

# Mostostal Zabrze

**kupuj**

**budowlano - montażowy, maszynowy**

poprzednia rekomendacja: **kupuj**

Cena: 1.56

Cena docelowa: 3.50

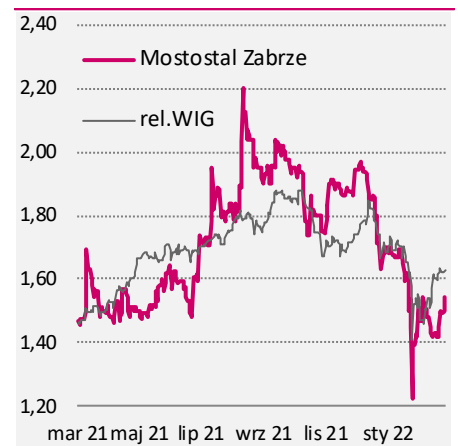
## Podwyższone ryzyko ale z wysokim zyskiem

Mostostal Zabrze funkcjonuje w budownictwie specjalistycznym, montażowym i produkcji przemysłowej, a we wszystkich tych segmentach utrzymuje się dobra koniunktura. Dynamiczny wzrost cen surowców podnosi co prawda ryzyko pogorszenia wyników, ale ostatnie 4 lata jak na razie potwierdzają skuteczność zmiany w funkcjonowaniu. Polegała ona na skoncentrowaniu się na zarządzaniu kontraktami, ze szczególnym uwzględnieniem ograniczania podejmowanego ryzyka.

Wyniki Mostostalu Zabrze za 4 kwartał 2021r były dobre, zwłaszcza w obliczu rosnącej presji kosztowej, co przełożyło się również na taki obraz wyników całorocznych. Największe pozytywne zaskoczenie dotyczyło Segmentu Konstrukcje maszynowe, gdyż spółka uprzedzała o anulacji części zamówień od jednego z głównych klientów, ale okazało się, że inni klienci z nawiązką uzupełnili portfel zamówień. W ujęciu całego 2021r. przychody segmentu wzrosły o 22%. Segment Realizacje przemysłowe i projektowanie odnotował wzrost przychodów o 13%. Segment Budownictwa ogólnego i inżynierskiego zrealizował prace o wartości niższej niż się spodziewaliśmy i w rezultacie całoroczne przychody segmentu wyniosły 286 mln PLN, przy naszej prognozie 305 mln PLN. Oznacza to jednak i tak wzrost o 47,3% r/r. Całoroczny wynik operacyjny wyniósł 32,1 mln PLN, przy naszej prognozie z września 2021r. 28,1 mln PLN. Wysoka zmienność kursów walutowych, przy dużym udziale eksportu oraz polityka zabezpieczania kursów przełożyły się na wyższe koszty finansowe i ostatecznie zysk netto wyniósł 14,7 mln PLN, przy naszej prognozie 18,1 mln PLN.

Spółka w sprawozdaniu rocznym odniosła się do zagrożeń związanych z wojną w Ukrainie. Nie ma ona na Mostostal Zabrze wpływu bezpośredniego, ale należy się spodziewać skutków pośrednich. Najpoważniejszymi są zakłócenia w dostępności stali i wyrobów stalowych, terminowości dostaw, ale też i wzrosty ich cen. Mostostal Zabrze strategicznie stara się ograniczać ekspozycję na ceny stali, ale nie jest możliwe zrealizowanie tego w pełni. Drugim ryzykiem jest możliwy odpływ pracowników ze wschodu zatrudnionych w firmach podwykonawczych, co mogłoby wpłynąć na terminowość prac. Według zarządu w spółce to ostatnie ryzyko jak dotąd się nie zmaterializowało, a podwykonawcy również nie zgłaszają żadnych opóźnień prac z tego powodu.

Za sprawą dwóch dużych kontraktów, spółka ma niemal dwa razy większy portfel zamówień od ubiegłorocznego. Obie wspomniane umowy realizowane będą głównie w trakcie bieżącego roku, przez co znacząco podnieśliśmy prognozę wyników na 2022r. Utrzymanie tak wysokiego poziomu kontraktacji w segmencie budownictwa jest obciążone dużą niepewnością, przez co konserwatywnie założyliśmy spadek przychodów i wyników w kolejnym roku. Podniesienie prognozowanego wyniku w krótkim okresie w niewielkim stopniu wpłynęło na wycenę DCF, ale w nieco większym stopniu podniosło wycenę DCF w wariacie, w którym zakładamy wypłatę 200 mln PLN w 2028r. (Stadion Śląski), a w największym wycenę porównawczą (większe znaczenie bieżących wyników). W efekcie mimo negatywnego wpływu na wycenę wyższych stóp procentowych, ustalona przez nas wartość dla akcjonariuszy spółki Mostostal Zabrze wzrosła do 261 mln PLN, czyli 3,5 PLN na akcję. Jest to wartość ponad dwukrotnie wyższa niż bieżąca cena rynkowa, zatem podtrzymujemy rekomendację kupuj dla walorów spółki.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	2,2 / 1,23		
Liczba akcji (mln)	74,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	115		
EV (mln PLN)	156		
Free float (mln PLN)	71		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Jędrzejewski Krzysztof		
% akcji, % głosów	33,0%, 33,0%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	10,4%	-17,2%	-21,0%
Zmiana rel. WIG	3,1%	-11,5%	-13,6%

**Adam Zajler**

22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2020	616,9	26,4	39,1	16,8	10,2	0,14	0,19	2,3	11,4	0,7	0,2%	6,0	4,0	5,9%
2021	770,1	32,1	44,5	23,1	14,7	0,20	0,27	2,6	7,9	0,6	0,2%	4,9	3,5	7,7%
2022	1139,9	47,5	59,3	42,2	34,2	0,46	0,55	3,0	3,4	0,5	0,0%	3,3	2,7	15,2%
2023	841,9	34,4	45,3	29,0	23,5	0,32	0,42	3,3	4,9	0,5	0,0%	4,6	3,5	9,5%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln PLN

## Wycena

Wycenę spółki Mostostal Zabrze przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) w dwóch wariantach oraz metodę porównawczą względem spółek działających w obszarze budowlanym z przesunięciem w kierunku robót specjalistycznych i inżynierskich. W wariantcie DCF, w którym spółka nie będzie wypłacała odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 301 mln PLN, czyli 4,1 PLN na akcję, w wariantcie z wypłatą 214 mln PLN, czyli 2,9 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 265 mln PLN, czyli 3,6 PLN na akcję. Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, przy czym warianty DCF mają po 25%, uzyskując ogólną wycenę spółki na poziomie 265 mln PLN, czyli 3,6 PLN na akcję.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga wyceny
Wycena DCF	301	4,1	25%
Wycena DCF z wypłatą za Stadion Śląski	214	2,9	25%
Wycena porównawcza	265	3,6	50%
<b>Wycena spółki Mostostal Zabrze</b>	<b>261</b>	<b>3,5</b>	

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena porównawcza

### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
STRABAG SE-BR	STR	AUSTRIA	4 194	7,4	8,4	9,7	1,1	2,5	2,8
VINCI SA	DG	FRANCE	59 999	36,5	21,4	14,2	11,9	10,4	8,3
NCC AB-B SHS	NCC	SWEDEN	1 553	12,8	10,3	9,3	6,6	5,3	5,0
EIFFAGE	FGR	FRANCE	9 950	20,6	12,5	10,6	8,1	6,8	6,2
PEAB AB-CLASS B	PEA	SWEDEN	2 973	8,3	12,7	11,5	6,8	9,9	8,9
HEIJMANS N.V.-CVA	HEI	NETHERLANDS	386	5,0	7,1	6,3	1,9	2,7	2,6
BOUYGUES SA	EN	FRANCE	13 807	18,4	12,0	11,9	5,4	4,6	4,3
VEIDEKKE ASA	VEI	NORWAY	1 984	17,8	17,8	15,9	6,0	6,1	5,7
ACS ACTIVIDADES CONS Y SER\	ACS	SPAIN	7 952	7,0	10,5	13,1	5,0	3,9	3,5
BUDIMEX	BDX	POLAND	1 275	17,1	5,9	14,7	7,7	4,0	4,4
MOTA ENGIL SGPS SA	EGL	PORTUGAL	447	0,0	18,9	12,6	6,7	6,0	5,4
SACYR SA	SCY	SPAIN	1 473	32,6	13,1	9,4	10,8	8,5	7,6
SEVERFIELD PLC	SFR	BRITAIN	271	9,4	10,8	9,0	5,9	7,5	6,6
HOCHTIEF AG	HOT	GERMANY	4 926	14,0	9,5	9,3	3,6	5,0	4,2
SKANSKA AB-B SHS	SKA	SWEDEN	9 831	8,7	12,4	13,6	7,1	8,7	9,8
FOMENTO DE CONSTRUCC Y COM	FCC	SPAIN	5 036	13,3	11,7	12,0	7,0	9,0	8,5
ERBUD SA	ERB	POLAND	126	7,6	8,1	10,8	1,7	4,4	3,7
Mediana				12,8	11,7	11,5	6,6	6,0	5,4
Mostostal Zabrze zysk netto (mln PLN)				10,2	14,7	34,2			
Mostostal Zabrze EBITDA (mln PLN)							39,1	44,5	59,3
Dług netto							19,3	-18,3	-38,3
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				131	171	392	238	286	361
<b>Wycena</b>							<b>265</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>3,6</b>		

Źródło: Bloomberg, MillenniumDM

## Wycena DCF

Grupę Mostostal Zabrze wyceniliśmy metodą DCF w dwóch wariantach. Różnią się one wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego z tytułu ewentualnej przegranej w wytoczonym przez nie procesie. Spór ten opisaliśmy szczegółowo w raporcie z 7 września 2021r., a w bieżącej informacji na jego temat uaktualniliśmy w dalszej części. Ponieważ nie podejmujemy się oceny prawdopodobieństw wygranej stron sporu, obu wariantom dajemy tę samą wagę w wycenie. W oparciu o dotychczasowy czas trwania procesu sądowego i harmonogramu dalszych prac sądu oraz niemal pewnemu odwołaniu którejś ze stron szacujemy, że prawomocny wyrok zapadnie najwcześniej w 2028 roku. Kwotę wypłaty przyjęliśmy jako aktualną wartość żądania, czyli 177,7 mln PLN powiększoną o odsetki, co w sumie daje 200 mln PLN.

Do obu wariantów DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Mostostal Zabrze na lata 2022 – 2031.
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,0%.
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1,5, co oznacza podwyższony poziom. Powodem są biznesowe niepowodzenia w nieodległej historii firmy, które nadal wywierają wpływ na jej działalność w postaci licznych sporów sądowych.
- Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2030 na poziomie 1,2%.
- Efektywna bazowa stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%.

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

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	>2030	
Przychody	1139,9	841,9	855,8	915,2	960,8	1008,6	1058,8	1111,5	1166,8	1224,9		
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT adj x (1-T)	39,5	28,9	28,4	29,6	31,0	32,5	34,1	35,7	37,4	39,3		
Amortyzacja (non MSSF16)	11,8	10,9	10,4	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9	8,7	8,4		
Zmiana w kapitale pracującym	-19,0	36,7	-1,7	-7,3	-5,6	-5,9	-6,2	-6,5	-6,8	-7,2		
CAPEX	-6,9	-7,7	-8,6	-8,3	-8,1	-7,8	-7,6	-7,4	-7,1	-6,9		
FCF	25,4	68,8	28,5	24,0	27,1	28,3	29,5	30,8	32,2	33,6		
zmiana FCF	-44%	171%	-59%	-16%	13%	4%	4%	4%	4%	4%	1,2%	
Dług/Kapitał	11,7%	10,7%	9,9%	9,1%	8,5%	7,8%	7,3%	6,8%	6,3%	5,9%	20,0%	
Stopa wolna od ryzyka	4,7%	5,2%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Beta lewarowana	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	
Koszt długu	6,7%	7,2%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	
Koszt kapitału	12,9%	13,4%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	13,7%	
WACC	12,0%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,4%	12,1%	
PV (FCF)	22,6	54,6	20,0	15,0	15,0	13,9	12,9	11,9	11,1	10,3	95,4	
Wartość DCF (mln PLN)	283	w tym wartość rezydualna					95					
(Dług) Gotówka netto	18,3											
Wycena DCF (mln PLN)	300,9											
Liczba akcji (mln)	74,6											
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>4,1</b>											

Źródło: MillenniumDM

## Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia

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

Źródło: MillenniumDM

## Wycena DCF w wariancie z wypłatą za Stadion Śląski

### Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	>2030
Przychody	1139,9	841,9	855,8	915,2	960,8	1008,6	1058,8	1111,5	1166,8	1224,9	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	39,5	28,9	28,4	29,6	31,0	32,5	34,1	35,7	37,4	39,3	
Odszkodowanie Stadion Śląski							-200,0				
Amortyzacja (non MSSF 16)	11,8	10,9	10,4	10,1	9,8	9,5	9,2	8,9	8,7	8,4	
Zmiana w kapitale pracującym	-19,0	36,7	-1,7	-7,3	-5,6	-5,9	-6,2	-6,5	-6,8	-7,2	
CAPEX	-6,9	-7,7	-8,6	-8,3	-8,1	-7,8	-7,6	-7,4	-7,1	-6,9	
FCF	25,4	68,8	28,5	24,0	27,1	28,3	-170,5	30,8	32,2	33,6	
zmiana FCF	-44%	171%	-59%	-16%	13%	4%	4%	4%	4%	4%	1,2%
Dług/Kapitał	11,7%	10,7%	9,9%	9,1%	8,5%	7,8%	7,3%	6,8%	6,3%	5,9%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,7%	5,2%	5,4%	5,4%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	6,7%	7,2%	7,4%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%
Koszt kapitału	12,9%	13,4%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	13,7%
WACC	12,0%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%	12,4%	12,1%
PV (FCF)	22,6	54,6	20,0	15,0	15,0	13,9	-74,2	11,9	11,1	10,3	95,4
Wartość DCF (mln PLN)	196	w tym wartość rezydualna				95					
(Dług) Gotówka netto	18,3										
Wycena DCF (mln PLN)	213,8										
Liczba akcji (mln)	74,6										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>2,9</b>										

Źródło: MillenniumDM

## Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia

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

Źródło: MillenniumDM

## Wyniki po półroczu 2021 roku

Wyniki Mostostalu Zabrze za 4 kwartał 2021r były dobre, zwłaszcza w obliczu rosnącej presji kosztowej. Na poziomie przychodów były zgodne z naszymi prognozami przedstawionymi w połowi lutego, natomiast na poziomie EBIT lepsze, gdyż spółka zaraportowała EBIT 8,2 mln PLN, przy naszej prognozie 6,4 mln PLN. Zawierał on jednak 1,6 mln PLN zysku ze sprzedaży nieruchomości i po skorygowaniu był bliski prognozie. Mniej korzystnie wypadły natomiast pozycje finansowe i w efekcie zysk netto wyniósł 3,0 mln PLN, przy naszej prognozie 3,9 mln PLN.

Największe pozytywne zaskoczenie dotyczyło Segmentu **Konstrukcje maszynowe**, którego przychody za 4Q21 były wyższe o 28% r/r, podczas gdy spodziewaliśmy się ich na poziomie tym samym co rok wcześniej. Spółka w połowie grudnia uprzedzała o anulacji części zamówień od jednego z głównych klientów. Okazało się jednak, że inni klienci z nawiązką uzupełnili portfel zamówień. Wynik operacyjny tego segmentu okazał się lepszy od przewidywań i zarazem wyższy o 32% r/r. W efekcie w ujęciu całego 2021r. przychody segmentu wzrosły o 22%, natomiast wynik operacyjny był co prawda niższy o 2% r/r, jednak był to efekt słabszych wyników w 3Q.

Segment **Realizacje przemysłowe i projektowanie** odnotował wzrost przychodów w 4Q21 o 13% r/r, natomiast wynik operacyjny wzrósł o 3%. W ujęciu całorocznym obraz był zbliżony, gdyż przychody wzrosły o 13%, a EBIT pozostał na tym samym poziomie co w 2020r.

Segment **Budownictwa ogólnego i inżynieryjnego** zrealizował prace o wartości niższej niż się spodziewaliśmy i w rezultacie niższej też r/r o 7%. Również wypracowany EBIT był niższy i wyniósł 4,3 mln PLN vs 6,5 mln PLN przed rokiem, była to jednak wartość wyższa niż się spodziewaliśmy.

Spółka w sprawozdaniu odniosła się do zagrożeń związanych z wojną w Ukrainie. Nie ma ona na Mostostal Zabrze wpływu bezpośredniego, ale należy się spodziewać skutków pośrednich. Najpoważniejszymi mogą być zakłócenia w dostępności stali i wyrobów stalowych, terminowości dostaw, ale też i ich cen. W strategii Mostostalu jest ograniczanie ekspozycji na ceny stali, ale nie jest możliwe zrealizowanie tego w pełni. Drugim ryzykiem jest zauważalny, wg spółki, odpływ pracowników ze wschodu zatrudnionych w firmach podwykonawczych, co może wpłynąć na terminowość prac. Naszym spostrzeżeniem, na bazie informacji kilku innych spółek, jest że spora część (nie jesteśmy w stanie podać precyzyjnie odsetka) pracowników pochodzących z Ukrainy w pierwszych dniach konfliktu wyjechało jedynie na kilka dni, w celu przywiezienia rodzin do Polski.

W październiku spółka zamknęła transakcję sprzedaży działki w Bytomiu za 25,8 mln PLN. Ponieważ w księgach spółki ujęta była w zbliżonej wartości, zysk wyniósł ok. 1,6 mln PLN i w takiej wysokości transakcja znalazła odzwierciedlenie w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych. Gotówka z tej transakcji widoczna jest w pełnej wysokości w przepływach inwestycyjnych.

### Skonsolidowane wyniki Grupy Mostostal Zabrze

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	r/r	4Q21p
<b>Przychody</b>	<b>187,7</b>	<b>160,0</b>	<b>206,4</b>	<b>203,4</b>	<b>200,2</b>	<b>7%</b>	<b>200,3</b>
Realizacje przemysłowe i projektowanie	82,9	79,9	89,2	85,2	93,6	13%	91,0
Konstrukcje maszynowe	26,6	29,4	33,1	29,5	34,1	28%	26,5
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	75,8	47,1	82,0	86,8	70,3	-7%	79,5
Pozostała działalność	2,4	3,6	2,1	1,9	2,3	-5%	3,3
<b>EBITDA</b>	<b>11,5</b>	<b>10,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>11,1</b>	<b>-3%</b>	<b>9,6</b>
<b>EBIT</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>-1%</b>	<b>6,4</b>
Realizacje przemysłowe i projektowanie	3,1	1,6	-0,3	2,1	3,2	3%	2,3
Konstrukcje maszynowe	1,5	1,5	1,4	0,7	2,0	32%	0,2
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	6,5	5,9	9,0	6,9	4,3	-33%	3,0
Pozostała działalność	-2,8	-1,4	-1,1	-1,4	-1,8	-	1,4
Przychody finansowe	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0		1,0
Koszty finansowe	1,5	-2,8	-1,7	-1,6	-3,0		-2,3
Podatek dochodowy	-2,4	-1,8	-1,5	-2,5	-2,0		-1,2
<b>Zysk netto</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>-3%</b>	<b>3,9</b>
<i>marża netto</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,6%</i>		<i>1,6%</i>
CF Operacyjny	<b>11,7</b>	-2,8	11,6	13,7	<b>-0,1</b>		30,0
CF Inwest	<b>-1,2</b>	-2,2	-0,6	-0,8	<b>25,1</b>		
CF Finansowy	<b>-13,1</b>	-1,2	0,0	-6,1	<b>-17,7</b>		

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

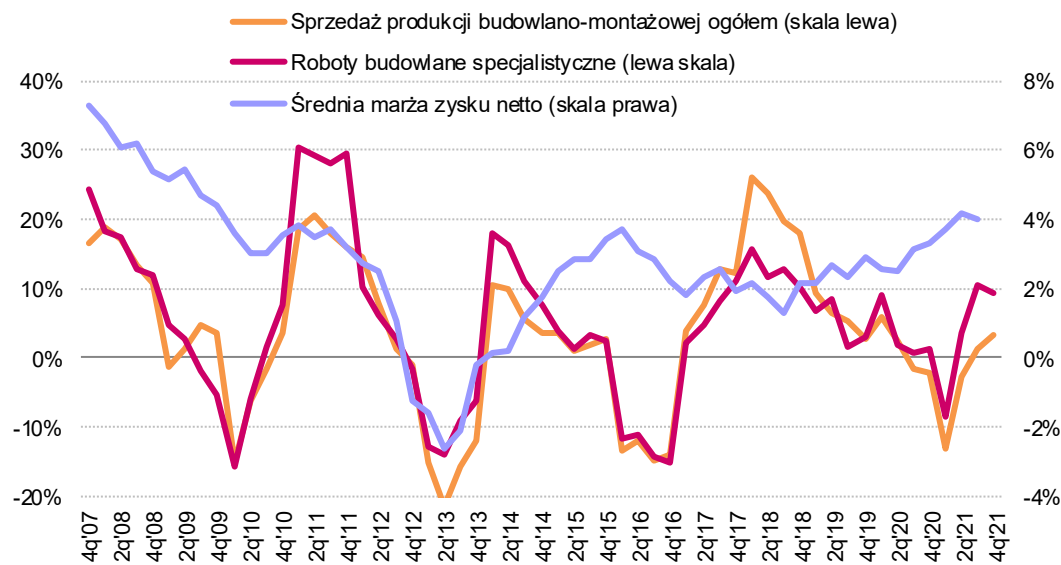
## Ostatnie wydarzenia i prognozy

Mostostal Zabrze ma trzy segmenty, w dużym stopniu rozłączne. W segmencie Realizacji przemysłowych i projektowania jest spółką przede wszystkim inżynieryjną, czyli jest to działalność budowlana specjalistyczna. W segmencie Budownictwa ogólnego i inżynieryjnego jest nastawiony na specjalistyczne realizacje, m.in. spalarnie śmieci, baseny, szpitale, przy czym znaczna część realizowana jest poza Polską. Segment ten ma jednak znaczny udział prac ogólnobudowlanych. W segmencie Maszynowym zajmuje się produkcją podzespołów do specjalistycznych pojazdów oraz urządzeń, czyli w tym zakresie jest spółką typowo przemysłową.

## Koniunktura w budownictwie

Sytuacja w branży budowlanej różni się w poszczególnych jej segmentach. Najsłabiej wygląda w części budowy budynków, gdyż ujemne dynamiki sprzedaży usług, według statystyk GUS, utrzymują się już od 7 kwartałów. W tej części jednak rynku Mostostal Zabrze praktycznie nie jest obecny. Najlepiej natomiast wypada część rynku w dużo większym stopniu odpowiadająca charakterowi jego działalności, a konkretnie segmentu Realizacji przemysłowych, czyli roboty budowlane specjalistyczne. Rynek tego rodzaju usług w trakcie pandemii, czyli przez 2020r. i 2021r. odnotował tylko jeden kwartał z ujemną dynamiką sprzedaży (-8,4% r/r w 1Q21), natomiast dwa ostatnie kwartały to +10,8% r/r w 3Q21 i +9,3% r/r w 4Q21. Ogółem rynek usług budowlano - montażowych w 4Q21 wzrósł o 3,2% r/r.

## Średnia marża spółek na tle produkcji i koniunktury budowlano-montaż.

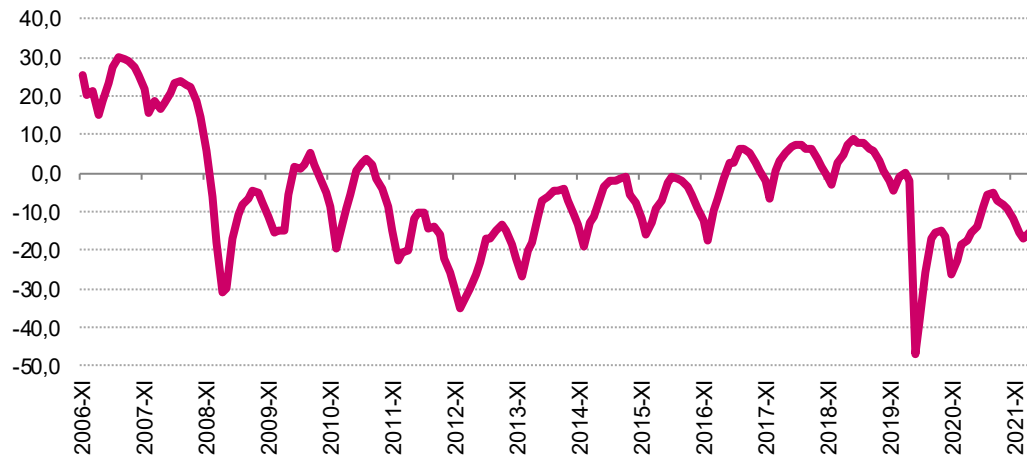


Źródło: GUS, Notoria, Bloomberg, Millennium DM

Na przedstawionym powyżej wykresie, obok dynamiki produkcji budowlano-montażowej i budowlano - specjalistycznej, przedstawiliśmy wyliczoną przez nas średnią marżę zysków spółek budowlano-montażowych. W wyliczeniach uwzględniliśmy następujące spółki: Budimex, Erbud, Instal Kraków, Mostostal Zabrze, Pekabex, Polimex, Torpol, Trakcja, Unibep, Dekpol, Energoinstal, Mirbud, Mostostal Warszawa. Przeciętna zyskowność netto w grupie tych spółek obniżała się od końca 2016 roku, by osiągnąć minimum w 3Q18. Od tego czasu systematycznie rośnie. Dane na wykresie marż kończą się na 3Q21, gdyż duża część spółek jeszcze danych za 4Q21 nie podała. W prezentowanym okresie duży wpływ na poprawę średniej rentowności miało zmniejszenie skali strat dwóch spółek, które wyznaczają dolną granicę przedziału w jakim oscylują omawiane rentowności, a mianowicie Trakcji i Energoinstalu. Ponadto znaczna część spółek poprawę marżowości tłumaczyła stopniowym kończeniem kontraktów zawieranych jeszcze przed dużym wzrostem kosztów i coraz większym udziałem tych, w kalkulacji których otoczenie inflacji cen surowców budowlanych i robocizny już było uwzględniane.

Mimo przyzwoitej przeciętnej rentowności netto, sentyment w branży nie jest dobry. Bazując na publikowanym przez GUS Wskaźnik klimatu koniunktury w budownictwie, nastroje wśród firm z branży poprawiały się do lipca 2021r., ale już od sierpnia ponownie ulegają pogorszeniu.

## Wskaźnik klimatu koniunktury w budownictwie

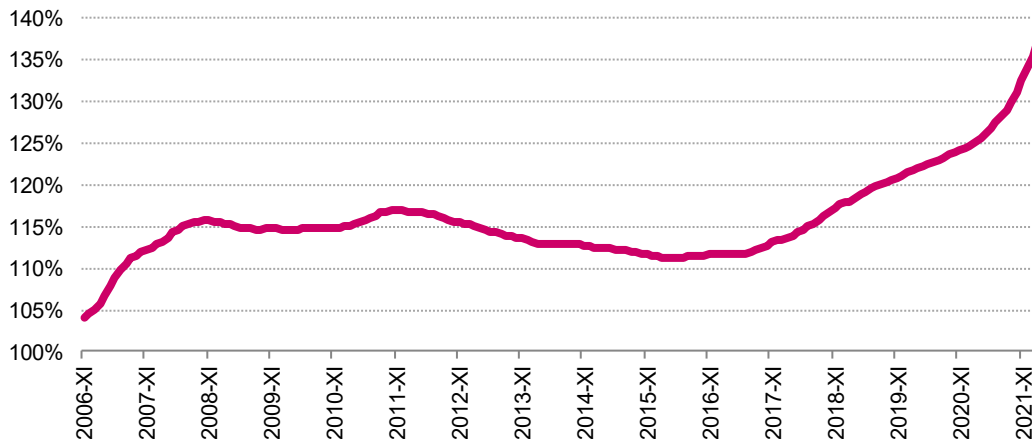


Źródło: GUS, Millennium DM

Podstawową przyczyną rozbieżności jest fakt, że przedstawiana przez nas rentowność odnosi się do wąskiej grupy spółek notowanych na GPW, czyli relatywnie dużych, a badania GUSu obejmują szerokie spektrum podmiotów z branży. Tym czasem to właśnie mniejsze spółki koncentrują się na prostszych pracach, najczęściej związanych z budową budynków.

Pogarszający się sentyment związany jest też z dwoma najważniejszymi problemami z jakimi obecnie borykają się spółki budowlano-montażowe, a mianowicie wzrostem cen surowców, zwłaszcza stali i paliw oraz narastającym niedoborem siły roboczej, zwłaszcza specjalistycznej (np. spawacze).

## Indeks cen produkcji budowlano-montażowej



Źródło: GUS, Millennium DM

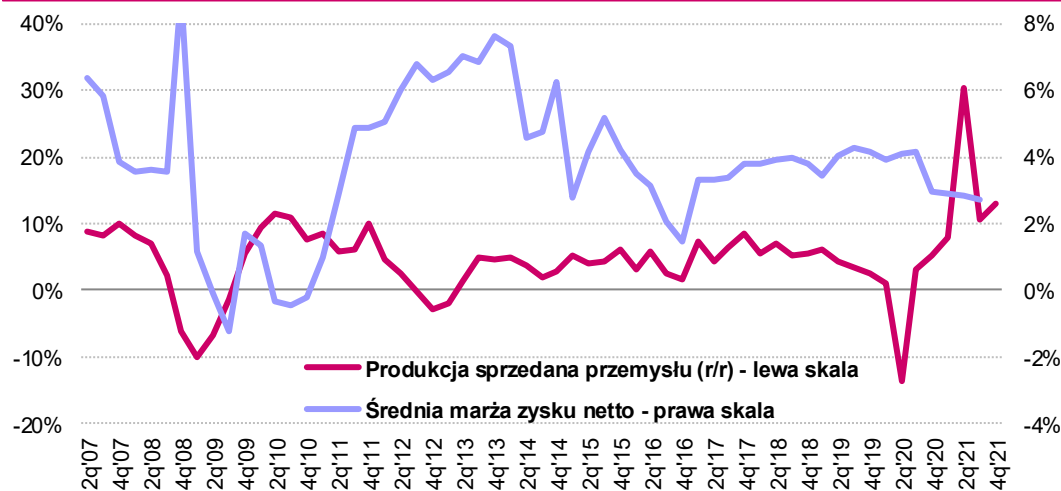
Dotychczas spółki radziły sobie z tym podnosząc ceny swoich usług i produktów. Widoczne jest to na indeksie cen produkcji budowlano-montażowej, sporządzonym na bazie wskaźników podawanych przez GUS. Na koniec 2021r. wzrost tego indeksu wyniósł w ujęciu r/r +7,6%, a w lutym 2022r. już +9,3%.

## Koniunktura w przemyśle

Mostostal Zabrze w zakresie segmentu Konstrukcje maszynowe, który 2021r. odpowiadał łącznie za 13,2% przychodów, ale też po części w ramach segmentu Realizacje przemysłowe, wyeksponowany jest w większym stopniu na koniunkturę w przemyśle. Produkcja przemysłowa bezpośrednio po wprowadzeniu znacznych ograniczeń administracyjnych po wybuchu epidemii Covid-19 gwałtownie spadła. W 2Q20 spadek ten wyniósł 13,6% w ujęciu r/r. Natomiast w przypadku produkcji dóbr inwestycyjnych doszło wręcz do załamania, gdyż w samym maju spadek wyniósł 51,0% r/r. Podstawową przyczyną były zakłócenia w łańcuchach dostaw i

konieczność dostosowania warunków pracy do narzuconych norm sanitarnych pracy (realokacja stanowisk pracy i wprowadzenie zmianowości). W 3Q20 i kolejnych dynamiki produkcji przemysłowej nie tylko powróciły do poziomów sprzed epidemii, ale stopniowo je przekroczyły. W 1Q21 dynamika produkcji przemysłowej osiągnęła +7,8% r/r, co było jednym z najwyższych poziomów w ostatnim dziesięcioleciu. W 2Q21 kontynuowany przyspieszenie nałożyło się na efekt obniżonej bazy z ubiegłego roku i w efekcie wzrost produkcji przemysłowej wyniósł rekordowe +30,3% r/r.

### Średnia marża spółek przemysłowych na tle dynamiki produkcji przemysłowej

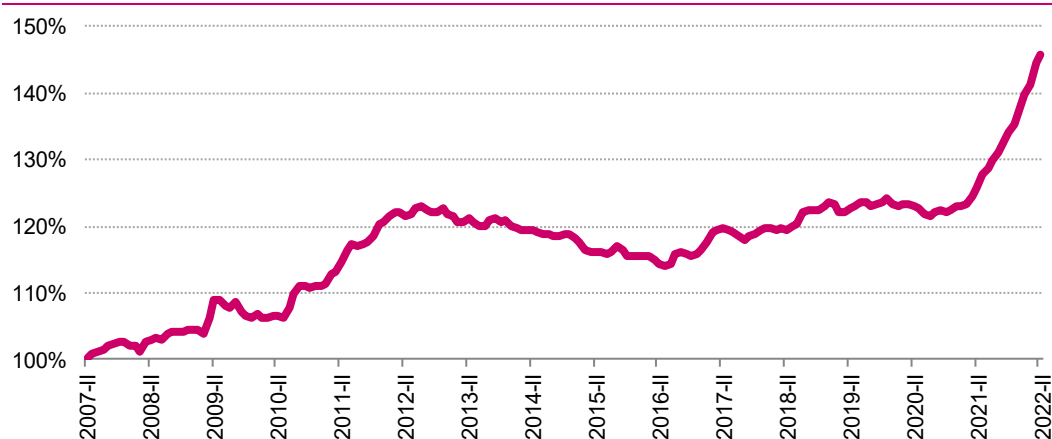


Źródło: GUS, Notoria, Bloomberg, Millennium DM

W kolejnych dwóch kwartałach 2021r., efekt bazy praktycznie już nie występował, gdyż 3Q i 4Q20 cechowały się już przeciętnymi dynamikami. Odnotowane więc roczne zmiany wartości produkcji przemysłowej, które wyniosły w 3Q21 +10,5% i w 4Q21 +13,1%, świadczą o umiarkowanie dobrej sytuacji w branży.

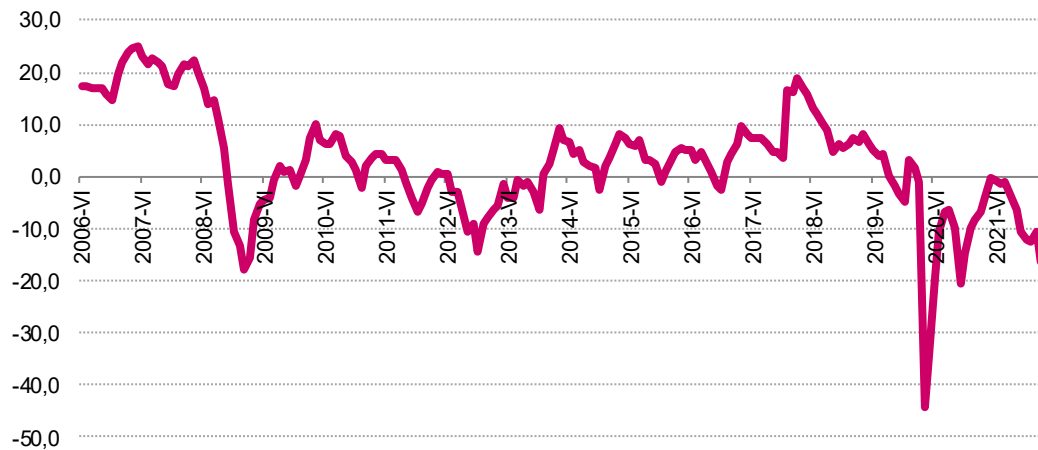
Perturbacje związane z epidemią i dynamiczne wahnięcia produkcji przemysłowej nie odbiły się jednak znacząco na wynikach spółek, przynajmniej tych notowanych na GPW. Obliczyliśmy średnią marżę zysku netto dla spółek przemysłowych produkujących dobra inwestycyjne. W wyliczeniach uwzględniliśmy następujące spółki: Wielton, Mangata, Rawplug, ZPUE, Hydrotor, Relpol, Immobile, Feerum, Fasing, APS Energia, Rafamet, Lena, Radpol, Sunex. Bezpośrednio po wybuchu epidemii i wprowadzeniu rozlicznych ograniczeń, średnia marża zysku netto zmieniła się nieznacznie, pozostając w okolicy poziomu 4%. Czynnikiem, który wpłynął znacząco na taki stan rzeczy były środki pomocowe, które spółki otrzymywały z państwowych funduszy wsparcia zatrudnienia (jeżeli o taką pomoc wnioskowały). Stopniowemu pogarszaniu ulegać zaczęła od 4Q20, kiedy to obniżyła się do 3,0%, a w 3Q21 wyniosła już 2,7%.

### Indeks cen produkcji przemysłowej



Źródło: GUS, Millennium DM  
Mostostal Zabrze

## Wskaźnik klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym



Źródło: GUS, Millennium DM

Tak jak indeks cen produkcji budowlanej rósł wyraźnie już od początku 2017r., tak indeks ceny produkcji przemysłowej do końca 2020r. pozostawał stabilny. Od początku 2021r. również i on dołączył do dynamicznych wzrostów. Z jednej strony ceny uwzględniane w wyliczeniach tego indeksu są cenami produktów sprzedawanych przez firmy przemysłowe, z drugiej jednak są to też ceny ich półproduktów. Początkowo wzrosty cen produkcji przemysłowej mogły wskazywać na zdolność firm do przenoszenia wyższych kosztów produkcji na klientów, to jednak wysokie dynamiki zmian wprowadzają niepewność i zakłócenia. Widoczne to jest w pogarszającym się od czerwca 2021r. wskaźnika klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym.

## Segment Realizacje przemysłowe i projektowanie

Przedmiotem działań w ramach segmentu są:

- ❑ realizacja specjalistycznych prac, głównie w sektorach przemysłowych, przy wykorzystaniu komplementarności usług całej Grupy Kapitałowej, począwszy od projektowania po wielobranżowe wykonawstwo i podwykonawstwo w zakresie robót montażowych,
- ❑ specjalizacja w zakresie prefabrykacji konstrukcji stalowych budowlanych i orurowania,
- ❑ w zakresie projektowania skoncentrowanie działań na projektach złożonych i koncepcyjnych przy wykorzystaniu narzędzi 3D (usługi świadczone przez MZ Biprohut), w tym projektowanie i dokumentacje wykonawcze obiektów realizowanych przez GK MZ

Grupa MZ zrealizowała już ponad 20 spalarni śmieci w całej Europie, a w Niemczech prowadzi prace serwisowe elektrociepłowni. Zarząd spółki zwraca uwagę, że rentowności na kontraktach realizowanych poza granicami Polski są wyższe niż na analogicznych kontraktów w kraju. Segment realizacje i projektowanie w Grupie MZ obsługują 3 spółki:

- ❑ **Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe (MZRP)** - świadczy kompleksowe usługi produkcyjno-montażowe w sektorze budownictwa przemysłowego, chemii i petrochemii oraz energetyki i ochrony środowiska
- ❑ **Mostostal Zabrze Biprohut (MZB)** - jest biurem projektowym o szerokim zakresie wielobranżowych usług m.in. dla przemysłu hutniczego, maszynowego, chemicznego, energetycznego i wielu innych.
- ❑ **Mostostal Zabrze Elektro (MZE)** - oferuje realizację usług elektroinstalacyjnych w zakresie projektowania, dostaw i montażu urządzeń rozdzielczych, aparatury dla sieci i instalacji elektroenergetycznych na wszystkich poziomach napięć w nowych, modernizowanych oraz remontowanych obiektach energetyki zawodowej konwencjonalnej i odnawialnej, budownictwa przemysłowego, obiektach użyteczności publicznej i gospodarki komunalnej

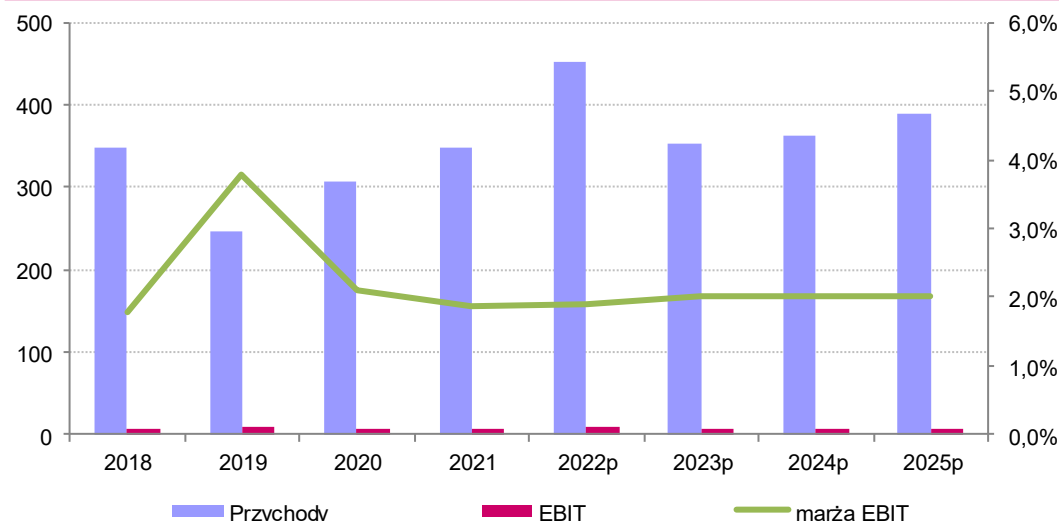
## Sytuacja w segmencie realizacji przemysłowych i projektowania

W listopadzie MZRP otrzymał wypowiedzenie znaczącego kontraktu. Chodzi o umowę zawartą z podmiotem krajowym z branży chemicznej na dostawę i montaż orurowania w ramach projektu dotyczącego budowy hali produkcyjnej nowego materiału dla ogniw akumulatorowych w Polsce. Wartość wynagrodzenia MZRP za wykonanie prac miała wynosić ok. 8 % przychodów. W 3Q21 MZRP otrzymało oświadczenie zleceniodawcy, że rozwiązuje przedmiotowy kontrakt, przy czym wskazał, że MZRP otrzyma wynagrodzenie i pokrycie kosztów zgodnie z odpowiednimi postanowieniami umowy. Z dostępnych informacji medialnych wynikało, że decyzja zamawiającego związana była z wycofaniem się przez niego z prowadzenia działalności produkcyjnej dot. ogniw akumulatorowych. Na dzień rozwiązania Umowy zawansowanie robót MZRP na kontrakcie wynosiło ok. 25%.

## Kontrakty o znaczącej wartości w ramach segmentu

- ❑ BASF Schwarzheide GmbH - Prefabrykacja i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie produkcji aktywnych materiałów katodowych w Schwarzheide w Niemczech. Wartość kontraktu wynosi ok. 50 mln EUR, a zakończenie realizacji przewidziano na 4Q22.
- ❑ ThyssenKrupp Industrial Solutions AG - Dostawa i montaż konstrukcji stalowych, prefabrykacja i montaż rurociągów, montaż urządzeń oraz prace izolacyjne w ramach zadania „Budowa instalacji kwasu azotowego i azotanu amonu we Włocławku”. Wartość kontraktu wynosi około 92,4 mln PLN, a realizacja miała zakończyć się w marcu 2022r.
- ❑ POSCO Engineering & Construction Oddział w Polsce - Montaż kotłów w ramach rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów na terenie spalarni śmieci w Warszawie. Wartość kontraktu wynosi 30,5 mln PLN, a realizacja ma się zakończyć w 2Q23.
- ❑ ArcelorMittal Poland – W ramach konsorcjum projektowanie, dostawa i uruchomienie instalacji pilotażowej Drogi Gazu dla Wielkiego Pieca nr 2 w Dąbrowie Górniczej. Wartość części kontraktu przypadającej na MZRP wynosi 45 mln PLN, a realizacja ma się zakończyć w 1Q23.
- ❑ ArcelorMittal Poland – Zaprojektowanie, dostawa i montaż systemu podawania żelazostopów w Zakładzie Stalowania AMP w Dąbrowie Górniczej. Wartość kontraktu wynosi 19,9 mln PLN, a realizacja ma się zakończyć w 1Q23.
- ❑ ArcelorMittal Poland – Zaprojektowanie, dostawa i montaż systemu podawania żelazostopów w Zakładzie Stalowania AMP w Dąbrowie Górniczej. Wartość kontraktu wynosi 13,0 mln PLN, a realizacja ma się zakończyć w grudniu 2022r.
- ❑ ThyssenKrupp Industrial Solutions AG - Montaż mechaniczny 3 kotłów wraz z

## Wyniki segmentu Realizacje przemysłowe i projektowanie



Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

prefabrykacją i montażem rurociągów w ramach projektu Genesis w rafinerii Rhineland w Kolonii-Godorf w Niemczech. Wartość kontraktu wynosi 29,2 mln EUR, prace trwają od września 2019r., a ich zakończenie zaplanowano na marzec 2022r.

- ❑ Mitsubishi Power Europe GmbH - Montaż konstrukcji stalowej i komponentów w ramach modernizacji elektrowni w zakładach samochodów osobowych w Niemczech. Wartość kontraktu wynosi ok. 5 mln EUR, a zakończenie realizacji przewidziano na maj 2023r.
- ❑ Air Liquide Global E&C Solutions Poland - Prefabrykacja oraz montaż konstrukcji i rurociągów, montaż urządzeń, prace izolacyjne w ramach budowy nowej Jednostki Rozdziału Powietrza „ASU KGHM 2” w Głogowie. Wartość kontraktu wynosi ok. 24,6 mln PLN, a realizacja ma się zakończyć we wrześniu 2022r.

## Budownictwo ogólne i inżynieryjne

Działalność w zakresie budownictwa ogólnego i inżynieryjnego Mostostalu Zabrze obejmuje usługi budowlane głównie w zakresie obiektów użyteczności publicznej, robót ziemnych, drogowo-nawierzchniowych oraz robót inżynieryjnych w zakresie budowy kanalizacji i wodociągów. W ramach segmentu funkcjonują dwa przedsiębiorstwa:

- ❑ **Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego (MZ GPBP)** - specjalizuje się w kompleksowej budowie obiektów przemysłowych takich jak: hale produkcyjne, magazyny oraz obiekty użyteczności publicznej: szpitale, kryte pływalnie, biurowce, obiekty handlowe oraz budynki mieszkalne
- ❑ **Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjnych** - praktycznie nie prowadzi już działalności operacyjnej

W segmencie tym podstawowym modelem prowadzenia projektów jest generalne wykonawstwo. MZ GPBP pozyskuje kontrakty i częściowo wykonując prace we własnym zakresie, ale w dużej części je podzleca. Zarząd podkreśla w odniesieniu do tej części biznesu podstawową rolę zarządzania projektami. Koncentracja na kontroli nad całością wykonywanego projektu jest, w opinii zarządu, zmianą jaka została wprowadzona w ostatnich trzech latach. Zbyt duży zakres odpowiedzialności pozostawiany podwykonawcom był w jego opinii w przeszłości przyczyną powstawiania strat na projektach.

Funkcjonujący obecnie model przewiduje, po pierwsze konieczność akceptacji kontraktu przed jego podpisaniem przez Komitet Ofertowy, po drugie co miesiąc analizowane są wszystkie realizowane projekty, podczas czego menadżer projektu szczegółowo zdaje relacje z bieżącej jego realizacji, prognoz i zagrożeń. Dzięki temu w przypadku odchyień od założeń możliwe jest wczesne optymalizowanie projektu.

Ponadto spółka stara się prowadzić stałą współpracę ze zleceniodawcami i podwykonawcami. Umożliwia to bliższą znajomość sytuacji tych podmiotów, co daje większą szansę na wcześniejsze wykrycie problemów i poradzenie sobie z nimi, bądź nawet zapobieganie.

### Kontrakt z POSCO

Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego podpisała w maju 2021r. z POSCO Engineering & Construction umowę podwykonawczą dotyczącą prac projektowych i robót konstrukcyjno-budowlanych w ramach projektu rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów na terenie Zakładu Unieszkodliwiania Stałych Odpadów Komunalnych w Warszawie (spalarnię śmieci). Inwestycja realizowana jest przez Miejskie Przedsiębiorstwo Oczyszczania w m. st. Warszawie. Wartość prac do zrealizowania przez MZGPBP do stycznia 2024 roku wyniesie ok. 400 mln PLN. Pod względem rozkładu kontraktu w czasie, to większa część prac zostanie wykonana w 2022r. Co spółka podkreśla, to nie odpowiada ona za parametry technologiczne spalarni, co znacznie zmniejsza ryzyko wydłużenia realizacji i ewentualnej konieczności poprawek.

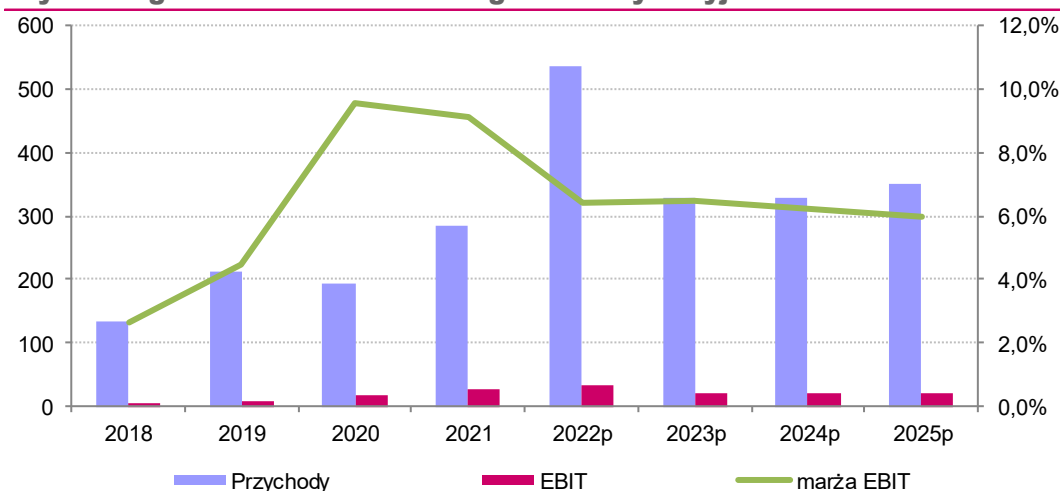
Kontrakt ten stanowi blisko 70% aktualnego portfela zamówień segmentu. Ponieważ ma on zakontraktowana nieco niższą marżę niż typowa dla kontraktów segmentu, to będzie to widoczne w całości marży w bieżącym roku.

W kontekście ryzyka z jakim wiąże się dla spółki realizacja jednostkowego kontraktu o tak dużej wartości, warto zwrócić uwagę, że przez ostatnie 20 lat Mostostal Zabrze pomyślnie zrealizował ponad 25 projektów spalarni w zakresie konstrukcyjnym, budowlanym, mechanicznym oraz projektowym. Ponadto w przypadku tych projektów Mostostal Zabrze jest wybierany przez zleceniodawców do kolejnych analogicznych projektów (Mitsubishi Hitachi Power Syst. w Belgii i Holandii), Ponadto wiele dużych projektów zrealizowanych przez Grupę MZ miało zbliżony charakter pod względem wykonania. Były to m.in. budowa zakładu produkcji baterii samochodowych LG Chem pod Wrocławiem., prace przy projekcie EFRA Lotos, czy budowa infrastruktury powierzchniowej i dołowej szybu Janina VI dla Tauron Wydobycie.

#### Inne kontrakty o znaczącej wartości w ramach segmentu

- ❑ Dwa kontrakty dla SK Ecoplast Oddział w Polsce. Pierwszy na prace ziemne, palowe i żelbetowe w ramach pakietu „OBL Foundation Works” o wartości 48 mln PLN, realizowany w pierwszym półroczu 2022r. Drugi na prace ziemne, sieciowe i drogowe wraz z robotami towarzyszącymi w inwestycji „Budowa fabryki separatorów do baterii litowo-jonowych wraz z infrastrukturą techniczną”, o wartości 109,3 mln PLN, a realizowany od lutego 2022r. do końca 2023r.
- ❑ Budowa Centrum Przesiadkowego w Gliwicach - Roboty budowlane w konsorcjum z Przedsiębiorstwem Remontów Ulic i Mostów S.A. Kontrakt o wartości dla MZGPBP ok. 100 mln PLN, realizowany jest od sierpnia 2020r., a zakończony ma zostać pod koniec bieżącego roku.
- ❑ Mercury Engineering Polska Sp. z o.o. – Roboty konstrukcyjno-budowlane (z wyłączeniem instalacji wewnętrznych) w ramach projektu.: „WAW02 Rapid Deploy Data Centre” i „Early Works at WAW03 Ballard” - Sękocin k. Warszawy. Wartość prac to 31,7 mln PLN, a termin realizacji od października 2021r. do maja 2022r.
- ❑ GS Engineering & Construction Corp. S.A. o/Polska – Realizacja zadania pn.: „Budowa zakładu produkcji baterii samochodowych dla LG Chem w Biskupicach Podgórnich k/ Wrocławia – Etap IV – prace żelbetowe”. Wartość kontraktu to 18,8 mln PLN, a prace mają być wykonane między lutym a sierpniem 2022r.
- ❑ Przebudowa i termomodernizacja Domu Studenckiego SOLARIS w Gliwicach. Prace o wartości 27,7 mln PLN realizowane są od października 2021r., a termin zakończenia przewidziano na marzec 2023r.
- ❑ Zagłębiowski Park Linearny – Rewitalizacja obszaru funkcjonalnego dolina rzeki Przemszy i Brynicy przez rozwój terenów zielonych. Wartość kontraktu przypadająca na lidera konsorcjum, którym jest MZGPBP wynosi 27,7 mln PLN, a prace rozpoczęte w październiku 2021r. maja być zakończone do marca 2023r.

#### Wyniki segmentu Budownictwo ogólne i inżynieryjne



Źródło: Agora, Millennium DM

- Dwa kontrakt dla Szpitala Uniwersyteckiego w Zielonej Górze. Pierwszy na prace przy Centrum Zdrowia Matki i Dziecka o wartości 86,2 mln PLN, kończony w lutym 2022r., a drugi na Termomodernizację obiektów i sieci Szpitala o wartości 32,7 mln PLN i terminie zakończenia we wrześniu 2022r.

## Konstrukcje maszynowe

Działalność operacyjna segmentu ulokowana jest w jednej spółce zależnej, którą jest Mostostal Zabrze Konstrukcje Przemysłowe.

- **Mostostal Zabrze Konstrukcje Przemysłowe (MZKP)** - specjalizuje się w produkcji maszynowych konstrukcji stalowych, niezbędnych do budowy pojazdów dźwigowych oraz pojazdów szynowych.

Do najważniejszych kontraktów spółki należy produkcja podwozi i nadwozi dźwigów samojedźnych, podzespołów i podpór do wysięgników dźwigowych, konstrukcji ram i nadwozi lokomotyw oraz wózków kolejowych. Obecnie ponad 95% produkcji MZKP kieruje na rynki eksportowe, głównie do Niemiec, Austrii, Francji i Czech. Najwięksi klienci MZKP to światowy potentat w dziedzinie maszyn i pojazdów Liebherr (nadwozia i podwozia do dźwigów jezdnych), jego amerykański konkurent Manitowoc (wysięgniki, nadwozia i podwozia do dźwigów jezdnych) oraz Alstom Transport (wózki do wagonów metra i pociągów podmiejskich oraz skrzynie biegów do lokomotyw).

Zgodnie z ogólną strategią spółka stara się odsuwać od siebie podstawowe dla niej ryzyko, a mianowicie zmiany cen stali. W przypadku jednego z trzech głównych klientów – Liebherra, stal używana do wytwarzania dla niego podzespołów jest również przez niego dostarczana.

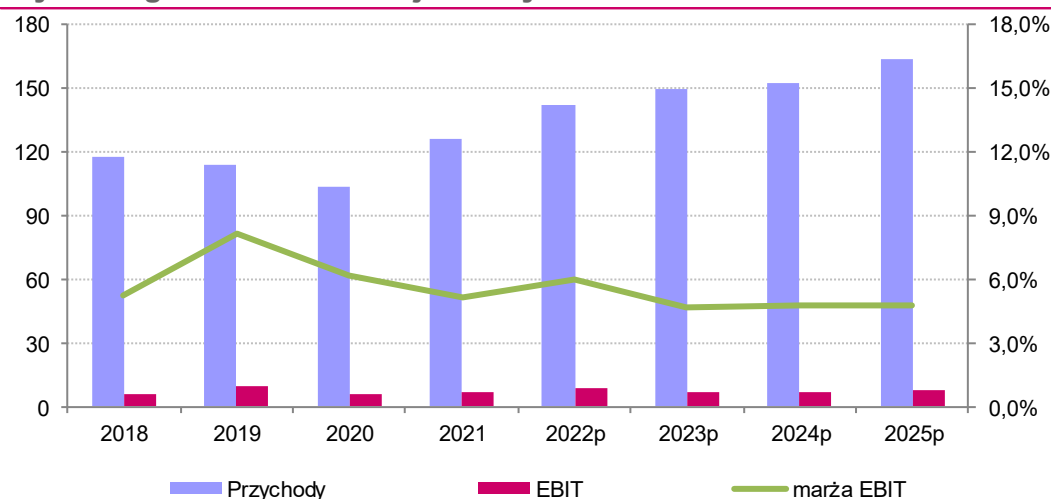
W umowach z dwoma największymi klientami (europejskimi), zmiany ceny stali i odlewów metalowych, będących surowcami, są w uwzględniane w cenach produktów. Oznacza to, że MZKP pracuje na uzgodnionej z kontrahentem marży przerobowej.

W przypadku trzeciego głównego klienta (amerykańskiego), ceny produktów są w większym stopniu negocjowane, ale również co do zasady zmieniane wraz ze zmianami cen stali.

Segment Konstrukcje maszynowe niemal całość produkcji eksportuje, przy rentowności opartej o marżę, i przy jednocześnie zabezpieczonej pozycji walutowej, Oznacza to dużą zmienność wynik operacyjnego, który zmienia się wraz ze zmianami kursów EURPLN i USDPLN i ujemnie skorelowane zmiany wyceny zabezpieczeń walutowych. Ponieważ co do zasady negatywne oddziaływanie zmiany kursu walutowego będzie korygowane zyskiem na zabezpieczeniu i odwrotnie, zmienność zysku netto MZKP powinna być znacznie niższa.

W grudniu 2021r. Alstom Transport anulował część zamówień na dostawę konstrukcji stalowych dotyczących taboru kolejowego dla realizacji projektu francuskiej kolei podmiejskiej. Zamawiający uzasadnił, iż decyzja ta wynikała ze znacznego ograniczenia aktywności głównych jego klientów. Do dnia anulowania zamówień MZKP zrealizował prace o wartości ok. 2,2 mln EUR z przedmiotowych zamówień, natomiast łączna wartość anulowanej części zamówień

### Wyniki segmentu Konstrukcje maszynowe



Źródło: Agora, Millennium DM

Mostostal Zabrze

realizowanych w ramach projektu RER NG wynosiła ok. 6,0 mln EUR. Natomiast nie uległy zmianie pozostałe zamówienia na rzecz spółek z Grupy Alstom, a łączna wartość wszystkich pojedynczych zamówień pozyskanych od spółek z Grupy Alstom do realizacji w 2022 roku i latach kolejnych, uwzględniając ww. zmniejszenie oraz kolejne zamówienia na inne rynki eksportowe pozyskane w ramach dalszych negocjacji wynosi obecnie 13 mln EUR.

## Aktualizacja informacji o sporach dotyczące dużych kontraktów wykonywanych w przeszłości

### Stadion Śląski

Proces sądowy jest w toku i w 2021 odbyły się rozprawy sądowe, w trakcie których zostali przesłuchani świadkowie. Z uwagi na długotrwałość sporu i stopień jego skomplikowania nie jesteśmy w stanie ocenić prawdopodobieństwa wygranej, czy też przegranej. W dodatku w przypadku przegranej zasądzone kwoty mogą znacząco odbiegać od obecnie żądanej przez Województwo Śląskie. Na rozstrzygnięcie sporu najprawdopodobniej trzeba będzie poczekać jeszcze wiele lat. W tej chwili zakończone zostało przesłuchiwanie świadków ze strony wykonawcy, a harmonogram przesłuchania świadków ze strony Województwa jest wyznaczony przez sąd na następne 3 lata. Dopiero po nich przedstawiane będą opinie biegłych, co potrwa przynajmniej dwa lata. Oznacza to, że wyrok pierwszej instancji zapadnie nie wcześniej niż za 5 lat. Przy tak skomplikowanym sporze odwołanie od wyroku i postępowanie sądowe w drugiej instancji jest niemal pewne, co oznacza kolejne lata procesu sądowego.

### Budowa bazy tarczy antyrakietowej w Redzikowie

Kontrakt z Wood Environment & Infrastructure Solutions (wcześniej Amec Foster Wheeler Environment & Infrastructure) z USA na wykonanie robót budowlanych, dostawę i montaż konstrukcji stalowej, dostawę i montaż HVAC i instalacji wodno-kanalizacyjnych oraz montaż rurociągów paliwowych, w ramach projektu budowy bazy systemu AEGIS Ashore w Redzikowie został podpisany w 2016 roku. W czerwcu 2018r. zleceniodawca poinformował Mostostal Zabrze, że na skutek naruszenia przez niego warunków umowy oświadczył, że rozwiązuje przedmiotową umowę. Według Mostostalu nie było ani podstaw do tego, ani też zleceniodawca nie przedstawił żadnych dowodów na naruszenie warunków umowy. Aktualna wartość roszczeń Mostostal Zabrze wynosi 39,6 mln zł (powiększona o należne odsetki i koszty postępowania). Kwota ta, obejmuje roszczenie podstawowe rozszerzone o ponad 12 mln zł, tj. o kwotę zapłaconą przez Mostostal Zabrze na rzecz Credit Agricole BP w związku z wypłatą przez bank gwarancji uruchomionej przez Wood. Wood aktualnie dochodzi od MZ w procesie arbitrażowym, w ramach roszczenia wzajemnego kwotę 39,1 mln zł (powiększona o należne odsetki i koszty postępowania), a kwota wypłacona przez bank pokrywa w części te roszczenia pomimo braku wyroku sadu arbitrażowego. Proces w toku. W związku z wyborem nowego Przewodniczącego Trybunału Arbitrażowego został zaktualizowany harmonogram postępowania arbitrażowego. Przesłuchanie świadków zaplanowane dotychczas na grudzień 2021 r. zostało wyznaczone na drugą połowę czerwca 2022 r. Zgodnie z aktualnym harmonogramem, po przesłuchaniu świadków, każda ze stron będzie miała możliwość wyrażenia swojego końcowego stanowiska. W związku z tym, spółka oczekuje, że wyrok w tej sprawie zostanie wydany jeszcze w roku 2022.

### EFRA Lotos

W kwietniu 2016r. Mostostal Zabrze podpisał umowę z Kinetics Technology (dalej KT) na roboty budowlane, montaż elementów prefabrykowanych oraz roboty elektryczne w ramach projektu EFRA, czyli inwestycji spółki Lotos w tzw. efektywną rafinację. Początkowa wartość prac zleczanych Mostostalowi wycenionych na 24,3 mln PLN, za sprawą kolejnych umów, sukcesywnie była zwiększana do łącznej kwoty 170,6 mln PLN (łącznie z aneksem pokrywającym dodatkowe koszty). Całość inwestycji została zakończona w czerwcu 2019r., a w marcu 2020r. instalacja uruchomiona. Mimo to do dziś trwają rozliczenia wykonanych prac.

Ze względu na brak porozumienia w sprawie ostatecznego rozliczenia umowy na wykonanie pakietu prac mechanicznych w ramach projektu EFRA, MZ w dniu 20 grudnia 2021 r. skierował przeciwko KT sprawę na drogę arbitrażową. Wezwanie na arbitraż obejmuje kwotę 19,4 mln zł (powiększoną o należne odsetki), której zapłaty MZ żąda od KT tytułem:

- 1) wynagrodzenia za roboty podstawowe, w tym kwoty wynagrodzenia zatrzymanego przez KT jako zabezpieczenie wykonania umowy,
- 2) dodatkowego wynagrodzenia wynikającego z uzgodnionego schematu bonusów,
- 3) wynagrodzenia za roboty dodatkowe,
- 4) pokrycia kosztów poniesionych w wyniku wydłużonego czasu realizacji umowy.

W odpowiedzi na wezwanie na arbitraż złożone przez MZ, KT złożyło w dniu 22 grudnia 2021r. wezwanie na arbitraż przeciwko Mostostalowi Zabrze, w którym domaga się od niego łącznie kwoty 90,8 mln zł (powiększonej o odsetki) tytułem kar umownych i odszkodowania za rzekome naruszenie warunków umowy przez Mostostal Zabrze.

### Drogowa Trasa Średnicowa

Sprawa sięga 2003r. i umowy zawartej przez spółkę zależną Mostostalu Zabrze - Przedsiębiorstwa Robót Inżynieryjnych (PRInż) z Drogową Trasą Średnicową, działającej w imieniu Województwa Śląskiego, na budowę odcinka Drogowej Trasy Średnicowej w Katowicach – dwupoziomowy węzeł-rondo w Katowicach. W sprawie tej pozywającym jest PRInż, który domaga się zwrotu z nienależnie pobranych kwot gwarancji w kwocie 68,9 mln PLN. W lutym 2021r. Sąd Okręgowy w Katowicach wydał wyrok niekorzystny dla PRInż. Wyrok nie jest prawomocny, a PRInż rozważa złożenie apelacji od wyroku pierwszej instancji. Ewentualne zakończenie postępowania z negatywny wyrokiem dla spółki nie wpłynie na sytuację finansową gdyż konsekwencje uruchomienia przez DTŚ gwarancji bankowych i ubezpieczeniowych zostały ujęte w księgach finansowych w latach wcześniejszych.

### Portfel zamówień

Portfel zamówień (backlog) Mostostalu Zabrze na koniec lutego 2022r. wyniósł 1041,4 mln PLN, czyli niemal był niemal dwa razy większy od posiadanego równo rok temu. Tak duża zmiana jest pochodną podpisania dwóch dużych kontraktów w trakcie 2021r. Pierwszym jest kontrakt z BASF Schwarzheide GmbH o łącznej wartości ok. 50 mln EUR, co oznacza że jego wartość wyrażona w PLN wzrosła wraz z kursem EUR/PLN. Kontrakt podpisany został w sierpniu 2021r., a realizowany ma być do końca 2022r. Szacujemy, że na koniec lutego pozostała do zrealizowania wartość umowy wyniosła 180,8 mln PLN. Drugim jest kontrakt z Posco na prace przy budowie spalarni śmieci w Warszawie, o łącznej wartości ok. 400 mln PLN. Jego realizacja trwała już w 2021r. i szacujemy, że do wykonania zostały jeszcze prace o wartości ok. 360 mln PLN, z czego duża część zostanie zrealizowana w 2022r.

### Portfel zamówień

	Backlog luty 2022r.	Backlog luty 2021r.	zmiana	Backlog vs przychody 2021r.
Realizacje przemysłowe i projektowanie, w tym:	375,3	193,0	94,5%	108%
BASF Schwarzheide*	180,0			
Konstrukcje maszynowe	131,7	125,7	4,8%	104%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne, w tym:	534,3	145,5	267,2%	187%
Posco Engineering & Construction*	360,0			
<b>Razem</b>	<b>1 041,4</b>	<b>534,2</b>	<b>94,9%</b>	<b>135,2%</b>

\* szacunek Millennium DM

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

## Sprzedaż nieruchomości

W październiku 2021 r. Mostostal Zabrze zawarł z podmiotem niepowiązanym umowę sprzedaży prawa użytkowania wieczystego niezabudowanej nieruchomości gruntowej o łącznej powierzchni 24,7 ha, położonej w Bytomiu przy ul. Strzelców Bytomskich. Cena sprzedaży została ustalona na poziomie przewidzianym w umowie przedwstępnej z 2020 roku i wyniosła 25,8 mln zł. Ponieważ w księgach spółki działka ujęta był w zbliżonej wartości, zysk wyniósł ok. 1,6 mln PLN i w takiej wysokości transakcja znalazła odzwierciedlenie w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych. Całość gotówki z tej transakcji została natomiast uwidoczniiona w przepływach inwestycyjnych.

## Analiza płynności i zadłużenia

Wskaźniki płynności finansowej Grupy MZ w ostatnich latach kształtowały się w sposób wskazujący na jej wysoki poziom. Zarazem wskaźniki te nie podlegały większym wahaniom.

### Wskaźniki płynności Grupy Mostostal Zabrze

	2018	2019	2020	2021	2022p
Aktywa obrotowe	201,5	299,2	324,8	340,1	414,8
Zapasy	17,7	13,7	19,8	27,6	31,2
Gotówka	14,3	31,0	28,5	48,1	68,1
Zobowiązania bieżące	174,2	229,3	246,7	247,9	283,6
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	8,2%	13,5%	11,6%	19,4%	24,0%

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Na XII 2021r. Grupa MZ posiadała zadłużenie w bankach w wys. 15,2 mln PLN, z czego 11,8 mln PLN stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Dodatkowo korzystała z leasingu o wartość 14,4 mln PLN. W sumie zobowiązania finansowe wynosiły 29,8 mln PLN, przy gotówce i jej ekwiwalentach o wartości 48,1 mln PLN. Wobec tego spółka na koniec roku posiadała gotówkę netto 18,3 mln PLN wobec zadłużenia netto przed rokiem 19,3 mln PLN. Znaczący wpływ na tę sytuację miał wpływ do spółki kwoty za sprzedaż nieruchomości w Bytomiu - 25,8 mln PLN. Jednak również i przed tą transakcją zadłużenie Mostostalu Zabrze w porównaniu do wypracowywanych wyników było niskie, gdyż relacja Dług netto / EBITDA na koniec 2020r. wynosiła 0,5.

Zadłużenie odsetkowe w relacji do kapitałów własnych Grupy MZ wyniosło na koniec 2021r. 15,6%, a w relacji do rzeczowych aktywów trwałych 46,1%. Poziomy te należy uznać za niskie.

### Zadłużenie Grupy Mostostal Zabrze

	2019	2020	2021	2022p
<b>Długotermin. zobowiązania finansowe</b>	<b>17,3</b>	<b>15,5</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>
Dł. kredyty i pożyczki	5,3	4,6	3,7	3,7
Dł. leasing	12,0	10,9	9,2	9,2
<b>Krótkotermin. zobowiązania finansowe</b>	<b>23,5</b>	<b>32,3</b>	<b>16,9</b>	<b>16,9</b>
Kr. kredyty i pożyczki	18,2	26,9	11,8	11,8
Kr. leasing	5,2	5,3	5,2	5,2
<b>Środki pieniężne</b>	<b>31,0</b>	<b>28,5</b>	<b>48,1</b>	<b>68,1</b>
<b>Dług odsetkowy netto</b>	<b>9,8</b>	<b>19,3</b>	<b>-18,3</b>	<b>-38,3</b>
Kapitały własne	165,1	173,0	190,8	225,0
Rzeczowe aktywa trwałe	65,7	72,4	69,2	64,4
EBITDA	33,3	39,1	44,5	59,3
<b>Wskaźniki</b>				
Zadłużenie / KW	24,7%	27,6%	15,6%	13,3%
Zadłużenie / RzAT	62,1%	66,0%	43,1%	46,3%
Net debt / EBITDA	0,3	0,5	-0,4	-0,6

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>615,0</b>	<b>601,4</b>	<b>616,9</b>	<b>770,1</b>	<b>1 139,9</b>	<b>841,9</b>	<b>855,8</b>	<b>915,2</b>	<b>960,8</b>
Realizacje przemysłowe i projektowanie	347,5	246,2	307,0	347,9	452,3	352,8	363,4	388,8	408,3
Konstrukcje maszynowe	118,2	113,9	103,5	126,1	142,5	149,7	152,7	163,3	171,5
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	135,4	213,9	194,3	286,1	535,0	329,0	329,0	352,0	369,6
Pozostała działalność	12,2	27,3	12,1	9,9	10,1	10,4	10,7	11,0	11,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>69,6</b>	<b>64,8</b>	<b>72,1</b>	<b>77,3</b>	<b>106,9</b>	<b>73,1</b>	<b>72,8</b>	<b>75,0</b>	<b>77,3</b>
Koszty sprzedaży	-5,5	-7,2	-9,1	-8,3	-14,8	-10,1	-10,3	-11,0	-11,5
Koszty og.zarządu	-43,4	-38,5	-35,2	-38,7	-47,9	-32,0	-32,0	-32,0	-32,0
Pozostałe netto	2,1	0,3	-1,5	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
<b>EBITDA</b>	<b>35,1</b>	<b>33,3</b>	<b>39,1</b>	<b>44,5</b>	<b>59,3</b>	<b>45,3</b>	<b>44,3</b>	<b>45,5</b>	<b>46,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,9</b>	<b>20,4</b>	<b>26,4</b>	<b>32,1</b>	<b>47,5</b>	<b>34,4</b>	<b>33,9</b>	<b>35,4</b>	<b>37,1</b>
saldo finansowe	-7,3	-5,6	-5,6	-6,8	-5,3	-5,3	-5,1	-5,0	-4,9
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>15,6</b>	<b>16,4</b>	<b>16,8</b>	<b>23,1</b>	<b>42,2</b>	<b>29,0</b>	<b>28,8</b>	<b>30,4</b>	<b>32,3</b>
podatek dochodowy	-4,4	-6,0	-6,2	-7,8	-8,0	-5,5	-5,5	-5,8	-6,1
<b>Zysk netto</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>14,7</b>	<b>34,2</b>	<b>23,5</b>	<b>23,3</b>	<b>24,6</b>	<b>26,1</b>
EPS	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4

### Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>aktywa trwałe</b>	<b>161,6</b>	<b>152,8</b>	<b>153,5</b>	<b>154,0</b>	<b>149,1</b>	<b>145,9</b>	<b>144,1</b>	<b>142,3</b>	<b>140,6</b>
rzeczowe aktywa trwałe	72,1	65,7	72,4	69,2	64,4	61,2	59,3	57,6	55,8
wartości niematerialne i prawne	2,1	3,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
prawa do użytkowania aktywów									
pozostałe	87,4	83,8	76,0	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9	76,9
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>201,5</b>	<b>299,2</b>	<b>324,8</b>	<b>340,1</b>	<b>414,8</b>	<b>417,0</b>	<b>443,3</b>	<b>474,6</b>	<b>506,2</b>
zapasy	17,7	13,7	19,8	27,6	31,2	23,1	23,4	25,1	26,3
należności	110,8	153,4	156,7	151,9	203,0	149,9	152,4	163,0	171,1
inwestycje krótkoterminowe	1,3	0,1	1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
gotówka i ekwiwalenty	71,8	132,1	146,8	160,0	180,0	243,5	266,9	286,0	308,3
aktywa do zbycia	10,2	24,2	24,4	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>aktywa razem</b>	<b>373,4</b>	<b>476,2</b>	<b>502,7</b>	<b>495,3</b>	<b>563,9</b>	<b>562,9</b>	<b>587,4</b>	<b>616,9</b>	<b>646,8</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	156,0	165,1	173,0	190,8	225,0	248,5	271,9	296,5	322,6
kapitał mniejszości	2,0	1,6	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
zobowiązania	215,3	285,3	303,5	301,1	336,8	312,3	313,4	318,3	322,1
zobowiązania długoterminowe	41,2	56,0	56,8	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2	53,2
w tym dług odsetkowy	11,0	5,3	4,6	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
zobowiązania krótkoterminowe	174,2	229,3	246,7	247,9	283,6	259,1	260,2	265,1	268,9
w tym dług odsetkowy	20,1	18,2	26,9	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
<b>pasywa razem</b>	<b>373,4</b>	<b>452,0</b>	<b>478,3</b>	<b>494,0</b>	<b>563,9</b>	<b>562,9</b>	<b>587,4</b>	<b>616,9</b>	<b>646,8</b>
BVPS	2,09	2,21	2,32	2,56	3,02	3,33	3,65	3,98	4,33

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy Millennium DM

### Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
wynik netto w raz zyskami mniejszości	11,1	10,1	10,2	14,7	34,2	23,5	23,3	24,6	26,1
amortyzacja	9,0	6,2	4,3	5,5	6,9	7,7	8,6	8,3	8,1
zmiana kapitału obrotowego	-36,3	1,8	1,7	-13,9	-19,0	36,7	-1,7	-7,3	-5,6
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>-21,9</b>	<b>13,6</b>	<b>0,6</b>	<b>22,4</b>	<b>27,0</b>	<b>71,2</b>	<b>32,0</b>	<b>27,4</b>	<b>30,3</b>
inwestycje (capex)	-9,0	-6,2	-4,3	-5,5	-6,9	-7,7	-8,6	-8,3	-8,1
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>33,2</b>	<b>8,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>21,6</b>	<b>-6,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,1</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	-13,6	9,7	7,0	-18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-23,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-25,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
zmiana gotówki netto	-12,0	16,7	-2,1	19,0	20,0	63,5	23,5	19,1	22,2
DPS	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS	0,27	0,22	0,19	0,27	0,55	0,42	0,43	0,44	0,46
FCFPS	0,02	0,70	0,92	0,73	0,58	1,10	0,57	0,52	0,58

### Wskaźniki

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
zmiana sprzedaży	-5,4%	-2,2%	2,6%	24,8%	48,0%	-26,1%	1,6%	7,0%	5,0%
zmiana EBITDA	-155,5%	-5,2%	17,5%	13,7%	33,4%	-23,6%	-2,3%	2,7%	3,2%
zmiana EBIT	-130,0%	-10,8%	29,1%	21,7%	48,1%	-27,7%	-1,4%	4,4%	5,0%
zmiana zysku netto	-113,8%	-8,9%	1,0%	43,8%	133,3%	-31,2%	-0,8%	5,5%	6,1%
marża EBITDA	11,3%	10,8%	11,7%	10,0%	9,4%	8,7%	8,5%	8,2%	8,0%
marża EBIT	3,7%	3,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%
marża netto	1,8%	1,7%	1,7%	1,9%	3,0%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
sprzedaż/aktywa (x)	1,6	1,3	1,2	1,6	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
dług / kapitał (x)	8,3%	9,0%	10,0%	6,0%	5,3%	5,3%	5,1%	4,8%	4,6%
odsetki / EBIT	34,9%	29,2%	22,6%	21,1%	11,7%	16,4%	16,7%	16,0%	15,2%
stopa podatkowa	28,0%	36,7%	36,7%	33,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	7,1%	6,1%	5,9%	7,7%	15,2%	9,5%	8,6%	8,3%	8,1%
ROA	3,0%	2,1%	2,0%	3,0%	6,1%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	16,7	9,8	19,3	-18,3	-38,3	-101,8	-125,2	-144,3	-166,6

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy Millennium DM

## Zasady odpowiedzialnego inwestowania, odnoszące się do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego - ESG (Environmental, Social, and Governance)

### Sprawy pracownicze

W ramach Grupy Mostostal Zabrze działają spółki produkcyjne i spółki budowlane. W obu przypadkach zachodzi ryzyko wypadków. Spółka prezentuje wskaźniki związane z bezpieczeństwem i higieną pracy:

- wskaźnik częstości wypadków na 1000 zatrudnionych w Grupie MZ w 2021r. wyniósł 20,3, co oznacza wzrost w porównaniu do 2020r., kiedy jego wartość wyniosła 16,3, ale jest jednocześnie niższy w porównaniu do 2019r., kiedy to wyniósł 26,7,
- wskaźnik Lost time injury rate na 200 000 roboczogodzin w Grupie MZ (LTIR = wypadki powodujące absencję / liczbę przepracowanych roboczogodzin x 200 000) w 2021r. wyniósł 1,7, co jest wartością wyższą od odnotowanej w 2020r. kiedy to wyniósł 1,6, ale jest nadal znacznie niższa w porównaniu do 2,4 odnotowanej w 2019r.,
- wskaźnik częstotliwości wypadków na 1 000 000 roboczogodzin - injury frequency rate (IF = liczba wypadków powodujących absencję / liczba przepracowanych roboczogodzin x 1 000 000 w 2021r. wyniósł 8,4, co jest wartością wyższą od odnotowanej w 2020r. kiedy to wartość ta była na poziomie 8, ale jest niższa w porównaniu do 12 odnotowanej w 2019r.

Powyższe wskaźniki wskazują na znaczącą poprawę bezpieczeństwa w skali ostatnich dwóch lat. Należy jednak mieć na względzie specyfikę 2020 roku, w którym ograniczenia związane z epidemią wymusiły wiele zmian w organizacji pracy, a wiele prac zostało też przesuniętych w czasie. Ponieważ w 2021r. intensywność prac na budowach powróciła w dużej mierze do normalności, należy pozytywnie ocenić utrzymanie wskaźników wypadkowości na niskim poziomie.

W Grupie MZ na koniec 2021r. pracowało 1670 osób (wobec 1774 na koniec 2020r.), z czego 1404 to mężczyźni. Oznacza to, że kobiety stanowiły zaledwie 15,9% załogi (14,4% na koniec 2020r.). Wśród najwyższej kadry zarządzającej w spółkach Grupy MZ była 1 kobieta wobec 11 mężczyzn (bez zmian r/r), natomiast wśród kierowników i dyrektorów były 40 kobiety, na 127 mężczyzn (43 na 150 na koniec 2020r.).

W Grupie MZ działają dwa związki zawodowe: Organizacja Międzyzakładowa NSZZ „Solidarność” oraz Międzyzakładowy Związek Zawodowy „Budowlani”, z którymi na bieżąco prowadzony jest stały dialog, ze szczególnym uwzględnieniem spraw dotyczących pracowników. NSZZ „Solidarność” zrzesza 250 pracowników Grupy MZ (198 na koniec 2020r.) natomiast MZZ „Budowlani” 77 (95 na koniec 2020r.).

### Relacje z otoczeniem

Mostostal Zabrze jest członkiem szeregu organizacji gospodarczych oraz współpracuje z wieloma placówkami oświatowymi. Współpraca z Politechniką Śląską w Gliwicach ma na celu przede wszystkim działalność edukacyjno-naukową, badawczo-rozwojową, a także działania technologiczne, innowacyjne oraz doradcze. Mostostal Zabrze, z Politechniką Śląską podpisał List Intencyjny w zakresie wspólnej realizacji projektów badawczo-rozwojowych, tworzenia lub rozwoju infrastruktury badawczo-rozwojowej, w tym powołanie podmiotu będącego stałą platformą. Współpraca z Politechniką Śląską w Gliwicach ma również na celu wspieranie procesu kształtowania kariery zawodowej studentów oraz absolwentów oraz działania na rzecz poszukiwania nowych kadr poprzez organizowanie staży i praktyk studenckich.

Ponadto spółka współpracuje ze szkolnictwem branżowym - partnerskie w Branżowej Szkole I Stopnia nr 4 w Zespole Szkół Budowlano – Ceramicznych w Gliwicach spółka utworzyła w roku szkolnym 2020/21 3 klasy pierwsze (w roku szkolnym 2019/2020 - 4 klasy). W klasach tych uruchomiony został również Program Stypendialny, dla uczniów wykazujących się odpowiednią średnią ocen, zachowaniem i frekwencją podczas zajęć. Te klasy partnerskie są nadal kontynuowane. W roku szkolnym 2021/2022 otworzyła 1 klasę partnerską. Zostało podpisane

także porozumienie o współpracy z Zespołem Szkół Ekonomiczno-Usługowych w Zabrze. Na jego mocy utworzone zostały dwie klasy partnerskie kształcące w zawodzie technik ekonomista. We wszystkich powyższych klasach uruchomiony został Program Stypendialny, dla uczniów wykazujących się odpowiednią średnią ocen, zachowaniem i frekwencją podczas zajęć. Prowadzona jest też współpraca z Górnośląskim Centrum Edukacyjnym w Gliwicach w zakresie kształcenia w zawodach technicznych, takich jak spawalnictwo i ślusarstwo. W 2021r. spółka była sponsorem nagród w ramach regionalnego etapu olimpiady „Buduj z pasją” organizowanego przez Stowarzyszenie Edukacji Budowlanej. Ponadto od 2018r. działa Program stażowy dla maturzystów i studentów.

Działalność charytatywna MOSTOSTAL ZABRZE S.A. jest wspierana ze środków zgromadzonych w ramach

W Grupie MZ utworzony jest Fundusz Celowy Darowizn, na który przeznaczona zostaje część rocznego zysku netto. Na stronie internetowej spółki zamieszczono regulamin tego Funduszu wraz z wnioskiem, który wypełnia osoba lub organizacja starająca się o wsparcie.

### Wpływ na środowisko

Główne źródło **emisji** pochodzi z działalności na realizowanych projektach takich jak spawanie lub cięcie oraz z utrzymaniem własnych źródeł grzewczych (kotły).

Największa ze spółek Grupy – MZ Realizacje Przemysłowe posiada udokumentowaną Politykę Zintegrowanego Systemu Zarządzania w której treści zawarto zobowiązania w obszarze ochrony środowiska zgodnie z wytycznymi normy ISO 14001:2015. Dla pozostałych spółek z Grupy taka polityka nie została wprowadzona.

Spółka MZRP w ramach strategii oddziaływania na środowisko zidentyfikowała następujące istotne aspekty środowiskowe: 1. Zużycie energii elektrycznej, 2. Zużycie farb, 3. Odpady z usuwania farb i lakierów zawierające rozpuszczalniki organiczne lub inne substancje niebezpieczne, 4. Zużycie ciepła w parze i gorącej wodzie.

Spółki w Grupie MZ mają ściśle określony sposób postępowania z **odpadami** wytworzonymi w procesie produkcji lub użytkowania maszyn czy urządzeń. Wszystkie odpady wytworzone przez spółki były i są przekazywane do odpowiednich firm zajmujących się zagospodarowywaniem danego rodzaju (kodu) przekazywanego odpadu. **Odpady niebezpieczne** to rozpuszczalniki organiczne, roztwory z przemywania i cieczy macierzyste, odpady farb i lakierów zawierających rozpuszczalniki organiczne lub inne substancje niebezpieczne, odpady z usuwania farb i lakierów zawierające rozpuszczalniki organiczne lub inne substancje niebezpieczne, odpadowe emulsje i roztwory z obróbki metali nie zawierające chlorowców, mineralne oleje silnikowe, przekładniowe, smarowe nie zawierające związków chlorowcoorganicznych, syntetyczne oleje silnikowe, przekładniowe i smarowe, inne oleje silnikowe, przekładniowe i smarowe, oleje hydrauliczne i rozpuszczalniki, opakowania zawierające pozostałości substancji niebezpiecznych lub nimi zanieczyszczone, opakowania z metali zawierające niebezpieczne porowate elementy wzmocnienia konstrukcyjnego (np. azbest), włącznie z pustymi pojemnikami ciśnieniowymi, baterie i akumulatory ołowiowe.

**Emisje gazów cieplarnianych** do atmosfery w 2021 roku w porównaniu do 2020 roku w Grupie MZ wzrosły, co wynika w dużej mierze ze zmniejszeniem aktywności w początkowym okresie pandemii. Ślad węglowy spółek z Grupy MZ w 2021r. w ujęciu bezpośrednim (scope 1) wyniósł łącznie 4303 ton CO<sub>2</sub>, co oznacza wzrost z 4114 ton CO<sub>2</sub> w 2020r. W ujęciu pośrednim: Scope 2 - location base ślad węglowy wyniósł 117,1 tys. ton CO<sub>2</sub>, a Scope 2 - market base 112,2 tys. ton CO<sub>2</sub>.

Mostostal Zabrze w swojej strategii biznesowej nie uwzględnił kwestii redukcji emisji dwutlenku węgla, jednakże w swoich procesach biznesowych, w tym w działalności operacyjnej, dokonuje analiz i identyfikuje ryzyka środowiskowe celem ograniczenia ich negatywnego wpływu na środowisko.

Na żadną ze spółek grupy nie zostały nałożone kary z tytułu wyrządzenia szkód w środowisku.

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 82

marcin.materna@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

### Adam Zajler

+48 22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl

### Łukasz Bugaj

Doradca inwestycyjny

+48 22 598 26 59

lukasz.bugaj@millenniumdm.pl

### Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05

### Dyrektor

banki, ubezpieczenia

### Analityk

handel detaliczny, biotechnologia

branża spożywcza

### Analityk

przemysł, technologie, media

### Analityk

fundusze inwestycyjne

### Analityk

fundusze inwestycyjne

sektor gier komputerowych

## Departament Sprzedaży

### Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34

radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Dyrektor

### Arkadiusz Szumilak

+48 22 598 26 75

arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11

jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90

leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

### Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60

marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

### Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70

marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp  
02-593 Warszawa Polska

### Ważne informacje

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

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych informacji faktograficznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

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

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgową na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.  
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.  
Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Developer, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerski S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskaźników konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: KGL, Mostostal Zabrze, Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce Zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A.  
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego, (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.  
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.  
Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 31 marca 2022 roku o godzinie 9.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 31 marca 2022 roku godzina 10.00.

### Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Ambra	Kupuj	6 kwi 21	19,50	28,60	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8,40	23,40	Adam Zajler
Korporacja KGL	Kupuj	21 maj 21	17,00	30,50	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68,80	77,80	Adam Zajler
Selvia	Neutralnie	16 cze 21	76,40	71,50	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 wrz 21	1,89	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	28 wrz 21	25,40	36,10	Marcin Palenik
Korporacja KGL	Neutralnie	13 paź 21	15,00	15,60	Marcin Palenik
Selvia	Neutralnie	14 gru 21	86,00	78,20	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20-12-2021	6,66	16,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	8 mar 22	21,00	28,50	Marcin Palenik

Źródło: Millennium DM S.A. rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL uczestniczą w programie GWW wsparcia analitycznego, z tytułu czego Millennium DM otrzymuje wynagrodzenie od GWW.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	18 maj 21	8,40	23,40	Adam Zajler
			Liczba rekomendacji	% udział	
Kupuj			8	73%	
Akumuluj			0	0%	
Neutralnie			3	27%	
Redukuj			0	0%	
Sprzedaj			0	0%	

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

\*Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora