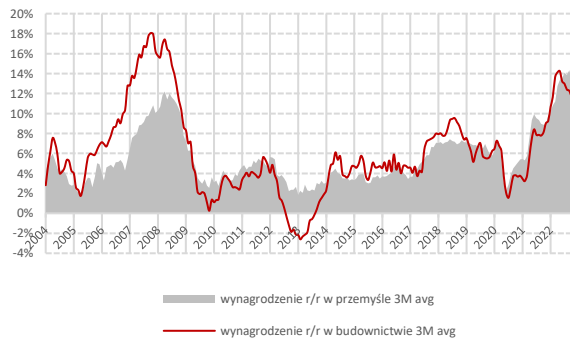
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Produkcja budowlana w Polsce r/r



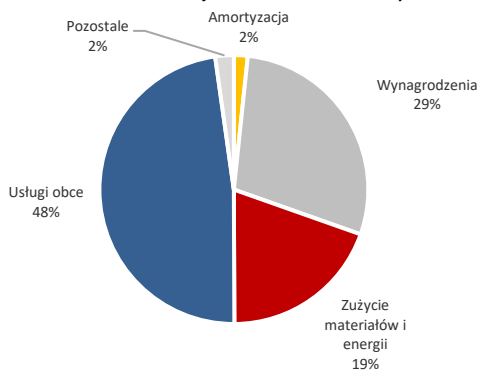
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Dynamika r/r wynagrodzeń w budownictwie i przemyśle w Polsce



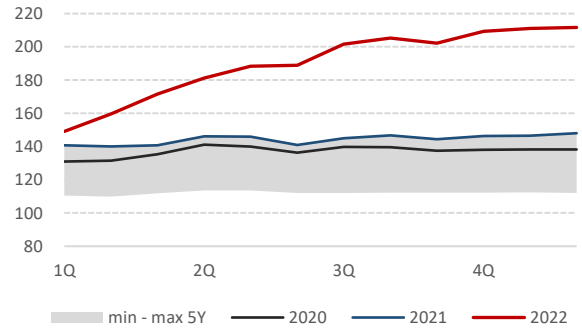
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



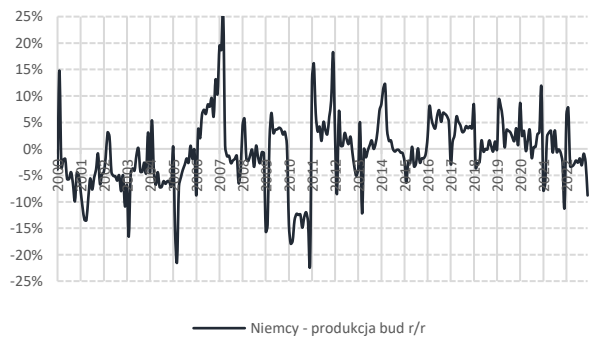
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Cement – indeks PSB\*



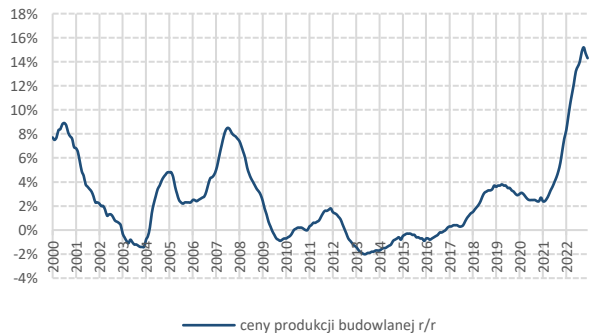
Źródło: DM BDM S.A., Polskie Składy Budowlane, \*100= koniec 2010 roku

Produkcja budowlana w Niemczech r/r



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



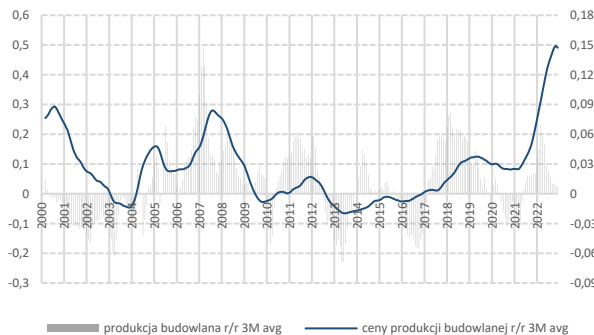
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

MS Zabrze – zużycie energii i gazu w 2021 roku

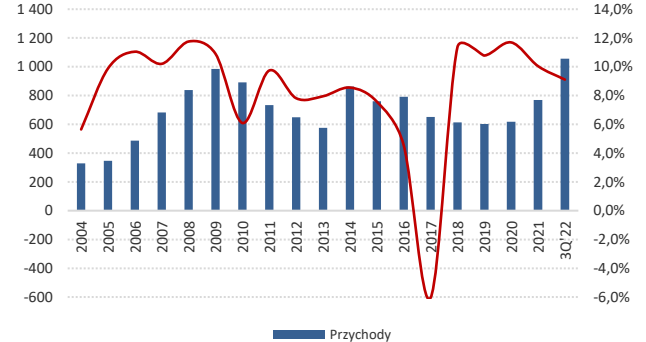
	suma	MZRP	GPBP	MZKP	MZ Nieruchomości
energia [MWh]	7 809	1 322	439	4 666	1 382
gaz [MWh]	10 051	0	330	9 708	13

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Przychody i rentowność brutto ze sprzedaży MS Zabrze



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Dynamika cen produkcji budowlanej w 2022 roku osiągnęła swój nienotowany w historii współczesnych pomiarów poziom (ponad 15% r/r w październiku, następnie w listopadzie i w grudniu dynamika zaczęła się powoli obniżać, co oznacza pierwsze złamanie trendu coraz wyższych odczytów trwającego od 1Q'21). Jednocześnie wyraźnie wyhamowała dynamika produkcji budowlanej (w grudniu w ujęciu realnym mieliśmy pierwszy od kwietnia'21 spadek 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 będą ceny energii/gazu, które mogą działać w przeciwną stronę w stosunku do spadku popytu (duży udział w kosztach produkcji np. cementu).

Dla samej grupy koszty energetyczne będą wyzwaniem w obszarze Konstrukcji Maszynowych (ok. 5 tys MWh energii i 10 tys MWh gazu rocznie – zmiana ceny o 100 EUR/MWh obu czynników to ok 1,8 mln EUR zmiany kosztów). Zlecenia dotyczące najczęściej obróbki konstrukcji stalowych (znajdujących zastosowanie np. w dźwigach budowlanych czy taborze kolejowym) są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Liebherr, Alstom, Manitowoc) na bazie umów ramowych. Przy braku akceptacji przez klientów wyższych kosztów konieczne może być ograniczenie produkcji (spółka część zleceń realizuje za pomocą podwykonawców, także pracownicy w część są zatrudniani za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów, co daje spółce pewną elastyczność kosztową). Obecnie sytuacja wygląda jednak wyraźnie lepiej niż na przełomie 3/4'22, także akceptacja przez klientów podwyżek cen może być wyższa przy lepszej od oczekiwań koniunkturze gospodarczej.

## WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

## Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	2018	2019	2020	2021
<b>Przychody</b>	<b>146,8</b>	<b>152,9</b>	<b>147,9</b>	<b>153,7</b>	<b>131,8</b>	<b>146,2</b>	<b>151,2</b>	<b>187,7</b>	<b>160,0</b>	<b>206,4</b>	<b>203,4</b>	<b>200,2</b>	<b>230,9</b>	<b>275,9</b>	<b>349,0</b>	<b>613,2</b>	<b>601,4</b>	<b>616,9</b>	<b>770,1</b>
Realizacje przemysłowe	59,8	63,2	67,4	66,0	67,2	78,0	78,9	82,9	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	159,8	347,5	256,4	307,0	347,9
Konstrukcje masz.	32,9	28,8	25,6	26,6	29,2	24,8	22,8	26,6	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	37,7	118,2	114,0	103,5	126,1
Ogólne	50,4	57,2	49,3	57,1	32,7	37,6	48,2	75,8	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	149,4	135,4	213,9	194,3	286,1
Inne	3,7	3,7	5,7	4,0	2,5	5,8	1,4	2,4	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3	12,2	17,1	12,1	9,9
Zysk brutto	16,9	15,4	17,7	14,8	18,0	16,7	18,4	19,0	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	26,9	69,6	64,8	72,1	77,3
SG&A	10,9	10,6	11,0	13,2	12,4	10,0	10,1	11,7	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,4	48,9	45,7	44,3	47,0
Zysk na sprzedaży	6,0	4,7	6,7	1,7	5,5	6,7	8,3	7,3	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	15,5	20,7	19,1	27,9	30,4
<b>EBITDA</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>10,5</b>	<b>7,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>	<b>13,3</b>	<b>15,8</b>	<b>18,4</b>	<b>35,1</b>	<b>33,3</b>	<b>39,1</b>	<b>44,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>5,2</b>	<b>3,5</b>	<b>7,4</b>	<b>4,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,0</b>	<b>22,9</b>	<b>20,4</b>	<b>26,4</b>	<b>32,1</b>
Realizacje przemysłowe	-0,2	0,0	-0,3	0,4	1,0	3,0	-0,6	3,1	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	9,8	6,2	0,1	6,4	6,5
Konstrukcje masz.	0,9	-0,8	-0,2	0,3	1,4	1,0	1,7	1,5	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	1,7	5,8	0,2	5,6	5,5
Ogólne	3,4	2,8	4,0	-0,6	2,7	2,5	6,9	6,5	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	11,4	3,6	9,5	18,6	26,1
Inne	1,0	1,5	3,1	4,3	0,8	0,4	-2,2	-2,8	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-7,7	6,9	9,8	-3,9	-5,8
Zysk brutto	4,1	3,3	3,6	5,3	3,2	4,6	3,3	5,7	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	16,9	15,6	16,4	16,8	23,1
<b>Zysk netto</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>
CFO	-3,4	5,3	-1,5	14,5	-12,1	2,7	-1,7	26,1	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	11,8	-21,9	13,6	0,6	22,4
<b>Dług netto</b>	<b>26,7</b>	<b>21,0</b>	<b>26,0</b>	<b>9,8</b>	<b>31,6</b>	<b>26,1</b>	<b>32,8</b>	<b>22,8</b>	<b>29,2</b>	<b>15,1</b>	<b>5,1</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-25,7</b>	<b>-35,9</b>	<b>16,7</b>	<b>9,8</b>	<b>22,8</b>	<b>-16,3</b>
Marża brutto	11,5%	10,1%	12,0%	9,6%	13,6%	11,4%	12,2%	10,1%	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%
SG&A/przychody	7,4%	7,0%	7,4%	8,6%	9,4%	6,9%	6,7%	6,2%	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	3,3%	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,8%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>
Realizacje przemysłowe	-0,3%	0,1%	-0,4%	0,7%	1,5%	3,8%	-0,8%	3,7%	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	6,2%	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%
Konstrukcje masz.	2,8%	-2,7%	-0,7%	1,1%	4,6%	4,2%	7,4%	5,7%	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,6%	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%
Ogólne	6,8%	4,8%	8,1%	-1,1%	8,3%	6,6%	14,4%	8,5%	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,6%	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%
Inne	26%	40%	54%	107%	30%	6%	-162%	-114%	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-342%	56%	57%	-32%	-58%
Marża zysku netto	1,4%	1,6%	1,5%	2,2%	1,6%	1,5%	1,9%	1,6%	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%

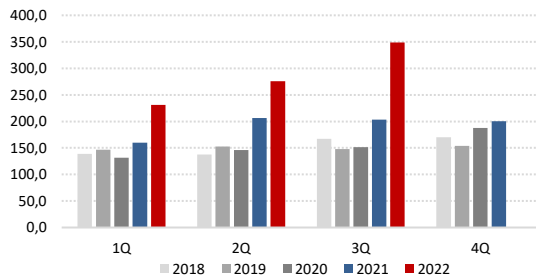
Źródło: DM BDM S.A., spółka

## Podsumowanie wyników za poprzednie okresy

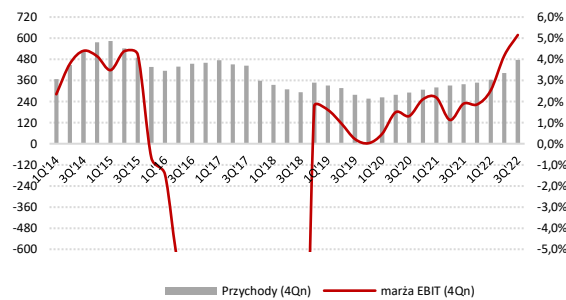
- Wyniki 3Q'22 (podobnie jak 1-2Q'22) były wyraźnie lepsze r/r (co było pochodną wysokiego backlogu zarówno w obszarze Realizacji Przemysłowych jak i Budownictwa Ogólnego). Przychody wzrosły o 72% r/r.
- EBIT w 3Q'22 odnotowano na poziomie 15,0 mln PLN. Bardzo dobry wynik zanotowano w segmencie realizacji dla przemysłu (+9,8 mln PLN EBIT vs 2,1 mln PLN rok temu, był to piąty z rzędu kwartał poprawy marży q/q). Dużo lepszy r/r wynik wykazano w budownictwie ogólnym – wzrost przychodów (efekt m.in. kontraktu dla Posco), rentowności minimalnie niższa r/r, ale porównywalne do 1H'22. Także nieco lepszy r/r wynik był w konstrukcjach maszynowych (słabiej niż w 1/2Q'22 ze względu na sezonowość – w 3Q zakład ma 2-tygodniowy postój).
- 3Q'22 był kolejnym kwartałem dużej straty w segmencie "pozostałe" (zarządzanie nieruchomościami, usługi wspólne, zarządzanie strategiczne). W 2Q'22 była ona związana głównie z kosztami arbitrażu w sprawie z Wood. Natomiast w 3Q'22 zawiązano 4,9 mln PLN rezerwy na ewentualne roszczenia Hitachi (HZI) wynikające z polubownego porozumienia zawartego w 2019 roku w sprawie sporu na kontrakcie Ferrybridge (nieco mniejszą rezerwę zawiązano w tej sprawie także w 1H'22). Rezerwa wynika z opóźnień w realizacji postanowień porozumienia (zdaniem spółki m.in. Covid i wojna w Ukrainie wpłynęły na ograniczenie skali podjętej współpracy, co może przełożyć się na ostateczne rozliczenie stron).
- Gotówka netto po 3Q'22 wynosiła 36 mln PLN, w tym 5 mln PLN długoterminowych obligacji (vs 31 mln PLN gotówki po 2Q'22 i 5 mln PLN długu netto rok temu).
- Arbitraż z Wood - według spółki wyrok powinien zapaść na przełomie 2022/23 (w poprzednim raporcie podawano, że do połowy grudnia 2022).
- Sprawa z KT (prace w projekcie EFRA dla Lotosu) – trwa nadal proces wyboru przewodniczącego Trybunału Arbitrażowego (bez zmian względem raportu po 2Q'22).

## Zmiana zasad rachunkowości w zakresie wyceny nieruchomości inwestycyjnych na poziomie jednostkowym

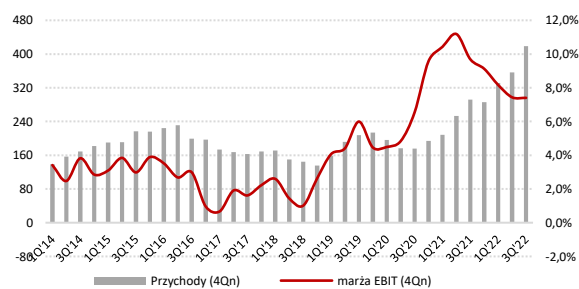
W wynikach jednostkowych 2Q'22 spółka ujęła zmiany w podejściu do wyceny nieruchomości inwestycyjnych (przyjęcie do wyceny modelu wartości godziwej). Przełożyło się to na wzrost ich wartości księgowej z 18 mln PLN na 77 mln PLN. Jednocześnie pozycja zysków/strat zatrzymanych zwiększyła się o 46 mln PLN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

**Przychody wg kwartałów [mln PLN]**


Źródło: BDM S.A., spółka

**Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego**


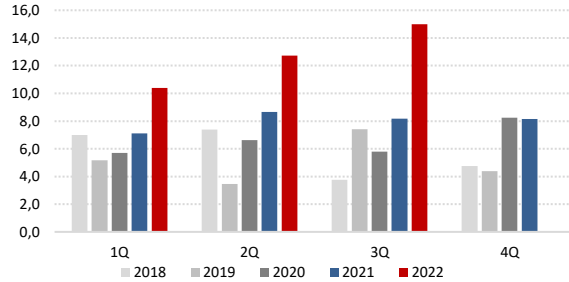
Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Prognozy na 4Q'22**
**Prognozy wyników na 4Q'22 [mln PLN]**

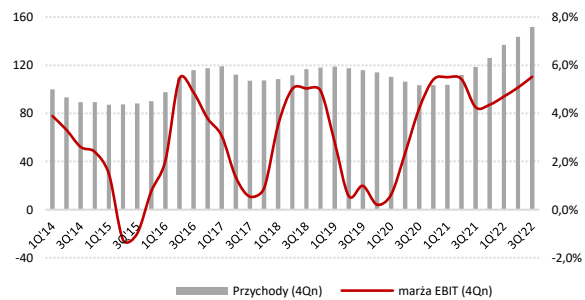
	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	200,2	319,5	59,6%	770,1	1 175,3	52,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	19,5	25,1	28,8%	77,3	101,8	31,6%
Zysk na sprzedaży	4,9	13,0	162,9%	30,4	54,1	78,3%
EBITDA	11,1	16,4	47,8%	44,5	63,9	43,6%
EBIT	8,2	13,0	59,4%	32,1	51,1	59,2%
Zysk (strata) brutto	5,1	12,5	143,4%	23,1	49,7	115,7%
Zysk (strata) netto	3,0	8,6	188,0%	14,7	31,6	115,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	9,7%	7,9%		10,0%	8,7%	
Marża na sprzedaży	2,5%	4,1%		3,9%	4,6%	
Marża EBITDA	5,5%	5,1%		5,8%	5,4%	
Marża EBIT	4,1%	4,1%		4,2%	4,3%	
Marża zysku netto	1,5%	2,7%		1,9%	2,7%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

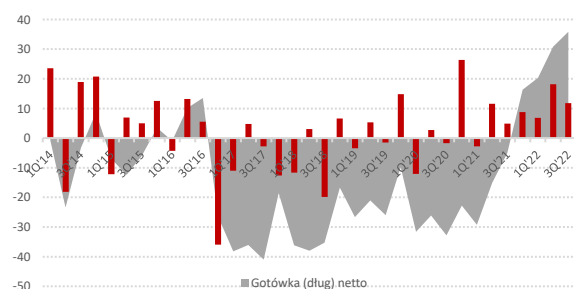
- Okres 1-3Q'22 przyniósł 856 mln PLN przychodów (+50% r/r). Spodziewamy się, że w 4Q'22 uda się przekroczyć 300 mln PLN przychodów.
- Pod względem rentowności nie spodziewamy się większych odchyień vs 1-3Q'22 (4,3-4,6% marży EBIT), zakładamy 4,1% marży EBIT.
- Ewentualnym ryzykiem dla wyników mogą być dodatkowe odpisy związane z opóźnieniami w realizacji porozumienia z HZI (spółka dokonywała już odpisów w 1 i 3Q'22; ich maksymalną dodatkową wysokość szacujemy na 5 mln PLN – uwzględniamy w prognozach -2,5 mln PLN z tego tytułu).
- Spodziewamy się bardzo dobrej pozycji gotówkowej (zwracamy uwagę na transformację jaką przeszła spółka pod tym względem przez ostatnie 2-3 lata, zakładamy 53 mln PLN gotówki netto po 4Q'22).

**Skorygowany EBIT wg kwartałów [mln PLN]\***


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

**Marża EBIT w segmencie konstrukcji maszynowych**


Źródło: DM BDM S.A., spółka

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


Źródło: DM BDM S.A., spółka

## 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'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
<b>Przychody</b>	<b>160,0</b>	<b>206,4</b>	<b>203,4</b>	<b>200,2</b>	<b>230,9</b>	<b>275,9</b>	<b>349,0</b>	<b>319,5</b>	<b>282,5</b>	<b>282,0</b>	<b>277,0</b>	<b>262,0</b>
Realizacje przemysłowe	79,9	89,2	85,2	93,6	95,8	127,0	159,8	145,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Konstrukcje masz.	29,4	33,1	29,5	34,1	40,1	39,9	37,7	37,5	35,0	35,0	35,0	35,0
Ogólne	47,1	82,0	86,8	70,3	92,6	106,7	149,4	135,0	125,0	125,0	120,0	105,0
Inne	3,6	2,1	1,9	2,3	2,4	2,3	2,3	2,0	2,5	2,0	2,0	2,0
Zysk brutto	18,7	19,7	19,4	19,5	22,3	27,4	26,9	25,1	18,7	24,0	22,7	22,0
SG&A	11,2	10,7	10,5	14,5	11,3	12,8	11,4	12,1	11,6	11,6	11,2	12,0
Zysk na sprzedaży	7,5	9,0	8,9	4,9	11,0	14,6	15,5	13,0	7,2	12,4	11,5	10,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>	<b>13,3</b>	<b>15,8</b>	<b>18,4</b>	<b>16,4</b>	<b>14,1</b>	<b>15,6</b>	<b>14,7</b>	<b>13,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,0</b>	<b>13,0</b>	<b>10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>11,5</b>	<b>10,0</b>
Realizacje przemysłowe	1,6	-0,3	2,1	3,2	4,3	7,3	9,8	6,5	5,4	6,0	6,0	5,4
Konstrukcje masz.	1,5	1,4	0,7	2,0	2,4	2,3	1,7	1,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Ogólne	5,9	9,0	6,9	4,3	6,8	8,5	11,4	8,4	7,8	8,1	7,2	6,3
Inne	-1,4	-1,1	-1,4	-1,9	-2,8	-5,4	-7,7	-3,8	-3,0	-2,4	-2,4	-2,4
Zysk brutto	4,4	6,9	6,6	5,1	9,7	10,7	16,9	12,5	10,4	11,9	11,0	9,5
<b>Zysk netto</b>	<b>2,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>10,6</b>	<b>8,6</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,6</b>
CFO	-2,8	11,6	4,9	8,7	6,8	18,1	11,8	12,9	0,0	0,0	0,0	38,6
<b>Dług netto</b>	<b>29,2</b>	<b>15,1</b>	<b>5,1</b>	<b>-16,3</b>	<b>-20,3</b>	<b>-30,8</b>	<b>-35,9</b>	<b>-53,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-53,2</b>	<b>-60,3</b>
Marża brutto	11,7%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,9%	7,7%	7,9%	6,6%	8,5%	8,2%	8,4%
SG&A/przychody	7,0%	5,2%	5,2%	7,3%	4,9%	4,6%	3,3%	3,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,6%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,0%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,8%</b>
Realizacje przemysłowe	2,0%	-0,3%	2,4%	3,4%	4,4%	5,7%	6,2%	4,5%	4,5%	5,0%	5,0%	4,5%
Konstrukcje masz.	5,0%	4,2%	2,2%	5,8%	6,0%	5,7%	4,6%	4,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Ogólne	12,4%	11,0%	7,9%	6,2%	7,4%	7,9%	7,6%	6,3%	6,3%	6,5%	6,0%	6,0%
Inne	-40%	-50%	-73%	-82%	-120%	-242%	-342%	-188%	-120%	-120%	-120%	-120%
Marża zysku netto	1,5%	2,6%	1,9%	1,5%	2,6%	2,4%	3,0%	2,7%	2,5%	2,9%	2,7%	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 nieoczekiwanie na dobrym performance 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 (blisko 10 mln PLN EBIT w 3Q'22 to najlepszy wynik w tym obszarze do 2015 roku). Spółka pierwszy raz od długiego czasu udało się wykorzystać szansę rynkowe (co może pozytywnie świadczyć o wewnętrznym zabezpieczeniu zmianach w zarządzaniu kontraktami).
- W części budowlano-montażowej naszym zdaniem zabezpieczenie portfela na 2023 wygląda dobrze. Portfel po październiku był na poziomie ponad 1,1 mld PLN, z czego większa część przypadała na 2023. Spółka w ostatnich miesiącach pozyskiwała zarówno nowe kontrakty z obszaru budownictwa ogólnego, jak i przemysłowego. W obszarze przemysłu zwracamy uwagę na kompetencje w obszarze hutnictwa (spółka uczestniczy obecnie w procesie modernizacji Wielkiego Pieca w Dąbrowie Górniczej, a w przyszłości ma nadzieję na pozyskiwanie zleceń związanych z inwestycjami wodorowymi w hutach).
- Wyzwaniem na 2023 rok jest wzrost kosztów energii i gazu dla obszaru Konstrukcji Maszynowych (ok. 5 tys MWh energii i 10 tys MWh gazu rocznie – zmiana ceny o 100 EUR/MWh obu czynników to ok 1,8 mln EUR zmiany kosztów). Zlecenia są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Alstom, Manitowoc, Liebherr) na bazie umów ramowych. Przy braku akceptacji przez klientów wyższych kosztów konieczne może być ograniczenie produkcji. W poprzedniej rekomendacji przyjmowaliśmy bardzo konserwatywnie ograniczenie sprzedaży w 2023 oraz EBIT na poziomie 0 mln PLN. Obecnie sytuacja wygląda jednak wyraźnie lepiej niż na przełomie 3/4Q'22, także akceptacja przez klientów podwyżek cen może być wyższa przy lepszej od oczekiwań koniunkturze gospodarczej. Zakładamy 2-3 mln PLN EBIT w tym segmencie w 2023 roku (vs 8 mln PLN w 2022).
- W sumie w 2023 roku spodziewamy się obecnie 1,1 mld PLN przychodów oraz 29 mln PLN wyniku netto (lekki spadek vs 2022, ale też powyżej naszych poprzednich założeń o 15%/27%).
- 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 8% w długim terminie oraz marżę EBIT 3,0-3,5%. Średnia za lata 2018-21 to blisko 11% dla marży brutto ze sprzedaży oraz blisko 4% dla rentowności operacyjnej (w 2022 zakładamy 8,7% i 4,3%). 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		zmiana	2023		zmiana	2024		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	1 028,3	1 175,4	14,3%	958,5	1 103,5	15,1%	909,6	1 005,0	10,5%
EBITDA	59,0	63,9	8,3%	53,1	57,7	8,6%	44,0	46,0	4,6%
EBIT	46,8	51,1	9,2%	40,9	44,8	9,6%	31,7	32,9	3,8%
Zysk netto	27,1	31,6	16,7%	22,9	29,1	27,1%	19,4	21,0	8,1%
Dług (gotówka) netto	-32,1	-53,2	65,7%	-34,8	-60,3	73,3%	-47,3	-70,2	48,4%
Marża EBITDA	5,7%	5,4%		5,5%	5,2%		4,8%	4,6%	
Marża EBIT	4,6%	4,3%		4,3%	4,1%		3,5%	3,3%	
Marża zysku netto	2,6%	2,7%		2,4%	2,6%		2,1%	2,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*z 27/09/2022

### Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>792,3</b>	<b>650,4</b>	<b>613,2</b>	<b>601,4</b>	<b>616,9</b>	<b>770,1</b>	<b>1 175,4</b>	<b>1 103,5</b>	<b>1 005,0</b>	<b>967,5</b>	<b>986,8</b>	<b>1 006,4</b>	<b>1 026,4</b>	<b>1 041,8</b>	<b>1 052,2</b>	<b>1 062,7</b>	<b>1 073,4</b>
Realizacje przemysłowe	460,1	358,4	347,5	256,4	307,0	347,9	527,6	480,0	480,0	489,6	499,4	509,4	519,6	527,4	532,6	538,0	543,3
Konstrukcje maszynowe	117,5	107,4	118,2	114,0	103,5	126,1	155,2	140,0	141,4	144,2	147,1	150,1	153,1	155,4	156,9	158,5	160,1
Ogólne	196,8	169,3	135,4	213,9	194,3	286,1	483,8	475,0	375,0	325,0	331,5	338,1	344,9	350,1	353,6	357,1	360,7
Inne	18,0	15,2	12,2	17,1	12,1	9,9	8,9	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3
Zysk brutto ze sprzedaży	36,2	-39,4	69,6	64,8	72,1	77,3	101,8	91,2	79,3	75,9	77,6	79,7	81,0	81,9	82,4	83,2	84,1
SG&A	47,1	45,6	48,9	45,7	44,3	47,0	47,6	46,4	46,4	44,6	45,5	46,4	47,4	48,1	48,6	49,0	49,5
Zysk na sprzedaży	-10,9	-85,0	20,7	19,1	27,9	30,4	54,1	44,8	32,9	31,3	32,1	33,2	33,7	33,9	33,8	34,2	34,5
<b>EBITDA</b>	<b>-5,9</b>	<b>-62,5</b>	<b>35,1</b>	<b>33,3</b>	<b>39,1</b>	<b>44,5</b>	<b>63,9</b>	<b>57,7</b>	<b>46,0</b>	<b>44,8</b>	<b>45,6</b>	<b>46,7</b>	<b>47,1</b>	<b>47,2</b>	<b>47,2</b>	<b>47,5</b>	<b>47,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-19,7</b>	<b>-75,6</b>	<b>22,9</b>	<b>20,4</b>	<b>26,4</b>	<b>32,1</b>	<b>51,1</b>	<b>44,8</b>	<b>32,9</b>	<b>31,3</b>	<b>32,1</b>	<b>33,2</b>	<b>33,7</b>	<b>33,9</b>	<b>33,8</b>	<b>34,2</b>	<b>34,5</b>
Realizacje przemysłowe	-36,4	-75,2	6,2	0,1	6,4	6,5	27,9	22,8	22,6	22,0	22,5	22,9	23,4	23,7	24,0	24,2	24,5
Konstrukcje maszynowe	4,5	1,0	5,8	0,2	5,6	5,5	8,2	2,8	2,8	5,0	5,5	6,4	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8
Ogólne	1,9	3,8	3,6	9,5	18,6	26,1	35,1	29,4	17,8	14,6	14,6	14,5	14,5	14,4	14,1	14,3	14,4
Inne	6,4	2,4	6,9	9,8	-3,9	-5,8	-19,8	-10,2	-10,3	-10,4	-10,5	-10,6	-10,7	-10,8	-10,9	-11,0	-11,2
Zysk brutto	-22,7	-83,0	15,6	16,4	16,8	23,1	49,7	42,8	30,8	29,2	29,4	30,6	31,1	31,3	31,2	31,5	31,8
<b>Zysk netto</b>	<b>-22,8</b>	<b>-79,8</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>	<b>31,6</b>	<b>29,1</b>	<b>21,0</b>	<b>19,9</b>	<b>20,1</b>	<b>21,0</b>	<b>21,3</b>	<b>21,4</b>	<b>21,4</b>	<b>21,6</b>	<b>21,8</b>
<b>CFO</b>	<b>-21,6</b>	<b>-21,6</b>	<b>-21,9</b>	<b>13,6</b>	<b>0,6</b>	<b>22,4</b>	<b>49,6</b>	<b>38,6</b>	<b>38,2</b>	<b>34,2</b>	<b>31,8</b>	<b>32,4</b>	<b>32,5</b>	<b>32,8</b>	<b>33,1</b>	<b>33,3</b>	<b>33,5</b>
<b>Dług netto</b>	<b>26,3</b>	<b>18,5</b>	<b>16,7</b>	<b>9,8</b>	<b>22,8</b>	<b>-16,3</b>	<b>-53,2</b>	<b>-60,3</b>	<b>-70,2</b>	<b>-77,6</b>	<b>-82,0</b>	<b>-87,0</b>	<b>-89,6</b>	<b>-89,0</b>	<b>-88,6</b>	<b>-88,3</b>	<b>-88,1</b>
Marża brutto ze sprzedaży	4,6%	-6,1%	11,4%	10,8%	11,7%	10,0%	8,7%	8,3%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%
SG&A/przychody	5,9%	7,0%	8,0%	7,6%	7,2%	6,1%	4,1%	4,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
<b>Marża EBITDA</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,5%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,2%</b>
Realizacje przemysłowe	-7,9%	-21,0%	1,8%	0,0%	2,1%	1,9%	5,3%	4,8%	4,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Konstrukcje maszynowe	3,8%	0,9%	4,9%	0,2%	5,4%	4,4%	5,3%	2,0%	2,0%	3,5%	3,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Ogólne	1,0%	2,2%	2,6%	4,5%	9,6%	9,1%	7,3%	6,2%	4,8%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Inne	36%	16%	56%	57%	-32%	-58%	-223%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%	-120%
Marża zysku netto	-2,9%	-12,3%	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	2,7%	2,6%	2,1%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



## ISTOTNE SPORY PRAWNE

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

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

### Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

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

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

### Stadion Śląski

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

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

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

### Baza NATO (AEGIS Ashore w Redzikowie)

Sprawa obecnie najbliższej rozstrzygnięcia.

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

W 2017 zostało sfinalizowane przejście Amec przez Wood. W połowie 2018 roku Wood oświadczył, że rozwiązuje umowę, nie podając (zdaniem spółki) podstawy prawnej swojego oświadczenia. Cały kontrakt realizowany przez Wood już wtedy notował duże opóźnienie (pierwotnie w 2018 roku miał być ukończony) i generowała straty. Zdaniem MS Zabrze kontrakt był realizowany pomimo braku aktualnego harmonogramu realizacji, opóźnień w udostępnieniu frontów robót oraz w zatwierdzeniu protokołów. Stan zaawansowania wynosił ok. 80% zakresu rzeczowego. W tym samym roku MS Zabrze złożył wniosek o arbitraż (domagając się 24,2 mln PLN wynagrodzenia za roboty podstawowe i dodatkowe, później ta kwota wzrosła do 27,4 mln PLN). Swój wniosek złożył także Wood (twierdząc m.in., że nadpłacił 22,0 mln PLN wynagrodzenia – końcowa kwota roszczenie wyniosła 39,1 mln PLN). W 4Q'21 Sąd Apelacyjny we Wrocławiu zasądził na rzecz Wood wypłatę 12,2 mln PLN z gwarancji wystawionej przez Credit Agricole (spółka wypłaciła kwotę na rzecz banku, jednocześnie rozszerzono powództwo w arbitrażu przeciwko Wood o tę wartość). W czerwcu 2022 odbyła się finalna rozprawa arbitrażowa. Zdaniem spółki wyrok miał zostać wydany do połowy grudnia 2022, następnie celowano w przełom 2022/23. Do dziś jednak nadal się nie pojawił (spodziewamy się jednak, że nastąpi to w najbliższych miesiącach). Sama budowa bazy zanotowała kilkuletnie opóźnienie (wg sprawozdania Wood na koniec 2Q'22 był fizycznie ukończony w 95%, a zaksięgowana strata wynosiła 222 mln USD).



**Lotos EFRA (podwykonawstwo dla Kinetics Technology)**

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

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

**DTS**

W 2003 roku PRInż (kontrolowany wtedy w 33% przez MS Zabrze, który miał w tamtym okresie duże problemy finansowe) zawarł umowę na realizację przebudowy ronda w Katowicach (w ciągu Drogowej Trasy Średnicowej). W wyniku problemów PRInż-u kontrakt został wypowiedziany w 2005 roku, a spółka w tym samym roku została postawiona w stan upadłości likwidacyjnej (w 2007 zmieniono postępowanie na układowe, a w 2008 roku MS Zabrze stał się akcjonariuszem dominującym podmiotu). W 2014 roku PRInż wniósł pozew przeciw Województwu Śląskiemu o zwrot środków pieniężnych z pobranych kwot gwarancji, stanowiących zabezpieczenie umowy (69,0 mln PLN). W 2021 Sąd Okręgowy odrzucił argumentację PRInż, jednak w wyniku apelacji w listopadzie 2022 Sąd Apelacyjny nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy.

**Współpraca z Hitachi Zosen Inova**

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

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

W 1H'22 MS Zabrze w wynikach zawiązała 3,3 mln PLN rezerw (większość kwoty w 1Q'22) a w 3Q'22 kolejne 4,9 mln PLN z tytułu opóźnień w realizacji postanowień porozumienia (pandemia Covid i wojna w Ukrainie wpłynęły na ograniczenie skali podjętej współpracy w ramach zadań projektowych i inżynierskich powierzonych przez HZI, co może przełożyć się na ostateczne rozliczenie stron). Szacujemy, że spółka mogłaby jeszcze zawiązać do ok. 5 mln PLN rezerw, jeśli księgowo chciałaby „wyczyścić” sprawę (korzystając także z bardzo dobrych bieżących wyników).

## DANE FINANSOWE

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>158</b>	<b>161</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>164</b>	<b>164</b>
Wartości niematerialne i prawne	4	4	4	4	5	5	5	5	5	6	6	6
Rzeczowe aktywa trwałe	69	69	72	74	75	75	75	75	75	75	76	76
Nieruchomości inwestycyjne	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Pozostałe aktywa trwałe	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>339</b>	<b>498</b>	<b>478</b>	<b>446</b>	<b>435</b>	<b>443</b>	<b>454</b>	<b>463</b>	<b>468</b>	<b>471</b>	<b>474</b>	<b>478</b>
Zapasy	28	42	40	36	35	35	36	37	37	38	38	38
Należności krótkoterminowe	258	369	354	323	311	317	323	329	334	338	341	344
Inwestycje krótkoterminowe	49	80	78	82	84	85	89	90	90	89	89	89
- w tym środki pieniężne*	48	79	77	81	83	84	88	90	89	89	88	88
Pozostałe aktywa obrotowe	5	7	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6
<b>Aktywa razem</b>	<b>494</b>	<b>653</b>	<b>636</b>	<b>607</b>	<b>597</b>	<b>605</b>	<b>616</b>	<b>625</b>	<b>630</b>	<b>634</b>	<b>638</b>	<b>642</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>191</b>	<b>222</b>	<b>236</b>	<b>242</b>	<b>248</b>	<b>253</b>	<b>259</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>263</b>	<b>263</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>301</b>	<b>427</b>	<b>396</b>	<b>360</b>	<b>344</b>	<b>346</b>	<b>351</b>	<b>356</b>	<b>361</b>	<b>364</b>	<b>367</b>	<b>370</b>
Rezerwy na zobowiązania	49	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Zobowiązania długoterminowe	13	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	13	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	169	273	257	229	216	217	220	223	226	229	231	233
- w tym zobowiązania oprocentowane	19	18	17	11	6	2	1	0	0	0	0	0
<b>Pasywa razem</b>	<b>494</b>	<b>653</b>	<b>636</b>	<b>607</b>	<b>597</b>	<b>605</b>	<b>616</b>	<b>625</b>	<b>630</b>	<b>634</b>	<b>638</b>	<b>642</b>
<i>*łącznie z lokatami,</i>												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	770	1 175	1 104	1 005	967	987	1 006	1 026	1 042	1 052	1 063	1 073
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	77	102	91	79	76	78	80	81	82	82	83	84
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	47	48	46	46	45	46	46	47	48	49	49	50
Zysk (strata) na sprzedaży	30	54	45	33	31	32	33	34	34	34	34	35
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	2	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	44	64	58	46	45	46	47	47	47	47	48	48
EBIT	32	51	45	33	31	32	33	34	34	34	34	35
Saldo działalności finansowej	-9	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Zysk (strata) brutto	23	50	43	31	29	29	31	31	31	31	31	32
Zysk (strata) netto mniejszości	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	15	32	29	21	20	20	21	21	21	21	22	22
<b>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</b>												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	22	50	39	38	34	32	32	33	33	33	33	33
Przepływy z działalności inwestycyjnej	22	-13	-16	-13	-13	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12
Przepływy z działalności finansowej	-25	-6	-25	-21	-19	-19	-16	-19	-22	-21	-21	-22
Przepływy pieniężne netto	19	31	-2	4	2	1	4	2	-1	0	0	0
Środki pieniężne na początek okresu	29	48	79	77	81	83	84	88	90	89	89	88
Środki pieniężne na koniec okresu	48	79	77	81	83	84	88	90	89	89	88	88
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody zmiana r/r	25%	53%	-6%	-9%	-4%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	14%	44%	-10%	-20%	-3%	2%	2%	1%	0%	0%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	44%	116%	-8%	-28%	-5%	1%	4%	2%	0%	0%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	10,0%	8,7%	8,3%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%
Marża EBITDA	5,8%	5,4%	5,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Marża EBIT	4,2%	4,3%	4,1%	3,3%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Marża netto	1,9%	2,7%	2,6%	2,1%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
SG&A / przychody	6,1%	4,1%	4,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
ROE	7,7%	14,2%	12,3%	8,7%	8,0%	7,9%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%
ROA	3,0%	4,8%	4,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Dług	32	26	17	11	6	2	1	0	0	0	0	0
D / (D+E)	14,3%	10,4%	6,7%	4,3%	2,3%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	16,7%	11,6%	7,2%	4,5%	2,4%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług / kapitał własny	16,7%	11,6%	7,2%	4,5%	2,4%	0,9%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	-16	-53	-60	-70	-78	-82	-87	-90	-89	-89	-88	-88
Dług netto / kapitał własny	-85,41	-239,16	-255,82	-289,82	-312,65	-323,61	-335,71	-340,99	-338,72	-336,98	-335,80	-334,61
Dług netto / EBITDA	-0,4	-0,8	-1,0	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8
EV	155	118	111	101	94	89	84	82	82	83	83	83
Dług / EV	20,5%	21,8%	15,2%	10,7%	6,3%	2,5%	1,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	1,1%	1,4%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	44,8%	99,4%	122,5%	119,6%	109,1%	101,3%	101,8%	102,1%	102,3%	102,5%	102,5%	102,5%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	0,0%	0,3%	-0,6%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	3,5%	0,0%	-4,8%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
P/E*	11,7	5,4	5,9	8,2	8,6	8,5	8,2	8,1	8,0	8,0	8,0	7,9
P/BV*	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA*	3,5	1,9	1,9	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7
EV/EBIT*	4,8	2,3	2,5	3,1	3,0	2,8	2,5	2,4	2,4	2,5	2,4	2,4
EV/S*	0,2	0,1	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	0,21	0,20	0,19	0,20	0,20	0,24	0,29	0,29	0,29	0,29
Payout ratio	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	66,0%	75,0%	75,0%	85,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 2,30 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>2,74</b>	<b>kupuj</b>	<b>2,31</b>	<b>08.02.2023</b>	<b>15:10 CEST</b>	<b>2,30</b>	<b>61 186</b>
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 1Q'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	3	75%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2023-02-08**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-02-08 (15:10 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-02-15 (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 wyczytane 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 dwaście 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 WPLYWAĆ 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 2023-02-08:**

- 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 zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.