Dom Maklerski BDM S.A.

MOSTOSTAL ZABRZE

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 7,84 PLN

14 PAŹDZIERNIK 2026, 15:10 CEST

Wycena MS Zabrze niezmiennie pozostaje mało wymagająca (EV/EBITDA'27=3x), a spółka w ostatnich miesiącach pozyskała istotne zlecenia do nowych klientów z sektora prywatnego (Qumetica oraz Czechoslovak Group za łącznie ok 0,5 mld PLN). Spółka skupiła w tym roku akcje za ok 52 mln PLN, przy bieżącej kapitalizacji na poziomie 432 mln PLN (po korekcie o akcje własne). Zakładamy, że na koniec roku ok 1/3 kapitalizacji będzie stanowić gotówka netto. Obciążeniem wyników pozostaje segment produkcyjny. Obszar maszynowy jest w procesach restrukturyzacji i dywersyfikacji, które powinny przynieść efekty w 2H'27. Bardziej mglista jest przyszłość Polwaxu, który posiada istotne aktywa, ale nie jest w stanie ich zagospodarować. Uważamy, że obszar budowlany MS Zabrze nadal pozostaje niedoceniany przez rynek. Liczymy także na zmniejszenie strat w obszarze produkcyjnym w efekcie podjętych działań restrukturyzacyjnych. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj. Podnosimy naszą cenę docelową dla 1 akcji spółki do 7,84 PLN (poprzednio 7,73 PLN), głównie jako pochodną zbudowania mocnego portfela w obszarze montażowo-budowlanym na 2027 rok.

Wyniki za ostatnie okresy

W 1H'26 spółka osiągnęła 634 mln PLN przychodów (+25% r/r) oraz 18,7 mln PLN zysku netto (+1% r/r, przy czym w ubiegłym roku znaczną części wyniki stanowił pozytywny efekt ugody w Polwaxie w 2Q'25). W samym 2Q'26 MSZ miał 350 mln PLN przychodów (+5% r/r) oraz 9,7 mln PLN zysku netto (-9% r/r, wysoka baza w efekcie wspomnianej wyżej ugody). Rentowności w segmentach w 2Q'26 wyróżniała się na plus w Budownictwie Ogólnym (prawdopodobnie rozliczenie kończonych kontraktów). W Realizacjach Przemysłowych marża była na dobrym poziomie, ale bez fajerwerków (ostrożne podejście do marż na początku nowych kontraktów). Sezonowo negatywna była kontrybucja biznesu Polwaxu, a pod presją nadal pozostaje Produkcja Mechaniczna (doszedł dodatkowo efekt dzierżawy majątku Stalmechu). Gotówka netto wyniosła po 2Q'26 127 mln PLN (z uwzględnieniem obligacji) – spodziewamy się poprawy w 2H'26 (spółka powinna otrzymać zaliczki z nowych kontraktów, 4Q to spływ gotówki w Polwaxie).

Pozycjonowanie segmentowe

Spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów wyróżniających ją na tle innych podmiotów budowlanych jak: dekarbonizacja hutnictwa, wodór, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers. W ostatnich latach rozszerzono profil w zakresie działalności przemysłowej, poszukując „trudnych" podmiotów do restrukturyzacji (w 3Q'24 przejęto kontrolę nad Polwaxem, także od 2024 spółka uczestniczy w procesie sanacji Stalmechu, którego majątek od 2Q'26 jest dzierżawiony). W 1H'27 spodziewamy się aktualizacji strategii MS Zabrze (obecna obowiązuje do 2026 roku).

Portfel

Wartość portfela po 2Q'26 (realnie po VIII'26) wynosiła ok 1,26 mld PLN vs 1,19 mln PLN po kwietniu i 1,22 mld PLN rok temu). W pipeline spółka miała 0,39 mld PLN (porównywalnie q/q), z czego istotna część zmaterializowała się w IX'25, kiedy podpisano kontrakt z CSG (ze spółką zależną MSM Walsrode)za ok 0,3 mld PLN. Wzrost portfela będzie miał istotne przełożenie na przychody w obszarze budowlanym w 2H'26 oraz 2027. Spółka komunikuje, że stara się ostrożnie podchodzić do ofertowania na obecnym trudnym rynku, aczkolwiek trudno oczekiwać powtórzenia poziomów marż z lat 2023-24 roku. Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń.

Prognozy wyników, wskaźniki

Oczyszczone wyniki 1H'26 były lepsze r/r, co spółka zawdzięcza dobrym marżom w Budownictwie Ogólnym (przy negatywnej kontrybucji ze strony segmentów produkcyjnych). Spółka w ostatnim czasie wzmocniła portfel w segmencie Realizacji Przemysłowych, pozyskując zlecenia od nowych klientów prywatnych. Wstępnie zakładamy dość porównywalne wyniki w 3Q'26 oraz mocną dynamikę w 4Q'26. W całym 2026 roku prognozujemy 1,40 mld PLN przychodów i 40 mln PLN zysku netto. Nasze prognozy na 2027/28 zakładają odpowiednio 1,59/1,60 mld PLN przychodów oraz 49/50 mln PLN zysku netto. Zakładamy w tym okresie także kolejne skupy akcji. Spółka handlowana jest na EV/EBITDA'26=3,8x oraz 2,8x w kolejnym roku.

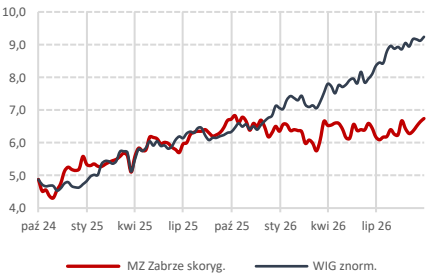
Wycena DCF [PLN]	7,52
Wycena porównawcza [PLN]	9,12
Wycena końcowa [PLN]	**7,84**
Potencjał do wzrostu / spadku	**16,3%**
Koszt kapitału	14,4%
Cena rynkowa [PLN]	6,74
Kapitalizacja [mln PLN]	431,9
Ilość akcji [mln. szt.]*	64,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,02
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,02
Stopa zwrotu za 3 mc	9,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	2,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	6,1%
Struktura akcjonariatu:	
Jędrzejewski Krzysztof	38,7%
MS Zabrze	6,7%
AgioFunds TFI	6,3%
Bigus Bogdan	5,4%
Pozostali	42,9%

**po korekcie o akcje własne*

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

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody [mln PLN]	1 351,4	1 010,3	1 224,5	1 399,6	1 587,3	1 596,8
Zysk na sprzedaży	91,6	47,4	34,1	48,9	68,5	72,6
EBITDA [mln PLN]	109,5	98,7	68,6	71,5	92,6	96,6
EBIT [mln PLN]	93,0	79,8	45,5	48,3	68,5	72,6
Zysk netto [mln PLN]	74,2	61,8	38,1	40,2	49,2	50,0
Dług (gotówka) netto [mln PLN]	-173,1	-178,4	-205,6	-159,7	-168,8	-159,8
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2
P/E	6,6	7,5	12,2	10,7	8,8	8,6
EV/EBITDA	2,9	2,9	3,7	3,8	2,8	2,8
EV/EBIT	3,4	3,6	5,7	5,6	3,8	3,7
DPS* [PLN/akcję]	0,18	0,62	0,00	1,00	0,47	0,77

Mnożniki w raporcie przeliczone po wyłączeniu posiadanych akcji własnych (założono ich umorzenie)
**dywidenda lub skup akcji własnych (przeliczony efektywnie dla liczby akcji uczestniczących w skupie)*



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

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

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE 3
WYCENA I PODSUMOWANIE 4
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 6
PORTFEL ZAMÓWIEŃ 7
OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE 9
STRATEGIA 2023-26 12
ISTOTNE SPORY PRAWNE 13
STALMECH 15
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY 16
DANE FINANSOWE 20

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
P/E	6,6	7,5	12,2	10,7	8,8	8,6	8,6
P/BV	1,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA	2,9	2,9	3,7	3,8	2,8	2,8	2,8
EV/EBIT	3,4	3,6	5,7	5,6	3,8	3,7	3,7
EV/S	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	3,91	4,55	5,10	5,27	5,56	5,58	5,58
EPS	1,01	0,90	0,55	0,63	0,77	0,78	0,78
DPS/skup (w danym roku)	0,18	0,62	0,00	1,00	0,47	0,77	0,78
Payout ratio	27%	46%	0%	138%	75%	100%	100%

MOSTOSTAL ZABRZE

Rekomendacja	**Kupuj**	**www:**	www.mz.pl
Wycena końcowa [PLN]	**7,84**		
Potencjał do wzrostu /	**16%**	**daty najbliższych raportów:**	
Cena rynkowa [PLN]	6,74	3Q'26:	19 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	64,1	4Q'26	b.d.
Kapitalizacja [mln PLN]	431,9		

Wyniki roczne [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	**1 351**	**1 010**	**1 224**	**1 400**	**1 587**	**1 597**	**1 654**
Realizacje przemysłowe	593	432	548	689	865	865	900
Produkcja mechaniczna	181	144	138	122	126	129	131
Ogólne	563	294	399	466	460	460	475
Produkcja chemiczna	0	133	130	114	128	135	140
Inne	16	7	9	8	8	8	8
Zysk brutto ze sprzedaży	**155**	**136**	**135**	**154**	**177**	**181**	**185**
SG&A	64	89	101	105	108	109	112
PPO/PKO	1	32	11	-1	0	0	0
EBITDA	**110**	**99**	**69**	**71**	**93**	**97**	**97**
EBIT	**93**	**80**	**45**	**48**	**69**	**73**	**73**
Realizacje przemysłowe	55	36	51	43	66	61	58
Produkcja mechaniczna	8	-10	-12	-20	-7	0	3
Ogólne	46	29	33	48	25	24	24
Produkcja chemiczna	0	8	-13	-11	-5	-2	-1
Inne	-16	-12	-13	-11	-10	-10	-10
Wyłączenia	0	29	1	0	0	0	0
Zysk brutto	101	79	50	53	67	71	72
Zysk netto	**74**	**62**	**38**	**40**	**49**	**50**	**50**
Dług netto	**-173**	**-178**	**-206**	**-160**	**-169**	**-160**	**-160**

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody	**239**	**266**	**332**	**387**	**316**	**318**
Realizacje przemysłowe	111	117	143	176	167	137
Produkcja mechaniczna	33	42	34	29	29	35
Ogólne	83	91	99	126	102	124
Produkcja chemiczna	9	13	54	53	15	20
Inne	2	2	2	2	2	2
Zysk brutto ze sprzedaży	**31**	**29**	**38**	**37**	**33**	**35**
SG&A	23	24	24	30	24	25
PPO/PKO	4	4	0	3	0	-1
EBITDA	**17**	**15**	**20**	**17**	**15**	**14**
EBIT	**12**	**10**	**14**	**10**	**10**	**9**
Realizacje przemysłowe	8	9	15	19	10	9
Produkcja mechaniczna	-4	-2	-3	-4	-5	-5
Ogólne	14	7	6	6	13	13
Produkcja chemiczna	-3	-2	0	-9	-6	-5
Inne	-3	-3	-3	-4	-3	-3
Wyłączenia	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	13	17	14	7	16	8
Zysk netto	**9**	**9**	**11**	**9**	**11**	**8**
Dług netto	**-141**	**-114**	**-143**	**-206**	**-164**	**-127**

Wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	15%	-25%	21%	14%	13%	1%	4%
EBITDA zmiana r/r	54%	-10%	-31%	4%	30%	4%	1%
Zysk netto zmiana r/r	132%	-17%	-38%	6%	22%	2%	0%
Marża brutto na sprzedaży	11,5%	13,5%	11,1%	11,0%	11,2%	11,4%	11,2%
Marża EBITDA	8,1%	9,8%	5,6%	5,1%	5,8%	6,0%	5,9%
Marża netto	5,5%	6,1%	3,1%	2,9%	3,1%	3,1%	3,0%
ROE	25,9%	19,8%	10,9%	11,9%	13,8%	14,0%	14,0%
ROA	10,5%	7,1%	3,7%	4,0%	4,7%	4,8%	4,7%

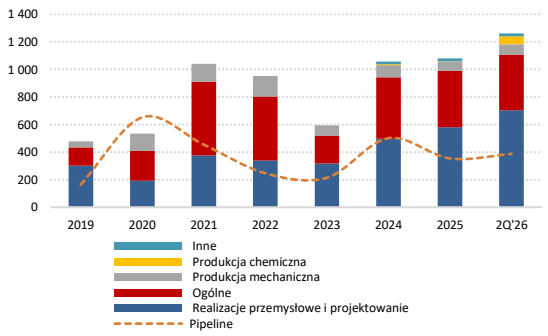
Wskaźniki	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody zmiana r/r	3,0%	19,7%	33,4%	26,1%	32,2%	19,4%
EBITDA zmiana r/r	-10,8%	32,2%	-57,6%	-23,3%	-9,4%	-5,6%
Zysk netto zmiana r/r	-24,4%	39,4%	-68,9%	1,4%	20,4%	-18,4%
Marża brutto na sprzedaży	12,8%	11,1%	11,5%	9,6%	10,5%	10,9%
Marża EBITDA	7,0%	5,7%	5,9%	4,4%	4,8%	4,5%
Marża netto	3,8%	3,5%	3,2%	2,3%	3,5%	2,4%

**27,3 mln PLN zysku na zakupie Polwax*

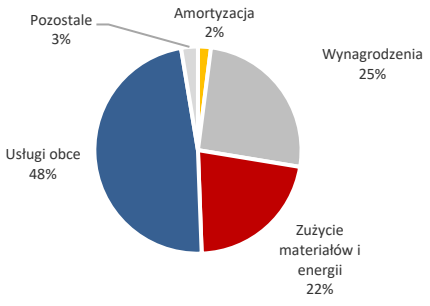
Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	**273**	**397**	**428**	**424**	**423**	**423**	**422**
WNiP	4	5	5	5	5	5	5
Rzeczowe aktywa trwałe	92	213	209	206	205	205	204
Pozostałe aktywa trwałe	177	179	213	213	213	213	213
Aktywa obrotowe	**437**	**473**	**614**	**570**	**633**	**625**	**638**
Zapasy	29	65	83	85	96	98	102
Należności krótkoterminowe	282	261	338	341	387	389	403
Środki pieniężne	117	135	178	128	132	119	114
Pozostałe aktywa obrotowe	9	11	15	17	18	18	19
Aktywa razem	**710**	**870**	**1 041**	**995**	**1 056**	**1 047**	**1 061**
Kapitał własny	**287**	**312**	**350**	**338**	**357**	**357**	**357**
Udziały mniejszości	3	63	58	52	50	50	50
Zobowiązania i rezerwy	**420**	**495**	**634**	**605**	**650**	**640**	**653**
Rezerwy na zobowiązania	66	123	113	105	98	89	89
Oprocentowane zobowiązania	36	47	62	57	53	48	44
Zobowiązania pozostałe	318	325	459	442	500	503	520
Pasywa razem	**710**	**870**	**1 041**	**995**	**1 056**	**1 047**	**1 061**
Dług netto*	**-173**	**-178**	**-206**	**-160**	**-169**	**-160**	**-160**
Dług netto / Kapitał własny	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Dług netto / EBITDA	-1,6	-1,8	-3,0	-2,2	-1,8	-1,7	-1,6
**łącznie z zakupionymi obligacjami*							

Rachunek przepływu [mln PLN]	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
CFO	143	88	65	21	57	59	68
CFI	-87	5	-10	-10	-14	-15	-15
CFF	-25	-74	-12	-61	-39	-57	-58
- w tym dywidenda/skup	-9	-34	0	-52	-30	-49	-50
Przepływy pieniężne netto	31	19	43	-50	5	-13	-5
CAPEX / Amortyzacja	68%	59%	46%	87%	94%	99%	99%

Portfel [mln PLN]



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2026-2035 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7,52 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek budowlanych, oparta na prognozach wyników na lata 2026 – 2028, dała wartość 1 akcji na poziomie 9,12 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami). Wycena 1 akcji spółki wynosi w takim wypadku 7,84 PLN.

W kalkulacji nie uwzględniliśmy sporów toczonych z Województwem Śląskim dotyczących Stadionu Śląskiego (potencjalny koszt dla spółki) i DTŚ (potencjalny zysk dla spółki) ze względu na odległy horyzont czasowy ich możliwego rozstrzygnięcia w sądach. Pozytywne zamknięcie mediacji dot. Stadionu Śląskiego (np. na poziomie symbolicznej zapłaty niewielkiej kwoty przez MSZ) w naszej opinii mogłoby mieć pozytywne przełożenie na kurs spółki ze względu na przykładane dyskonto z tego tytułu przez cześć inwestorów.

Podsumowanie wyceny [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena DCF	**80%**	**7,52**
Wycena metodą porównawczą	**20%**	**9,12**
Wycena 1 akcji [PLN]	**7,84**	
Dyskonto z tytułu ryzyka sporów prawnych	**0,00**	
Wycena 1 akcji po dyskoncie [PLN]	**7,84**	

Źródło: DM BDM S.A.

Kalkulacja ryzyka z tytułu istotnych sporów prawnych

kontrakt	strona	pozew przez MSZ [mln PLN]	pozew przeciw MSZ [mln PLN]
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7 (x41,5%*)
DTŚ	Woj. Śląskie	68,9	0,0
	suma	**86,1**	**73,8**

wygrana MSZ [mln PLN]	86,1	
przegrana MSZ [mln PLN]	-73,8	
środek przedziału [mln PLN]	6,2	*Źródło: DM BDM S.A., *41,5% ze 177,7 mln PLN żądanego*
liczba akcji [mln szt]	64,1	*od całego konsorcjum (odsetek przyjęty na bazie*
wartość/akcję [PLN]	**0,10**	*pierwotnie wnioskowanej kwoty)*

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (6,35%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia przyjęte w modelu:

- W 2026 roku zakładamy, że spółka wypracuje około 1,40 mld PLN skonsolidowanych przychodów. W 2027 roku estymujemy ok 13% wzrost. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy ok. 1,7 mld PLN przychodów.
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2021-25 średnia skoryg. marża EBIT wynosiła 4,8% (2,8% w 2025 roku). W bieżącym roku zakładamy, że marża wzrośnie do ok. 3,6%, co wynika z i) rozpoznania wyższych marż w segmencie Budownictwa Ogólnego, ii) mniejszej straty w Polwaxie (rok temu bardzo słaby 4Q'25). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 4,3%.
- Szczegółowe założenia dotyczące przychodów i marż według segmentów przedstawiono w osobnej tabeli w rozdziale dotyczącym prognoz wyników.
- CAPEX założono w długim terminie na poziomie zbliżonym do amortyzacji. W modelu nie zakładamy akwizycji Stalmechu ani ewentualnej sprzedaży aktywów przez Polwax.
- W pozycji „Spory prawne" ujęliśmy w 2026-28 wydatki związane z ugodą Polwaxu z Orlen Projekt.
- Pozycję gotówkową netto przyjęto na poziomie z końca 2025 roku. Uwzględniono wydatki na skupy akcji w 2026 roku. Udziały mniejszości to udziały pozostałych akcjonariuszy Polwaxu przeliczone po aktualnej wartości rynkowej.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2035.
- Efektywna stopa podatkowa w modelu została przyjęta na poziomie 30% (m.in. różnice w opodatkowaniu dochodów zagranicznych).
- Wycena została sporządzona na dzień 14.10.2026 roku. Ilość akcji uwzględnia korektę o akcje własne (zakładamy ich umorzenie).

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 482 mln PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 7,52 PLN.

Model DCF

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 399,6	1 587,3	1 596,8	1 654,1	1 701,6	1 740,7	1 772,8	1 799,0	1 820,3	1 837,5
EBIT [mln PLN]	48,3	68,5	72,6	73,3	72,4	74,9	76,4	77,6	78,5	79,2
Stopa podatkowa	35%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Podatek od EBIT [mln PLN]	16,8	20,6	21,8	22,0	21,7	22,5	22,9	23,3	23,6	23,8
NOPLAT [mln PLN]	31,5	48,0	50,8	51,3	50,6	52,4	53,4	54,3	55,0	55,5
Amortyzacja [mln PLN]	23,1	24,1	24,0	24,0	24,0	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
CAPEX [mln PLN]	-20,0	-22,5	-23,8	-23,7	-23,7	-23,7	-23,7	-23,7	-23,7	-23,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-25,2	-3,1	-1,8	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
Spory prawne [mln PLN]	-7,4	-7,7	-8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	2,0	38,8	40,9	50,4	49,9	51,8	53,0	54,0	54,7	55,3
DFCF [mln PLN]	2,0	33,1	30,7	33,1	28,8	26,2	23,5	20,9	18,6	16,5
Suma DFCF [mln PLN]	233,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	422,0		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*+1,0%*				
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	125,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	358,8									
Dług netto 2025 [mln PLN]	-205,6									
Skup akcji 2026 [mln PLN]	52,5									
Udziały mniejszości [mln PLN]	30,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	**481,7**									
Ilość akcji [mln szt.]	64,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**7,52**									
Przychody zmiana r/r	14,3%	13,4%	0,6%	3,6%	2,9%	2,3%	1,8%	1,5%	1,2%	0,9%
EBIT zmiana r/r	6,3%	41,8%	6,0%	0,9%	-1,3%	3,5%	2,0%	1,6%	1,2%	1,0%
FCF zmiana r/r	-96,3%	1827,4%	5,5%	23,1%	-0,9%	3,9%	2,3%	1,8%	1,4%	1,1%
Marża EBITDA	5,1%	5,8%	6,0%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża EBIT	3,5%	4,3%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża NOPLAT	2,3%	3,0%	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	86,5%	93,6%	99,3%	98,8%	98,9%	98,9%	98,9%	99,0%	99,0%	99,0%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,4%	1,6%	18,7%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Kalkulacja WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Stopa wolna od ryzyka	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%	6,35%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%
Udział kapitału własnego	94,2%	95,0%	95,4%	95,9%	96,4%	96,9%	97,4%	97,9%	98,2%	98,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	5,8%	5,0%	4,6%	4,1%	3,6%	3,1%	2,6%	2,1%	1,8%	1,8%
WACC	13,8%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		0,00%	**1,00%**	**2,00%**
beta	**0,8**	8,09	8,32	8,58
	0,9	7,71	7,89	8,11
	1,0	7,36	7,52	7,70
	1,1	7,05	7,18	7,34
	1,2	6,78	6,89	7,02

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym		
		0,00%	**1,00%**	**2,00%**
Premia za ryzyko	**6,0%**	8,31	8,55	8,85
	7,0%	7,80	7,99	8,22
	8,0%	7,36	7,52	7,70
	9,0%	6,98	7,11	7,25
	10,0%	6,65	6,75	6,87

		Beta		
		0,9	**1,0**	**1,1**
Premia za ryzyko	**6,0%**	8,94	8,55	8,21
	7,0%	8,37	7,99	7,65
	8,0%	7,89	7,52	7,18
	9,0%	7,47	7,11	6,78
	10,0%	7,11	6,75	6,44

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

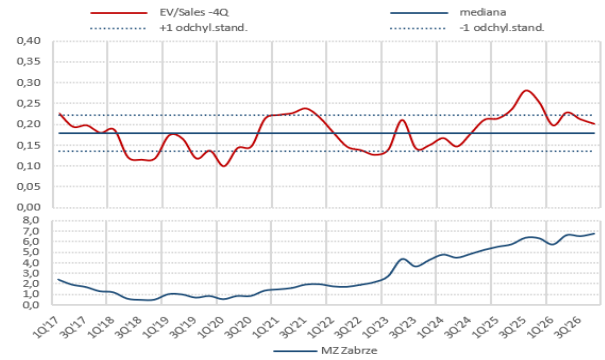
Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników wybranych krajowych spółek budowlanych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach - dla 2026 roku przyjęliśmy wagę 20% a dla kolejnych lat po 40%. Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata. Wycena dała wartość spółki na poziomie 9,12 PLN/akcję.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2026P	**2027P**	**2028P**	**2026P**	**2027P**	**2028P**
Budimex	22,8	20,3	18,1	12,7	11,2	9,9
Erbud*	9,8	9,1	7,3	4,2	4,4	3,6
Introl	10,1	8,1	7,9	4,7	3,7	3,4
Mirbud	11,2	12,0	8,6	6,7	6,2	4,6
Pekabex	---	46,4	5,6	21,0	8,1	4,5
Unibep	14,8	11,7	12,1	4,7	3,4	3,2
Mediana	**13,0**	**11,7**	**8,6**	**6,7**	**6,2**	**4,5**
Mostostal Zabrze	**10,7**	**8,8**	**8,6**	**3,8**	**2,8**	**2,8**
Premia/dyskonto do mediany	-18%	-25%	0%	-43%	-54%	-37%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	8,17	8,96	6,71	9,97	11,61	9,25
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		**7,90**			**10,33**	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**9,12**					

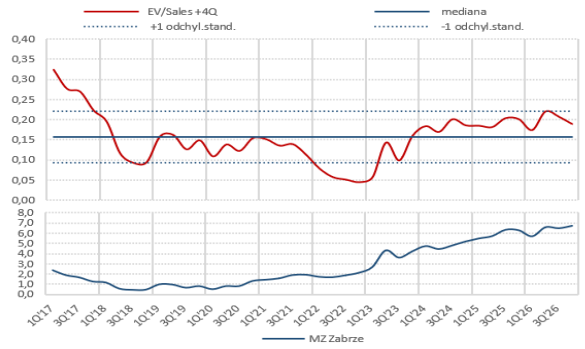
*Źródło: BDM S.A., prognozy własne, *bez działalności zaniechanej*

MS Zabrze EV/Sales (-4Q) oraz kurs PLN



*Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)*

MS Zabrze EV/Sales (+4Q) oraz kurs PLN



*Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)*

PORTFEL ZAMÓWIEŃ

Historycznie spółka charakteryzuje się szybką rotacją portfela (ok. 1 roku). Spółka podała, że portfel na koniec sierpnia'26 wynosił 1,26 mld PLN (vs 1,19 mln PLN po kwietniu i 1,22 mld PLN rok temu) a szacunkowy pipeline kontraktów do pozyskania (szacowany prawdopodobieństwem) to 0,39 mld PLN vs 0,39 mld PLN kwartał temu.

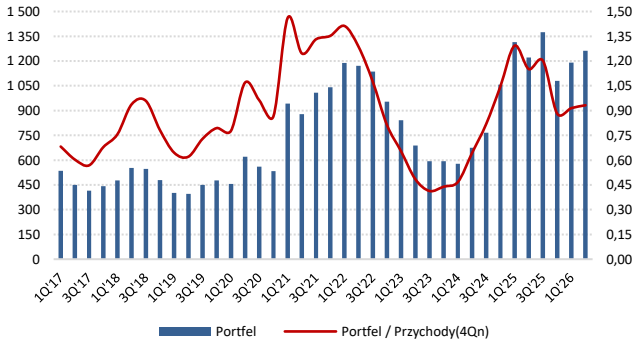
We wrześniu'26 spółka podpisała kontakt z CSG (ze spółką zależną MSM Walsrode) na ok 0,31 mld PLN na budowę nowej instalacji chemicznej w Niemczech. W komunikacie nie podano o jaką instalację chodzi. Natomiast na swojej stronach www MSM (link1, link2) podaje, że obecnie rozbudowuje i modernizuje fabrykę nitrocelulozy w Bomlitz, w celu produkcji dla przemysłu obronnego.

Kontrakty pozyskane od początku 2024 roku o wartości >20 mln PLN netto

Data umowy	Kontrahent	Wykonawca	Kontrakt	Wartość netto [mln PLN]*	Zakończenie
2026					
paź 26	PPL	GPBP	Rozbudowa płyty PPS-5C i budową bramy nr 14 Lotniska Chopina	187	nc
wrz 26	MSM Walsrode (CSG)	MZRP	Budowa nowej instalacji chemicznej	306	mar 28
sie 26	Qemetica Soda	MZRP	Konwersja kotła węglowego na kocioł opalany biomasą w EC Inowrocław	171	gru 28
cze 26	Çalık Enerji	GPBP	Wykonanie robót żelbetowych w El. Kozienice	30	mar 27
cze 26	Fortum	GPBP	Dostawa i montaż akumulatora ciepła z przepompownią dla EC Zabrze	54	gru 27
kwi 26	b.d.	MZRP	Dostawy i montaże w ramach budowy zakładu produkcji gazów przemys. w Niemczech	135	cze 27
2025					
wrz 25	Gmina Sosnowie	GPBP	Kazimierz OdNowa- rekultywacja terenów pogórniczych	33	cze 27
wrz 25	b.d.	MZRP	Prefabrykacje i montaże - rozbudowa zakładu w Niderlandach (branża chem.)	162	gru 26
maj 25	PEC Gliwice	GPBP	Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy	120	cze 28
kwi 25	USK w Opolu	GPBP	Modernizacji energetyczna szpitala	54	mar 28
kwi 25	Uniwersytet Opolski	GPBP	Przebudowa Domu Studenta "Spójnik"	21	wrz 26
mar 25	b.d.	MZRP	Prefabrykacje i montaże - budowa zakładu w Rotterdamie (branża chem.)	242	wrz 26
maj 25	PEC Gliwice	GPBP	Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy	120	cze 28
2024					
gru 24	NIO w Gliwicach	GPBP	Budowa budynku zakładu medycyny nuklearnej i endokrynologii onkol.	85	mar 26
gru 24	Primetals TG	MZRP	Prace w ramach projektu w hucie na terenie Niemiec	59	gru 26
lis 24	Ionway PL	MZRP	Prace i montaże dla projektu Blue East W1 w Radzikowicach	202	gru 26
lis 24	PPL	GPBP	Wykonanie płyty postojowej na Lotnisku Chopina w Warszawie	158	lip 26
wrz 24	NCBJ	GPBP	Rozbudowa kompleksu budynków laboratoryjnych PolFEL	36	gru 25
sie 24	b.d.	GPBP	Rozbudowa zakładu w województwie mazowieckim	24	wrz 25
sie 24	Lostock Sustainable EP	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu na terenie UK	34	cze 25
cze 24	HKM	MZRP	Dostawy oraz prace w ramach budowy nagrzewnicy wielkiego pieca	122	wrz 26
maj 24	M. Rybnik	GPBP	Dokończenie budowy hospicjum stacjonarnego w Rybniku	34	mar 26
kwi 24	Stadion w Zabrzu	GPBP	Roboty wykończeniowe, instalacyjne, modernizacja systemów stadionowych	48	mar 25
mar 24	GEA Bischoff	MZRP	Dostawa konstrukcji stalowych oraz montaż dwóch filtrów w hucie w Niemczech	30	wrz 25
lut 24	BASF	MZRP	Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu w Niemczech	106	gru 25
lut 24	Air Liquide	MZRP	Dostawy i montaż w ramach budowy instalacji do ekstrakcji butadienu	42	wrz 24
sty 24	Alstom	MZKP	Dostawa konstrukcji stalowych dla taboru kolejowego RER NG	20	gru 25

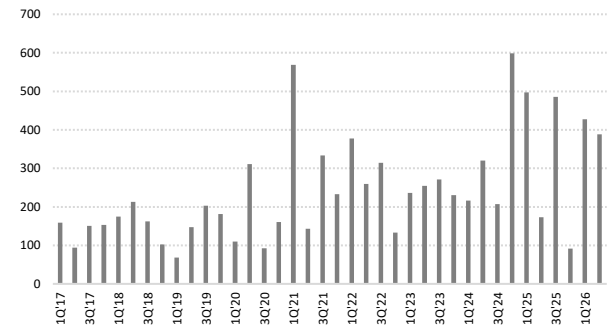
*Źródło: BDM S.A., spółka, nko = najkorzystniejsza oferta, nc= najniższa cena, *w części dla spółki w przypadku konsorcjum*

Portfel / przychody za ostatnie 4Q



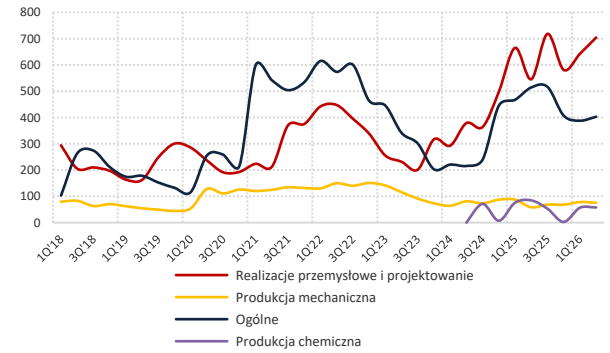
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



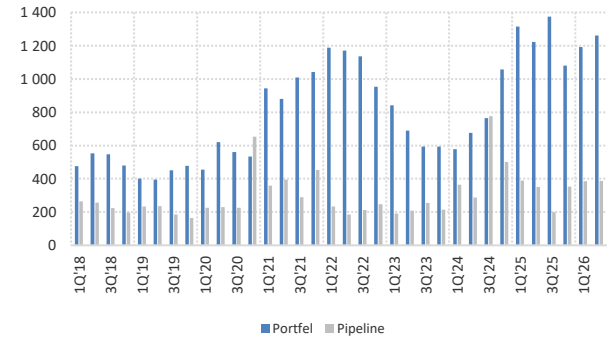
*Źródło: DM BDM S.A., spółka, *zmiana wartości portfela skorygowana o przychody w kwartale (bez Polwaxu)*

Struktura portfela wg segmentów [mln PLN]



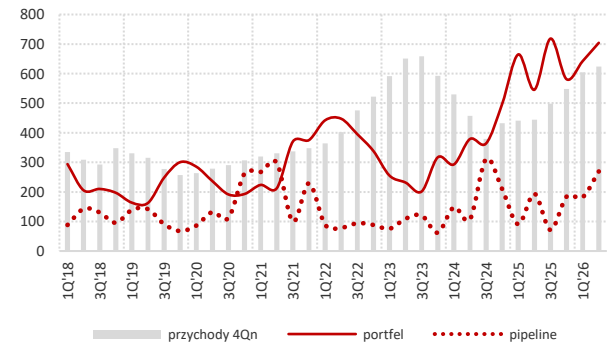
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wartość portfela zamówień vs pipeline* [mln PLN]



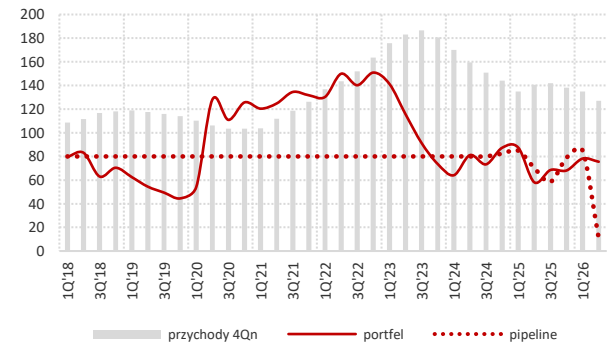
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



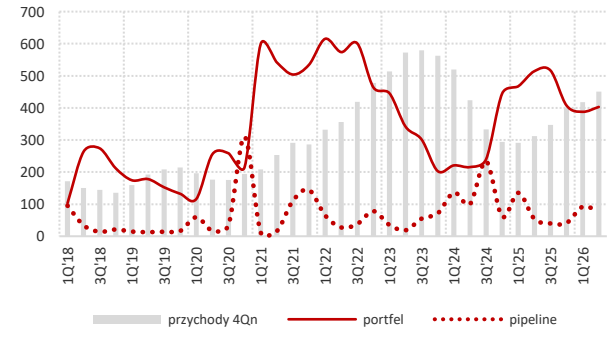
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Produkcja mechaniczna – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



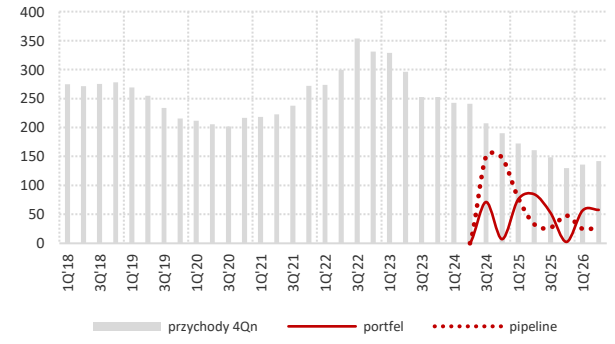
Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Polwax – przychody 4Qn /portfel / pipeline [mln PLN]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE I KOSZTOWE

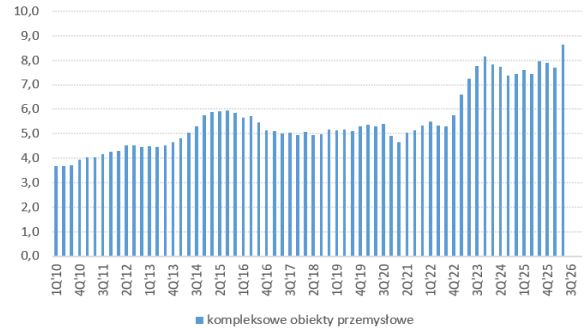
Potencjał rynkowy

Koniunkturę w otoczeniu spółki według klasyfikacji GUS najlepiej oddają nakłady w i) obszarze kompleksowych obiektów przemysłowych (obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, w tym wiatrowe, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.) oraz ii) wybranych obiektów kubaturowych z kategorii przemysł/magazyny oraz kultura/edukacja/zdrowie/sport.

Inwestycje w obszarze kompleksowych obiektów przemysłowych w 2025 roku nieco odbiły po słabych 2024 roku. W 1H'26 obserwowane jest wyraźne przyspieszenie w tym obszarze. Inwestycje w obszarze kubaturowym, w których specjalizuje się spółka (przemysł + inwestycje publiczne) także ostatnio się ożywiły (od końcówki 2025 roku).

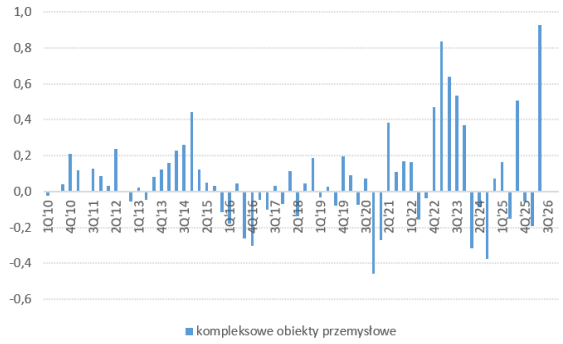
Ogółem dynamika produkcji budowlanej (w cenach stałych) w Polsce w 2024-1Q'26 była pod wyraźną presją. Od 2Q'26 widać pewne ożywienie, głównie w obszarze infrastruktury. Nadal słaby czas ma rynek budowlany w Niemczech (przy czym spółka specjalizuje się na tym rynku przede wszystkim w obszarze przemysłu/energetyki/hutnictwa, a nie w ogólnej kubaturze).

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



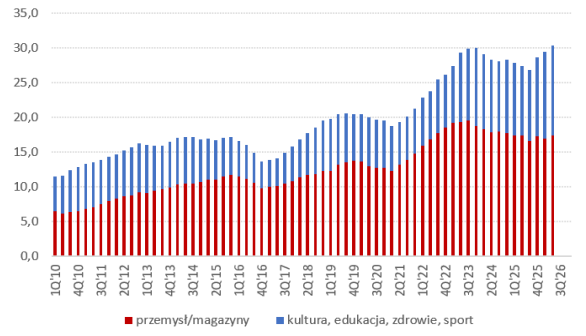
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *obiekty budowlane, które nie mają formy budynku np. elektrownie, rafinerie, kopalnie, spalarnie śmieci itp.*

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



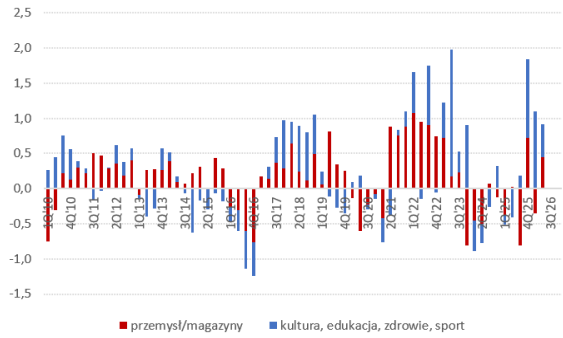
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



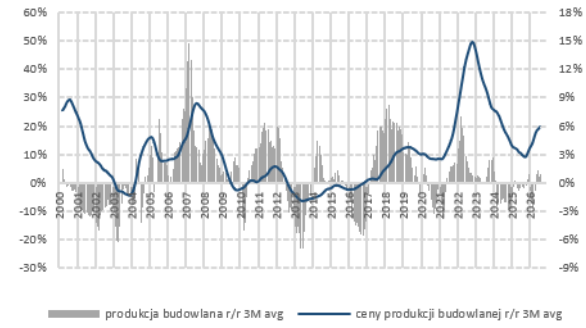
Źródło: DM BDM S.A., GUS

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



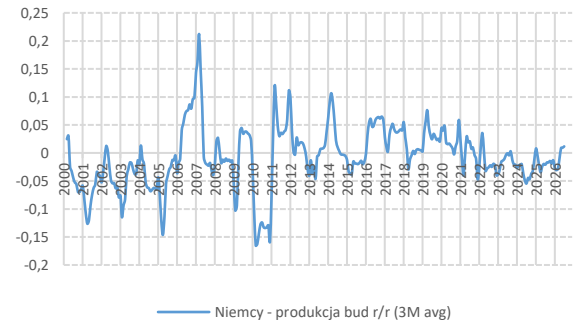
Źródło: DM BDM S.A., GUS

Produkcja budowlana w Polsce r/r oraz ceny produkcji budowlanej r/r [3M avg]



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg

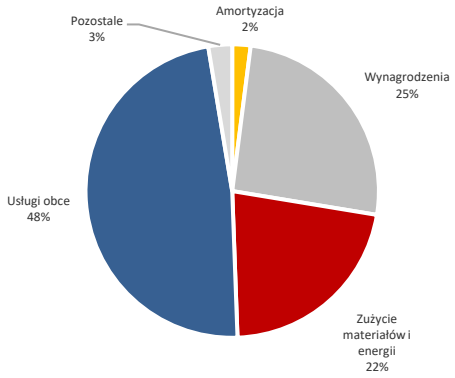
Strona kosztowa - aktualna sytuacja

Mostostal Zabrze działa zarówno jako generalny wykonawca (głównie w obszarze budownictwa ogólnego), jako bezpośredni wykonawca na rzecz inwestora (remonty instalacji), jak i podwykonawca (zazwyczaj jako podwykonawca odpowiedzialny za duży zakres robót, co wiąże się z kontraktowaniem kolejnych mniejszych podwykonawców).

W obszarze Konstrukcji Maszynowych zlecenia dotyczą najczęściej obróbki konstrukcji stalowych (znajdujących zastosowanie np. w dźwigach budowlanych czy taborze kolejowym) i są realizowane na rzecz zagranicznych kontrahentów (Liebherr, Alstom, Manitowoc) na bazie umów ramowych (spółka cześć zleceń realizuje za pomocą podwykonawców, także pracownicy w cześć są zatrudniani za pośrednictwem zewnętrznych podmiotów, co daje spółce pewną elastyczność kosztową). Wyniki segmentu mogą być wrażliwe na wahania EUR/PLN (umocnienie PLN powoduje spadek atrakcyjności cenowej Polski vs inne kierunki zamówień).

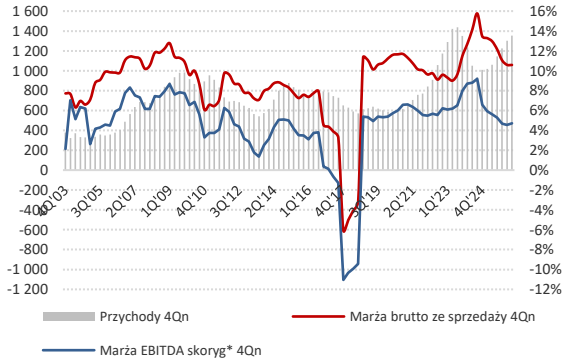
Główną pozycją kosztową w skali całej grupy 2025 roku były usługi obce na poziomie 48% (podwykonawcy), Istotne są także wynagrodzenia z 25% udziałem (wg sprawozdania finansowego grupa w 2025 zatrudniała średnio 1 742 osoby). Koszty zużycia materiałów i energii wyniosły 22%.

MS Zabrze - struktura kosztów rodzajów za ostatni rok obrotowy



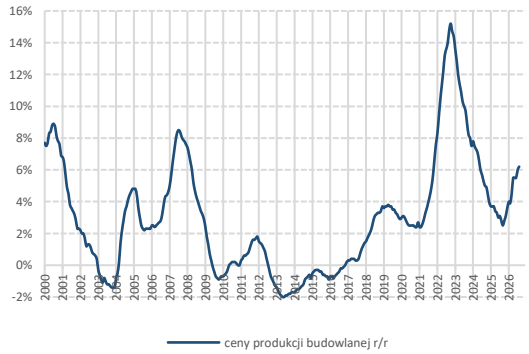
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody oraz rentowność brutto ze sprzedaży i EBITDA MS Zabrze



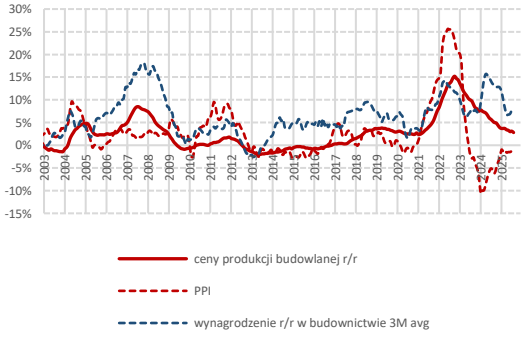
*Źródło: DM BDM S.A., spółka, *EBITDA skoryg. o saldo PPO/PKO*

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r



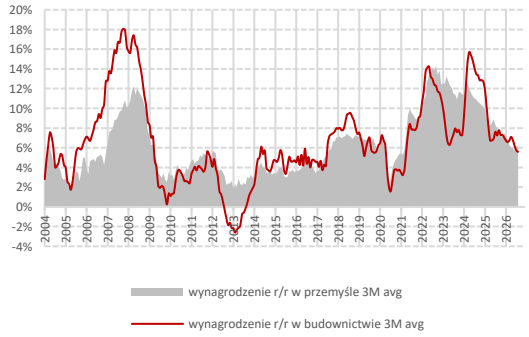
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Ceny produkcji budowlanej w Polsce r/r na tle PPI i wynagrodzeń w budown. (r/r)



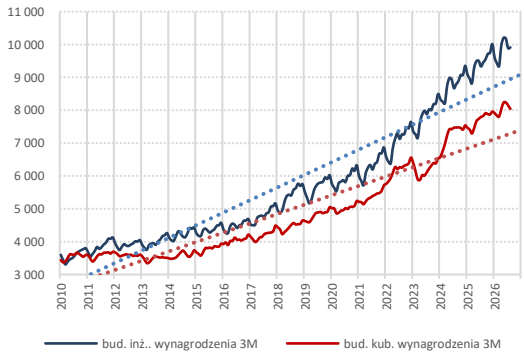
Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

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



Źródło: DM BDM S.A., Bloomberg, GUS

Przeciętne wynagrodzenie w budownictwie (średnia 3M, PLN/m-c]

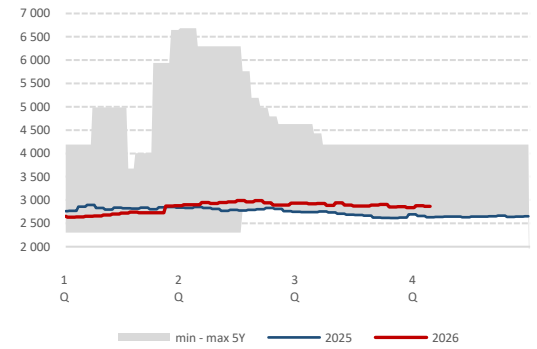


Źródło: DM BDM S.A., GUS

Roczna dynamika cen produkcji budowlanej odnotowała swój szczyt w październiku'22 roku (+15% r/r). Od tego czasu systematycznie obniżała się. We wrześniu'25 odnotowano lokalny dołek na poziomie 2,5%. W kolejnych miesiącach dynamika przyspieszyła. W sierpniu'26 osiągnęła 6,2% r/r (najwyższy odczyt od maja'24). W kolejnych miesiącach, ze względu na negatywny wpływ cen ropy na szereg materiałów budowlanych (np. asfalt, tworzywa sztuczne) i koszty ich transporty zakładamy, że trudno może być o powrót do poziomów <3%, które przejściowo widzieliśmy w 2025 roku.

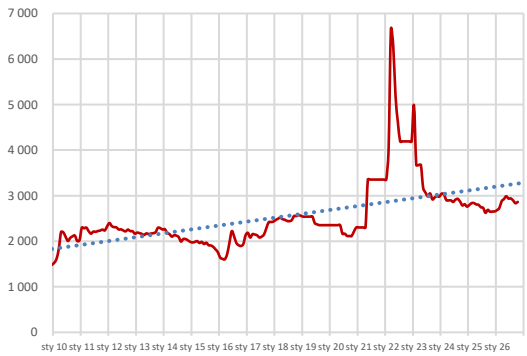
Ceny stali, po bardzo mocnych wzrostach w okresie 2021-2022, w 2023 roku wróciły poniżej swojej wieloletniej linii trendu. Konflikt na Bliskim Wschodzi tylko nieznacznie przełożył się na wzrost cen w 2026 roku. Wysokie pozostają natomiast ceny cementu (budownictwo ogólne), które stabilizują się od około dwóch lata na rekordowych poziomach (w dużym stopniu zależą od ceny energii czy kosztów emisji CO2).

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



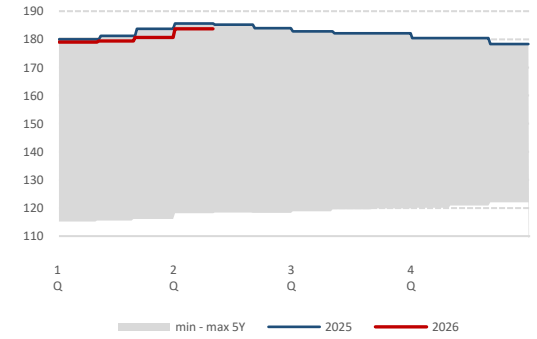
Źródło: BDM S.A., PUDS

Cena stalowych prętów budowlanych – Polska [PLN/t]



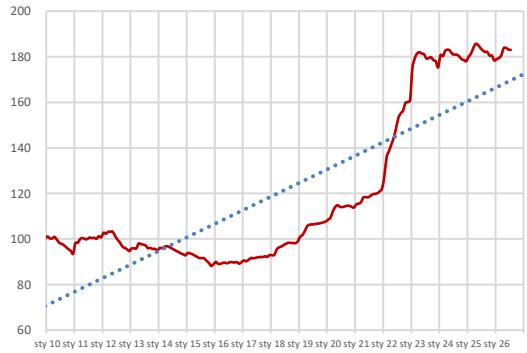
Źródło: BDM S.A., PUDS

Cement – indeks GUS*



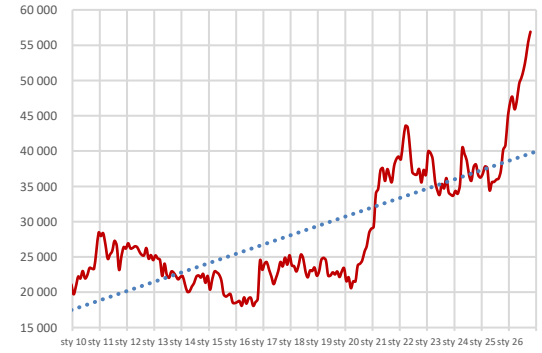
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku, „cement, wapno, gips", ostatnie dane za VII'26*

Cement – indeks GUS*



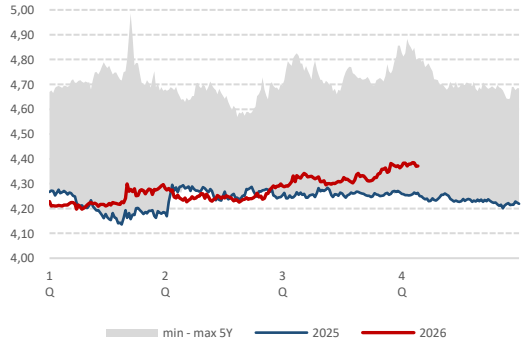
*Źródło: DM BDM S.A., GUS, *100= koniec 2009 roku*

Cena miedzi [PLN/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

STRATEGIA 2023-26

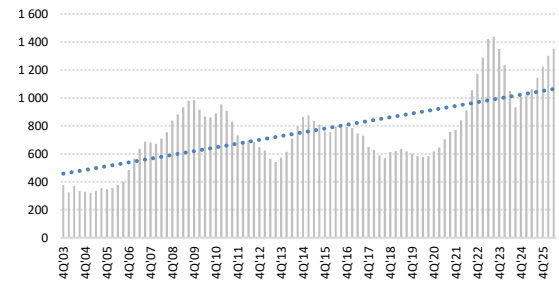
Zarząd w 3Q'23 przyjął strategię na lata 2023-2026. Stanowi ona kontynuację strategii rozwoju realizowanej w latach 2020-2022. Motywami przewodnimi są:

- aktywne poszukiwanie i skoncentrowanie na najbardziej atrakcyjnych rynkach,
- wdrażanie skutecznych procesów rekrutacji, oceny i rozwoju personelu,
- wzrost efektywności całej organizacji,
- wzmocnienie pozycji finansowej.

Podsumowanie głównych założeń strategii:

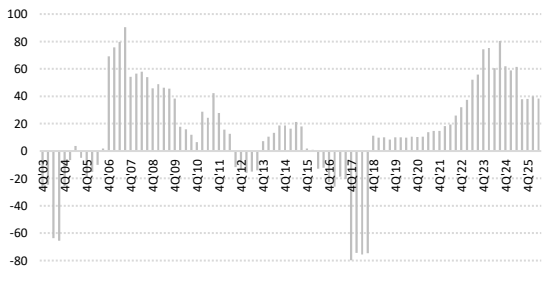
- Największym wyzwaniem jest obecnie dla spółki problem z pozyskiwaniem wykwalifikowanych zasobów kadrowych z rynku krajowego. Spółka chce wychodzić naprzeciw temu problemowi przez m.in.: zwiększania atrakcyjności jako pracodawcy (m.in. wzrost znaczenia premii od wyników projektów), wzrost udziału podwykonawców w projektach (na bazie stałych relacji), kontynuacja sprowadzanie pracowników cudzoziemskich (w tym inżynierów), wzrost znaczenie prefabrykacji (budowa nowej hali w tym zakresie) i automatyzacji/robotyzacji (np. w zakresie spawania).
- Postawienie na rozwój relacji z dotychczasowymi klientami (poszerzenie oferty) w większym stopniu niż pozyskiwanie nowych klientów. Ostrożne podejście do dużych kontraktów.
- Rozwój w zakresie realizacji prac projektowo-budowlano-montażowych w takich segmentach rynku jak: data centers, EV (zakłady do budowy baterii i ich recyklingu), projekty wodorowe (instalacje towarzyszące, rurociągi, wymienniki), spalarnie śmieci i instalacje RDF.
- Dodatkowo za rozwojowe uznano w MZ GPBP segment małej retencji oraz inwestycji dla obronności, a w MZE – aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (AKPiA). Spółka wskazuje także na rozwój kompetencji w zakresie farm PV i eksploatacji obiektów OZE oraz utrzymywanie kompetencji w zakresie górnictwa węgla oraz elementów wież wiertniczych, a także wielkich pieców, remontów energetyki konwencjonalnej.
- Spółka nie wyklucza przejęć, kierując się zasadą generowanie wartości dla akcjonariuszy (przejęcia o wielkości nie wyższej niż jednorazowo 30% kapitalizacji spółki prowadzące do zwiększenia wartości rynkowej o przynajmniej 30% w ciągu 10 lat).
- Strategia nie określa wartościowego celu zysku. Spółka przyjmuje, że zysk w kolejnych latach powinien „utrzymywać się na podobnym poziomie". Zdaniem spółki w okresie 2020-22 wyniki wzrosły bardziej niż zakładano na ten okres.
- Zarząd zamierza rekomendować w kolejnych latach przeznaczenie części zysku na dywidendę lub wykup akcji własnych w celu umorzenia. Zdaniem zarządu spółka jest „dość silnie niedowartościowana" i najlepszym sposobem na zwiększenie wartości dla akcjonariuszy jest skup akcji własnych w celu umorzenia.

Przychody narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

Wynik netto narastająco za 4Q [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

ISTOTNE SPORY PRAWNE

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

- stadion Śląski,
- DTŚ.

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

Znaczące spory prawne spółki [mln PLN]

kontrakt	strona	kwota żądana przez MSZ	kwota żądana przez II stronę	stan bieżący	oczekiwany czas
Stadion Śląski	Woj. Śląskie	17,1	177,7*	proces sądowy w toku	kilka lat
Drogowa Trasa Średnicowa	DTŚ, Woj.Śląskie	68,9	0,0	proces sądowy w toku	kilka lat

*Źródło: DM BDM S.A., spółka, *kwota żądana od całego konsorcjum (pierwotnie kary umowne, o jakie wnioskował inwestor miały wynieść 63 mln PLN, z tego 27 mln PLN miało przypadać na MS Zabrze, co daje 41,5% - > 41,5% ze 177,7 mln PLN to 73,8 mln PLN)*

Stadion Śląski

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

Konsorcjum Hochtief (lider) – Mostostal Zabrze – Thermoserr pozyskało kontrakt za 277 mln PLN netto na zadaszenie Stadionu Śląskiego w 2009 roku. W 2011 roku doszło do awarii przy podnoszeniu konstrukcji dachu, co zatrzymało inwestycję. W 2Q'13 konsorcjum odstąpiło od kontraktu. Na początku 3Q'13 także zamawiający złożył oświadczenie o rozwiązaniu kontraktu, domagając się wtedy 65,5 mln PLN kar od konsorcjum, w tym 27,2 mln PLN do Mostostalu Zabrze. Konsorcjum wystąpiło z pozwem (o wartości 36,0 mln PLN, w tym 17,1 mln PLN dla MSZ) o ustalenie, że zamawiający nie jest uprawniony do pobrania gwarancji. W 2014 roku spółka złożyła pozew przeciwko Województwu Śląskiemu o zasądzenie kwoty 12,0 mln PLN + 0,6 mln EUR m.in. za koszty usuwania skutków awarii. Na przestrzenia 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.

Prowadzone w okresie 2025-26 mediacje nie zakończyły się zawarciem ugody. Termin kolejnej rozprawy sądowej nie został jeszcze wyznaczony. Sąd podjął decyzję o przesłuchaniu świadków z Niemiec oraz Hiszpani w ramach pomocy prawnej przez właściwe sądy zagraniczne.
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.

DTŚ

W 2003 roku PRInż (kontrolowany wtedy w 33% przez MS Zabrze, który miał w tamtym okresie duże problemy finansowe) zawarł umowę na realizację przebudowy ronda w Katowicach (w ciągu Drogowej Trasy Średnicowej). W wyniku problemów PRInż-u kontrakt został wypowiedziany w 2005 roku, a spółka w tym samym roku została postawiono w stan upadłości likwidacyjnej (w 2007 zmieniono postępowanie na układowe, a w 2008 roku MS Zabrze stał się akcjonariuszem dominującym podmiotu). W 2014 roku PRInż wniósł pozew przeciw Województwu Śląskiemu o zwrot środków pieniężnych z pobranych kwot gwarancji, stanowiących zabezpieczenie umowy (69,0 mln PLN). W 2021 Sąd Okręgowy odrzucił argumentację PRInż, jednak w wyniku apelacji w listopadzie 2022 Sąd Apelacyjny nakazał ponowne rozpatrzenie sprawy. W lutym 2023 roku Województwo Śląskie złożyło do Sądu Najwyższego zażalenie na to postanowienie. W lipcu 2023 roku Sąd Najwyższy uchylił wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach i przekazał temu sądowi do ponownego rozpoznania. W marcu 2024 Sąd Apelacyjny w Katowicach wydał wyrok oddalający apelację PRInż, przy czym do wyroku zostało zgłoszone zdanie odrębne. PRinż złożył skargę kasacyjną, która w październiku 2024 została przyjęta do rozpoznania – obecnie trwa oczekiwanie na orzeczenie w sprawie skargi kasacyjnej.

POLWAX

MS Zabrze w lipcu 2024 roku objął 30,8 mln akcji po cenie 1,0 PLN/szt nowej emisji serii F Polwaxu, co stanowi 49,9% udziału w podwyższonym kapitale zakładowym oraz obecnie 49,6% udziału w ogólnej liczbie głosów na WZA. Od sierpnia'24 spółka konsolidowana jest metodą pełną,

Produkty spółki znajdują zastosowanie w:

- segmencie świecowo-zniczowym (produkcja wkładów do zniczy dla marek własnych sieci handlowych, spółka historycznie współpracowała głównie z Biedronką, ale wartość zamówień z tego kierunku mocno spadła w ostatnich latach)
- w przemyśle (specjalistyczne woski dla przemysłu spożywczego, gumowego, automotive, agro, impregnaty, kleje – historycznie dużymi odbiorcami byli to np. Gedro czy Sonneborn); konkurencja to m.in. Orlen Południe (Naftowax), H&R Gruppe (spółka notowana w Niemczech), DW Oil czy Sasol.
- katalogi produktowe dostępne są na stronie www.

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

Szerzej profil spółki oraz historię problemów Polwaxu opisaliśmy w raporcie analitycznym z 2 stycznia 2025 (link). Oś problemów spółki z ostatnich lat skupiała się wokół inwestycji w instalację odolejania rozpuszczalnikowego (Projekt Future), która miała zmniejszyć zależność spółki od obszaru świecowo-zniczowego. Budowa inwestycji została zatrzymana w 2019 roku a z wykonawcą (Orlen Projekt) spółka toczyła długoletnie spory. Finalnie udało się wypracować ugodę, która zatwierdzona została w 3Q'25. Jej warunki zakładają, że Polwax zapłaci 30,3 mln PLN oraz ok. 2 mln PLN odsetek (oprocentowanie zależne od stopy NBP), a całość jest rozłożona na 3 lata.

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

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

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

b) sprzedaż inwestorowi branżowemu, po przeprowadzeniu restrukturyzacji.

Polwax wyniki finansowe za ostatnie okresy

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26
Przychody ze sprzedaży	**277,9**	**215,5**	**216,5**	**271,9**	**331,2**	**252,4**	**190,2**	**129,9**	**27,2**	**25,3**	**65,8**	**71,9**	**9,5**	**13,4**	**54,0**	**53,0**	**15,3**	**19,9**
wyroby do produkcji zniczy i świec	133,7	64,2	60,3	87,9	71,6	19,9	6,7	11,3	1,6	1,8	1,2	2,1	1,3	2,4	4,9	2,7	2,9	b.d.
znicze i świece	71,3	73,0	82,6	106,6	141,7	151,3	118,3	83,4	2,7	1,8	53,3	60,4	0,7	0,8	39,3	42,6	0,1	b.d.
wyroby dla przemysłu	66,8	73,9	68,9	72,7	107,4	75,7	59,7	28,7	21,7	20,2	9,7	8,0	6,0	8,4	6,6	7,7	9,4	b.d.
pozostałe	6,1	4,4	4,6	4,7	10,6	5,9	5,6	6,4	1,2	1,5	1,6	1,4	1,4	1,8	3,3	-0,1	2,9	b.d.
Zysk brutto ze sprzedaży	**45,8**	**21,7**	**34,3**	**33,6**	**48,4**	**29,6**	**18,6**	**4,9**	**-0,4**	**2,0**	**8,6**	**8,5**	**-1,8**	**0,0**	**6,0**	**0,6**	**-1,4**	**0,9**
SG&A	23,8	24,1	26,2	25,0	26,7	27,4	23,7	22,2	4,4	5,1	7,9	6,3	4,3	5,2	5,8	6,9	4,2	4,8
Zysk na sprzedaży	**22,0**	**-2,4**	**8,1**	**8,6**	**21,7**	**2,2**	**-5,0**	**-17,3**	**-4,9**	**-3,1**	**0,7**	**2,2**	**-6,0**	**-5,2**	**0,2**	**-6,3**	**-5,6**	**-3,9**
Saldo PPO/PKO	0,3	-56,1	-2,2	-1,0	-1,8	-19,8	-12,1	2,0	0,0	-11,6	-0,1	-0,4	2,3	-1,1	0,6	0,2	0,1	0,1
EBITDA	**27,2**	**-54,3**	**9,6**	**11,1**	**23,1**	**-14,4**	**-14,0**	**-13,3**	**-4,0**	**-13,9**	**1,4**	**2,6**	**-3,3**	**-5,7**	**1,3**	**-5,6**	**-5,0**	**-3,3**
EBIT	**22,3**	**-58,5**	**5,9**	**7,6**	**19,9**	**-17,5**	**-17,1**	**-15,3**	**-4,9**	**-14,7**	**0,6**	**1,8**	**-3,8**	**-6,2**	**0,8**	**-6,1**	**-5,5**	**-3,9**
Saldo finansowe	-0,6	-1,2	-1,1	-1,6	-9,1	-17,9	-5,2	3,5	-1,0	-1,0	-1,7	-1,6	0,0	6,6	-1,5	-1,7	-0,7	-0,5
Zysk brutto	21,8	-59,7	4,8	6,0	10,8	-35,4	-22,4	-11,8	-3,8	0,4	-0,7	-7,7	-6,2	-4,4	-1,4	-2,6	-4,3	-4,2
Zysk netto	**17,6**	**-55,6**	**3,0**	**4,8**	**8,3**	**-39,0**	**-22,8**	**-12,1**	**-4,9**	**-16,9**	**-1,0**	**0,1**	**-3,9**	**0,3**	**-0,7**	**-7,7**	**-6,4**	**-4,3**
CFO	40,5	18,8	12,0	8,0	5,0	19,3	4,1	-16,5	-3,0	-16,3	-17,2	40,5	-33,8	-18,3	-4,6	40,2	-17,8	-15,2
Dług netto	33,5	30,4	6,1	1,5	8,0	4,0	-26,6	3,3	b.d.	b.d.	b.d.	-26,6	b.d.	b.d.	b.d.	3,3	b.d.	b.d.
Marża zysku brutto ze sprzedaży	**16,5%**	**10,1%**	**15,8%**	**12,4%**	**14,6%**	**11,7%**	**9,8%**	**3,8%**	**-1,6%**	**7,9%**	**13,1%**	**11,8%**	**-18,6%**	**0,1%**	**11,1%**	**1,2%**	**-9,0%**	**4,6%**
S&GA/przychody	8,5%	11,2%	12,1%	9,2%	8,1%	10,8%	12,4%	17,1%	16,3%	20,1%	12,0%	8,7%	45,2%	38,6%	10,7%	13,1%	27,5%	24,3%
Marża EBITDA	**9,8%**	**-25,2%**	**4,4%**	**4,1%**	**7,0%**	**-5,7%**	**-7,4%**	**-10,2%**	**-14,8%**	**-55,1%**	**2,1%**	**3,6%**	**-35,0%**	**-42,4%**	**2,4%**	**-10,5%**	**-32,5%**	**-16,6%**
Marża EBIT	8,0%	-27,1%	2,7%	2,8%	6,0%	-6,9%	-9,0%	-11,8%	-17,8%	-58,2%	0,9%	2,5%	-40,0%	-46,5%	1,5%	-11,4%	-35,7%	-19,4%
Marża netto	**6,3%**	**-25,8%**	**1,4%**	**1,8%**	**2,5%**	**-15,5%**	**-12,0%**	**-9,3%**	**-18,0%**	**-66,9%**	**-1,5%**	**0,1%**	**-41,8%**	**2,1%**	**-1,3%**	**-14,6%**	**-41,9%**	**-21,7%**

Źródło: DM BDM S.A., spółka

STALMECH

Przedsiębiorstwo Stalmech posiada halę produkcyjną o pow. 35 tys m2 (wyposażona m.in. w 60 robotów, 7 laserów oraz inne urządzenia spawalnicze czy obróbcze) i magazynową na 10 tys m2. Stalmech w 2022 roku miał ok. 160 mln PLN przychodów i zatrudniał ok. 100-120 osób. Głównym przedmiotem działalności podmiotu (link) była produkcja metalowych pojemników (wyposażenie logistyczne linii produkcyjnych) oraz kontenerów (magazynowych oraz socjalnych/biurowych).

Ze względu na brak możliwości obsługi zadłużenia inwestycyjnego, w lutym 2024 roku złożono wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego Stalmechu (postępowanie jest w toku). W tym samym czasie MS Zabrze zawarł warunkową umowę kupna przedsiębiorstwa – umowa została rozwiązana wraz z zawarciem umowy dzierżawy aktywów z syndykiem w 2026 roku.

Z myślą o wykorzystaniu aktywów Stalmechu (głownie w kierunku produkcji/prefabrykacji kontenerów magazynowych i socjalnych oraz pojemników transportowych) w 4Q'24 MS Zabrze dokapitalizował kwotą 10 mln PLN swoją spółkę zależną ModQ Solutions (wcześniej funkcjonowała jako MZ Stalmech i MZ Stal), która zlecała do Stalmechu zlecenia podwykonawcze a obecnie realnie operuje na jego majątku (na mocy umowy dzierżawy). Spółka ma docelowo przejąć przedsiębiorstwo Stalmech, jeśli dojdzie do zatwierdzenia układu.

Umowa dzierżawy została zawarta na czas nieoznaczony i uwzględnia prawo pierwokupu Stalmechu lub jego zorganizowanej części przez ModQ. Z tytułu realizacji umowy dzierżawy MS Zabrze zobowiązany jest do zapłaty miesięcznego czynszu dzierżawnego (biorąc pod uwagę standardową amortyzację dla skali majątku Stalemechu, szacujemy, że jest to kilkaset tys PLN/mc).

Pojemniki magazynowe

Źródło: DM BDM S.A., ModQ

Kontener socjalny

Źródło: DM BDM S.A., ModQ

Kontenery magazynowe

Źródło: DM BDM S.A., ModQ

Przykładowy budynek modułowy złożony z kontenerów

Źródło: DM BDM S.A., ModQ

WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki za 2Q'2026 [mln PLN]

	2Q'25	2Q'26	zmiana r/r	2Q'26W	odchyl.	2Q'26P BDM	odchyl.	1H'25	1H'26	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	266,3	318,0	19,4%	318,0	0,0%	318,2	-0,1%	505,3	634,0	25,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	29,4	34,7	17,9%	---	---	34,7	-0,1%	59,9	67,8	13,1%
Zysk na sprzedaży	5,4	9,4	74,5%	---	---	10,0	-5,4%	13,0	18,6	42,9%
Saldo PPO/PKO	4,2	-0,9	---	---	---	0,0	---	8,2	-0,5	---
EBITDA	15,3	14,4	-5,6%	---	---	15,7	-8,3%	32,0	29,6	-7,6%
EBIT	9,6	8,5	-11,6%	---	---	10,0	-14,6%	21,2	18,1	-14,8%
Zysk brutto	16,9	8,0	-52,4%	8,0	0,2%	9,4	-14,3%	29,9	23,5	-21,3%
Zysk netto	11,4	5,6	-50,9%	5,6	0,0%	6,6	-14,5%	19,7	13,9	-29,7%
Zysk netto dla akcj.jedn. dom.	9,3	7,6	-18,4%	---	---	7,9	-4,0%	18,5	18,7	0,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	11,1%	10,9%		---		10,9%		11,9%	10,7%	
Marża EBITDA	5,7%	4,5%		---		4,9%		6,3%	4,7%	
Marża EBIT	3,6%	2,7%		---		3,1%		4,2%	2,9%	
Marża zysku netto	3,5%	2,4%		---		2,5%		3,7%	2,9%	

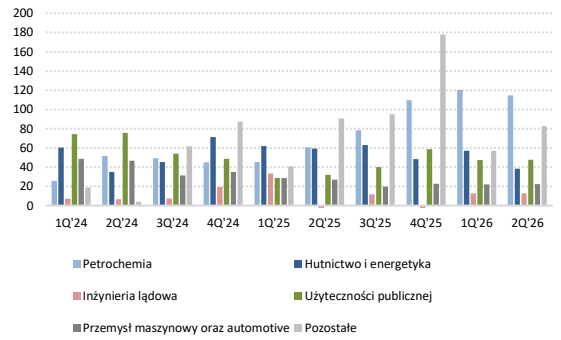
Źródło: BDM S.A., spółka

- Wyniki 2Q'26 (poza przychodami) były nieco słabsze niż nasze prognozy. In plus warto wyróżnić kolejny dobry wynik w segmencie Budownictwa Ogólnego (10% marży). Z kolei w Realizacjach Przemysłowych marża relatywnie niska (ale wyższa niż 1Q'26 i nadal na dobrym poziomie >6%). Bardzo słabe wyniki miały nadal segment Działalność Chemiczna (-4,6 mln PLN EBIT) oraz Produkcji Mechanicznej (-5,3 mln PLN).
- Przychody w 2Q'26 wyraźnie wzrosły r/r i wyniosły 318 mln PLN (+19% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami).
- Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 10,9%, spodziewaliśmy się dokładnie 10,9%. Wzrost r/r odnotowały koszty sprzedaży, przy podobnych r/r kosztach zarządu.
- EBIT został obciążony przez -0,9 mln PLN ujemnego salda pozostałej działalności operacyjnej (rok temu wsparty przez +4,2 mln PLN, głównie na rozwiązaniu rezerw na spór Polwaxu z Orlenem). Lekko ujemne było także saldo finansowe (rok temu mocno wsparte przez „pozostałe odsetki" w kwocie 7,1 mln PLN – także wpływ ugody Polwaxu).
- Na poziomie EBIT w 2Q'26 spółka wygenerowała 8,5 mln PLN (vs 9,6 mln PLN rok temu).
- Na linii wyniku netto spółka w 2Q'26 osiągnęła 7,6 mln PLN (zakładaliśmy 7,9 mln PLN).
- Rentowność w Realizacjach Przemysłowych była minimalnie wyższa niż w 1Q'26 i nieco słabsza r/r. Spadek rentowności odnotowano w segmencie Budownictwa Ogólnego vs 1Q'26, ale był to nadal bardzo dobry poziom >10% EBIT. Kolejną stratę EBIT (-5,6 mln PLN, dziewiąty kwartał z rzędu) zanotował segment Produkcji Mechanicznej. Segment chemiczny (Polwax) dołożył -4,6 mln PLN straty EBIT do wyników skonsolidowanych.
- Gotówka netto (z uwzględnieniem obligacji) wyniosła 127 mln PLN. Podobnie jak w 1Q'26 było to słabszy kwartał dla CF operacyjnego (-28 mln PLN, z czego za ponad połowę odpowiada sezonowy odpływ gotówki w Polwaxie). W 2H'26 zakładamy poprawę (m.in. mogą pojawić się zaliczki z nowych dużych kontraktów).

List prezesa do akcjonariuszy

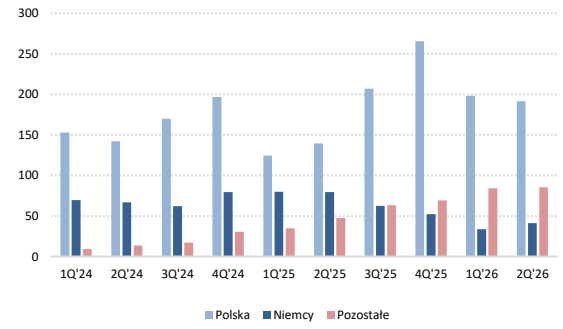
- W liście do akcjonariuszy prezes spółki podkreślił, że spodziewa się, że kolejne kwartały będą „znacząc mocniejsze" niż 1Q'26 i 2Q'26, co ma być m.in. pochodną dużego portfela zleceń.
- Spółka jest zadowolona z bardzo dobrych wyników Budownictwa Ogólnego. Segment wchodzi na rynki zagraniczne. W ramach Realizacji Przemysłowych największe przerobu w 1H'26 dotyczyły kontraktów w Holandii oraz zlecenia dla Ionway Poland.
- Spółka kontynuuje działania transformacyjne w obszarze produkcyjnym (Polwax + Produkcja Mechaniczna)
- Polwax. Spółka nadal ponosi straty. Rozwijana jest sprzedaż w ramach segmentu przemysłowego oraz eksport. Zakończono proces wygaszania produkcji dla przemysłu w Czechowicach (koncentracja na Jaśle, w Czechowicach pozostała produkcja zniczy). Tegoroczny sezon zniczowy będzie słabszy niż rok temu. Spółka prowadzi rozmowy dotyczące alternatywnego wykorzystania infrastruktury projektu Future.
- Produkcja Mechaniczna. „Sytuacja pozostaje wyzwaniem, ale z każdym kwartałem poprawia się". Pojawiają się pierwsze efekty prowadzonej transformacji segmentu. Od 2Q'26 rozpoczęła się dzierżawa aktywów Stalmechu (od 2024 MSZ uczestniczy w procesie sanacji, dotychczas Stalmech świadczył usługi podwykonawstwa dla ModQ, czyli obszaru produkcji modułów stalowych, która jest od kilku kwartałów rozwijana w ramach grupy MSZ).

Struktura branżowa przychodów [mln PLN]



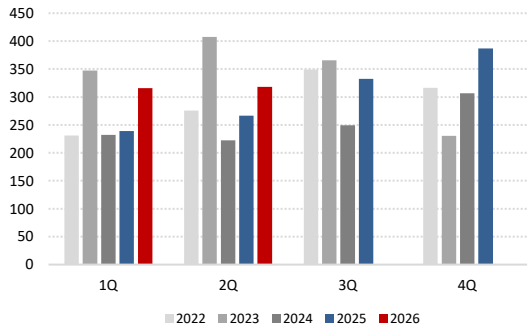
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura geograficzna przychodów [mln PLN]



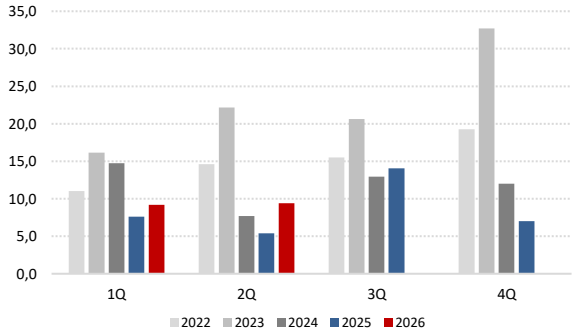
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



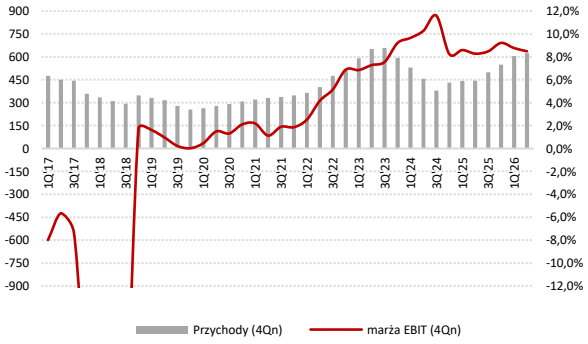
Źródło: BDM S.A., spółka

EBIT skoryg* wg kwartałów [mln PLN]



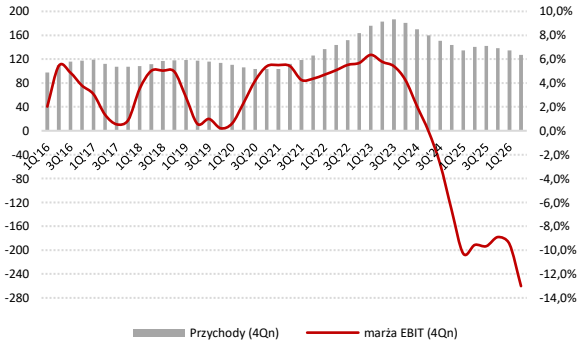
*Źródło: BDM S.A., spółka, *zysk na sprzedaży*

Marża EBIT w segmencie realizacji przemysłowych



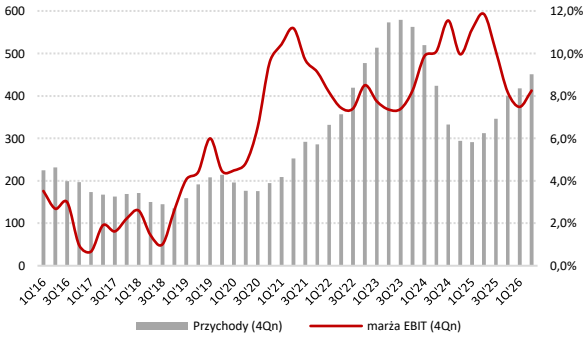
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie konstrukcji maszynowych



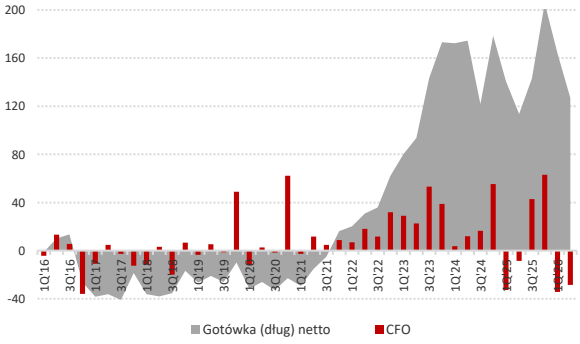
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Marża EBIT w segmencie budownictwa ogólnego



Źródło: DM BDM S.A., spółka

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



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki i prognozy skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	1Q'25	2Q'25	3Q'25	4Q'25	1Q'26	2Q'26	3Q'26P	4Q'26P
Przychody	**347,6**	**407,3**	**365,9**	**230,5**	**231,9**	**222,5**	**249,3**	**306,6**	**239,0**	**266,3**	**332,5**	**386,7**	**316,0**	**318,0**	**350,1**	**415,6**
Realizacje przemysłowe	165,1	186,8	167,2	73,5	102,5	113,8	89,4	126,5	111,5	117,4	143,4	176,3	167,4	136,7	160,0	225,0
Produkcja mechaniczna	52,4	47,1	41,3	39,8	41,8	36,6	32,6	32,9	32,6	42,5	33,9	29,1	29,4	34,8	28,0	30,0
Ogólne	128,7	166,1	155,8	111,9	86,0	70,2	64,6	73,2	83,3	90,9	99,0	126,3	101,7	124,1	120,0	120,0
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	60,7	72,0	9,5	13,4	54,0	53,0	15,3	20,3	40,1	38,6
Inne	1,5	7,4	1,7	5,3	1,6	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0
Zysk brutto	29,7	35,4	37,8	52,3	31,5	27,0	36,5	41,1	30,5	29,4	38,1	37,3	33,1	34,7	38,3	48,0
SG&A	13,6	13,3	17,1	19,5	16,8	19,3	23,6	29,1	22,9	24,0	24,0	30,3	23,9	25,3	24,8	31,2
Zysk na sprzedaży	**16,2**	**22,2**	**20,6**	**32,7**	**14,7**	**7,7**	**12,9**	**12,0**	**7,6**	**5,4**	**14,1**	**7,0**	**9,2**	**9,4**	**13,5**	**16,8**
EBITDA	**19,8**	**25,7**	**24,2**	**39,8**	**18,8**	**11,5**	**46,2**	**22,2**	**16,8**	**15,3**	**19,6**	**17,0**	**15,2**	**14,4**	**19,3**	**22,6**
EBIT	**16,4**	**21,0**	**20,3**	**35,4**	**14,7**	**7,5**	**41,1**	**16,6**	**11,6**	**9,6**	**14,5**	**9,8**	**9,6**	**8,5**	**13,5**	**16,8**
Realizacje przemysłowe	8,8	14,2	12,2	19,4	5,4	10,0	9,2	11,0	7,7	8,9	14,6	19,3	10,1	8,8	10,0	14,1
Produkcja mechaniczna	4,3	1,6	1,3	0,5	0,1	-1,9	-2,8	-4,9	-4,2	-1,5	-3,1	-3,5	-4,6	-5,3	-5,5	-4,5
Ogólne	6,0	10,8	12,1	17,5	10,9	2,3	7,7	8,4	14,1	6,9	5,7	6,0	12,7	12,8	11,4	10,8
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	5,7	-2,9	-1,9	0,2	-8,8	-5,9	-4,6	0,1	-1,1
Inne	-3,1	-5,6	-5,2	-1,9	-2,3	-2,9	-3,0	-4,0	-3,4	-3,1	-3,1	-3,6	-3,1	-3,1	-2,5	-2,5
Zysk brutto	16,4	27,4	20,9	35,9	16,4	9,3	39,9	13,3	13,0	16,9	13,9	6,7	15,5	8,0	12,8	16,4
Zysk netto	**11,2**	**21,3**	**14,4**	**27,3**	**12,1**	**6,7**	**34,2**	**8,8**	**9,2**	**9,3**	**10,6**	**8,9**	**11,1**	**7,6**	**9,2**	**12,3**
CFO	28,9	22,5	53,2	38,7	3,7	11,9	16,6	55,4	-32,8	-8,6	42,8	63,1	-34,3	-28,4	25,0	58,6
Dług netto	**-80,2**	**-93,7**	**-143,4**	**-173,1**	**-172,4**	**-174,5**	**-121,8**	**-178,4**	**-140,6**	**-113,7**	**-143,1**	**-205,6**	**-163,9**	**-126,9**	**-129,0**	**-159,7**
Marża brutto	8,5%	8,7%	10,3%	22,7%	13,6%	12,1%	14,6%	13,4%	12,8%	11,1%	11,5%	9,6%	10,5%	10,9%	10,9%	11,5%
SG&A/przychody	3,9%	3,3%	4,7%	8,5%	7,2%	8,7%	9,4%	9,5%	9,6%	9,0%	7,2%	7,8%	7,6%	8,0%	7,1%	7,5%
Marża EBITDA	**5,7%**	**6,3%**	**6,6%**	**17,3%**	**8,1%**	**5,2%**	**18,5%**	**7,2%**	**7,0%**	**5,7%**	**5,9%**	**4,4%**	**4,8%**	**4,5%**	**5,5%**	**5,4%**
Marża EBIT	**4,7%**	**5,2%**	**5,5%**	**15,4%**	**6,3%**	**3,4%**	**16,5%**	**5,4%**	**4,9%**	**3,6%**	**4,3%**	**2,5%**	**3,0%**	**2,7%**	**3,9%**	**4,0%**
Realizacje przemysłowe	5,3%	7,6%	7,3%	26,4%	5,3%	8,8%	10,3%	8,7%	6,9%	7,6%	10,2%	11,0%	6,1%	6,5%	6,3%	6,3%
Produkcja mechaniczna	8,2%	3,5%	3,1%	1,2%	0,3%	-5,3%	-8,7%	-15,0%	-12,7%	-3,6%	-9,2%	-12,1%	-15,8%	-15,2%	-19,6%	-15,0%
Ogólne	4,7%	6,5%	7,7%	15,6%	12,7%	3,3%	11,9%	11,4%	16,9%	7,5%	5,8%	4,8%	12,5%	10,3%	9,5%	9,0%
Produkcja chemiczna	---	---	---	---	---	---	3,8%	7,9%	-30,4%	-14,4%	0,3%	-16,6%	-38,7%	-22,5%	0,3%	-2,9%
Inne	-207%	-76%	-307%	-36%	-142%	-151%	-152%	-200%	-166%	-144%	-141%	-167%	-139%	-141%	-125%	-125%
Marża zysku netto	3,2%	5,2%	3,9%	11,8%	5,2%	3,0%	13,7%	2,9%	3,8%	3,5%	3,2%	2,3%	3,5%	2,4%	2,6%	3,0%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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

	2025 poprzednio	2025 realizacja	odchylenie	2026 poprzednio	2026 aktualnie	zmiana	2027 poprzednio	2027 aktualnie	zmiana
Przychody	1 282,9	1 224,5	-4,6%	1 433,1	1 399,6	-2,3%	1 423,3	1 587,3	11,5%
EBITDA	75,5	68,6	-9,1%	85,0	71,5	-15,9%	86,1	92,6	7,6%
EBIT	53,3	45,5	-14,7%	63,0	48,3	-23,3%	64,3	68,5	6,6%
Zysk (strata) netto	41,2	38,1	-7,6%	45,5	40,2	-11,6%	45,7	49,2	7,6%
Dług (gotówka) netto	-158,8	-205,6	29,5%	-159,1	-159,7	0,4%	-160,8	-168,8	5,0%
Marża EBITDA	5,9%	5,6%		5,9%	5,1%		6,0%	5,8%	
Marża EBIT	4,2%	3,7%		4,4%	3,5%		4,5%	4,3%	
Marża zysku netto	3,2%	3,1%		3,2%	2,9%		3,2%	3,1%	

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, *poprzednia rekomendacja z 13.10.2025*

- Obecnie wiele kontraktów w segmencie przemysłowym w portfelu jest dopiero w początkowej fazie realizacji, co skutkuje ostrożnym podejściem do budżetowania marż. Natomiast relatywne wysoki marże wykazuje Budownictwo Ogólne, gdzie spółka jest na finalnym okresie kilku większych zleceń. Słaby okres ma nadal obszar produkcyjny i nie należy oczekiwać tu wyraźniejszej poprawy szybciej niż w połowie 2027 roku. Zakładamy także, że kolejne kwartały będą poświęcony na dalsze porządkowanie biznesu w Polwaxie (m.in. opcja sprzedaży nadmiarowych aktywów czy powrót do nisz rynkowych, które w ostatnich latach zostały przez spółkę odpuszczone).
- Portfel MS Zabrze odbudował się od przełomu 2024/25 z niskich poziomów notowanych w latach 2023-24 roku, co zaczęło się przekładać na wyraźny wzrost przychodów r/r w ostatnich kilku kwartałach (zakładamy utrzymanie tego trendu co najmniej do końca 2027 roku). W stosunku do poprzedniego modelu podnieśliśmy nasze założenia na 2027 rok biorąc pod uwagę m.in. pozyskany duży kontrakt dla CSG.
- Podkreślamy, że spółka posiada ekspozycję na kilka obszarów (dekarbonizacja hutnictwa, przemysłowe instalacje wodorowe, spalarnie śmieci, przemysł EV, Data Centers) wyróżniających ją na tle innych podmiotów z branży na GPW. Wskazujemy, że spółka ma długoterminowe relacje z klientami (jak np. BASF, Mittal), którzy mogą być źródłem kolejnych nowych zleceń.
- Spółka komunikuje, że stara się ostrożnie podchodzić do ofertowania na nadal trudnym rynku, Zwracamy także uwagę, że spółka w ostatnich latach ma raczej tendencję do konserwatywnego podchodzenia do marż na początku realizacji zleceń (które przeważają obecnie w portfelu).

- W 2026 roku zakładamy, że spółka wypracuje ok 1,40 mld PLN skonsolidowanych przychodów (+14% r/r; minimalna korekta w dół vs poprzedni model wynika z niższych założeń w obszarze produkcyjnym). W 2027 roku estymujemy ok 13% wzrost. W kolejnych latach przyjmujemy raczej konserwatywne podejście i zakładamy roczny wzrost przychodów na poziomie niskich kilku procent. W 2030 roku zakładamy ok. 1,7 mld PLN przychodów.
- MS Zabrze od kilku lat sygnalizuje, że chce skupiać się na rentowności a nie maksymalizacji przychodów. W latach 2021-25 średnia skoryg. marża EBIT wynosiła 4,8% (2,8% w 2025 roku). W bieżącym roku zakładamy, że marża wzrośnie do ok. 3,6%, co wynika z i) rozpoznania wyższych marż w segmencie Budownictwa Ogólnego, ii) mniejszej straty w Polwaxie (rok temu bardzo słaby 4Q'25). W długim terminie zakładamy marżę EBIT grupy na poziomie 4,3%.
- W modelu nie uwzględniamy ewentualnej akwizycji Stalmechu. CAPEX w długim terminie zakładamy na poziomie amortyzacji. W modelu nie zakładamy ewentualnej sprzedaży aktywów przez Polwax.
- MS Zabrze miał bardzo dobrą pozycję gotówkową na koniec 2025 roku (+206 mln PLN). W 1H'26 była ona sezonowo pod pewną presją (m.in. zakup surowca w Polwaxie przed sezonem, skupy akcji). W 2H'25 powinna się istotnie poprawić biorąc pod uwagę sezonowość w Polwaxie oraz wpływ zaliczek na nowych kontraktach (z drugiej strony część nadwyżki skonsumuje kolejny skup akcji). Na koniec 2026 roku zakładamy gotówkę netto na poziomie 160 mln PLN. Zakładamy, że w kolejnych latach spółka będzie dzielić się gotówką z akcjonariuszami (75% skonsolidowanego zysku netto za 2026 rok oraz 100% za kolejne lata).

Prognozy w ujęciu rocznym [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody ze sprzedaży	**770,1**	**1 172,3**	**1 351,4**	**1 010,3**	**1 224,5**	**1 399,6**	**1 587,3**	**1 596,8**	**1 654,1**	**1 701,6**	**1 740,7**	**1 772,8**	**1 799,0**	**1 820,3**	**1 837,5**
Realizacje przemysłowe	347,9	521,8	592,5	432,2	548,5	689,1	865,0	865,0	899,6	928,4	952,2	971,7	987,6	1 000,5	1 011,0
Produkcja mechaniczna	126,1	163,6	180,5	144,0	138,1	122,2	125,8	128,8	131,3	133,3	135,0	136,3	137,4	138,2	138,9
Ogólne	286,1	477,4	562,5	293,9	399,5	465,7	460,0	460,0	474,7	486,9	496,8	505,0	511,6	517,0	521,3
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	132,7	129,9	114,3	128,4	134,9	140,3	144,7	148,4	151,5	154,0	156,0	157,6
Inne	9,9	9,0	15,9	7,5	8,5	8,4	8,0	8,1	8,2	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7
Zysk brutto ze sprzedaży	77,3	112,5	155,1	136,1	135,3	154,1	177,0	181,4	185,5	187,4	192,1	195,3	197,8	199,7	201,1
SG&A	47,0	52,1	63,5	88,8	101,2	105,2	108,5	108,7	112,2	115,0	117,2	118,9	120,2	121,2	121,9
Zysk na sprzedaży	**30,4**	**60,4**	**91,6**	**47,4**	**34,1**	**48,9**	**68,5**	**72,6**	**73,3**	**72,4**	**74,9**	**76,4**	**77,6**	**78,5**	**79,2**
EBITDA	**44,5**	**71,0**	**109,5**	**98,7**	**68,6**	**71,5**	**92,6**	**96,6**	**97,3**	**96,3**	**98,8**	**100,3**	**101,5**	**102,4**	**103,2**
EBIT	**32,1**	**58,3**	**93,0**	**79,8**	**45,5**	**48,3**	**68,5**	**72,6**	**73,3**	**72,4**	**74,9**	**76,4**	**77,6**	**78,5**	**79,2**
Realizacje przemysłowe	6,5	35,9	54,6	35,6	50,5	43,1	65,7	60,6	58,5	55,7	57,1	58,3	59,3	60,0	60,7
Produkcja mechaniczna	5,5	9,3	7,7	-9,6	-12,3	-19,9	-7,0	0,0	2,6	4,0	4,7	4,8	4,8	4,8	4,9
Ogólne	26,1	40,6	46,4	29,3	32,6	47,7	25,2	24,1	23,6	24,2	24,7	25,1	25,5	25,7	26,0
Produkcja chemiczna	0,0	0,0	0,0	8,0	-13,5	-11,5	-5,4	-1,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4
Inne	-5,8	-27,4	-15,8	-12,2	-13,2	-11,2	-10,0	-10,1	-10,2	-10,3	-10,4	-10,5	-10,6	-10,7	-10,8
Zysk brutto	23,1	55,6	100,6	78,9	50,5	52,8	66,5	71,4	71,8	70,8	73,4	75,0	76,3	77,3	78,0
Zysk netto	**14,7**	**32,0**	**74,2**	**61,8**	**38,1**	**40,2**	**49,2**	**50,0**	**50,1**	**49,4**	**51,1**	**52,3**	**53,2**	**53,9**	**54,4**
CFO	22,4	68,8	143,3	87,6	64,5	20,9	56,7	58,8	68,5	67,7	69,4	70,4	71,1	71,7	72,2
Dług netto	**-16,3**	**-62,2**	**-173,1**	**-178,4**	**-205,6**	**-159,7**	**-168,8**	**-159,8**	**-159,7**	**-159,0**	**-160,8**	**-162,1**	**-163,1**	**-164,1**	**-164,9**
Marża brutto ze sprzedaży	10,0%	9,6%	11,5%	13,5%	11,1%	11,0%	11,2%	11,4%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,9%
SG&A/przychody	6,1%	4,4%	4,7%	8,8%	8,3%	7,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%
Marża EBITDA	**5,8%**	**6,1%**	**8,1%**	**9,8%**	**5,6%**	**5,1%**	**5,8%**	**6,0%**	**5,9%**	**5,7%**	**5,7%**	**5,7%**	**5,6%**	**5,6%**	**5,6%**
Marża EBIT	**4,2%**	**5,0%**	**6,9%**	**7,9%**	**3,7%**	**3,5%**	**4,3%**	**4,5%**	**4,4%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**
Realizacje przemysłowe	1,9%	6,9%	9,2%	8,2%	9,2%	6,2%	7,6%	7,0%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Produkcja mechaniczna	4,4%	5,7%	4,2%	-6,7%	-8,9%	-16,3%	-5,6%	0,0%	2,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Ogólne	9,1%	8,5%	8,3%	10,0%	8,2%	10,2%	5,5%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Produkcja chemiczna	---	---	---	6,0%	-10,4%	-10,0%	-4,2%	-1,4%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Inne	-58%	-305%	-99%	-162%	-154%	-133%	-125%	-125%	-125%	-125%	-125%	-125%	-125%	-125%	-125%
Marża zysku netto	1,9%	2,7%	5,5%	6,1%	3,1%	2,9%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Aktywa trwałe	**397**	**428**	**424**	**423**	**423**	**422**	**422**	**422**	**422**	**421**	**421**	**421**
Wartości niematerialne i prawne	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Rzeczowe aktywa trwałe	213	209	206	205	205	204	204	204	203	203	203	203
Nieruchomości inwestycyjne	39	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41
Obligacje	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Pozostałe aktywa trwałe	52	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84
Aktywa obrotowe	**473**	**614**	**570**	**633**	**625**	**638**	**647**	**656**	**662**	**666**	**671**	**677**
Zapasy	65	83	85	96	98	102	105	108	110	111	113	114
Należności krótkoterminowe	261	338	341	387	389	403	415	424	432	439	444	448
Inwestycje krótkoterminowe	139	183	133	137	124	119	113	109	105	101	99	100
- w tym obligacje	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
- w tym środki pieniężne	135	178	128	132	119	114	108	104	100	96	94	95
Pozostałe aktywa obrotowe	8	10	12	13	13	14	14	14	15	15	15	15
Aktywa razem	**870**	**1 041**	**995**	**1 056**	**1 047**	**1 061**	**1 069**	**1 078**	**1 083**	**1 087**	**1 092**	**1 098**
Kapitał (fundusz) własny	**312**	**350**	**338**	**357**	**357**	**357**	**357**	**358**	**360**	**361**	**361**	**362**
Kapitał mniejszości	**63**	**58**	**52**	**50**	**50**	**50**	**50**	**50**	**50**	**51**	**51**	**51**
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	**495**	**634**	**605**	**650**	**640**	**653**	**662**	**669**	**673**	**676**	**680**	**685**
Rezerwy na zobowiązania	123	113	105	98	89	89	89	89	89	89	89	89
Zobowiązania długoterminowe	23	33	30	27	24	21	18	14	14	14	14	14
- w tym zobowiązania oprocentowane	23	19	16	13	10	7	3	-1	-1	-1	-1	-1
Zobowiązania krótkoterminowe	335	471	451	504	505	521	533	543	547	549	553	558
- w tym zobowiązania oprocentowane	24	43	41	40	38	37	35	34	28	23	20	20
Pasywa razem	**870**	**1 041**	**995**	**1 056**	**1 047**	**1 061**	**1 069**	**1 078**	**1 083**	**1 087**	**1 092**	**1 098**

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody netto ze sprzedaży	1 010	1 224	1 400	1 587	1 597	1 654	1 702	1 741	1 773	1 799	1 820	1 838
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	136	135	154	177	181	185	187	192	195	198	200	201
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	89	101	105	108	109	112	115	117	119	120	121	122
Zysk (strata) na sprzedaży	47	34	49	69	73	73	72	75	76	78	79	79
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	32	11	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	99	69	71	93	97	97	96	99	100	101	102	103
EBIT	80	45	48	69	73	73	72	75	76	78	79	79
Saldo działalności finansowej	-1	5	4	-2	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Zysk (strata) brutto	79	50	53	67	71	72	71	73	75	76	77	78
Zysk (strata) netto mniejszości	3	-4	-6	-3	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto**	62	38	40	49	50	50	49	51	52	53	54	54

**dla akcjonariuszy jedn. dominującej

CF [mln PLN]	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przepływy z działalności operacyjnej	88	65	21	57	59	68	68	69	70	71	72	72
Przepływy z działalności inwestycyjnej	5	-10	-10	-14	-15	-15	-16	-16	-16	-16	-16	-16
Przepływy z działalności finansowej	-74	-12	-61	-39	-57	-58	-58	-57	-59	-59	-57	-55
Przepływy pieniężne netto	19	43	-50	5	-13	-5	-6	-3	-4	-4	-2	1
Środki pieniężne na początek okresu	117	135	178	128	132	119	114	108	104	100	96	94
Środki pieniężne na koniec okresu	135	178	128	132	119	114	108	104	100	96	94	95

Wskaźniki	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P
Przychody zmiana r/r	-25%	21%	14%	13%	1%	4%	3%	2%	2%	1%	1%	1%
EBITDA zmiana r/r	-10%	-31%	4%	30%	4%	1%	-1%	3%	2%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-17%	-38%	6%	22%	2%	0%	-1%	4%	2%	2%	1%	1%
Marża brutto na sprzedaży	13,5%	11,1%	11,0%	11,2%	11,4%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	10,9%
Marża EBITDA	9,8%	5,6%	5,1%	5,8%	6,0%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża EBIT	7,9%	3,7%	3,5%	4,3%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Marża netto	6,1%	3,1%	2,9%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%
SG&A / przychody	8,8%	8,3%	7,5%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,6%
ROE	19,8%	10,9%	11,9%	13,8%	14,0%	14,0%	13,8%	14,3%	14,5%	14,7%	14,9%	15,0%
ROA	7,1%	3,7%	4,0%	4,7%	4,8%	4,7%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
Dług	47	62	57	53	48	44	38	33	28	22	20	20
D / (D+E)	13,0%	15,0%	14,5%	12,9%	11,9%	10,9%	9,7%	8,5%	7,1%	5,8%	5,2%	5,2%
D / E	14,9%	17,7%	17,0%	14,8%	13,5%	12,3%	10,8%	9,2%	7,7%	6,2%	5,5%	5,5%
Dług / kapitał własny	14,9%	17,7%	17,0%	14,8%	13,5%	12,3%	10,8%	9,2%	7,7%	6,2%	5,5%	5,5%
Dług netto	-178	-206	-160	-169	-160	-160	-159	-161	-162	-163	-164	-165
Dług netto / kapitał własny	-0,57	-0,59	-0,47	-0,47	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45	-0,46
Dług netto / EBITDA	-1,8	-3,0	-2,2	-1,8	-1,7	-1,6	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
EV	284	257	272	263	272	272	273	271	270	269	268	267
Dług / EV	16,4%	24,1%	21,1%	20,1%	17,8%	16,1%	14,1%	12,2%	10,2%	8,3%	7,4%	7,4%
CAPEX / Przychody	1,1%	0,9%	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	59,4%	45,7%	86,5%	93,6%	99,3%	98,8%	98,9%	98,9%	98,9%	99,0%	99,0%	99,0%
Zmiana KO / Przychody	-4,8%	-0,9%	2,3%	0,7%	0,6%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,2%	-4,9%	18,6%	5,7%	106,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
P/E*	7,5	12,2	10,7	8,8	8,6	8,6	8,7	8,4	8,3	8,1	8,0	7,9
P/BV*	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
EV/EBITDA*	2,9	3,7	3,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
EV/EBIT*	3,6	5,7	5,6	3,8	3,7	3,7	3,8	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4
EV/S*	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
DPS	0,62	0,00	1,00	0,47	0,77	0,78	0,78	0,77	0,80	0,82	0,83	0,84
Payout ratio	46,3%	0,0%	137,9%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 6,74 PLN*

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

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

Jakub Zamorski
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 39
e-mail: jakub.zamorski@bdm.pl

Krystian Grzegorczyk
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krystian.grzegorczyk@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Tomasz Grzeszczyk
tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Tomasz Figiel
tel. (022) 62-20-855
e-mail: tomasz.figiel@bdm.pl

Piotr Komorowski
tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	**7,84**	**kupuj**	**7,73**	**14.10.2026**	**15:10 CEST**	**6,74**	**159 224**
kupuj	7,73	kupuj	6,30	13.10.2025	12:00 CEST	6,67	107 632
kupuj	6,30	akumuluj	5,69	14.04.2025	13:20 CEST	5,34	93 372
akumuluj	5,69	kupuj	4,85	02.01.2025	08:10 CEST	5,20	79 577
kupuj	4,85	kupuj	3,69	04.01.2024	09:55 CEST	4,14	77 054
kupuj	3,69	kupuj	2,74	05.06.2023	08:05 CEST	3,20	65 654
kupuj	2,74	kupuj	2,31	08.02.2023	15:10 CEST	2,30	61 186
kupuj	2,31	Wznowienie rekomendacji	---	27.09.2022	10:00 CEST	1,92	49 089
Redukuj	0,88	Redukuj	1,00	15.05.2017	08:40 CEST	0,99	61 595
Redukuj	1,00	Kupuj	1,40	21.04.2017	08:37 CEST	1,18	59 700
Kupuj	1,40	Trzymaj	2,32	05.10.2016	09:10 CEST	1,17	47 901
Trzymaj	2,32	Akumuluj	2,53	28.04.2015		2,39	56 969
Akumuluj	2,53	Akumuluj	2,23	17.09.2014		2,25	55 030
Akumuluj	2,23	-	-	27.05.2014		1,92	52 515

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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'26*:			**, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:**	
	Liczba	**%**	**liczba**	**%**
Kupuj	1	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	50%	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: 2026-10-14

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2026-10-14 (15:10 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2026-10-21 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy" zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A."

Na dzień 2025-10-14:

•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 jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
•BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
•BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
•BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
•Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
•Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych*
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
•Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki MOSTOSTAL ZABRZE
Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.