

Mostostal Zabrze

kupuj

inżynieryjno - budowlany, maszynowy

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena rynkowa*: 5.71

Cena docelowa: 9.50

Mocny filar plus nowe obszary

Mostostal Zabrze łączy dziś mocny biznes podstawowy, oparty na realizacjach przemysłowych, inżynieryjno-budowlanych i budownictwie specjalistycznym, z nowymi obszarami wzrostu, które na razie pozostają w fazie rozwoju lub restrukturyzacji. Taki układ oznacza, że grupa opiera się na relatywnie solidnym filarze operacyjnym, a jednocześnie buduje dodatkowy potencjał dalszej poprawy wyników.

Realizacje przemysłowe i projektowanie pozostają najmocniejszym segmentem Mostostalu Zabrze, łącząc wysoką jakość realizowanych kontraktów z dobrą rentownością i solidną kontrakcją krajową i, co ważne, zagraniczną. Obszar ten korzysta obecnie zarówno z udanych końcowych rozliczeń, jak i z dużego backlogu oraz szerokiego lejka ofertowego.

Budownictwo ogólne i inżynieryjne pokazuje z kolei silny potencjał wzrostu skali działalności, widoczny w bardzo wysokiej sprzedaży i mocnym froncie robót, ale jednocześnie pozostaje segmentem o bardziej zmiennej rentowności, wrażliwej na sezonowość, harmonogram rozliczeń i ostrożne ujmowanie prac dodatkowych, co było widoczne w ostatnim zaraportowanym kwartale.

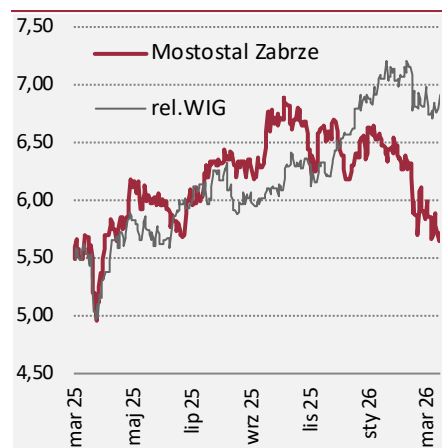
Polwax pozostaje w trybie restrukturyzacji, ale po bardzo słabym 4Q'25 widać przesłanki poprawy perspektyw na 2026 rok. Szansą spółki jest korzystniejsza sytuacja surowcowa, zabezpieczoną pozycją zakupową oraz zapasy nabyte po niższych cenach, co może wspierać marżę. Poprawa ma opierać się także na aktywniejszej sprzedaży, nowych klientach i nowych grupach produktowych.

ModQS, czyli spółka rozwijana w oparciu o moce produkcyjne Stalmechu, buduje skalę działalności, a nowym impulsem wzrostowym jest nawiązanie współpracy z Algeco, należącym do jednej z największych platform modular services w Europie i będącym bardzo silnym graczem także na rynku polskim. Przekłada się to na ambitny cel wzrostu sprzedaży z 35 mln PLN w 2025 roku do około 80 mln PLN w 2026 roku.

HeatRec to nowy obszar biznesowy związany z odzyskiem ciepła odpadowego, który może stać się atrakcyjną opcją wzrostu i dywersyfikacji przychodów. Jego atutem jest oparcie na już posiadanych kompetencjach wykonawczych oraz szeroki zakres zastosowań, od przemysłu ciężkiego po biogazownie i oczyszczalnie ścieków. Korzystne perspektywy rynku oraz utrzymujące się wysokie ceny energii w Europie wzmocniają ekonomikę takich projektów.

Wycena i rekomendacja

W oparciu o wycenę porównawczą wyceniliśmy Grupę MZ na 710 mln PLN. Wycenę metodą DCF wykonaliśmy w dwóch wariantach: w podstawowym na 633 mln PLN, a przy założeniu że spółka musiałaby wypłacić odszkodowanie za Stadion Śląski 483 mln PLN. Uśredniając te wyniki otrzymaliśmy 634 mln PLN, czyli 9,5 PLN na akcję, co oznacza utrzymanie rekomendacji „kupuj”.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	6,89 / 4,95		
Liczba akcji (mln)	68,0		
Kapitalizacja (mln PLN)	388		
EV (mln PLN)	429		
Free float (mln PLN)	179		
Średni obrót (mln PLN)	0,2		
Główny akcjonariusz	Jędrzejewski Krzysztof		
% akcji, % głosów	39,1%, 39,1%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-9,5%	-7,6%	-9,1%
Zmiana do WIG	-6,1%	-13,0%	-24,0%

Adam Zajler

adam.zajler@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2025	1 224,5	45,5	68,6	50,5	38,1	0,6	0,9	5,1	10,1	1,1	0,3%	9,4	6,2	10,9%
2026p	1 505,2	62,7	85,7	63,8	46,5	0,7	1,0	5,4	8,3	1,0	0,3%	6,8	5,0	12,7%
2027p	1 462,1	67,5	89,9	68,9	47,6	0,7	1,0	5,6	8,1	1,0	0,0%	6,3	4,7	12,5%
2028p	1 419,5	70,9	93,3	71,0	48,5	0,7	1,0	5,8	7,9	1,0	0,0%	6,0	4,6	12,3%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium r/mn PLN

Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza	3
Wycena DCF	4
Wyniki spółki za 2Q'25	6
Kondycja finansowa	7
Polwax - sytuacja bieżąca i perspektywy	7
ModQS - sytuacja bieżąca i perspektywy	9
Portfel zamówień.....	9
Ostatnie wydarzenia.....	11
Struktura przychodów.....	12
HeatRec	13
Najistotniejsze kontrakty w realizacji.....	14
Wyniki finansowe i ich prognozy	19
Czynniki ryzyka	21
Przestrzeganie zasad ESG	22
Rekomendacje BM Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	23

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 inżynieryjnych. W podstawowym wariantcie DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 633 mln PLN, czyli 9,7 PLN na akcję, w wariantcie z możliwą wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego 483 mln PLN, czyli 7,3 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 710 mln PLN, czyli 10,4 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 634 mln PLN, czyli 9,5 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga wyceny
Wycena DCF	633	9,7	25%
Wycena DCF z w ypłatą za Stadion Śląski	483	7,3	25%
Wycena porów naw cza	710	10,4	50%
Wycena spółki Mostostal Zabrze	634	9,5	

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2026p	2027p	2028p	2026p	2027p	2028p
VINCI SA	DG	FRANCE	86 369	13,7	12,5	11,7	7,1	6,8	6,6
HOCHTIEF AG	HOT	GERMANY	35 386	28,1	24,3	20,6	12,8	11,5	10,6
ACS ACTIVIDADES CONS Y SER\	ACS	SPAIN	33 286	23,0	23,6	21,7	9,0	8,4	7,7
BOUYGUES SA	EN	FRANCE	22 228	14,8	13,0	11,8	5,4	5,2	5,0
EIFFAGE	FGR	FRANCE	14 978	11,1	10,4	9,8	5,6	5,5	5,2
STRABAG SE-BR	STR	AUSTRIA	11 641	5,4	11,7		5,0	4,6	
SKANSKA AB-B SHS	SKA	SWEDEN	11 212	18,3	13,1	12,6	9,1	8,4	8,2
FOMENTO DE CONSTRUC Y COM	FCC	SPAIN	5 707	31,5	12,2		5,7	5,5	5,4
BUDIMEX	BDX	POLAND	4 547	19,3	18,4	15,7	14,0	12,4	10,7
SACYR SA	SCY	SPAIN	3 878	35,1	17,4	16,7	7,9	7,6	7,5
PEAB AB-CLASS B	PEA	SWEDEN	2 984	18,0	10,6	10,4	7,9	7,5	7,4
VEIDEKKE ASA	VEI	NORWAY	2 660	15,5	15,3	14,7	6,9	6,6	6,5
NCC AB-B SHS	NCC	SWEDEN	2 080	151,9	10,8	10,0	6,6	6,4	6,0
MOTA ENIGL SGPS SA	EGL	PORTUGAL	1 535	7,1	8,0	7,6	3,3	3,1	3,1
Mediana				18,1	12,7	12,2	7,0	6,7	6,6
Mostostal Zabrze zysk netto (mln PLN)				46,5	47,6	48,5			
Mostostal Zabrze EBITDA (mln PLN)							85,7	89,9	93,3
Dług netto							-123,9	-129,9	-146,9
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				842	607	593	723	734	761
Wagi w ycen				16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Wycena							710		
Liczba akcji (mln szt)							68,0		
Wycena na 1 akcję							10,4		

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2026-03-30 17:00

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena DCF

Grupę Mostostal Zabrze wyceniliśmy metodą DCF w dwóch wariantach. Różnią się one wypłatą odszkodowania na rzecz Województwa Śląskiego z tytułu ewentualnej przegranej w wytoczonym przez nie procesie. Spór ten opisaliśmy szczegółowo w raporcie z 7 września 2021r., a od tego czasu w sprawie niewiele się wydarzyło (kilka rozpraw z przesłuchaniem świadków). 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 2031 roku. Kwotę wypłaty przyjęliśmy jako aktualną wartość żądania, czyli 181 mln PLN powiększoną o odsetki, co w sumie daje około 200 mln PLN. Ryzyka związane z innymi sporami, o mniejszej wartości zostały odzwierciedlone w prognozach wyników, jako kwoty odpisów i rezerw w rachunku wyników.

Do obu wariantów DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Mostostal Zabrze na lata 2026 – 2035.
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka równa stopie z końca okresu prognozy.
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1.2.
- Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2035 na poziomie 2,0%.
- Efektywna bazowa stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 27% (podwyższona w efekcie ekspozycji głównie na wyższą skalę w Niemczech).

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

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2034
Przychody	1505,2	1462,1	1419,5	1442,1	1508,9	1542,0	1549,7	1557,6	1565,6	1573,8	
Stopa podatkowa (T)	23%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT adj x (1-T)	46,7	49,0	51,8	56,5	58,9	62,0	62,1	62,2	60,4	60,3	
Amortyzacja (non MSSF16)	23,0	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	
Zmiana w kapitale pracujący m	-15,6	-7,1	3,3	-0,8	-2,2	-1,8	1,2	4,2	9,0	11,2	
CAPEX	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	
FCF	37,1	41,9	55,0	55,7	56,7	60,2	63,3	66,4	69,3	71,6	
zmiana FCF	-	13%	31%	1%	1,7%	6,3%	5,2%	4,8%	4,5%	3,2%	2,0%
Dług/Kapitał	14,4%	14,0%	13,6%	13,1%	12,7%	12,2%	11,9%	11,5%	11,1%	10,7%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,6%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	6,0%	6,6%	7,0%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału	12,3%	12,9%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,5%
WACC	11,1%	11,8%	12,1%	12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%	13,0%	13,1%	12,7%
PV (FCF)	33,4	33,7	39,5	35,6	32,2	30,4	28,4	26,4	24,4	22,2	211,0
Wartość DCF (mln PLN)	517,1	w tym wartość rezydualna				211					
(Dług) Gotówka netto	116,0										
Wartość udz. mniejsz.	0,0										
Wy cena DCF (mln PLN)	633,2										
Liczba akcji (mln)	68,0										
Wycena 1 akcji (PLN)	9,7										

Źródło: BM Banku Millennium

Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia

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

Źródło: BM Banku Millennium

Wycena DCF w wariancie z wypłatą za Stadion Śląski

Dokładny opis sporu sądowego z Województwem Śląskim znajduje się w naszym raporcie z dnia 7 września 2021 roku. Od tego czasu odbyło się kilka rozpraw z przesłuchaniem świadków, ale brak informacji o możliwym terminie zakończenia procesu w pierwszej instancji.

(mln PLN)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
Przychody	1505,2	1462,1	1419,5	1442,1	1508,9	1542,0	1549,7	1557,6	1565,6	1573,8	
Stopa podatkowa (T)	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT adj x (1-T)	46,7	49,0	51,8	56,5	58,9	62,0	62,1	62,2	60,4	60,3	
Amortyzacja (non MSSF16)	23,0	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	
Zmiana w kapitale pracującym	-15,6	-7,1	3,3	-0,8	-2,2	-1,8	1,2	4,2	9,0	11,2	
CAPEX	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	-22,4	
FCF	37,1	41,9	55,0	55,7	56,7	60,2	63,3	66,4	69,3	71,6	
zmiana FCF	-	13%	31%	1%	2%	6,3%	5,2%	4,8%	4,5%	3,2%	2,0%
Odszkodowanie Stadion Śląski						-200,0					
Dług/Kapitał	14,4%	14,0%	13,6%	13,1%	12,7%	12,2%	11,9%	11,5%	11,1%	10,7%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,6%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
Koszt długu	6,0%	6,6%	7,0%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%
Koszt kapitału	12,3%	12,9%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,5%
WACC	11,1%	11,8%	12,1%	12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%	13,0%	13,1%	12,7%
PV (FCF)	33,4	33,7	39,5	35,6	32,2	30,4	28,4	26,4	24,4	22,2	211,0
Wartość DCF (mln PLN)	517,1	w tym wartość rezydualna				211					
(Dług) Gotówka netto	116,0										
Wartość udz. mniejsz.	0,0										
PV odszkodowania	-150,0										
Wycena DCF (mln PLN)	483,1										
Liczba akcji (mln)	68,0										
Wycena 1 akcji (PLN)	7,3										

Źródło: BM Banku Millennium

Wrażliwość wyceny Grupy Mostostal Zabrze na przyjęte założenia

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

Źródło: BM Banku Millennium

Wyniki po 4Q 2025 roku

Wyniki Mostostalu Zabrze po 4Q'25 można ocenić jako jakościowo **mocne, choć niejednorodne** między segmentami. Najlepszy obraz dały **Realizacje przemysłowe**, które wsparły rekordowy poziom przychodów w kwartale, podczas gdy **Budownictwo ogólne** rosło bardzo szybko po stronie sprzedaży, ale słabiej wypadło pod względem rentowności. Największym negatywnym zaskoczeniem był z kolei **Polwax**, przy czym należy oddzielić czynniki przejściowe od elementów, które mają poprawiać obraz 2026.

Najmocniejszym punktem grupy były **Realizacje przemysłowe**. Bardzo dobre wyniki tego obszaru wynikały z rozliczenia kończonych kontraktów z rentownością wyraźnie wyższą od pierwotnych założeń. Szczególnie istotny był kontrakt realizowany w Niemczech w branży chemicznej, którego wartość przekraczała 100 mln PLN. Według zarządu projekt ten został zrealizowany wyraźnie lepiej od założeń, mimo występujących ryzyk, którymi spółka skutecznie zarządziła.

Bardziej mieszany obraz dało **Budownictwo ogólne**. Z jednej strony segment pokazał rekordowe przychody (+72% r/r), co jest pochodną wysokiego backlogu i mocnego frontu robót. Z drugiej strony nie przełożyło się to na porównywalną poprawę wyników, ponieważ zabrakło dużych końcowych rozliczeń kontraktów, a na rentowność dodatkowo negatywnie wpłynęła zima, która ograniczyła część prac i możliwość rozliczeń. Istotne jest też konserwatywne podejście spółki do ujmowania prac dodatkowych i zmian kontraktowych, dopóki klient nie zatwierdzi ich formalnie. To podejście wspiera wiarygodność raportowania, ale jednocześnie może powodować przesunięcia wyniku między okresami.

Skonsolidowane wyniki Grupy Mostostal Zabrze

	4Q23	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	r/r	2024	2025	r/r
Przychody	230,5	306,6	239,0	266,3	332,5	386,7	26%	1 010,3	1 224,5	21%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	73,5	126,5	111,5	117,4	143,4	176,3	39%	432,2	548,5	27%
Produkcja mechaniczna	39,8	32,9	32,6	42,5	33,9	29,1	-12%	144,0	138,1	-4%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	111,9	73,2	83,3	90,9	99,0	126,3	72%	293,9	399,5	36%
Produkcja chemiczna	89,0	71,9	9,5	13,4	54,0	53,0	-26%	190,2	129,9	-
Pozostała działalność	5,3	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	6%	7,5	8,5	14%
EBITDA	39,8	22,2	16,8	15,3	19,6	17,0	-23%	98,7	68,6	-31%
EBIT	35,4	16,6	11,6	9,6	14,5	9,8	-41%	79,8	45,5	-43%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	19,4	11,0	7,7	8,9	15,2	18,7	70%	35,6	50,5	42%
Produkcja mechaniczna	0,5	-4,9	-4,2	-1,5	-3,1	-3,5	-	-9,6	-12,3	-
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	17,5	8,4	14,1	6,9	5,7	6,0	-28%	29,3	32,6	11%
Produkcja chemiczna		5,7	-2,9	-1,9	0,2	-8,8	-	8,0	-13,5	-
Pozostała działalność	-2,1	-5,0	-3,1	-3,3	-3,1	-2,4	-	-12,2	-11,9	-
Przejęcie Polwax		1,4						28,7	0,0	-
EBIT skorygowany	35,4	15,2	11,6	9,6	14,5	9,8	-35%	51,1	45,5	-11%
Przychody finansowe	2,5	2,3	3,6	10,6	2,6	2,0	-10%	12,3	18,9	53%
Koszty finansowe	-2,0	-5,5	-2,2	-3,4	-3,2	-5,2	-7%	-13,3	-13,9	-
Podatek dochodowy	-7,9	-2,7	-4,7	-5,2	-3,5	-2,4	-11%	-14,1	-15,8	-
Zysk mniejszości	0,6	1,8	-0,9	2,1	-0,3	-4,7	-	3,0	-3,8	-
Zysk netto	27,3	8,8	9,2	9,3	10,6	8,9	1%	61,8	38,1	-38%
<i>marża netto</i>	<i>11,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,3%</i>	-	<i>6,1%</i>	<i>3,1%</i>	-
Zysk netto skorygowany	7,4	9,2	2,3	10,6	-22,1	-	-	33,1	38,1	15%
CF Operacyjny	38,7	55,4	-32,8	-8,6	42,8	63,1	14%	87,6	64,5	-26%
CF Inwestycyjny	-35,9	3,6	0,0	-6,0	-7,7	3,4	-	5,5	-10,3	-
CF Finansowy	-11,0	-11,5	2,5	22,5	6,4	-42,9	-	-74,3	-11,5	-

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium; Liczby w ramce są wielkościami pro forma - nieuwzględnianymi w sumie

Najbardziej problematyczną częścią grupy pozostaje **Polwax**, choć nie jest to zaskoczeniem, gdyż jako podmiot do restrukturyzacji był nabywany. Jednak skala straty w 4Q mimo wszystko była zaskakująca, zwłaszcza w zestawieniu z podobnym biznesowo 3Q. Wyniki Polwaxu bardziej szczegółowo omawiamy w dedykowanym mu rozdziale.

Słabszym segmentem w 4Q była też **Produkcja mechaniczna**. Najwięksi klienci segmentu z branży dźwigowej wciąż odczuwają brak wzrostu zamówień, co przekłada się na niski poziom zleceń dla poddostawców. Jednocześnie wejście w nowe obszary, np. branżę zbrojeniową, już się rozpoczęło, choć na razie w skali niższej od oczekiwań. Sytuację wchodzącej w skład segmentu spółki **ModQS** omawiamy w dedykowanym jej rozdziale.

Kondycja finansowa

Mostostal Zabrze stale utrzymuje pozycję gotówki netto, której wartość na koniec 2025 roku wzrosła do 116 mln PLN, wobec 89 mln PLN rok wcześniej. Wskaźnik dług netto/EBITDA wyniósł -1,7, relacja zaciągniętego zadłużenia do kapitałów własnych 17,7%, a do rzeczowych aktywów trwałych 29,6%. Łącznie parametry te wskazują na utrzymywanie się silnej pozycji finansowej Grupy Mostostal Zabrze.

Zadłużenie Grupy Mostostal Zabrze

	2022	2023	2024	2025
Długoterm. zobowiązania finansowe	14,8	18,9	22,8	19,2
Dł. kredyty i pożyczki	1,1	0,1	0,4	1,5
Dł. leasing	13,7	18,9	22,3	17,7
Krótkoterm. zobowiązania finansowe	16,7	16,7	23,8	42,7
Kr. kredyty i pożyczki	9,7	8,6	11,0	28,3
Kr. leasing	7,0	8,1	12,7	14,4
Środki pieniężne	85,7	116,5	135,5	177,9
Dług odsetkowy netto	-54,2	-80,8	-89,0	-116,0
Kapitały własne	226,9	286,7	312,1	349,8
Rzeczowe aktywa trwałe	78,9	92,0	213,4	209,4
EBITDA	71,0	109,8	70,0	68,6
Wskaźniki				
Zadłużenie / KW	13,9%	12,4%	14,9%	17,7%
Zadłużenie / RzAT	40,0%	38,8%	21,8%	29,6%
Net debt / EBITDA	-0,8	-0,7	-1,3	-1,7

Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Polwax – sytuacja bieżąca i perspektywy

Ubiegły rok, a zwłaszcza ostatni kwartał nie był jeszcze okresem widocznych efektów restrukturyzacji. Sprzedaż za 4Q'25 spadła o -26,3%, a stratę odnotowano już na poziomie EBITDA w wysokości -6,1 mln PLN wobec dodatniego wyniku w wysokości 2,6 mln PLN rok wcześniej. Zarząd wskazał, że gorszy kwartał wynikał z kilku czynników jednocześnie: niższej rentowności zniczy, wyższych kosztów transportu, większych zwrotów zniczy od klientów oraz presji cenowej jednego z europejskich producentów.

Co istotne według zarządu w 1Q'26 nie była już widoczna wspomniana presja cenowa i rozpoczęty właśnie sezon negocjacyjny z sieciami handlowymi na tegoroczny sezon zniczowy ma szansę być lepszy niż ubiegłoroczny. Sprzyjać temu może geopolityka w postaci wojny na Bliskim Wschodzie, która utrudnia wielu producentom dostęp do gaczy i podnosi ceny surowca. Dla Polwax nie musi to być zjawisko negatywne, gdyż ma już kupione zapasy, a ograniczenie importu z Azji i Bliskiego Wschodu poprawia jego pozycję konkurencyjną. Obecne warunki dają więc szansę na poprawę marż w tym roku. Ponadto spółka wskazuje na pozytywne efekty budowy zespołu sprzedażowego w segmencie wosków przemysłowych i w efekcie pozyskanie nowych klientów. Kolejną zmianą są nowe perspektywiczne grupy produktowe, antyzbrylacze oraz emulsje dla przemysłu meblarskiego i drzewnego. To wszystko sugeruje, że poprawa w 2026 roku powinna opierać się nie tylko na lepszym otoczeniu surowcowym, ale też na bardziej aktywnym modelu sprzedaży i szerszej bazie odbiorców.

Najważniejszym bieżącym atutem Polwaxu jest dziś sytuacja surowcowa. Konkurencja może mieć problemy z dostępem do surowca, a Polwax odbiera duże wolumeny z Rafinerii Gdańskiej, mając też innego dużego dostawcę zagranicznego, jednak z kierunku innego niż obecnie objętego konfliktem. Dodatkowo spółka weszła w 2026 r. ze sporymi stanami magazynowymi, kupionymi jeszcze po niższych cenach. Tegoroczne wyniki zależą więc od pozyskania klientów, podczas gdy w 2025 roku przeszkody do wypracowania lepszych wyników były głównie wewnętrzne.

Polwax - wyniki kwartalne

	4Q23	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	zmiana
Przychody	89,0	71,9	9,5	13,4	54,0	53,0	-26,3%
EBITDA	-11,4	2,6	-3,3	-5,7	0,8	-6,1	-
EBIT	-12,2	1,8	-3,8	-6,2	0,8	-6,1	-
Zysk netto	-30,2	0,1	-3,9	0,3	-0,7	-7,7	-
Marże							
Marża EBITDA	-12,8%	3,6%	-35,0%	-42,4%	1,5%	-11,4%	
Marża EBIT	-13,7%	2,5%	-40,0%	-46,5%	1,5%	-11,4%	
Marża netto	-33,9%	0,1%	-41,8%	2,1%	-1,3%	-14,6%	

Wg PSR; mln PLN

Równoległe trwa restrukturyzacja operacyjna. W 2025 r. podjęto decyzję o wygaszeniu przemysłowej części Czechowic i przeniesieniu jej do Jasła, aby obniżyć koszty energii. W Czechowicach pozostaje produkcja zniczy, natomiast część przemysłowa jest wygaszana. Sprzedaż aktywów w Czechowicach jest rozważana, ale nie jest bliska finalizacji. Potencjalna wartość sprzedaży działek to według zarządu kilkadziesiąt milionów PLN.

Wyraźnie pogorszyła się natomiast ocena projektu Future. Obecnie zarząd uznaje jego pierwotną formułę za praktycznie nierealizowalną, gdyż podjętą na nieaktualnych już warunkach rynkowych, a konkretnie to brak stabilnego dostępu do odpowiedniego, mocno zaolejonego gaczu, którego źródłem był kierunek wschodni.

W perspektywie 2026 r. przekaz zarządu jest ostrożnie optymistyczniejszy niż wcześniej. Grupa na razie nie zakłada konieczności dokładania gotówki do Polwaxu w formie pożyczek, a w scenariuszu satysfakcjonującego popytu i udanych negocjacji na sezon zniczowy spółka może dojść do dodatniego wyniku netto w skali rocznej.

Polwax - wyniki roczne

	2021	2022	2023	2024	2025
Przychody	271,9	331,2	252,4	190,2	129,9
EBITDA	11,1	23,1	-14,4	-14,0	-13,3
EBIT	7,6	19,9	-17,5	-17,1	-15,3
Zysk netto	4,8	8,3	-39,0	-22,8	-12,1
Aktyw a	142,0	143,8	111,8	112,7	92,2
Rzeczow e aktyw a trw ałe	27,3	25,9	25,5	24,6	26,3
Aktyw a obrotow e	104,7	107,8	80,1	82,5	60,9
Środki pieniężne	13,8	3,2	3,8	29,6	1,2
Kapitały w lasne	93,6	99,4	54,2	62,2	50,1
Dług długoterminow y	0,1	0,0	0,8	0,0	0,3
Dług krótkoterminow y	26,1	25,4	16,1	7,0	21,2
Dług odsetkow y netto	12,4	22,3	13,1	-22,6	20,2
Przepływ y operacyjne	8,0	5,0	19,3	4,1	-16,5
Przepływ y inw estycyjne	-1,6	-1,9	-1,7	-2,0	-9,9
Przepływ y finansow e	-7,0	-13,7	-17,0	23,7	-2,0
Kapitalizacja (na koniec okresu)	83,1	90,8	61,8	56,5	74,0

Źródło: Polwax, BM Banku Millennium

W dniu 30 marca Polwax przekazał, że uzgodnił z Jeronimo Martins Polska wielkość zamówienia na bieżący rok na około 28 mln zł netto, podczas gdy rok temu wartość ta wyniosła 66 mln PLN. W uzyskanym przez nas komentarzu zarząd zwrócił uwagę, że komunikat odnosi się do informacji przekazanej przez kontrahenta na temat przewidywanego zapotrzebowania. Jednocześnie nie wyklucza dalszych negocjacji. Spółka współpracuje z Jeronimo Martins Polska na podstawie umowy z 2010 roku i co roku o tej porze uzgadnia wielkość dostaw. Nie jest jednak określone, że musi się to odbywać na podstawie jednego zamówienia. Ponadto Polwax dostarcza znicze do większości największych sieci handlowych w Polsce, a sezon negocjacyjny wciąż trwa, zatem jest zbyt wcześnie, by przesądzać o wielkości sprzedaży w sezonie zniczowym.

ModQ Solutions - sytuacja bieżąca i perspektywy

Na ModQS należy obecnie patrzeć przede wszystkim przez pryzmat nowego kierunku sprzedażowego i wzrostu skali działalności, a nie przez wcześniejszy, przejściowy model organizacyjny. Kluczowym bieżącym wydarzeniem jest nawiązanie współpracy z Algeco, wskazywanym przez zarząd jako kluczowy klient w segmencie prefabrykatów do modułów kontenerowych. Produkcja dla tego odbiorcy już ruszyła, a pierwsza wysyłka odbyła się w połowie marca. Produkcja w ModQS odbywa się na bazie będącej w procesie upadłości spółki Stalmech w Płocku, od której to przejęła funkcję operacyjną. Jednocześnie tak długo jak trwa proces sanacji nie można sfinalizować transakcji kupna. W 2025 roku ModQS zrealizował sprzedaż o wartości 34,8 mln PLN. Cele sprzedażowe na 2026 rok to około 80 mln PLN.

Działalność spółki koncentruje się na realizacji specjalistycznych zamówień związanych z prefabrykowanymi konstrukcjami stalowymi, kontenerami przemysłowymi i rozwiązaniami dostosowanymi do branż takich jak energetyka czy offshore.

Perspektywy dla ModQS są obiecujące, przy czym kluczowe będzie wzrost efektywności operacyjnej i realizacja wolumenów na poziomie 8–10 tys. ton konstrukcji rocznie. Pomóc mają w tym popisywane kontrakty na realizację kontenerów socjalnych dla dużych operatorów, którzy jednocześnie nie prowadzą własnej produkcji.

Portfel zamówień

Portfel zamówień Grupy Mostostal Zabrze na koniec lutego 2026 wyniósł 1.079,8 mln PLN wobec 1.057,5 mln PLN rok wcześniej, co oznacza wzrost o 2,1% r/r, ale jednocześnie spadek względem wyjątkowo wysokiego poziomu 1.375,2 mln PLN raportowanego na koniec października 2025. Spółka podkreśla jednak, że sam nominalny poziom backlogu nie przesądza automatycznie o sile danego roku, ponieważ kontrakty różnią się tempem wejścia do realizacji i rozpoznawania przychodów. Dodatkowo zarząd ocenia, że backlog zbudowany w 2025 r. był lepszej jakości, bardziej zdywersyfikowany i o wyższym potencjale marżowym.

	lut'25	paź'25	lut'26	zmiana r/r
Realizacje przemysłowe i projektowanie	497,8	718,4	581,1	16,7%
Produkcja mechaniczna	87,3	68,5	68,1	-22,0%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	445,0	516,5	407,2	-8,5%
Pozostałe	20,2	18,9	21,0	4,0%
Produkcja chemiczna	7,2	52,9	2,5	-65,3%
Razem	1 057,5	1 375,2	1 079,8	2,1%
Portfel zamówień + negocjacje	1 558,8	1 573,3	1 433,5	-8,0%

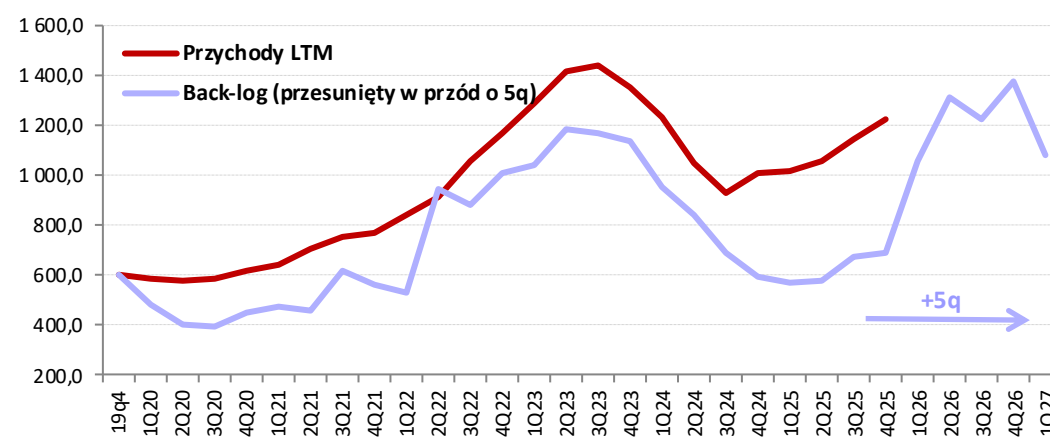
Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Największą część portfela na koniec lutego 2026 nadal stanowiły realizacje przemysłowe i projektowanie, z wartością 581,1 mln PLN, co oznacza wzrost o 16,7% r/r, podczas gdy budownictwo ogólne i inżynieryjne odpowiadało za 407,2 mln PLN, czyli o -8,5% mniej r/r. Produkcja mechaniczna pozostawała relatywnie niewielka, 68,1 mln PLN, wobec 87,3 mln PLN rok wcześniej. W przypadku części obszarów porównywalność backlogu pozostaje ograniczona, ponieważ nie cały realny biznes jest w nim od razu widoczny: współpraca z Algeco (ModQS - kontenery) opiera się głównie na krótkich zamówieniach bez dużej umowy ramowej, a w Polwaksie backlog pojawia się głównie po podpisaniu kontraktów zniczowych, podczas gdy sprzedaż przemysłowa funkcjonuje częściowo poza tym ujęciem. Jednocześnie zarząd wskazuje, że backlog budownictwa ogólnego i inżynieryjnego powinien w średnim terminie utrzymywać się raczej w przedziale 400 - 500 mln PLN, bez spektakularnych wzrostów.

Portfel zamówień powiększony o negocjacje wyniósł na koniec lutego 2026 1.433,5 mln PLN wobec 1.573,3 mln PLN na koniec października 2025 i 1.558,8 mln PLN rok wcześniej. W tej wartości sam pipeline kontraktów szacowanych do pozyskania wynosił 354 mln PLN, co pokazuje nadal istotny potencjał uzupełniania portfela. Dodatkowo w realizacjach przemysłowych, według zarządu, wartość złożonych ofert przekracza niemal 2 mld PLN, co oznacza szeroki lejek przyszłej kontraktacji. W Polwaksie obecny pipeline pozostaje przejściowo niski, ale zarząd nie interpretuje tego jako pogorszenia perspektyw, wskazując na ostrożne podejście przed podpisaniem umów z sieciami. Ponadto nie obejmuje on jeszcze Jeronimo Martins, a kontraktacja zniczowa w 2026 r. może zamknąć się szybciej niż rok wcześniej, co zwiększa szansę na wcześniejsze zasilenie backlogu.

Poniżej prezentujemy wykres ilustrujący korelację między przychodami i portfelem zamówień w Grupie Mostostal Zabrze. Zamieściliśmy na nim przychody LTM (suma przychodów za ostatnie 12 miesięcy) zgodnie z ich występowaniem w czasie oraz wartości portfela zamówień, które zostały przesunięte do przodu o 5 kwartałów. Na tej bazie przewidujemy wyraźny wzrost przychodów zarówno w najbliższych kwartałach, jak i w całym bieżącym roku.

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



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

Ostatnie wydarzenia

2026-03-30 Uzgodnienie dostaw na 2026 rok z Jeronimo Martins

Spółka zależna Mostostalu Zabrze, Polwax uzgodniła z Jeronimo Martins Polska istotne warunki dostaw wybranych produktów na 2026 rok w ramach obowiązującej od 2010 roku umowy sprzedaży. Uzgodnienie obejmuje warunki handlowe, wolumen oraz wzornictwo zniczy. Szacowana wartość kontraktu wynosi około 28 mln zł netto i może ulec zwiększeniu w przypadku rozszerzenia współpracy o dodatkowe produkty.

2026-03-20 Zaproszenie do sprzedaży akcji

Mostostal Zabrze ogłosił zaproszenie do składania ofert sprzedaży akcji własnych. Spółka zamierza nabyć do 691.000 akcji, co odpowiada około 1,01% kapitału zakładowego. Cena zakupu została ustalona na poziomie 11,50 PLN za akcję. Przyjmowanie ofert sprzedaży potrwa od 23 marca do 2 kwietnia 2026 roku, a rozliczenie transakcji przewidziano na 13 kwietnia 2026 roku.

2026-03-11 Wybór najkorzystniejszej oferty w Niemczech

Mostostal Zabrze poinformował, że spółka zależna Mostostalu Zabrze Realizacje Przemysłowe została wybrana przez zagranicznego kontrahenta jako wykonawca dostawy i montażu konstrukcji stalowych, mechanicznych oraz rurociągów w ramach budowy zakładu produkcji gazów przemysłowych w Niemczech. Wartość oferty odpowiada około 11% przychodów ze sprzedaży grupy kapitałowej Mostostalu Zabrze za 2025 rok (ok. 135 mln PLN), a ostateczne wynagrodzenie zostanie ustalone na podstawie faktycznie wykonanych prac. Przyjęcie oferty stanowi podstawę współpracy do czasu zawarcia umowy wykonawczej, a w przypadku jej niepodpisania kontrahent pokryje uzasadnione koszty poniesione przez spółkę zależną.

2025-11-19 Uzgodnienie dostaw surowców dla Polwax na 2026

Spółka zależna Mostostal Zabrze - Polwax otrzymała od Aramco Fuels Poland potwierdzenie przyjęcia oferty na zakup gaczu parafinowego lekkiego, średniego i ciężkiego w 2026 roku w ramach prowadzonego postępowania sprzedażowego. Szacunkowa wartość dostaw surowców parafinowych do Polwax w 2026 roku wynosi 34 mln zł netto. Uzgodnione ilości oraz formuła cenowa mają częściowo zabezpieczyć podstawowe potrzeby surowcowe Polwax i umożliwić realizację kontraktów handlowych w segmencie produkcji chemicznej Grupy Kapitałowej Mostostalu Zabrze w 2026 roku. Polwax powraca do współpracy z dostawcą po przerwie w 2025 roku, co stanowi element budowy bazy kluczowych dostawców i realizacji strategii handlowej spółki.

2025-10-15 Zmiana terminu i wynagrodzenia w umowie z IONWAY

Mostostal Zabrze poinformował, że spółka zależna Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe zawarła z IONWAY Poland aneks do umowy dotyczącej prac mechanicznych i montażowych w zakładzie w Radzikowicach. Na mocy aneksu termin zakończenia prac został przesunięty z końca I kwartału 2026 roku na koniec IV kwartału 2026 roku. Ustalono także dodatkowe wynagrodzenie za roboty dodatkowe i wydłużony czas realizacji. Wartość umowy po aneksie odpowiada około 20% przychodów ze sprzedaży Grupy Kapitałowej Mostostalu Zabrze za 2024 rok.

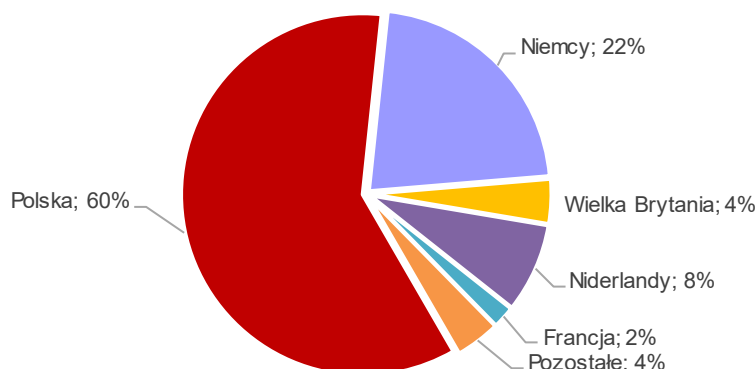
2025-09-29 Umowa na rekultywację terenów w Sosnowcu

Mostostal Zabrze poinformował, że konsorcjum z udziałem spółki zależnej Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Budownictwa Przemysłowego jako lidera zawarło umowę z Gminą Sosnowiec na realizację projektu „Kazimierz OdNowa”. Przedmiotem umowy jest rekultywacja terenów pogórnich oraz adaptacja historycznych budynków po byłej Kopalni Kazimierz Juliusz do nowych funkcji użytkowych. Wartość kontraktu wynosi 81,7 mln zł brutto, z czego 50% przypada na spółkę zależną Mostostalu Zabrze. Zakończenie inwestycji planowane jest na II kwartał 2027 roku.

Struktura przychodów

Grupa Mostostal Zabrze prezentuje zrównoważony profil przychodowy pod względem branż klientów. Sprzedaż jest rozproszona między liczne sektory przemysłowe, z przewagą chemii i petrochemii, obiektów użyteczności publicznej, hutnictwa, czy energetyki, ale żadna z gałęzi nie dominuje w stopniu stwarzającym ryzyko uzależnienia. Spółka koncentruje się na wysoko specjalistycznych kontraktach dla przemysłu – od instalacji chemicznych, poprzez projekty dekarbonizacji hut w Niemczech, aż po zaawansowane obiekty energetyczne i infrastrukturalne. Zarząd podkreśla, że trzon portfela stanowią realizacje inżynieryjne wymagające unikalnych kompetencji projektowych i montażowych, co daje przewagę konkurencyjną na rynkach, gdzie liczy się jakość i doświadczenie. Dzięki temu Mostostal utrzymuje stały napływ zleceń z różnych gałęzi przemysłu, a w kolejnych kwartałach oczekuje dalszego wzrostu wolumenu zleceń w sektorach przemysłowych, w tym w projektach związanych z wodorem, odzyskiem ciepła odpadowego i modernizacją zakładów hutniczych.

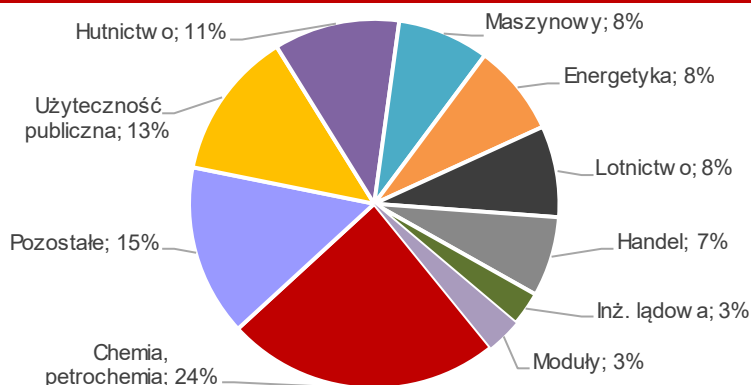
Struktura geograficzna przychodów GK Mostostal Zabrze w 2025 r.



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

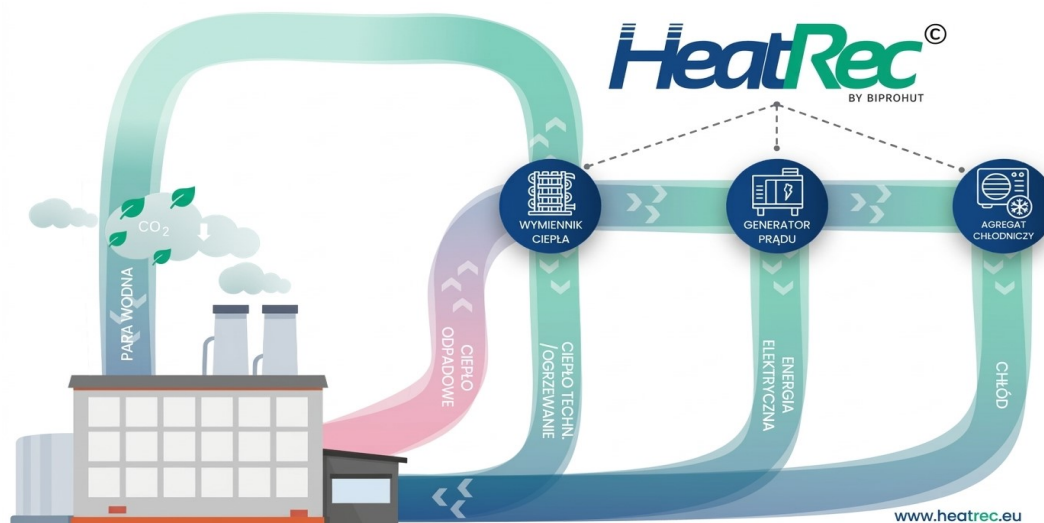
Mocną stroną grupy jest również równowaga geograficzna sprzedaży między krajową a zagraniczną. Polska pozostaje najważniejszym rynkiem, odpowiadając za nieco ponad połowę przychodów, jednak pozostała część systematycznie rośnie. Największy udział mają Niemcy, ale istotne kontrakty realizowane są także w Niderlandach, Wielkiej Brytanii, Francji i Austrii. Szczególnie dużą aktywnością wykazuje się w Rotterdamie – jednym z najdynamiczniejszych hubów przemysłowych w Europie, gdzie pozyskała w ubiegłym roku kontrakty o dużej wartości. Rosnący eksport ogranicza wpływ krajowych wahań koniunktury i zwiększa stabilność przychodów.

Struktura branżowa przychodów GK Mostostal Zabrze w 2025 r.



Źródło: Mostostal Zabrze, BM Banku Millennium

HeatRec



HeatRec to nowy perspektywiczny obszar biznesowy Mostostalu Zabrze, związany z odzyskiem ciepła odpadowego. Co istotne bazuje on na już posiadanych kompetencjach wykonawczych grupy. Spółka ma doświadczenie w projektowaniu i realizacji takich instalacji, przykładowo projekt odzysku energii z kotła do reformingu parowego metanu i produkcji wodoru na Węgrzech, montaż instalacji odzysku ciepła w zakładach Euroglas, ale też szereg innych.

HeatRec jest rozwiązaniem należącego do grupy Biprohutu, które może przekształcać ciepło odpadowe w ciepło, ogrzewanie, parę wodną, energię elektryczną i chłód. To zwiększa zakres możliwej komercjalizacji. Dodatkową szansą jest szerokość potencjalnych zastosowań, obejmująca także biogazownie, składowiska odpadów i oczyszczalnie ścieków.

Perspektywy rynku są optymistyczne, a prognozy globalnego rynku systemów odzysku ciepła odpadowego ma osiągnąć około 102,4 mld USD w 2030 roku, przy CAGR 9,3% w latach 2024-2030. W Europie rynek ten ma wzrosnąć do 41,8 mld USD w 2034 roku, przy CARG 6,8% (<https://www.grandviewresearch.com/horizon/outlook/waste-heat-recovery-system-market/europe>). Najszybciej rosnącym segmentem w Europie ma być segment wytwarzania energii elektrycznej i pary, z CAGR powyżej 7,8% w latach 2025-2034.

Szanse dla tego obszaru wzmacnia otoczenie kosztowe. Ceny energii elektrycznej w UE po skoku w 2022 roku pozostają wyraźnie wyższe niż w USA i Kanadzie, a ceny gazu w Europie i Wielkiej Brytanii silnie wzrosły względem tych rynków. W dodatku obecna sytuacja geopolityczna wzmacnia ten scenariusz. W praktyce oznacza to, że ekonomia projektów ograniczających straty energii może być coraz bardziej atrakcyjna.

Istotnym argumentem jest też skala samego zasobu. W UE powstaje około 2860 TWh ciepła odpadowego rocznie, z czego 305 TWh przypada na przemysł, a 124 TWh dotyczy źródeł wysokotemperaturowych powyżej 500°C. To szczególnie ważne dla ciężkiego przemysłu, czyli obszaru bliskiego kompetencjom grupy.

(https://heatleap-project.eu/wp-content/uploads/2023/06/HEATLEAP_Policy_Paper_7-June-2023.pdf)

Istotnym aspektem rozwijanego obszaru jest kilka możliwości modeli sprzedaży. Poza standardową formułą kontraktów na realizację, rozważany jest model pozyskiwania finansowania pod konkretne realizacje, a następnie rozliczania w czasie odzyskanego ciepła.

W przedstawionych w niniejszej analizie prognozach segment ten nie został jeszcze ujęty jako znacząca część prognoz. Przedstawiamy go jako nowy, ale na razie jedynie potencjalnie perspektywiczny obszar, który może stanowić element dywersyfikacji przychodów, jednocześnie wzmacniający argumenty za dalszym wzrostem Grupy.

Najistotniejsze kontrakty w realizacji

Globalna firma zajmująca się gazami przemysłowymi

- Zakres prac: Prefabrykacja i montaż orurowania, montaż konstrukcji i urządzeń oraz prace izolacyjne w ramach realizowanego przez Klienta projektu budowy zakładu w Rotterdamie w Niderlandach.
- Terminy realizacji: 04.2025 – koniec IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 262,7 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Przedsiębiorstwo Energetyki Ciepłej – GLIWICE Spółka z o.o.

- Zakres prac: Realizacja „pod klucz” inwestycji pn.: „Rozbudowa istniejącej ciepłowni o blok parowy z kotłem wielopaliwowym wytwarzającym ciepło i energię elektryczną w wysokosprawnej kogeneracji planowana do realizacji na terenie PEC – Gliwice”.
- Terminy realizacji: 05.2025 – koniec IIQ'2028.
- Wartość kontraktu: 299,5 mln PLN, w tym udział MZGPBP 40%, ok. 119,8 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP (Lider Konsorcjum), OSCHATZ Power GmbH, Przedsiębiorstwo Remontów Ulic i Mostów S.A.

Globalna firma zajmująca się gazami przemysłowymi

- Zakres prac: Prefabrykacja i montaż orurowania, prefabrykacja i montaż konstrukcji stalowych, montaż urządzeń oraz modułów dostarczonych przez Zamawiającego oraz prace izolacyjne w ramach realizowanego przez Zamawiającego projektu rozbudowy zakładu w Niderlandach.
- Terminy realizacji: 09.2025 – koniec IVQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 161,7 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Polskie Porty Lotnicze S.A.

- Zakres prac: Wykonanie płyty postojowej samolotów wraz z pracami towarzyszącymi w zakresie budowy 6 stanowisk postojowych kodu C, zamiennie 4 stanowisk postojowych kodu C i 1 stanowiska postojowego kodu E/F na Lotnisku Chopina w Warszawie.
- Terminy realizacji: 15.07.2026.
- Wartość kontraktu: 157,8 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

IONWAY Poland Sp. z o.o.

- Zakres prac: Wykonanie prac mechanicznych, montaż urządzeń i rurociągów technologicznych, w ramach realizowanego przez Zamawiającego projektu Blue East W1 Project w jego zakładzie w Radzikowicach koło Nysy.
- Terminy realizacji: 11.2024 – koniec IVQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 141,5 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

BASF SE

- Zakres prac: Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu realizowanego przez BASF SE na terenie Niemiec.
- Terminy realizacji: 02.2024 – IVQ'2025.
- Wartość kontraktu: ok. 101,0 mln PLN
- Wykonawca: MZRP.

Lstock Sustainable Energy Plant Limited

- Zakres prac: Wykonanie prac mechanicznych w ramach projektu realizowanego przez Zamawiającego na terenie Wielkiej Brytanii.
- Terminy realizacji: 08.2024 – 01.2026.
- Wartość kontraktu: ok. 40,4 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Narodowe Centrum Badań Jądrowych

- Zakres prac: Zaprojektowanie i wykonanie modernizacji, przebudowy i rozbudowy kompleksu budynków laboratoryjnych PoFEL i jego infrastruktury technicznej oraz remont budynku 23, modernizacja budynku 47. Instalacja sanitarna, instalacja elektryczna oraz przyłącza energetyczne dla kompleksu POLFEL.
- Terminy realizacji: 09.2024 – 31.05.2026, dodatkowe zamówienia do 06.2026.
- Wartość kontraktu: 39,9 mln PLN + oddzielne zamówienia: 6,9 mln PLN, 5,2 mln PLN, 7,5 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Gmina Sosnowiec

- Zakres prac: „Kazimierz OdNowa” - rekultywacja terenów pogórnich w Gminie Sosnowiec, w tym przywrócenie wartości historycznych i kulturowych budynków po byłej Kopalni Węgla Kamiennego Kazimierz Juliusz.
- Terminy realizacji: 10.2025 – IIQ'2027.
- Wartość kontraktu: ok. 81,7 mln PLN brutto, udział MZ GPBP: ok. 50%.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP (lider konsorcjum) oraz MAXIMUS ZBH MUC Sp. K. (partner konsorcjum).

Air Liquide Global E&C Solution Poland S.A.

- Zakres prac: Realizacja prac w ramach realizowanego przez Klienta projektu budowy nowej instalacji do ekstrakcji butadienu w Płocku:
Roboty budowlane i wykonanie budynku elektrycznego.
Wykonanie prac obejmujących dostawę i montaż konstrukcji stalowych oraz montaż urządzeń.
- Termin realizacji: 10.2023 – IIQ'2025.
- Wartość kontraktu: łącznie 84,2 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP oraz MZRP.

Międzynarodowy producent z branży spożywczej

- Zakres prac: Wykonanie robót budowlanych związanych z rozbudową zakładu, wykonanie trzech obiektów, kantyna, rozszerzenie obiektu biurowego, magazyn wysokiego składowania, w systemie generalnego wykonawstwa.
- Terminy realizacji: 29.08.2024 – IIIQ'2025.
- Wartość kontraktu: 31,7 mln PLN + 6,0 mln PLN (parking).
- Wykonawca: MZGPBP.

Primetals Technologies Germany GmbH

- Zakres prac: Prefabrykacja i montaż orurowania oraz montaż kotła odzysknicowego dla klienta w hucie na terenie Niemiec:
- Terminy realizacji: 12.2024 – IQ'2027, dla montażu kotła odzysknicowego termin: IQ'2027.
- Wartość kontraktu: ok. 75 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Hüttenwerke Krupp Mannesmann GmbH

- Zakres prac: Dostawa konstrukcji stalowej oraz prace montażowe w ramach budowy nagrzewnicy wielkiego pieca wraz z instalacją odzysku ciepła w hucie w Niemczech.
- Terminy realizacji: 06.2024 – IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 120 mln PLN
- Wykonawca: MZRP.

GEA Bischoff GmbH

- Zakres prac: Dostawa konstrukcji stalowych oraz montaż dwóch filtrów w hucie na terenie Niemiec.
- Terminy realizacji: 03.2024 – IVQ'2025.
- Wartość kontraktu: ok. 8,0 mln EUR.
- Wykonawca: MZRP.

Arcelor Mittal Poland S.A.

- Zakres prac: Wykonanie prac remontowo-modernizacyjnych układów granulacji żużla nr 5 i 6 Wielkiego Pieca nr 3 w Dąbrowie Górniczej – II etap.
- Terminy realizacji: Zakończenie IQ'2026.
- Wartość kontraktu: 15,5 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Miasto Gliwice

- Zakres prac: Budowa sieci wodno-kanalizacyjnej z retencją wód na terenie Gliwickiego Obszaru Gospodarczego.
- Terminy realizacji: 02.2023 – IQ'2026.
- Wartość kontraktu: 104,9 mln PLN, w tym udział MZGPBP ok. 47,2 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: Przedsiębiorstwo Remontów Ulic i Mostów S.A. (Lider Konsorcjum) oraz MZGPBP S.A. (Partner Konsorcjum).

Miasto Gliwice, Zarząd Dróg Miejskich

- Zakres prac: Rozbudowa ul. Zbożowej – roboty budowlane.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: 22,4 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Uniwersytet Opolski

- Zakres prac: Przebudowa Domu Studenta „Spójnik” z wykonaniem dokumentacji projektowo-kosztorysowej oraz robót w formule „zaprojektuj – wybuduj”.
- Terminy realizacji: 04.2025 – IIIQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 21,2 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Miasto Rybnik

- Zakres prac: Dokończenie budowy hospicjum stacjonarnego w Rybniku.
- Terminy realizacji: 05.2024 – IQ'2026.
- Wartość kontraktu: 29,4 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Miasto Gliwice

- Zakres prac: Rozbudowa budynku Szkoły Podstawowej nr 10 w Zespole Szkolno-Przedszkolnym nr 7 w Gliwicach, ul. Ligonja 36, z wydzieleniem pomieszczeń na oddziały przedszkolne.
- Terminy realizacji: 01.2025 – IIQ'2026.
- Wartość kontraktu: 25,9 mln PLN, w tym udział MZGPBP 15,5 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP S.A. (Lider Konsorcjum) i Przedsiębiorstwo Remontów Ulic i Mostów S.A. (Partner Konsorcjum).

Uniwersytecki Szpital Kliniczny w Opolu

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

Narodowy Instytut Onkologii im. Marii Skłodowskiej-Curie – Państwowy Instytut Badawczy O/Gliwice

- Zakres prac: Budowa Budynku Zakładu Medycyny Nuklearnej i Endokrynologii Onkologicznej – Oddziału Terapii Izotopowej dla Narodowego Instytutu Onkologii im. Marii Skłodowskiej-Curie – Państwowego Instytutu Badawczego Oddziału w Gliwicach.
- Terminy realizacji: 20.12.2024 – IIQ'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 88,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

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

- Zakres prac: Produkcja konstrukcji maszynowych do dźwigów.
- Współpraca: Umowa ramowa.
- Wykonawca: nie wskazano w aktualnym materiale.

Manitowoc

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

Alstom Transport S.A.

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

SELGROS, Jeronimo Martins Polska, Dino, LIDL, POLOMARKET

- Zakres prac: Sprzedaż zniczy.
- Umowy: Cykliczne umowy.

Grupa Azoty Zakłady Chemiczne "Police" S.A.

- Zakres prac: Sprzedaż antyzbrylaczy.
- Umowy: Cykliczne umowy.

Zakłady Chemiczne "Siarkopol" Tarnobrzeg sp. z o.o.

- Zakres prac: Sprzedaż antyzbrylaczy.
- Umowy: Cykliczne umowy.

POSCO Engineering & Construction Co., Ltd. Oddział w Polsce

- Zakres prac: Prace projektowe i konstrukcyjno-budowlane przy rozbudowie instalacji termicznego przekształcania odpadów w Warszawie.
- Terminy realizacji: 01.2021 – zakończony, nie rozliczony.
- Wartość kontraktu: ok. 446,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

POSCO Engineering & Construction Co., Ltd. Oddział w Polsce

- Zakres prac: Montaż kotłów w ramach rozbudowy instalacji termicznego przekształcania odpadów w Warszawie.
- Terminy realizacji: 01.2021 – zakończony, prawdopodobnie nie rozliczony.
- Wartość kontraktu: 47,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

POSCO Engineering & Construction Co., Ltd. Oddział w Polsce

- Zakres prac: Montaż urządzeń BOP, Balance of Plant, wraz ze skraplaczem.
- Terminy realizacji: 04.2023 – zakończony, prawdopodobnie nie rozliczony.
- Wartość kontraktu: 30,9 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Sumitomo SHI/FW Energia Polska

- Zakres prac: Roboty ogólnobudowlane, dostawa i montaż konstrukcji stalowej, HVAC, drogi wewnętrzne w ramach remontu kotła – Fortum Częstochowa.
- Terminy realizacji: IVQ'2026.
- Wartość kontraktu: 10,8 mln PLN.

TIRU Krosno

- Zakres prac: Budowa spalarni w Krośnie w zakresie podwykonawstwa: dostawy i montażu konstrukcji stalowej, montaż kotła, rurociągów i urządzeń; prefabrykacja i montaż rurociągów, Steam Water Utility; prefabrykacja i montaż rurociągów, Utility & Compressed Air.
- Terminy realizacji: w toku.
- Wartość kontraktu: 20,3 mln PLN, 13,1 mln PLN, 4,5 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Air Liquide Global E&C Solution Poland S.A.

- Zakres prac: Montaż konstrukcji stalowej, urządzeń oraz rurociągów instalacji AMK GAN Kraków.
- Terminy realizacji: zakończenie IQ'2026.
- Wartość kontraktu: 13,8 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Arcelor Mittal Poland S.A.

- Zakres prac: Remont Wielkiego Pieca nr 3, WP3, przygotowanie WP3 do ponownego uruchomienia w ArcelorMittal Dąbrowa Górnicza.
- Terminy realizacji: zakończenie 04'2026.
- Wartość kontraktu: ok. 12,0 mln PLN.
- Wykonawca: MZRP.

Gminy Tychy i Bieruń

- Zakres prac: Budowa trasy rowerowej w ramach zadania „Rozbudowa ulicy Oświęcimskiej na odcinku od ul. Serdecznej w Tychach do ul. Homera w Bieruniu”.
- Terminy realizacji: 15 miesięcy od podpisania umowy.
- Wartość kontraktu: 20,3 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Zakład Opiekuńczo-Leczniczy Sosnowieckiego Szpitala Miejskiego sp. z o.o.

- Zakres prac: Wykonanie dokumentacji projektowej oraz robót budowlanych przebudowy Pawilonów A, B, C i D.
- Terminy realizacji: 10.2025 – IIQ'2026.
- Wartość kontraktu: 17,0 mln PLN, w tym udział MZGPBP 8,5 mln PLN.
- Wykonawca: Konsorcjum firm: MZGPBP S.A. (Lider Konsorcjum) oraz Przedsiębiorstwa MAXIMUS ZBH MUC Sp. k. (Partner konsorcjum).

Wojskowy Instytut Techniki Panczernej i Samochodowej

- Zakres prac: Budowa Centrum badań testowych czołgów i pojazdów gąsienicowych dla Wojskowego Instytutu Techniki Panczernej i Samochodowej w Sulejówku.
- Terminy realizacji: 30.09.2027.
- Wartość kontraktu: 18,2 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Rejonowy Zarząd Infrastruktury w Gdyni

- Zakres prac: Budowa drogi patrolowej, odtworzenie istniejących dróg leśnych oraz budowa dwóch wiat przejazdowych na terenie kompleksu wojskowego Redzikowo.
- Terminy realizacji: 25.12.2026.
- Wartość kontraktu: 13,2 mln PLN.
- Wykonawca: MZGPBP.

Meiller Kipper

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

Algeco

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

ETP Elektro

- Zakres prac: Współpraca w zakresie projektowania, integracji oraz wdrażania instalacji elektrycznych i systemu eHouse dla wielkogabarytowych modułów kontenerowych.
- Współpraca: Stałe zamówienia.

Wyniki finansowe i ich prognozy

Przedstawiamy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Mostostal Zabrze za lata 2021-2025. Przedstawiamy także nasze prognozy do 2029 roku.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p
przychody netto, w tym:	768,2	1 172,3	1 351,4	1 010,3	1 224,5	1 505,2	1 462,1	1 419,5	1 442,1
Realizacje przemysłowe i projektowanie	347,9	521,8	592,5	432,2	548,5	702,0	666,9	633,6	665,3
Produkcja mechaniczna	126,1	163,6	180,5	144,0	138,1	165,7	174,0	182,7	191,9
Budownictwo ogólne i inżynierijne	286,1	477,4	562,5	293,9	399,5	479,4	455,4	432,7	411,0
Produkcja chemiczna	271,9	331,2	252,4	132,7	129,9	149,3	156,8	161,5	164,7
Pozostała działalność	9,9	9,0	15,8	7,5	8,5	8,7	8,9	9,0	9,2
Zysk brutto ze sprzedaży	77,3	112,5	155,4	136,1	135,3	160,6	165,7	168,0	172,3
Koszty sprzedaży	-8,3	-8,1	-9,9	-21,6	-22,6	-19,6	-19,0	-17,0	-14,4
Koszty og.zarządu	-38,7	-44,0	-53,6	-67,2	-78,6	-79,4	-80,2	-81,0	-81,8
Pozostałe netto	0,1	-2,3	1,6	32,7	11,4	1,0	1,0	1,0	1,0
EBITDA	44,5	71,0	109,8	98,7	68,6	85,7	89,9	93,3	99,5
EBIT	32,1	58,3	93,2	51,1	45,5	62,7	67,5	70,9	77,1
saldo finansowe	-6,8	-6,7	5,1	-2,3	2,1	1,2	1,3	0,1	-0,9
zysk przed opodatkowaniem	23,1	55,6	100,8	78,9	50,5	63,8	68,9	71,0	76,2
podatek dochodowy	-7,8	-22,3	-24,6	-14,1	-15,8	-16,0	-18,6	-19,2	-20,6
Zysk netto j.d.	14,7	32,0	74,5	61,8	38,1	46,5	47,6	48,5	51,6
Zysk netto skorygowany				33,1	38,1				
EPS	0,2	0,4	1,0	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8

Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p
aktywa trwałe	154,0	171,9	268,4	392,9	423,6	417,5	417,5	417,5	417,5
rzeczowe aktywa trwałe	69,2	78,9	92,0	213,4	209,4	203,4	203,4	203,4	203,4
wartości niematerialne i prawne	3,9	4,0	3,3	4,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
inwestycje długoterminowe	4,0	3,3	3,3	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
pozostałe	76,9	85,7	169,7	171,1	205,5	205,5	205,5	205,5	205,5
aktywa obrotowe	338,8	504,8	438,4	472,7	613,8	670,0	678,6	687,9	707,1
zapasy	27,6	29,8	28,9	65,1	83,0	102,0	99,1	96,2	97,7
należności	151,9	282,8	185,4	144,0	201,5	226,8	232,3	227,5	229,2
inwestycje krótkoterminowe	0,6	3,0	4,7	3,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
gotówka i ekwiwalenty	158,7	189,2	219,4	260,5	324,3	336,1	342,2	359,2	375,1
aktywa do zbycia	1,3	1,4	4,5	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
aktywa razem	494,0	678,1	711,3	869,6	1 037,4	1 087,5	1 096,1	1 105,4	1 124,6
kapitał własny akcjonariuszy jedn. Dominuj.	190,8	226,9	286,7	312,1	349,8	367,2	380,3	394,0	410,8
kapitał mniejszości	2,1	2,7	3,3	63,0	58,1	58,1	58,1	58,1	58,1
zobowiązania	301,1	447,9	420,9	494,2	633,0	662,3	657,8	653,3	655,7
zobowiązania długoterminowe	53,2	46,3	63,5	88,6	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8
w tym dług odsetkowy	3,7	1,1	0,1	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
zobowiązania krótkoterminowe	247,9	401,5	357,5	405,6	509,2	538,4	533,9	529,5	531,8
w tym dług odsetkowy	11,8	9,7	8,6	11,0	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
pasywa razem	494,0	678,1	711,3	869,3	1 040,9	1 087,5	1 096,1	1 105,4	1 124,6
BVPS	2,58	3,07	3,88	4,55	5,09	5,40	5,60	5,80	6,04

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

Cash flow (mln PLN)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	14,7	32,0	74,5	61,8	38,1	46,5	47,6	48,5	51,6
amortyzacja	12,4	12,6	16,5	18,9	23,1	23,0	22,4	22,4	22,4
zmiana kapitału obrotowego	-13,9	-43,4	69,3	76,0	-45,6	-15,6	-7,1	3,3	-0,8
gotówka z działalności operacyjnej	22,4	68,8	143,3	87,6	64,5	55,3	65,6	77,5	77,2
inwestycje (capex)	-5,5	-10,1	-11,2	-11,2	-10,6	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4
gotówka z działalności inwestycyjnej	21,6	-17,0	-86,6	5,5	-10,3	-17,0	-22,4	-22,4	-22,4
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-0,3	-0,4	-0,9	-1,3	-1,0	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
wykup akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-30,4	-37,2	-38,1	-38,8
zmiana zadłużenia	-18,0	1,7	4,1	10,8	15,4	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka z działalności finansowej	-25,0	-14,2	-25,4	-74,3	-11,5	-30,4	-37,2	-38,1	-38,8
zmiana gotówki netto	19,0	37,6	31,3	18,7	42,7	7,8	6,0	17,0	16,0
DPS	0,00	0,01	0,01	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS	0,37	0,60	1,23	1,18	0,89	1,02	1,03	1,04	1,09
FCFPS	0,83	2,06	2,89	2,18	0,65	1,26	1,53	1,77	1,87

Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024	2025	2026p	2027p	2028p	2029p
zmiana sprzedaży	24,5%	52,6%	15,3%	-25,2%	21,2%	22,9%	-2,9%	-2,9%	1,6%
zmiana EBITDA	13,7%	59,6%	54,6%	-36,2%	-2,0%	24,9%	4,9%	3,8%	6,6%
zmiana EBIT	21,7%	81,8%	59,8%	-45,2%	-11,0%	37,7%	7,8%	5,0%	8,7%
zmiana zysku netto	43,8%	118,1%	132,9%	-17,0%	-38,5%	22,1%	2,5%	1,9%	6,4%
marża EBITDA	10,1%	9,6%	11,5%	13,5%	11,1%	10,7%	11,3%	11,8%	11,9%
marża EBIT	4,2%	5,0%	6,9%	5,1%	3,7%	4,2%	4,6%	5,0%	5,3%
marża netto	1,9%	2,7%	5,5%	6,1%	3,1%	3,1%	3,3%	3,4%	3,6%
sprzedaż/aktywa (x)	1,6	1,7	1,9	1,2	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3
dług / kapitał (x)	6,0%	4,7%	5,0%	5,3%	5,9%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%
odsetki / EBIT	21,1%	13,1%	10,2%	25,3%	30,4%	18,1%	17,1%	16,3%	15,2%
stopa podatkowa	33,7%	40,1%	24,4%	17,8%	31,4%	25,0%	27,0%	27,0%	27,0%
ROE	7,7%	14,1%	26,0%	19,8%	10,9%	12,7%	12,5%	12,3%	12,6%
ROA	3,0%	4,7%	10,5%	7,1%	3,7%	4,3%	4,3%	4,4%	4,6%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	-18,3	-54,2	-80,8	-89,0	-116,0	-123,9	-129,9	-146,9	-162,9

Źródło: Mostostal Zabrze, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

Makroekonomiczne

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

Ryzyka prawne i spory o dużej wartości

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

Dostępność wykwalifikowanych pracowników

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

Zmienność cen surowców, materiałów i energii

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

Epidemie

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

Przejęcia

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

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 wypadków związanych z pracą, liczony jako liczba wypadków / liczba przepracowanych roboczogodzin \times 200 000, w Grupie MZ w 2025 r. wyniósł 1,66.

Liczba wypadków związanych z pracą podlegających zgłoszeniu w 2025 r. wyniosła 32, natomiast wskaźnik dni utraconych z powodu wypadków, WDU, wyniósł 0,005.

W 2025 r. nie odnotowano wypadków śmiertelnych ani zgłoszonych chorób zawodowych.

W Grupie MZ na koniec 2025 r. pracowało 1.739 osób, wobec 1.792 na koniec 2024 r., z czego 1.329 to mężczyźni, a 410 to kobiety. Oznacza to, że kobiety stanowiły 23,6% załogi, wobec 22,3% na koniec 2024 r.

W Grupie MZ działają dwa związki zawodowe, z którymi prowadzony jest stały dialog.

Relacje z otoczeniem

Mostostal Zabrze w 2025 r. angażował się w relacje z lokalnymi społecznościami, m.in. poprzez współfinansowanie inicjatyw lokalnych, udział w spotkaniach z przedstawicielami władz miast, możliwość zgłaszania potrzeb, uwag i skarg za pośrednictwem strony internetowej oraz współpracę ze szkołami i uczelniami, w tym udział w targach pracy dla uczniów i studentów.

Grupa Mostostal Zabrze rozwijała także współpracę z instytucjami edukacyjnymi, zarówno na poziomie szkół średnich, jak i uczelni wyższych. Celem tych działań było wzmocnienie relacji z przyszłymi pracownikami oraz pozyskiwanie kadr.

Wpływ na środowisko

W 2025 roku Mostostal Zabrze systematycznie monitorował i raportował wpływ swojej działalności na środowisko naturalne, uwzględniając m.in. emisje gazów cieplarnianych oraz gospodarkę odpadami.

Całkowita emisja gazów cieplarnianych Grupy w 2025 roku wyniosła 137.710,39 ton CO₂e według metody lokalizacyjnej oraz 140.361,16 ton CO₂e według metody rynkowej. Na tę emisję składały się emisje bezpośrednie, Zakres 1, w wysokości 3.302,21 ton CO₂e oraz emisje pośrednie związane z zakupem energii, Zakres 2, w wysokości 12.219,29 ton CO₂e według metody lokalizacyjnej i 14.870,06 ton CO₂e według metody rynkowej. Emisje pośrednie z Zakresu 3 wyniosły 122.188,89 ton CO₂e, z czego największe pozycje stanowiły zakupione towary i usługi, 93.577,64 ton, wykorzystanie sprzedanych produktów, 19 780,80 ton, działalność związana z paliwem i energią, 2.869,29 ton, oraz odpady wytworzone w ramach operacji, 1.687,02 ton.

Gospodarka odpadami w Grupie MZ również była obszarem szczególnej uwagi. Łączna masa wygenerowanych odpadów w 2025 roku wyniosła 7.171,58 ton, z czego 20,89 ton stanowiły odpady niebezpieczne, a 7.150,69 ton odpady inne niż niebezpieczne. Odpady niepoddane recyklingowi wyniosły 3.547,81 ton, co odpowiadało 49,5% całości. Jednocześnie łącznie 6.801,27 ton stanowiły odpady, w przypadku których uniknięto unieszkodliwiania, w tym 3 623,77 ton poddano recyklingowi oraz 3.177,51 ton skierowano do innych procesów odzysku. Odpady skierowane do unieszkodliwiania stanowiły 370,31 ton.

Dodatkowo spółka wykorzystuje wodę do celów socjalno-bytowych i technologicznych, bez ponownego obiegu, co nadal klasyfikowane jest jako rzeczywisty negatywny wpływ na środowisko.

Rekomendacje BM Banku Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 mies.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Oдноśna cena rynkowa w dniu wydania	Cena docelowa	Autor
iFirma	akumuluj	9 kw i 25	22,90	25,40	Sew eryn Żołyński
IMS	kupuj	21 maj 25	3,75	4,60	Łukasz Bugaj
Ambra	akumuluj	29 maj 25	20,90	24,90	Grzegorz Gaw kow ski
iFirma	akumuluj	29 maj 25	26,35	29,70	Sew eryn Żołyński
IMS	kupuj	11 cze 25	3,73	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	kupuj	18 cze 25	5,96	7,60	Adam Zajler
VRG	kupuj	12 wrz 25	4,45	5,57	Sew eryn Żołyński
11 bit studios	akumuluj	15 wrz 25	179,50	213,50	Grzegorz Gaw kow ski
Shoper	akumuluj	15 wrz 25	52,00	57,60	Sew eryn Żołyński
Mostostal Zabrze	kupuj	30 wrz 25	6,25	8,40	Adam Zajler
Ambra	akumuluj	7 paź 25	19,74	22,30	Grzegorz Gaw kow ski
IMS	kupuj	7 paź 25	2,97	4,00	Łukasz Bugaj
VRG	kupuj	4 gru 26	5,00	6,27	Sew eryn Żołyński
Ambra	kupuj	16 marca 26	19,20	23,50	Grzegorz Gaw kow ski

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

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

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

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

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

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

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA Dyrektor
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@bankmillennium.pl
banki, ubezpieczenia

Seweryn Żołyniak, CFA Analityk
Doradca Inwestycyjny deweloperzy, branża odzieżowa
+48 22 598 26 71
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

Adam Zajler Analityk
+48 22 598 26 88 przemysł, technologie, media
adam.zajler@bankmillennium.pl

Łukasz Bugaj Analityk
Doradca inwestycyjny fundusze inwestycyjne
+48 22 598 26 59
Lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

Grzegorz Gawkowski Analityk
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl sektor gier komputerowych

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki Dyrektor
+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

Arkadiusz Szumilak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

Jarosław Oldakowski
+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

Leszek Iwaniec
+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

Marek Pszczółkowski
+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip 02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

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

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają 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 słup procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

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

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

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

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

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

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

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

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

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

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

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

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

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

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

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

Stosowane metody wyceny

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

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia

dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

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

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

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

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

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

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

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazan konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

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

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

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

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

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 1 kwietnia 2026r. o godzinie 10.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest dzień zakończenia prac o godzinie 10.30.

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