

Mostostal Zabrze

kupuj

budowlano - montażowy, maszynowy

Cena: 1.89

Cena docelowa: 3.20

Zyski przy niższym ryzyku

Mostostal Zabrze przeszedł pozytywne zmiany, które widać w wynikach finansowych. Jego otoczenie rynkowe już teraz jest korzystne, a przewidywania w tym zakresie są jeszcze bardziej optymistyczne. Na bazie posiadanego portfela zamówień prognozujemy znaczący wzrost zysków, co wynika też ze stosunkowo niewielkiej ekspozycji na rosnące ceny surowców.

Trzy filary biznesu

Mostostal Zabrze ma trzy główne segmenty, w dużym stopniu rozłączne. W segmencie Realizacji przemysłowych i projektowania jest spółką przede wszystkim inżynieryjną. 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. W segmencie Maszynowym zajmuje się produkcją podzespołów do specjalistycznych pojazdów oraz urządzeń. Warto też zwrócić uwagę, że we wszystkich trzech segmentach spółka w zdecydowanej większości kontraktów nie bierze na siebie ryzyka zmiany cen surowców i komponentów, których dostawy zwykle zostawia po stronie zleceniodawcy lub ceduje na podwykonawców.

Reorganizacja

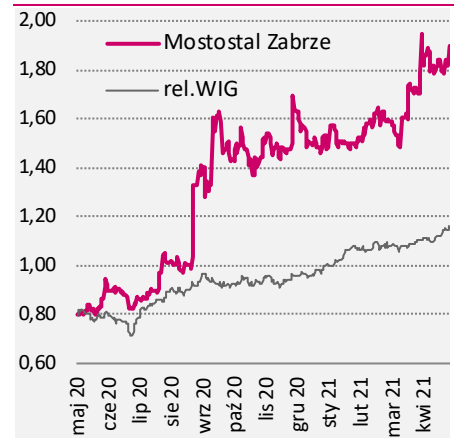
Ograniczanie ryzyka, w historii Mostostalu Zabrze nie było regułą. Zarząd zapewnia jednak, że dokonał gruntownej zmiany w podejściu do zawieranych kontraktów i te podpisywane w ostatnich trzech latach mają już ryzyko znacznie ograniczone. Poza ryzykiem zmiany ceny np. stali, zmieniono też podejście do zaliczkowania i zasad podejmowania prac w ramach zmian w projektach (co jest normą w tej branży). Zarząd deklaruje, że obecnie zmiany zakresu prac każdorazowo poprzedza ich wycena i jej akceptacja ze strony zleceniodawcy. Zwraca też uwagę na koncentrację na aspekcie zarządzania projektami i rozbudowę kompetencji w tym zakresie.

Cienie przeszłości

Zmiany wspomniane powyżej zostały wymuszone przez szereg niepowodzeń, których przyczyny w dużej mierze wynikały ze źle podpisanych kontraktów. W efekcie Grupa MZ wciąż pozostaje w wielu sporach odnośnie odpowiedzialności za straty lub co do wartości wynagrodzenia za prace, które dawno zostały wykonane. Tego typu spory są częstymi w spółkach budowlanych, ale Mostostal Zabrze ma jeden o wartości znacznie większej niż jego obecna kapitalizacja. Chodzi o roszczenie za katastrofę na budowie Stadionu Śląskiego. Wiele wskazuje na to, że roszczenie jest bezpodstawne, ale spór trwa już 10 lat, wyrok w pierwszej instancji zapadnie prawdopodobnie nie wcześniej niż za 5 lat, a dalsze lata zajmą procesy w kolejnych instancjach.

Wycena i rekomendacja

Dobre wyniki finansowe za ostatnie trzy lata plus bardzo duży wzrost portfela zamówień dają podstawę do optymistycznych prognoz wyników. Na ich bazie wycena spółki jest zdecydowanie wyższa od rynkowej. Postanowiliśmy uwzględnić jednak ryzyko związane ze wspomnianym powyżej procesem o odszkodowanie, którego udźwignięcie byłoby trudne dla spółki, ale możliwe przy odpowiednim przygotowaniu. Zakładamy, że negatywny wyrok I instancji dałby jej kilka lat na utworzenie odpowiednich rezerw, zanim stałoby się on prawomocny. Stworzyliśmy drugi wariant wyceny, pesymistyczny zakładający taką wypłatę w 2028r. W wariantcie DCF bez wypłaty odszkodowania wycena wyniosła 4,1 PLN na akcję, a w wariantcie z wypłatą 2,2 PLN. W wycenie porównawczej, której perspektywa wskaźników nie obejmuje ewentualnej wypłaty, wycena wyniosła 3,2 PLN na akcję. Ostatecznie Grupę Mostostal Zabrze wyceniliśmy na 238 mln PLN, czyli 3,2 PLN na akcję, co przekłada się na rekomendację kupuj.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	1.95 / 0.80		
Liczba akcji (mln)	74,6		
Kapitalizacja (mln PLN)	141		
EV (mln PLN)	125		
Free float (mln PLN)	88		
Średni obrót (mln PLN)	0,4		
Główny akcjonariusz	Jędrzejewski Krzysztof		
% akcji, % głosów	33,0%, 33,0%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	10,0%	25,8%	128,7%
Zmiana rel. WIG	5,1%	18,0%	87,5%

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 (%)
2019	601,4	20,4	33,3	16,4	10,1	0,14	0,22	2,1	14,0	0,9	0,3%	6,1	3,8	6,1%
2020	616,9	26,4	39,1	16,8	10,2	0,14	0,19	2,2	13,9	0,9	0,1%	4,7	3,2	5,9%
2021p	796,5	28,1	38,0	23,2	18,1	0,24	0,31	2,3	7,8	0,8	0,0%	4,4	3,3	9,5%
2022p	896,3	33,0	41,5	28,9	23,4	0,31	0,41	2,6	6,0	0,7	0,0%	3,8	3,0	10,9%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, rln PLN

Materiał został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Dane dotyczące powiązań Millennium Domu Maklerskiego S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

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 304 mln PLN, czyli 4,1 PLN na akcję, w wariantcie z wypłatą 165 mln PLN, czyli 2,2 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 242 mln PLN, czyli 3,2 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 238 mln PLN, czyli 3,2 PLN na akcję.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)	Waga wyceny
Wycena DCF	304	4,1	25%
Wycena DCF z wypłatą za Stadion Śląski	165	2,2	25%
Wycena porównawcza	242	3,2	50%
Wycena spółki Mostostal Zabrze	238	3,2	

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
SKANSKA AB-B SHS	SKA	SWEDEN	12 202	8,7	14,5	15,9	7,1	8,3	9,5
PEAB AB-CLASS B	PEA	SWEDEN	3 471	8,3	14,1	12,6	6,8	11,2	10,3
NCC AB-B SHS	NCC	SWEDEN	1 944	12,8	11,1	10,7	6,6	6,3	6,0
ACS ACTIVIDADES CONS Y SER\	ACS	SPAIN	8 455	13,9	10,1	11,0	5,0	7,2	6,1
FOMENTO DE CONSTRUCC Y COM	FCC	SPAIN	5 469	13,3	12,6	12,0	7,0	7,8	7,6
SACYR SA	SCY	SPAIN	1 559	32,6	10,8	8,1	10,8	9,4	8,8
MOTA ENGIL SGPS SA	EGL	PORTUGAL	490		30,3	13,2	6,7	6,0	5,2
BUDIMEX	BDX	POLAND	1 987	17,1	9,4	18,6	7,7	6,4	8,8
POLIMEX-MOSTOSTAL SA	PXM	POLAND	307	13,3			5,7	0,0	0,0
ERBUD SA	ERB	POLAND	263	7,6	16,9		1,7	7,3	0,0
VEIDEKKE ASA	VEI	NORWAY	1 721	17,8	15,5	14,3		5,5	5,3
KONINKLIJKE BAM GROEP NV	BAM	NETHERLANDS	924		18,5	8,8			
HOCHTIEF AG	HOT	GERMANY	5 716	14,0	10,3	8,5	3,6	4,5	4,1
VINCI SA	DG	FRANCE	64 104	36,5	20,4	14,6	11,9	10,3	8,6
BOUYGUES SA	EN	FRANCE	16 054	18,4	12,8	12,1	5,4	5,4	4,9
EIFFAGE	FGR	FRANCE	10 479	20,6	12,8	10,6	8,1	7,1	6,5
SEVERFIELD PLC	SFR	BRITAIN	349	9,4	13,3	11,1	5,9	8,7	7,6
STRABAG SE-BR	STR	AUSTRIA	4 706	7,4	12,0	11,1	1,1	2,1	2,0
Mediana				13,6	12,8	11,6	6,6	7,1	6,1
Mostostal Zabrze zysk netto (mln PLN)				10,6	18,1	23,4			
Mostostal Zabrze EBITDA (mln PLN)							39,1	38,0	41,5
Dług netto							22,8	-16,1	-29,8
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				144	232	271	236	286	282
Wycena							242		
Wycena na 1 akcję							3,2		

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 opisujemy w raporcie w poświęconym mu rozdziale. Opisujemy tam też przyczyny, dla których nie podejmujemy się oceny prawdopodobieństw wygranej stron sporu. Z tego powodu obu wariantom dajemy tę samą wagę w wycenie. Na bazie czasu trwania procesu sądowego i harmonogramu dalszych prac sądu oraz niemal pewnemu odwołaniu którejs z 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 200,2 mln PLN.

Do obu wariantów DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Mostostal Zabrze na lata 2021 – 2030.
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,6%.
- 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 DCF w wariancie bez wypłaty za Stadion Śląski

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
Przychody	796,5	896,3	913,8	877,1	920,7	966,5	1014,5	1065,0	1117,9	1173,5	
Stopa podatkowa (T)	37%	22%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	23,0	27,5	28,3	25,3	26,4	27,7	29,0	30,3	31,7	33,2	
Amortyzacja (non MSSF16)	9,8	8,5	7,7	7,1	6,7	6,8	6,9	7,1	7,2	7,3	
Zmiana w kapitale pracujący m	-8,5	-11,5	-2,0	4,2	-5,0	-5,3	-5,5	-5,8	-6,1	-6,4	
CAPEX	-4,9	-6,8	-7,7	-7,7	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2	-8,4	-8,6	
FCF	19,4	17,7	26,3	29,0	20,3	21,3	22,3	23,3	24,4	25,6	
zmiana FCF	-28%	-9%	48%	10%	-30%	5%	5%	5%	5%	5%	1,2%
Dług/Kapitał	21,1%	19,3%	17,7%	17,7%	16,5%	17,6%	16,4%	17,3%	16,1%	16,7%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	0,0%	0,4%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	2,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Koszt długu	2,0%	2,4%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	4,6%
Koszt kapitału	8,5%	9,0%	9,2%	9,5%	9,6%	9,8%	9,9%	10,1%	10,1%	10,2%	11,3%
WACC	7,0%	7,6%	8,0%	8,2%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%	9,8%
PV (FCF)	18,2	15,4	21,2	21,6	13,9	13,4	12,9	12,5	12,0	11,5	135,4
Wartość DCF (mln PLN)	288	w tym wartość rezydualna				135					
(Dług) Gotówka netto	16,1										
Wycena DCF (mln PLN)	304,1										
Liczba akcji (mln)	74,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	4,1										

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%	4,2	4,3	4,3	4,4	4,6
	2,0%	4,1	4,2	4,2	4,3	4,4
	2,6%	4,0	4,0	4,1	4,1	4,3
	3,0%	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2
	3,5%	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1
Beta nielewarowana	1,3	4,5	4,5	4,6	4,7	4,9
	1,5	4,0	4,0	4,1	4,1	4,3
	1,7	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8

Źródło: MillenniumDM

Wycena DCF w wariancie z wypłatą za Stadion Śląski

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
Przychody	796,5	896,3	913,8	877,1	920,7	966,5	1014,5	1065,0	1117,9	1173,5	
Stopa podatkowa (T)	22%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	0%
EBIT adj x (1-T)	23,0	27,5	28,3	25,3	26,4	27,7	29,0	-170,2	32,6	34,2	
Odszkodowanie Stadion Śląski								-200,2			
Amortyzacja (non MSSF16)	9,8	8,5	7,7	7,1	6,7	6,8	6,9	7,1	7,2	7,3	
Zmiana w kapitale pracującym	-8,5	-11,5	-2,0	4,2	-5,0	-5,3	-5,5	-5,8	-6,1	-6,4	
CAPEX	-4,9	-6,8	-7,7	-7,7	-7,8	-7,9	-8,1	-8,2	-8,4	-8,6	
FCF	19,4	17,7	26,3	29,0	20,3	21,3	22,3	-177,2	25,3	26,5	
zmiana FCF	-28%	-9%	48%	10%	-30%	5%	5%	-	-	5%	1,2%
Dług/Kapitał	21,1%	19,3%	17,7%	17,7%	16,5%	17,6%	16,4%	31,6%	28,4%	28,1%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	0,0%	0,4%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	2,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta nielewarowana	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Beta lewarowana	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8
Koszt długu	2,0%	2,4%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	4,6%
Koszt kapitału	8,7%	9,1%	9,2%	9,5%	9,6%	9,8%	9,9%	10,9%	10,8%	10,9%	11,6%
WACC	7,2%	7,7%	8,0%	8,2%	8,5%	8,6%	8,7%	8,4%	8,6%	8,7%	10,2%
PV (FCF)	18,1	15,4	21,1	21,5	13,9	13,4	12,9	-94,7	12,5	12,0	135,1
Wartość DCF (mln PLN)	181	w tym wartość rezydualna				135					
(Dług) Gotówka netto	-16,1										
Wy cena DCF (mln PLN)	165,1										
Liczba akcji (mln)	74,6										
Wycena 1 akcji (PLN)	2,2										

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%	2,4	2,4	2,5	2,6	2,7
	2,0%	2,2	2,3	2,3	2,4	2,6
	2,6%	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4
	3,0%	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3
	3,5%	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2
Beta nielewarowana	1,3	2,5	2,5	2,6	2,7	2,9
	1,5	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4
	1,7	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1

Źródło: MillenniumDM

Opis działalności spółki, strategia biznesowa

Grupa Mostostal Zabrze jest grupą przemysłową prowadzącą działalność produkcyjną, inżynierską, budowlaną i montażową ze znaczącym udziałem eksportu, głównie do krajów Europy Zachodniej.

Działalność operacyjna prowadzona jest w spółkach zależnych, natomiast spółka Mostostal Zabrze pełni rolę nadzoru właścicielskiego, zapewnia integrację sprzedaży i finansów, oferuje usługi wspólne w zakresie m.in. rachunkowości, kadr i informatyki oraz prowadzi projekty rozwojowe i reorganizacyjne wykraczające poza jedną spółkę.

Grupa posiada zakłady produkcyjne zajmujące się prefabrykacją orurowania oraz specjalistycznych konstrukcji stalowych, w tym wysoko przetworzonych konstrukcji maszynowych.

Współpracuje z największymi partnerami technologicznymi w Polsce i na świecie. Realizuje specjalistyczne projekty inwestycyjne w przemyśle chemicznym i petrochemicznym, hutniczym, energetyce i ochronie środowiska oraz w zakresie kompleksowej budowy obiektów użyteczności publicznej, począwszy od projektowania po oddanie obiektu i instalacji do użytkowania.

Struktura Grupy Mostostal Zabrze

Grupa Mostostal Zabrze składa się z dziewięciu spółek. Pięć z nich ma charakter operacyjny i pogrupowane są w trzy segmenty, a jedna jest spółką zależną niższego szczebla. Z pozostałych trzech jedną jest spółka matka, czyli Mostostal Zabrze S.A., kolejna – MZ Nieruchomości – ma charakter pomocniczy, a ostatnia – PRInż – funkcjonuje w celu dokończenia sporów sądowych w sprawach rozliczenia wcześniejszych kontraktów.



Segmenty działalności i spółki zależne w ich ramach

Swoją działalność Grupa Mostostal Zabrze dzieli na trzy segmenty operacyjne oraz działalność pozostałą. Poniżej prezentujemy tabelę przedstawiającą przychody i zysk operacyjny segmentów za ostatnie trzy lata oraz naszą prognozę na bieżący rok. Następnie zamieszczamy tabelę z podstawowymi wynikami spółek.

Segmenty działalności Grupy Mostostal Zabrze

	Przychody				EBIT			
	2018	2019	2020	2021p	2018	2019	2020	2021p
Realizacje przemysłowe i projektowanie	347,5	246,2	307,0	362,3	6,2	9,3	6,4	3,6
Konstrukcje maszynowe	118,2	113,9	103,5	117,0	5,8	0,2	5,6	5,6
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	135,4	213,9	194,3	305,0	3,6	9,5	18,6	21,4
Pozostała działalność	12,2	27,3	12,1	12,2	6,9	0,5	-3,9	-2,4

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Wyniki spółek zależnych Mostostalu Zabrze

	Przychody		EBIT		Zysk netto	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
1) Realizacje przemysłowe i projektowanie						
Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe	240,4	300,4	4,2	9,5	2,4	4,5
Mostostal Zabrze Biprohut	21,8	8,4	5,2	-1,2	4,3	-1,2
Mostostal Zabrze Elektro	0,0	2,4	-0,1	-1,8	-0,1	-1,9
2) Budownictwo ogólne i inżynieryjne						
Mostostal Zabrze Gliwickie Przedsiębiorstwo Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjnych	215,4	195,6	9,5	18,6	7,0	14,8
3) Konstrukcje maszynowe						
Mostostal Zabrze Konstrukcje Przemysłowe	114,6	103,9	0,2	5,6	0,3	1,8
4) Pozostała działalność						
Mostostal Zabrze Nieruchomości	3,0	9,0	4,6	4,8	3,8	4,1

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

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

W ramach segmentu w 2020r. spółka realizowała ok. 90 kontraktów w zakresie realizacji przemysłowych, kilka projektów w zakresie wykonawstwa instalacji elektroenergetycznych oraz szereg zleceń projektowych.

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

Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe (MZRP)

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 98,2%)

Spółka świadcząca kompleksowe usługi produkcyjno-montażowe w sektorze budownictwa przemysłowego, chemii i petrochemii oraz energetyki i ochrony środowiska. Posiada swój własny potencjał produkcyjny – Wytwórnię Konstrukcji Stalowych i Rurociągów w Kędzierzynie-Koźlu i Częstochowie, a także Ośrodek Spawalnictwa i Zakładowej Kontroli Produkcji oraz Biuro Techniczne w Essen reprezentujące Grupę Mostostal Zabrze na rynku niemieckim. Dzięki 50-letniemu doświadczeniu i ponad 800 wykwalifikowanym pracownikom MZ RP może oferować bogaty wachlarz usług, a w szczególności realizację niestandardowych i skomplikowanych projektów przemysłowych.

Stal jest podstawowym surowcem i MZRP stara się przenosić ryzyko zmian jej ceny na podwykonawców. Spółka posiada dwie własne wytwórnie konstrukcji stalowych, jednak w relacji do wielkości realizowanych kontraktów, są one niewielkie i mają głównie charakter pomocniczy. Na potrzeby kontraktów przygotowanie większości konstrukcji stalowych MZRP zleca na zewnątrz grupy, odsuwając jednocześnie od siebie większą część ryzyka zmian cen stali. Również w odniesieniu do samodzielnie wytwarzanych konstrukcji ryzyko jest obniżane poprzez składanie zamówień na stal już w momencie podpisania danego kontraktu.

Koncentracja na Europie Zachodniej i na stałych klientach, którymi są czołowe europejskie firmy przemysłowe. Kluczem do uzyskania przyzwoitej marży na kontraktach tego segmentu jest optymalizacja prac. W okresie ograniczeń epidemicznych w 2020r. było to utrudnione, z uwagi na podwyższone koszty podyktowane bezpieczeństwem pracowników. Ponieważ spółka wykonuje prace własnymi pracownikami, to konieczność wożenia ich i kwaterowania z uwzględnieniem większego dystansu społecznego generowało znaczne koszty.

W segmencie Realizacji Przemysłowych Grupa uzyskuje wykorzystuje dodatkową efektywność wynikającą z możliwości wykonania projektu własnymi siłami oraz uzupełniania oferty (od ubiegłego roku) wykonywaniem samodzielnie instalacji elektrycznych.

Zarząd podkreśla szczególną rolę zarządzania projektami, a wręcz określa to jako podstawowe źródło rentowności. Przyznaje przy tym, że ta część realizacji kontraktów w przeszłości zawodziła, co kilkakrotnie doprowadziło do znaczących strat. Obecnie w Grupie MZ funkcjonuje wewnętrzne szkolenie Menedżerów Projektów, co spółka nazywa „Uniwersytetem Zarządzania Projektami”.

Zmiana sposobu funkcjonowania po porażkach, jakimi były kontrakty EFRA Lotos i kontrakt z Hitachi Zosen Inova AG na prace przy spalarni śmieci w W. Brytanii. W obu przypadkach, zdaniem Mostostalu Zabrze przyczyny opóźnień realizacji prac leżały po stronie zleceniodawców, a mimo to mieli oni możliwość pociągnięcia MZ do odpowiedzialności za opóźnienia. Obecnie, po 2017r. według zarządu, Mostostal Zabrze podpisuje wyłącznie kontrakty, w których poszczególne elementy projektu wraz z terminami i stronami odpowiedzialnymi za dostarczenie koniecznych składowych są precyzyjnie opisane, a klient akceptuje również swoje obowiązki. Pozwala to na późniejsze zarządzanie zmianami, które zwykle się pojawiają w trakcie realizacji projektu i co ważne, ułatwia wycenę prac, które te zmiany wygenerują. To ma pozwalać na wystawieni klientowi rachunku za zmieniony zakres prac już w trakcie wprowadzania zmian (sporządzenie aneksu do umowy), a nie dopiero na koniec projektu, jak to miało miejsce przy kontrakcie EFRA dla Lotosu.

Mostostal Zabrze Biprohut (MZB)

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 100%)

Mostostal Zabrze Biprohut jest biurem projektowym o szerokim zakresie wielobranżowych usług m.in. dla przemysłu hutniczego, maszynowego, chemicznego, energetycznego i wielu innych. Firma oferuje projektowanie we wszystkich etapach przedsięwzięć inwestycyjnych: obiektów, instalacji, linii produkcyjnych, urządzeń przemysłowych i budownictwa ogólnego oraz infrastruktury towarzyszącej, a jej usługi inżynierskie obejmują doradztwo techniczne, prawne i ekonomiczne w fazie przedprojektowej i realizacyjnej, a także koncepcje, prace studialne i analityczne, wnioski środowiskowe, projekty podstawowe i budowlane, aż do pozwolenia na budowę, projekty wykonawcze i warsztatowe, nadzory autorskie, oraz szeroko rozumiane zarządzanie zadaniami inwestycyjnymi. Biprohut posiada 75 lat doświadczenia, a w Grupie Mostostal Zabrze jest od 1998 roku.

Mostostal Zabrze Elektro (MZE)

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 100%)

Spółka 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. MZ Elektro ofertę kieruje do klientów sektora hutniczego, koksowniczego, wydobywczego i stoczniowego oraz przemysłu chemicznego i petrochemicznego, wspierając ich już na bardzo wczesnych etapach realizacji procesu inwestycyjnego aż do jego zakończenia oraz później w czasie działania.

Spółka została założona pod koniec 2019 roku, aby uzupełnić kompetencje Grupy MZ w zakresach elektrycznych i AKPiA. Z powodu pandemii jej start był utrudniony, szczególnie w 2Q i 3Q 2020r. trudno było pozyskać zlecenia, podczas gdy koszty stałe (głównie wynagrodzenia pracowników) już były generowane. Z tego powodu MZE zanotowała stratę. Według zarządu break-even powinien zostać osiągnięty w 2022r.

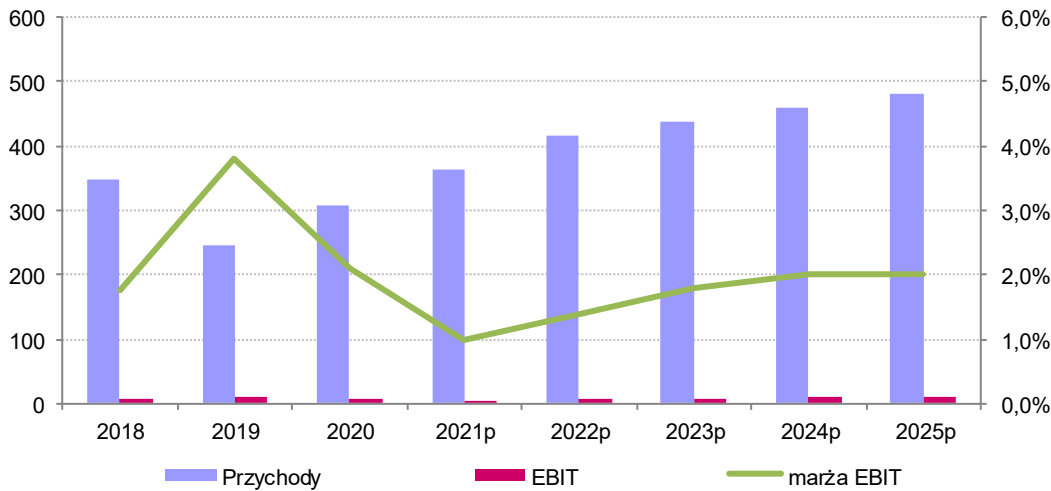
Czynniki decydujące o rentowności segmentu

Podstawowymi kosztami, które decydują o rentowności projektów w segmencie realizacji przemysłowych to zakup stali oraz płace. Natomiast w 2020r. wynik operacyjny był słabszy niż w 2019r., za co według zarządu Grupy MZ odpowiadają dodatkowe koszty związane z bezpieczeństwem pracowników w obliczu epidemii. Zdecydowana większość zleceń realizowana w segmencie jest poza Polską, więc wzrost kosztów logistycznych miał duże znaczenie dla rentowności.

Niestety w bieżącym roku sytuacja pod tym względem nie uległa poprawie i stąd wynik tegoroczny powinien być zbliżony do ubiegłorocznego. Poprawie za to uległa sytuacja pod względem ilości prac projektowych, z tym że wynik na nich nie jest dla segmentu decydujący.

Intencją spółki jest zdobywanie zleceń na Zachodzie Europy w połączeniu projektowania, realizacji przemysłowych, wraz z elektroinstalacjami.

Wyniki segmentu Realizacje przemysłowe i projektowanie



Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

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)

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 96,7%)

Firma 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. Zakres prac wykonywanych przez spółkę obejmuje kompleksową realizację inwestycji w formule „zaprojektuj i wybuduj” lub generalne wykonawstwo i podwykonawstwo. W Grupie Mostostal Zabrze od 1999 roku.

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 powstawania 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 relację z bieżącej jego realizacji, prognoz i zagrożeń. Dzięki temu w przypadku odchylenia 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.

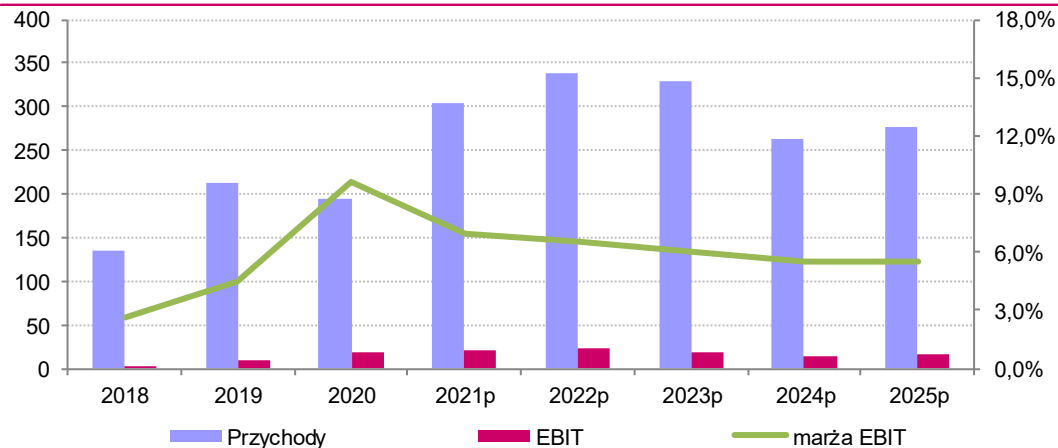
Według zarządu spółki w przypadku MZ GPBP, podpisane i realizowane aktualnie kontrakty dają podstawę do oczekiwania, że wypracowany w 2020r. EBIT w wysokości 18,6 mln PLN, jest co najmniej powtarzalny w kolejnych latach, z dużą szansą na wzrost.

Przedsiębiorstwo Robót Inżynierskich

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 99,2%)

Spółka, która praktycznie nie prowadzi już działalności operacyjnej (prznieśiona do MZ GPBP), a pozostawiona w Grupie z powodu sporów, które prowadzi z tytułu zakończonych kontraktów. Najważniejszym z nich jest prowadzony z Województwem Śląskiem o rozliczenia budowy odcinka Drogowej Trasy Średnicowej w Katowicach - dwupoziomowego węzła-ronda w Katowicach.

Wyniki segmentu Budownictwo ogólne i inżynierskie



Źródło: Agora, Millennium DM

Konstrukcje maszynowe

Głównym profilem działalności segmentu jest wykonawstwo konstrukcji stalowych maszynowych o wysokim stopniu przetworzenia, takich jak: 1) elementy konstrukcyjne maszyn budowlanych, 2) elementy konstrukcyjne dźwigów samochodowych, 3) elementy konstrukcyjne dźwigów kontenerowych, 4) elementy konstrukcyjne pojazdów szynowych. Działalność operacyjna segmentu ulokowana jest w jednej spółce zależnej, którą jest Mostostal Zabrze Konstrukcje Przemysłowe.

Mostostal Zabrze Konstrukcje Przemysłowe (MZKP)

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 100%)

Jest to firma z ponad 75-letnim doświadczeniem świadcząca usługi z zakresu średnioseryjnej produkcji mechanicznych podzespołów maszyn i pojazdów. MZKP specjalizuje się w produkcji maszynowych konstrukcji stalowych, niezbędnych do budowy pojazdów dźwigowych oraz pojazdów szynowych. Jej zakres wykonawczy obejmuje m.in.: podwozia i nadwozia dźwigów samojezdnych, podzespoły i podpory do wysięgników dźwigowych, konstrukcje ramy i nadwozia lokomotyw oraz wózki kolejowe. Ponadto świadczy usługi w zakresie obróbki skrawaniem i ochrony antykorozyjnej z wykorzystaniem maszyn i urządzeń. Spółka jest właścicielem Laboratorium Zakładowego, posiadającego uznanie i certyfikaty do prowadzenia badań niszczących i nieniszczących oraz wzorcowania przyrządów pomiarowych. 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 deklarowaną przez zarząd Mostostalu Zabrze, stara się on odsuwać od spółki 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.

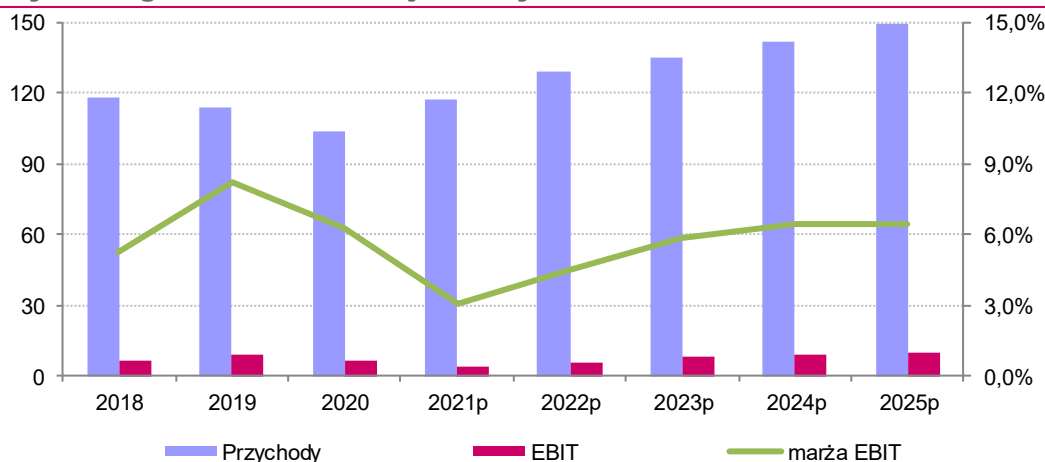
W przypadku trzeciego głównego klienta (amerykańskiego), ceny produktów są w większym stopniu negocjowane, ale również co do zasady zmieniane wraz ze zmianami cen stali.

Podstawowym czynnikiem decydującym o rentowności MZKP jest zatem – przy dobrym zarządzaniu ceną stali - efektywność.

Segment Konstrukcje maszynowe niemal całość produkcji eksportuje, przy rentowności opartej o marżę, i przy jednocześnie zabezpieczonej pozycji walutowej, Oznacza to dużą zmienność wynik operacyjny, 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 dalszej części przedstawiamy podstawowe wielkości wyników spółki za lata 2019 i 2020. Według wyjaśnień spółki w 2019 roku słabszy wynik był spowodowany dwoma czynnikami: 1) znaczącym wzrostem kosztów płac pracowników fizycznych zarówno w 2018, jak i 2019 roku, czego nie udało się w pełni przełożyć na ceny dla największego klienta (Liebherra). Dopiero pod koniec 2019 roku weszła w życie część podwyżek cen, co przełożyło się na dobre wyniki 2020 roku. (kolejną część podwyżek została wynegocjowana w ostatnich tygodniach, 2) klient, dla którego firma wykonuje wózki do pociągów miał problemy z łańcuchem dostaw i nie był w stanie na bieżąco dostarczać elementów koniecznych do skompletowania zespołów, dla niego wytwarzanych. Przełożyło się to na niskie obłożenie linii produkcyjnej. Ponadto spółka była w trakcie uruchamiania drugiej linii produkcyjnej podwozi kolejowych, co spowodowało wzrost kosztów o kilkaset tysięcy złotych (głównie szkolenia pracowników).

Wyniki segmentu Konstrukcje maszynowe



Źródło: Agora, Millennium DM

Pozostała działalność

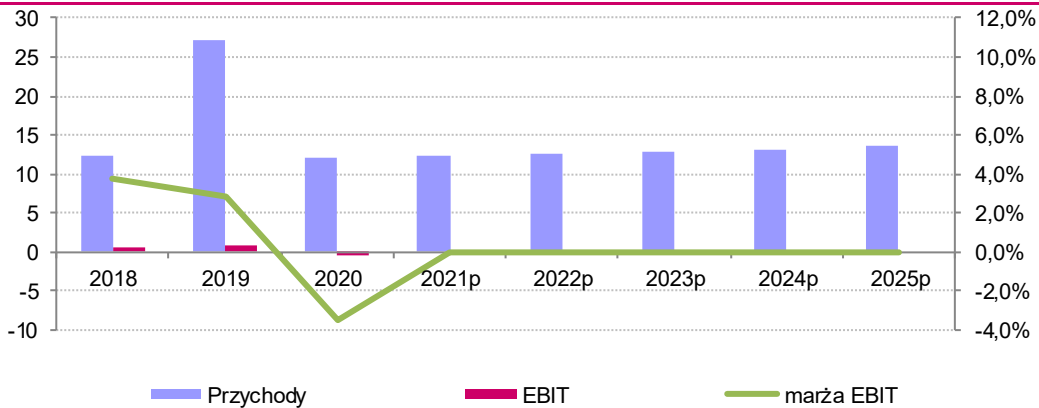
Segment realizuje usługi związane z zarządzaniem i obsługą nieruchomości w Grupie Kapitałowej oraz usługi związane z zarządzaniem strategicznym, nadzorem właścicielskim, zapewnieniem integracji sprzedaży i finansów, usług wspólnych w zakresie m.in. rachunkowości, kadr, informatyki itp.

Mostostal Zabrze Nieruchomości

(udział Mostostalu Zabrze w kapitale 100%)

Spółka o charakterze pomocniczym w ramach Grupy. Zajmuje się wynajmem powierzchni własnych oraz należących do całej Grupy Mostostalu Zabrze, usługowym zarządzaniem nieruchomościami, a także usługowym przygotowaniem i nadzorem nad inwestycjami i remontami.

Wyniki segmentu Pozostała działalność

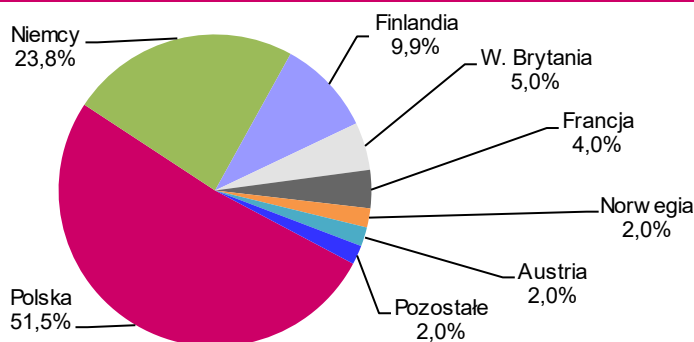


Źródło: Agora, Millennium DM

Struktura geograficzna i branżowa sprzedaży

Poszczególne spółki wchodzące w skład Grupy MZ mają odmienną strukturę geograficzną sprzedaży. Łączny efekt dla Grupy to w 2020r. 51,5% sprzedaży w Polsce, 23,8% w Niemczech i 9,9% w Finlandii.

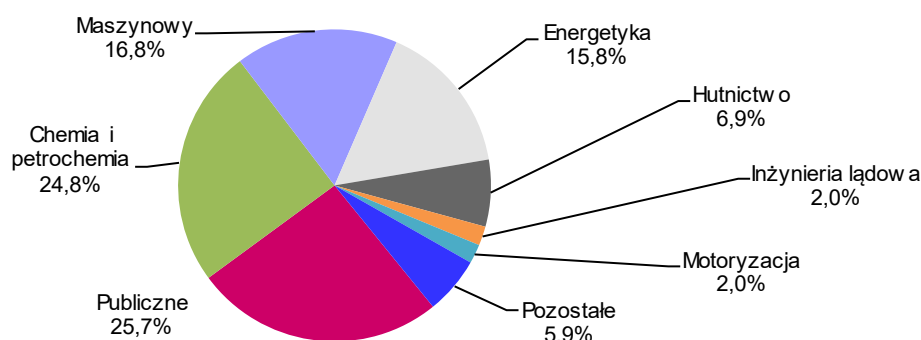
Struktura geograficzna sprzedaży Grupy Mostostal Zabrze w 2020r.



Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Struktura branżowa sprzedaży jest zdywersyfikowana, choć dwa sektory odpowiadają za około połowy przychodów Grupy MZ. W 2020r. 25,7% przychodów pochodziło z sektora publicznego, za co odpowiadał głównie MZ GPBP, które specjalizuje się w budowie m.in. szpitali i pływalni. Do sektora publicznego sprzedaje też MZKP, który specjalizuje się m.in. w budowie spalarni śmieci. Podobny udział, bo wynoszący 24,8% miała w ubiegłym roku sprzedaż do sektora chemicznego i petrochemicznego, a kolejne to maszynowy z udziałem 16,8% i energetyka z 15,8%. Są to segmenty typowe dla działalności segmentu Realizacji przemysłowych i projektowania.

Struktura branżowa sprzedaży Grupy Mostostal Zabrze w 2020r.



Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Strategia na lata 2020-22

W skrócie celem przyjętej przez spółkę strategii rozwoju jest wzrost wyniku netto z działalności operacyjnej (z wyłączeniem zdarzeń nadzwyczajnych) oraz uzyskanie pozytywnych przepływów pieniężnych na poziomie zysku netto.

Zarząd zamierza koncentrować się na maksymalizacji zysku brutto ze sprzedaży oraz redukcji kosztów ogólnego zarządu.

Natomiast celem, który spółka określa jako „aspiracyjny”, jest osiągnięcie w 2022r. wyniku netto na poziomie 20 mln zł.

Spółka w ramach zaprezentowanej strategii przyjęła pewne założenia odnośnie działań rynkowych:

- ❑ wzmocnienie relacji z kluczowymi klientami z Europy Zachodniej oraz rozwój współpracy, między innymi rozszerzenie segmentu Małego eksportu na Szwajcarię (remonty i serwisy spalarni śmieci),
- ❑ utrzymanie lub wzrost publicznych inwestycji infrastrukturalnych co oznacza dla Mostostalu Zabrze rozwój produkcji elementów pojazdów szynowych oraz udział w średniej wielkości projektach infrastrukturalnych w Europie Zachodniej,
- ❑ rozwój sprzedaży usług serwisowych i remontowych na rafineriach, elektrowniach oraz spalarniach śmieci głównie w Europie Zachodniej,
- ❑ większą dostępność pracowników bezpośrednich choć wciąż nastawiamy się na pozyskiwanie pracowników ze Wschodu.

Kontrakty o szczególnym znaczeniu

Kontrakt z POSCO

Spółka 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). Umowa została zawarta w ramach przedsięwzięcia pn.: „Rozbudowa i modernizacja Zakładu Unieszkodliwiania Stałych Odpadów Komunalnych przy ul. Zabranieckiej 2, w dzielnicy Targówek m. st. Warszawy”. 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 roku bieżącym i w 2022r. Co spółka podkreśla, to nie odpowiada ona za parametry technologiczne spalarni, co znacznie zmniejsza ryzyko wydłużenia realizacji i ewentualnej konieczności poprawek.

Spółka podjęła się tego zadania, mimo deklarowanej strategii unikania jednostkowo kontraktów, z dwóch powodów. Pierwszym jest duże doświadczenie, w przypadku którego można mówić już o specjalizacji w budowie spalarni śmieci. Po drugie wcześniejsze pozytywne doświadczenia we współpracy ze zleceniodawcą.

Mostostal Zabrze realizował już podobny kontrakt z POSCO E&C w latach 2013-2016. Była to budowa spalarni śmieci dla miasta Kraków (roboty żelbetowe i wykończeniowe, dostawa i montaż konstrukcji stalowej obiektu oraz montaż kotłów, orurowania i urządzeń towarzyszących). Wartość wykonanych wtedy prac przez MZ wyniosła 97,1 mln PLN.

Przez ostatnie 20 lat Grupa pomyślnie zrealizowała ponad 25 projektów spalarni w zakresie konstrukcyjnym, budowlanym, mechanicznym oraz projektowym. Warto przy tym zwrócić uwagę, że 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 Jantina VI dla Tauron Wydobycie.

Kontrakt z BASF Schwarzheide

Spółka Mostostal Zabrze Realizacje Przemysłowe podpisała 10 sierpnia 2021 r. z BASF Schwarzheide GmbH umowę na prefabrykację i montaż instalacji chemicznej oraz prace elektryczne w zakładzie produkcji aktywnych materiałów katodowych w Schwarzheide w Niemczech. Za realizację przedmiotu Umowy MZRP otrzyma wynagrodzenie netto w wysokości ponad 40 mln EUR netto. Termin zakończenia realizacji prac MZRP został uzgodniony na IV kwartał 2022 roku.

Jest to obok kontraktu z POSCO, druga umowa, która stoi w sprzeczności z deklaracją zarządu MZ o unikaniu kontraktów o jednostkowo dużej wartości (jak na MZ). Podobnie jak przy wspomnianej największej umowie, spółka przedstawia szczegółowe uzasadnienie tej decyzji z punktu widzenia ryzyka finansowego.

- ❑ Z firmą BASF od 2013 roku Grupa Mostostal Zabrze realizowała szereg kontraktów o łącznej wartości 540 mln PLN i według spółki żaden z nich nie należał do „problematycznych”.
- ❑ Zakres prac wykonywanych na tym kontrakcie należy do strategicznych z punktu widzenia MZRP.
- ❑ Dogłębna znajomość przedsięwzięcia, ponieważ MZRP bierze w nim udział od fazy projektowania.
- ❑ Dostawy najistotniejszych materiałów pozostają po stronie Inwestora, co minimalizuje ryzyko zmiany cen materiałów.
- ❑ Spółki z Grupy Mostostal Zabrze nie odpowiadają za parametry technologiczne powstającego zakładu. Pozostaje to po stronie zleceniodawcy, który jest też dostawcą technologii.

Spory dotyczące dużych kontraktów wykonywanych w przeszłości

Według Zarządu Mostostal Zabrze przeszedł gruntowną reorganizację w latach 2018 i 2019. Miała ona przede wszystkim dotyczyć zasad organizacji pracy, głównie sposobu prowadzenia kontraktów oraz kształtu podpisywanych umów. Jako podstawowy błąd popełniany w przeszłości zarząd wskazuje pozostawianie zbyt dużej ilości czynników, kluczowych do realizacji kontraktu, poza kontrolą spółki. Jako jeden z najważniejszych powodów wciąż trwających sporów ze zleceniodawcami dawno już zakończonych kontraktów, spółka wskazuje uzależnienie w kontraktach od spełnienia warunków przez zleceniodawców, co nie było precyzyjnie opisane w umowach. Z tego powodu spółka nie mogła się wywiązać z umów w terminie, z powodów opóźnień spowodowanych przez zleceniodawcę i jednocześnie nie miała sposobu na wyegzekwowanie wykonania jego części prac.

Stadion Śląski

Jest to spór, którego przedmiot jest wart obecnie 177,7 mln zł, co oznacza największe ryzyko dla funkcjonowania Mostostalu Zabrze. Jest on konsekwencją katastrofy budowlanej, która wydarzyła się w 2011r. podczas realizacji kontraktu "Zadaszenie widowni oraz niezbędnej infrastruktury technicznej Stadionu Śląskiego w Chorzowie,„. Bezpośrednią przyczyną było pęknięcie łączników lin napinających zadaszenie. Inwestorem w tym kontrakcie było Województwo Śląskie i z nim jest toczony spór, a wykonawcą konsorcjum w składzie Mostostal Zabrze, Hochtief Polska oraz Hochtief Solutions. W 2013r. Państwowy Inspektorat Nadzoru Budowlanego (PINB) nakazał Inwestorowi zaniechanie dalszych robót budowlanych z powodu wady dokumentacji projektowej, a w czerwcu tego samego roku Konsorcjum odstąpiło od umowy. Od tego czasu trwa korowód wzajemnych pozwów sądowych między stronami, stopniowo zwiększających roszczenia.

Meritum sporu jest przyczyna katastrofy i kto za nią odpowiada. W dotychczasowych decyzjach za przyczynę uznawane są błędy w projekcie, za który odpowiadało Województwo Śląskie. Zostało to potwierdzone najpierw przez PINB, a następnie przez NIK w ramach przeprowadzonej kontroli. Wspomniany na końcu raport wskazuje jednak na powód, dla którego spór trwa tak długo. Otóż ekspertyzy techniczne sporządzone na zlecenie Powiatowego Inspektora Nadzoru Budowlanego wskazują poza błędami projektowymi na jeszcze inne przyczyny, mianowicie nieodpowiednie parametry materiałowe łączników oraz niedokładne ich zmontowanie.

Sytuacja bieżąca sprawy jest następująca. Proces sądowy jest w toku i trwa przesłuchiwanie świadków zgłoszonych przez strony sporu. W 2020 r. odbyła się rozprawa, w trakcie której został przesłuchany świadek reprezentujący Województwo Śląskie, a kolejna rozprawa związana z przesłuchaniem świadka miała miejsce w styczniu 2021r.

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. Od tego czasu spółka domaga się zapłaty za wykonane prace i zwrotu innych kosztów, co na dzień dzisiejszy wylicza łącznie na 26,7 mln PLN. W rewanżu Wood zażądał zwrotu nadpłaconych, jego zdaniem faktur, i odszkodowania za dodatkowe koszty na łączną kwotę 39,1 mln PLN. We wrześniu 2018r. Mostostal złożył wniosek o arbitraż i aktualnie trwa wymiana pism procesowych. Z powodu epidemii przesłuchanie świadków zostało odłożone do grudnia 2021r. Zarząd Mostostalu Zabrze wyraża nadzieję, że wyrok arbitrażowy zapadnie w IH'21r.

EFRA Lotos

W kwietniu 2016r. Mostostal Zabrze podpisał umowę z Kinetics Technology 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. Obecnie jeden z kontraktów, tzw. „budowlany” został całkowicie rozliczony, natomiast w ramach tzw. kontraktu „mechanicznego” prace zostały przez strony uznane za zakończone, ale wciąż ustalane są rozliczenia finansowe. Spółka spodziewa się z tego tytułu wpływu kilkunastu mln PLN.

Kontrakt ten do czasu ostatecznego rozliczenia powoduje ryzyko pojawienia się odpisów, ponieważ spółka w trakcie realizacji prac księgowała sukcesywnie przychody, co do których nie ma pewności, że zleceniodawca zapłaci. Istnieje bowiem rozbieżność co do wartości prac wykonanych przez MZ, który w międzyczasie je zaksięgował w wartości wyliczonej przez siebie. Z tymi wyliczeniami nie w pełni chce zgodzić się Kinetics Technology. Rozbieżność, o którą spierają się strony wynosi kilkanaście mln PLN.

Rozliczona część „budowlana” kontraktu spowodowała duże straty dla MZ w 2016r. i w 2017r.

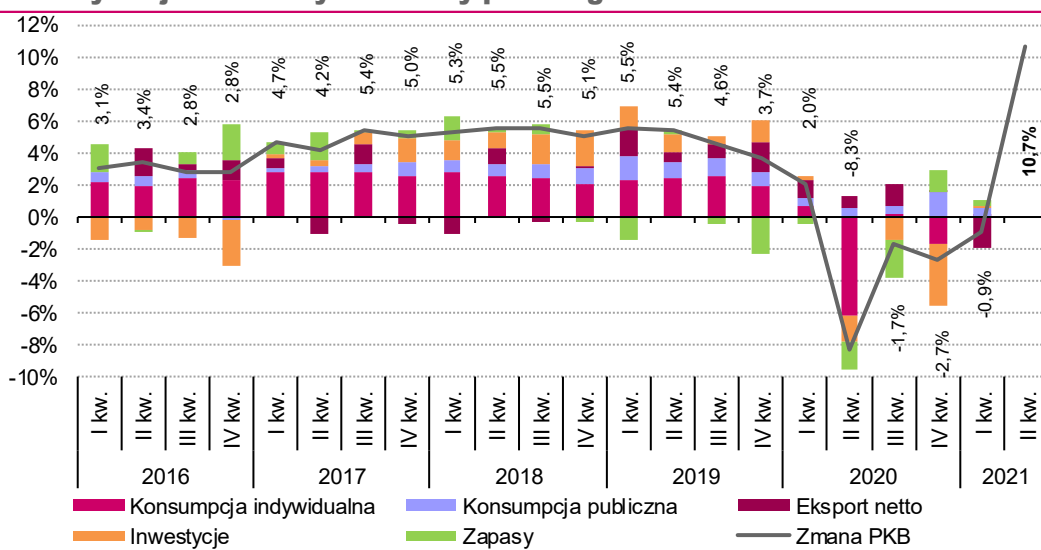
Drogowa Trasa Średnicowa

Sprawa sięga 2003r. i umowy zawartej przez spółkę zależną Mostostalu Zabrze - Przedsiębiorstwa Robót Inżynieryjnych (PRInż) z Drogową Trasą Średnicową, działającą 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.

Otoczenie rynkowe

Skutki zimowo-wiosennej fali epidemii Covid-19 okazały się dla gospodarki znacznie mniej dotkliwe od fali wiosennej. Stało się tak, mimo znacznie większej ilości zachorowań i ofiar śmiertelnych. Stało się tak z uwagi na znacznie spokojniejsze, jak nie wręcz lekceważące podejście znacznej części społeczeństwa do ryzyka zakażenia. Z tego powodu, mimo rosnącego prawdopodobieństwa wystąpienia kolejnej fali zachorowań tej jesieni, gospodarka wyraźnie przyspieszyła. Jeszcze w 1Q21 konsumpcja i inwestycje były znikome, co zrozumiałe na daleko posunięte epidemiologiczne ograniczenia w tym okresie, ale i tak były już ich dynamiki roczne były symbolicznie dodatnie. O ujemnej dynamice całego PKB w 1Q21 zdecydowała nadwyżka dynamiki importu, nad dynamiką eksportu. GUS nie podał jeszcze szczegółowego rozbitcia dynamiki PKB za 2Q21, a jedynie ogólny szacunkowy odczyt, ale jest ona za to wyjątkowo imponująca, gdyż dynamika roczna wyniosła +10,7%. Z informacji podawanych przez spółki można spodziewać się, że było to zasługą zarówno wysokiego wzrostu konsumpcji, jak i inwestycji.

Kontrybucja składowych zmiany polskiego PKB



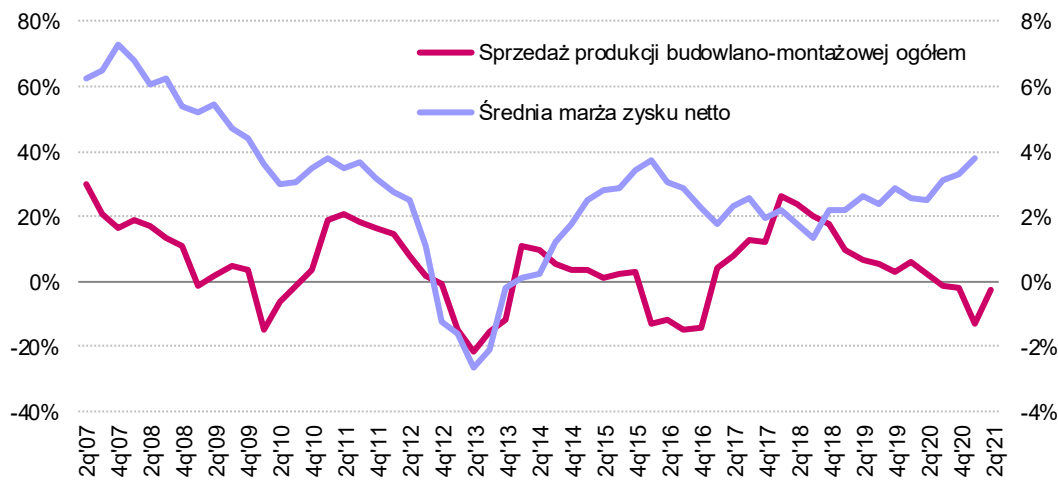
Źródło: GUS, Millennium DM

Koniunktura w budownictwie

Mimo, że branża budowlana nie odczuła znacząco skutków epidemii, to jednak z jej powodu część projektów zostało odroczone lub opóźnione. W drugiej połowie 2020r. zaczęto nadrabiać prace i odmrażać projekty wstrzymane. Przełożyło się to na znaczny wzrost popytu na usługi firm budowlanych.

Na zamieszczonym poniżej wykresie, obok dynamiki produkcji budowlano-montażowej, 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. Duży wpływ na poprawę średniej rentowności ma zmniejszenie skali strat dwóch spółek, które wyznaczają dolną granicę przedziału w jakim oscylują omawiane rentowności, a mianowicie Trakcji i Energoinstalu.

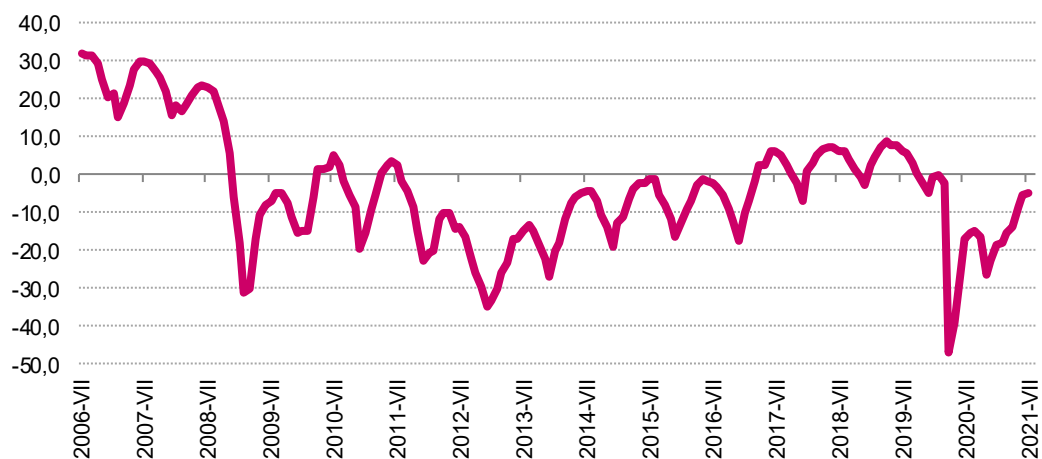
Średnia marża spółek na tle produkcji i koniunktury budowlano-montaż.



Źródło: GUS, Notoria, Bloomberg, Millennium DM

Poprawę sytuacji odzwierciedla publikowany przez GUS wskaźnik klimatu koniunktury w budownictwie. Tak jak dynamika produkcji budowlano-montażowej w 2Q21 była jeszcze ujemna, tak i ten wskaźnik wciąż pozostaje w strefie negatywnej. Jednak biorąc pod uwagę jak silnie spadł on bezpośrednio po wybuchu epidemii, a mianowicie do wartości -47,1 w kwietniu 2020r., to jednak ulega on systematycznie wyraźnej poprawie, choć akurat w sierpniu spadł do wartości -7,0, z -4,9 odnotowanego w czerwcu. Nie najlepszy sentyment spółek w branży, mimo przyzwoitych ich wyników, może być związany z faktem mniejszej ilości przetargów warunkowanych funduszami unijnymi. Bieżący rok jest bowiem rokiem przejściowym między dwiema perspektywami funduszy UE. Warto jednak zwrócić uwagę, że jeden z dwóch największych dysponentów środków unijnych, czyli PKP PLK (obok GDDKiA) deklaruje gotowość do bezzwłocznego ogłaszania kolejnych przetargów, jak tylko środki unijne będą dostępne.

Wskaźnik klimatu koniunktury w budownictwie

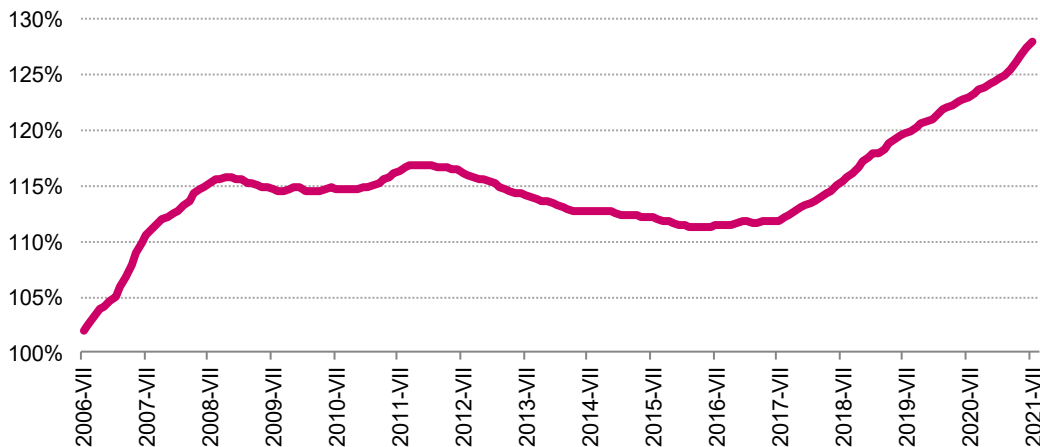


Źródło: GUS, Millennium DM

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

Jak dotąd spółki radzą 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. W lipcu 2021r. ceny te wzrosły w ujęciu r/r o 3,9%.

Indeks cen produkcji budowlano-montażowej

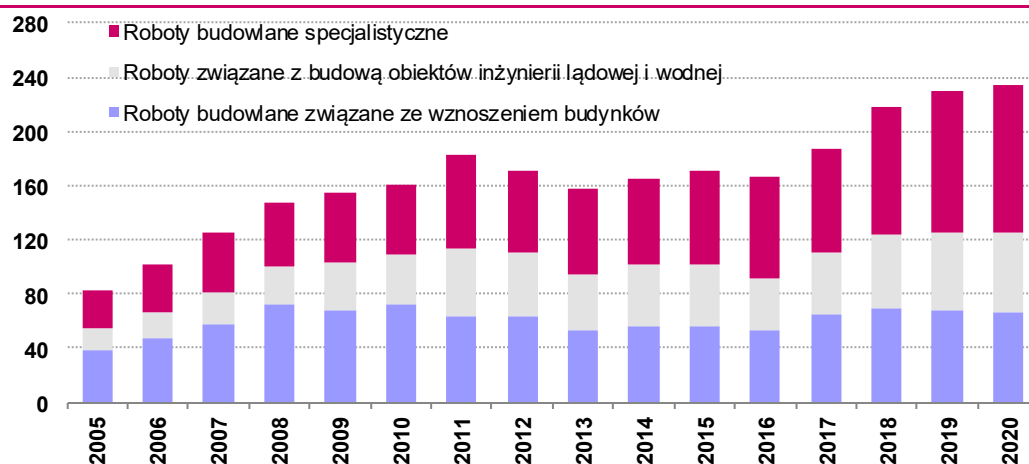


Źródło: GUS, Millennium DM

To czy poszczególne firmy w branży budowlano-montażowej są w stanie przenosić wzrost cen surowców i pacy na klientów zależy w dużym stopniu od skali nasilenia konkurencji. Ta z kolei zależy głównie od zmieniającej się wartości całego rynku. Warto zwrócić uwagę, że omawiana wcześniej średnia rentowność firm odnotowała minimum w 2013 roku. Tym czasem był to też drugi rok z rzędu spadku wartości rynku. Jego wartość w latach 2014-2016 pozostawała stabilna, by ponownie rosnąć od 2017 roku. Od tego też czasu sukcesywnie poprawia się rentowność spółek i to mimo wyraźnego wzrostu kosztów. Wartość rynku w 2020r. osiągnęła wg. GUS 233,7 mld PLN i była o 40,1% większa niż jego wartość w 2016 roku.

Warta odnotowania jest też wyraźna zmian struktury, będąca skutkiem szybszego wzrostu segmentu robót budowlanych specjalistycznych. W 2010r. wznoszenie budynków odpowiadało za 44,6% wartości rynku, a roboty specjalistyczne za 31,9%. W 2020r. relacje te były już odwrócone i rynek robót specjalistycznych odpowiadała za 46,4% rynku, a wznoszenie budynków za 28,4%. Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej stanowiła w 2010r. 23,4% rynku i 25,3% w 2020r. Zmiany te są korzystne dla spółek takich jak Mostostal Zabrze, gdyż oznaczają, że operuje on w szybciej rosnącej części rynku.

Wartość produkcji budowlano-montażowej (w mld PLN)

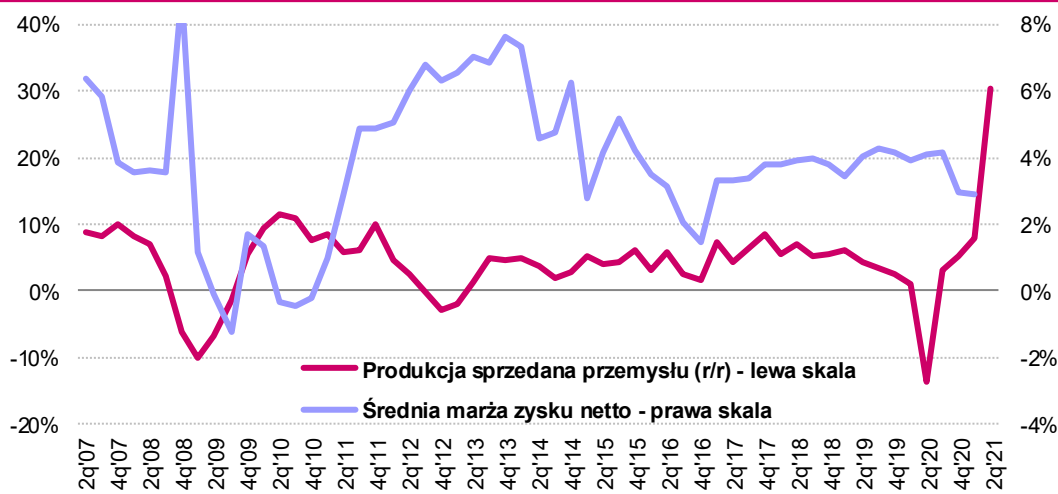


Źródło: GUS, Millennium DM

Koniunktura w przemyśle

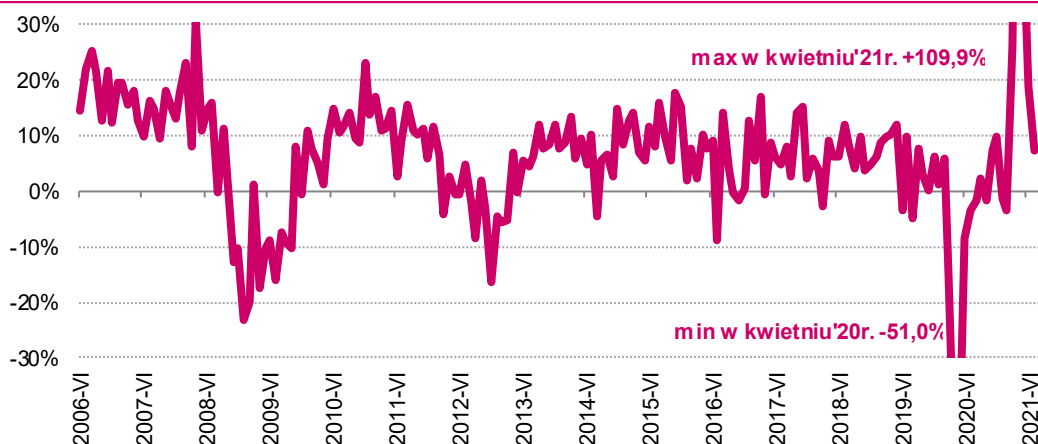
Mostostal Zabrze w zakresie segmentu Konstrukcje maszynowe, który 2020r. odpowiadał łącznie za 16,8% przychodów, ale też po części w ramach segmentu Realizacje przemysłowe, wyeksponowany jest w większym stopniu na koniunkturę w przemyśle. Produkcja przemysłowa bezpośrednio po wprowadzeniu znacznych ograniczeń 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

Dynamika produkcji przemysłowej w zakresie dóbr inwestycyjnych



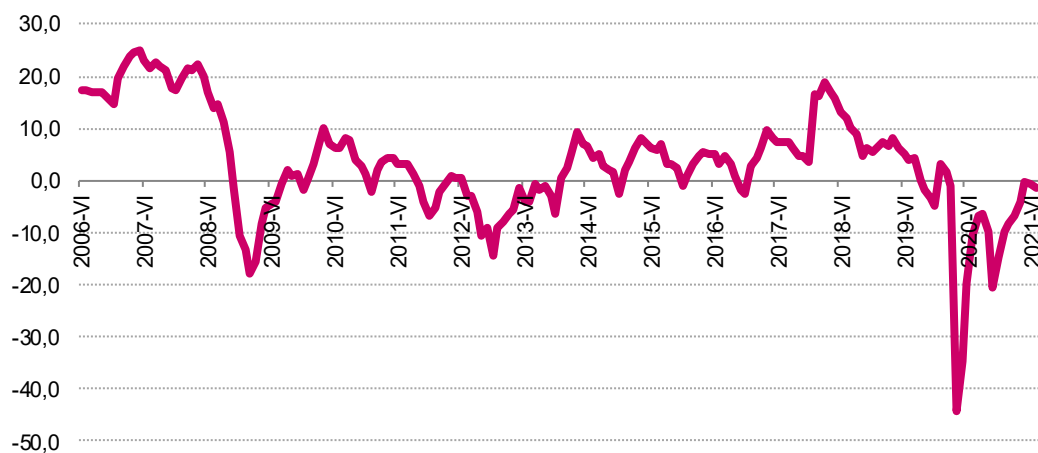
Źródło: GUS, Millennium DM

Perturbacje związane z epidemią i spadek produkcji przemysłowej nie odcisnęły 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).

Analogicznie jak to miało miejsce w przypadku wskaźnika klimatu koniunktury w budownictwie, analogiczny wskaźnik obliczany przez GUS dla przemysłu nie wskazuje na optymizm przedsiębiorców. Oczywiście omawiana wcześniej rentowność spółek przemysłowych dotyczy wąskiej grupy firm notowanych na GPW i nie musi odzwierciedlać sytuacji w całej gospodarce, jednak przyczyna rozbieżności jest też inna. Niska ocena klimatu koniunktury odzwierciedla obecną dużą niepewność otoczenia gospodarczego. Niewiadomą jest skala ograniczeń jakie wywołać może nadchodząca kolejna fala zachorowań. Jednocześnie znaczne wydatki Państwa nieuchronnie doprowadzą do wzrostu obciążeń podatkowych, co zresztą rząd zapowiada w postaci zmian nazywanych „Nowy Ład”. Dotychczasowe doświadczenia malejącego wpływu kolejnych fal zachorowań na gospodarkę wskazują, że pesymizm może być przesadzony. Z kolei wzrost obciążeń podatkowych, z uwagi na tarcia wewnątrz rządzącej koalicji, mogą zostać złagodzone.

Wskaźnik klimatu koniunktury w przetwórstwie przemysłowym



Źródło: GUS, Millennium DM

Perspektywy funduszy dla Polski i długoterminowe plany inwestycyjne

Mostostal Zabrze częściowo jest bezpośrednim beneficjentem wzmożonej działalności inwestycyjnej w zakresie infrastruktury publicznej (działalność budowlano-konstrukcyjna). Pośrednie również w części produkcyjnej ma ona na niego wpływ. Uczestniczy bowiem w łańcuchu wytwórczym dla podmiotów, które ostatecznie dostarczają produkty i usługi w dużej mierze finansowane ze środków publicznych. Ponadto wzmożone wydatki inwestycyjne na infrastrukturę publiczną pozytywnie oddziałują na wszystkie podmioty w branży budowlanej i dóbr kapitałowych, choćby przez obniżenie presji konkurencyjnej i przez to poprawę marżowości.

Opisywane poniżej programy inwestycji infrastrukturalnych oraz zasilające je fundusze wskazują, że w najbliższych latach spółki budowlane powinny mieć zapewniony popyt na swoje usługi.

Fundusze UE w perspektywie lat 2021-2027

W ramach perspektywy unijnej na lata 2021-2027 Polsce przyznano 73 mld EUR. W poprzedniej perspektywie lat 2014-2020 wielkość tych funduszy wyniosła 83 mld EUR, z czego na inwestycje infrastrukturalne przeznaczono 31 mld EUR, czyli 37,3%. Jeżeli udział ten utrzymałby się również na lata 2021-27, to kwota ta wyniosłaby 27,3 mld EUR. Zakładając równomierne wydatkowanie tych kwot w latach 2022-27 i przy bieżącym kursie EUR/PLN wydatki z tego tytułu przekraczałyby 20 mld PLN rocznie.

Faworyzowanymi projektami mają być te związane z kolejnictwem, przez co można się spodziewać wzrostu wydatków na tory, przy mniejszych wydatkach ze strony GDDKiA.

Wspomniane wielkości funduszy powinny zapewnić popyt na usługi firm budowlanych na nie mniejszym poziomie niż w latach ubiegłych.

Fundusz odbudowy

Unijny Fundusz Odbudowy (nazywany w UE **NextGenerationEU**) to wynegocjowana przez unijnych przywódców dodatkowa pula środków na odbudowę europejskiej gospodarki. Łącznie program ustalono na 750 mld EUR (390 mld EUR dotacji i możliwość uzupełnienia ich pożyczkami do kolejnych 360 mld EUR), a według bieżących wyliczeń będzie to nawet 810 mld EUR. Jednym z największych beneficjentów programu jest Polska, która do końca 2023 r. (z terminem wykorzystania do 2026 roku) powinna otrzymać 23 mld EUR w dotacjach oraz 34 mld EUR pożyczek. Wraz z wieloletnim budżetem na lata 2021-2027 Unia będzie mieć do wydania ponad 2,0 bln EUR.

Udział Polski w tym funduszu nazwany został **Krajowym Planem Odbudowy** i jest dokumentem wyznaczającym cele związane z odbudową gospodarki po kryzysie wywołanym przez pandemię COVID-19. Dokument ten przygotowuje rząd i wysyła do akceptacji przez Komisję Europejską. Polski KPO jest już w Brukseli, gdzie jest poddawany ocenie. Na końcu KE zdecyduje, czy zgodzi się na proponowany podział środków, czy też odrzuci dokument. Zgodnie z Polską propozycją, pieniądze w ramach KPO będą inwestowane w pięciu obszarach:

- odporność i konkurencyjność gospodarki,
- zielona energia i zmniejszenie energochłonności,
- transformacja cyfrowa,
- dostępność i jakość ochrony zdrowia,
- zielona i inteligentna mobilności.

Komisja Europejska liczy, że wszystkie wymagane procedury uda się sfinalizować jak najszybciej. Według informacji z Komisji Europejskiej, 13% całkowitej kwoty przyznanej państwom członkowskim może zostać udostępnione w ramach prefinansowania. Aby to się jednak stało, konieczne jest m.in. zatwierdzenie Krajowego Planu Odbudowy.

Krajowy Program Kolejowy do 2023 roku

Jest to programem wieloletni, obejmujący inwestycje na liniach kolejowych, realizujący strategię: „Strategię Rozwoju Kraju 2020” oraz „Strategię Rozwoju Transportu do 2020 z perspektywą do 2030 roku”. Krajowy Program Kolejowy obowiązuje do 2023 roku, czyli do momentu, w którym kończy się możliwość dofinansowania projektów w ramach perspektywy finansowej Unii Europejskiej na lata 2014-2020.

Wartość tego programu na cały jego okres trwania przewidziano na 76 mld PLN. Na bieżący rok zaplanowane było 13,2 mld PLN, na przyszły ok. 10 mld PLN i na 2023r. 5,2 mld PLN.

Biorąc pod uwagę, że w dokumentach opisujących Perspektywę UE na lata 2021-2027 wsparcie dla rozwoju kolei ma znaczące miejsce, to kolejna odsłona Krajowego Programu Kolejowego powinna mieć jeszcze większy rozmach.

Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 (z perspektywą do 2025 r.)

Program w całym okresie swojego trwania zakłada wydanie 168 mld PLN, w tym 48,2 mld PLN to środki UE. W ramach tego programu pozostało jeszcze do rozdysponowania niecałe 50 mld PLN. Dysponentem tych środków jest **GDDKiA**, która planuje na 2H'2021 zlecenie budowy 200 km dróg szybkiego ruchu i do końca roku planuje ogłoszenie przetargów wartych 12 mld PLN. Łącznie w całym 2021r. wartość przetargów osiągnie 17 mld PLN.

Program budowy 100 obwodnic

Podstawowym celem budowy obwodnic jest wyprowadzenie ruchu tranzytowego z miast i miasteczek. Koszt realizacji Programu budowy 100 obwodnic na lata 2020-2030 został oszacowany na blisko 28 mld PLN. Na chwilę obecną w realizacji jest 6 obwodnic o łącznej długości 44,1 km i wartości 776 mln zł. Ogłoszonych jest aktualnie 30 postępowań przetargowych, a w w przygotowaniu pozostają 64 zadania o łącznej długości blisko 525 km. Według szacunków środki wydatkowane z tytułu tego programu będą narastać w latach 2022-2026, przy czym w szczytowym momencie osiągną około 5 mld PLN rocznie (w 2025 i 2026r.).

Projekty hydrotechniczne

Nie jest to jeden spójny program, ale szereg projektów, które zapowiadane są jako konieczne do realizacji. Ogółem mają one, choć są to dane szacunkowe, wartość ok. 110 mld PLN do roku 2030r.

Wartość największych inwestycji spośród nich to:

- ❑ 20 mld PLN na budowę portów:
 - terminal kontenerowy w Świnoujściu,
 - terminal kontenerowy w Gdańsku,
 - port zewnętrzny w Gdyni.

- ❑ 75 mld PLN na regulację rzek. W efekcie ratyfikowania przez Polskę w 2017 r. konwencji AGN (Europejskie Porozumienie w Sprawie Głównych Śródlądowych Dróg Wodnych o Międzynarodowym Znaczeniu) nasze drogi śródlądowe stały się częścią europejskich szlaków wodnych. Przystępując do porozumienia zobowiązaliśmy się do spełnienia kryteriów odpowiednich dla śródlądowych dróg wodnych o znaczeniu międzynarodowym („E”), czyli co najmniej IV klasy żeglowności. Na liście AGN znalazły się trzy polskie drogi wodne, które wymagają znacznych inwestycji by sprostały wymaganiom konwencji:
 - Odrzańska Droga Wodna (E30) od Świnoujścia do granicy z Czechami (ogółem droga ta łączy Morze Bałtyckie z Dunajem w Bratysławie,
 - E40 – łączy Morze Bałtyckie w Gdańsku z Dnieprem w rejonie Czarnobyli i dalej z Morzem Czarnym, na terenie Polski obejmując Wisłę od Gdańska do Warszawy, Narwę oraz Bug do Brześcia,
 - E70 – łączy Holandię z Rosją i Litwą, na terenie Polski obejmując Odrę od ujścia Kanału Odra-Hawela do ujścia Warty w Kostrzynie, drogę wodną Wisła-Odra oraz Bydgoszcy dolną Wisłę i Szkarpawę lub Wisłę Gdańską.

15 mld PLN na urządzenia przeciwpowodziowe, głównie:

- dorzecze Środkowej i Dolnej Odry,
- obszar zlewni Nysy Kłodzkiej,
- dorzecze Górnej Wisły

Transformacja Energetyczna do roku 2040 roku

Jej podstawowe aspekty skierowane są na:

- ❑ wzrost udziału źródeł odnawialnych,
- ❑ rozbudowę i przebudowę przesyłu energii,
- ❑ przesył gazu ziemnego oraz wodoru,
- ❑ przebudowę elektrociepłowni zasilanych węglem na gazowe i budowę przyłączy gazowych.

Na chwilę obecną powstał dokument „Polityka energetyczna Polski do 2040 r.”, który Rada Ministrów przyjęła jako uchwałę.

Jednym z istotniejszych jego założeń jest, że w 2033 r. uruchomiony zostanie pierwszy blok elektrowni jądrowej o mocy ok. 1-1,6 GW. Kolejne bloki będą wdrażane co 2-3 lata, a cały program jądrowy zakłada budowę 6 bloków. Łączne nakłady w tym zakresie mogą wynieść 150 mld PLN. Ponadto celem jest by do 2040 roku powstały morskie farmy wiatrowe o łącznej mocy 8-11 GW, co może kosztować ok. 130 mld PLN.

Centralny Port Komunikacyjny

Projekt ten pozostaje w fazie dość dużej ogólności, jednak przedstawiane plany pozwalają na szacunki jego wartości na 25-30 mld PLN. Odnoszą się one jednak do samego portu. Plany przedstawiane przy okazji koncepcji CPK są szersze i zakładają rozbudowę sieci drogowej i kolejowej. Ulokowanie CPK w centrum krajowej sieci kolejowej ma wymagać budowy 1800 km nowych torów, z priorytetem dla linii Warszawa-CPK-Łódź. Wstępne szacunki kosztu takich inwestycji wynoszą nawet 100 mld PLN, z terminem realizacji do ok. 2040 roku. Plan budowy portu zakłada również budowę Autostradowej Obwodnicy Aglomeracji Warszawskiej, której koszt szacowany jest na 23-26 mld PLN.

Całość przedsięwzięcia CPK jest obecnie na etapie koncepcji architektonicznych oraz przejmowania gruntów, co ma być zakończone w 2023 roku.

Wyniki po półroczu 2021 roku

Zarząd Mostostalu Zabrze od wielu kwartałów podkreśla zmianę w podejściu do zdobywania i podpisywania kontraktów. Polega na niepodejmowaniu się zleceń, w których spółka brałaby na siebie ryzyka związane z możliwymi opóźnieniami, będącymi konsekwencją zdarzeń na które wpływ ma zleceniodawca oraz koniecznością wykonania dodatkowych prac, które wyceniane miałyby być dopiero po ich wykonaniu. Rzeczywiście ostatnie duże odpisy związane ze stratami na kontraktach spółka odnotowała w 2017r. Tym samym wyniki za miniony kwartał są 14-y mi z kolei, które zasługują na pozytywną ocenę. Dodatkowo spółka komunikowała podpisanie szeregu nowych kontraktów, w tym dwa znaczące, które co prawda nie pasują do strategii ograniczania ryzyka, ale w obu przypadkach przedstawia solidne uzasadnienia, związane nie tylko z chęcią powiększenia portfela zleceń. Bardziej szczegółowo przedstawiamy je w osobnych rozdziałach poświęconych tym kontraktom.

W 2Q21 we wszystkich trzech podstawowych segmentach operacyjnych Mostostal Zabrze zwiększył przychody. W segmencie Realizacji przemysłowych i projektowania wzrost ten wyniósł 14% r/r, w segmencie Konstrukcji maszynowych 33% r/r, a w Budownictwie ogólnym i inżynieryjnym aż 119% r/r. Przedstawiany przez spółkę portfel zamówień wskazuje, że w najbliższych kwartałach dynamiki te pozostaną równie wysokie.

Wzrost całości przychodów o 41% r/r przełożył się na wzrost zysku operacyjnego o 30% r/r, do 8,6 mln PLN. Niższą dynamikę zysków, niż przychodów zarząd tłumaczy opóźnieniem w przeniesieniu całości wzrostu kosztów na klientów. Warto pamiętać, że spółka stara się obecnie podpisywać kontrakty, w których ryzyko zmiany ceny materiałów pozostaje po stronie zleceniodawcy. Pozostaje jednak ekspozycja na takie koszty jak płace, czy paliwa. Drugim czynnikiem negatywnie oddziałującym na marżę są podwyższone koszty wynikające z ograniczeń związanych ze wciąż panującą epidemią. Są to dodatkowe koszty zakwaterowania, transportu i higieny, co ma znaczenie w pracach wykonywanych przez pracowników delegowanych.

Skonsolidowane wyniki Grupy Mostostal Zabrze

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r
Przychody	131,8	146,2	151,2	187,7	160,0	206,4	41%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	67,2	78,0	78,9	82,9	79,9	89,2	14%
Konstrukcje maszynowe	29,2	24,8	22,8	26,6	29,4	33,1	33%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	32,8	37,5	48,2	75,8	47,1	82,0	119%
Pozostała działalność	2,5	5,8	1,4	2,4	3,6	2,1	-63%
EBITDA	8,9	9,8	9,0	11,5	10,3	11,8	20%
EBIT	5,7	6,6	5,8	8,2	7,1	8,6	30%
Realizacje przemysłowe i projektowanie	1,0	3,0	-0,6	3,1	1,6	-0,3	-
Konstrukcje maszynowe	1,4	1,0	1,7	1,5	1,5	1,4	35%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	2,7	2,5	6,9	6,5	5,9	9,0	262%
Pozostała działalność	0,8	0,4	-2,2	-2,8	-1,4	-1,1	-
Przychody finansowe	0,7	-0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	
Koszty finansowe	-3,2	-1,8	-2,5	-2,5	-2,8	-1,7	
Podatek dochodowy	-1,0	-2,3	-0,4	-2,4	-1,8	-1,5	
Zysk netto	2,1	2,1	2,9	3,1	2,4	5,3	147%
<i>marża netto</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,6%</i>	
CF Operacyjny	-12,1	2,7	-1,7	11,7	-2,8	11,6	329%
CF Inwest	-0,5	-1,0	-1,1	-1,2	-2,2	-0,6	-
CF Finansowy	9,6	-6,7	11,3	-13,1	-1,2	0,0	-

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Portfel zamówień

Portfel zamówień Grupy Mostostal Zabrze plus podpisany już w sierpniu kontrakt z BASF Schwarzheide wyniósł blisko 1060 mln PLN. Zarząd grupy deklaruje preferowanie zawierania większej liczby kontraktów mniejszych o krótszych terminach realizacji. Wyjątkami są dwa największe kontrakty, czyli z Posco Engineering & Construction (400 mln PLN) i BASF Schwarzheid (40 mln EUR, czyli około 181 mln PLN). Pierwszy z nich realizowany będzie do 2024 roku, ale największy zakres prac ma przypaść na bieżący rok i przyszły. Drugi kontrakt zaplanowany jest do końca przyszłego roku. W ten sposób zdecydowana większość posiadanego portfela zamówień przypada na najbliższe 12 miesięcy.

Wartość tego portfela stanowi około 172% wartości przychodów z 2020r. zatem prognozowane przez nas przychody na cały 2021r. w wysokości 796,5 mln PLN, są już w większości zabezpieczone zleceniami.

Portfel zamówień na koniec maja i lipca 2021r.

	Backlog maj 2021r.	Backlog maj 2020r.	zmiana	Backlog lipiec 2021r.	Backlog vs przychody 2020r.
Realizacje przemysłowe i projektowanie (bez BASF)	223,6	260,7	-14,2%	212,4	69%
BASF Schwarzheide*				180,8	
Konstrukcje maszynowe	120,4	104,2	15,5%	124,8	121%
Budownictwo ogólne i inżynieryjne (bez Posco)	198,7	145,5	36,6%	141,9	73%
Posco Engineering & Construction	400,0			400,0	
Razem	942,7	510,4	84,7%	1 059,9	171,8%

* kontrakt został podpisany 10.08.2021r., czyli formalnie nie było go jeszcze w lipcowym portfelu zamówień

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Sprzedaż nieruchomości

W październiku 2020r. spółka zawarła przedwstępną umowę sprzedaży nieruchomości gruntowej położonej w Bytomiu przy ul. Strzelców Bytomskich. Jest to działka o powierzchni 24,7 ha, położona atrakcyjnie pod względem inwestycyjnym, gdyż położona jest przy autostradzie z dogodnymi dojazdami. Planowany termin zawarcia umowy przyrzeczonej to 4Q'21.

Przyrzeczona umowa sprzedaży zostanie zawarta po spełnieniu się określonych w nowej przedwstępnej umowie warunków polegających między innymi na uzyskaniu przez kupującego określonych decyzji administracyjnych wymaganych do realizacji przez niego planowanej inwestycji na nieruchomości lub po zrzeczeniu się tych warunków przez kupującego. Ponadto, sprzedaż nieruchomości nastąpi pod warunkiem nieskorzystania przez Gminę Bytom z przysługującego jej prawa pierwokupu, czego spółka się nie spodziewa.

Zarząd spodziewa się wpływu około 25 mln PLN gotówki z tej transakcji, przy czym może zostać wykazane około 1 mln PLN zysku.

Analiza płynności

Wskaźniki obrazujące płynność finansową Grupy Mostostal Zabrze w ostatnich latach kształtowały się w sposób wskazujący na jej wysoki poziom. Zarazem wskaźniki te nie podlegały większym wahaniom. Spółka negocjuje w chwili obecnej sprzedaż nieruchomości gruntowej, z której spodziewa się wpływu gotówki około 25 mln PLN, a także otrzyma znaczną zaliczkę przewidzianą w dużym kontrakcie podpisanym w sierpniu.

Wskaźniki płynności Grupy Mostostal Zabrze

	2018	2019	2020	2021p
Aktyw a obrotow e	201,5	299,2	326,0	375,7
Zapasy	17,7	13,7	19,8	26,2
Gotów ka	14,3	31,0	28,5	67,5
Zobow iązania bieżące	174,2	229,3	246,7	273,4
Wskaźniki płynności bieżącej (aktyw a obrotow e / zobow iązania bieżące)	1,2	1,3	1,3	1,4
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktyw a obrotow e - zapasy) / zobow iązania bieżące)	1,1	1,2	1,2	1,3
Wskaźniki płynności natychmiastow ej (środki pieniężne / zobow iązania bieżące)	8,2%	13,5%	11,6%	24,7%

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Analiza zadłużenia

Na koniec 2020r. Grupa Mostostal Zabrze posiadała zadłużenie w bankach na łączną kwotę 35,1 mln PLN, z czego 30,5 mln PLN stanowiło zadłużenie krótkoterminowe. Dodatkowo korzystała z leasingu o łącznej wartości 16,2 mln PLN. W sumie zobowiązania finansowe wynosiły 51,3 mln PLN, przy gotówce i jej ekwiwalentach o wartości 28,5 mln PLN. Wobec tego zadłużenie netto na koniec roku wynosiło 22,8 mln PLN, co jest wartością mniejszą od wypracowanego zysku EBITDA, który w roku ubiegłym wyniósł 39,1 mln PLN (wskaźnik dług netto / EBITDA wyniósł 0,6). Według sprawozdania za 1H'21 zadłużenie Grupy MZ spadło, a poziom gotówki wzrósł, wskutek czego wartość zadłużenia netto wyniosła 14,9 mln PLN.

Całkowite zadłużenie odsetkowe w relacji do kapitałów własnych Grupy MZ wyniosło na koniec 2020r. 29,6%, a w relacji do rzeczowych aktywów trwałych 83,4%. Poziomy te należy uznać za niewysokie.

Zadłużenie Grupy Mostostal Zabrze

	2019	2020	2021p
Długoterm . zobow iązania finansowe	17,3	15,5	15,5
Dł. kredyty i pożyczki	5,3	4,6	4,6
Dł. leasing	12,0	10,9	10,9
Krótkoterm . zobow iązania finansowe	23,5	35,8	35,8
Kr. kredyty i pożyczki	18,2	30,5	30,5
Kr. leasing	5,2	5,3	5,3
Środki pieniężne	31,0	28,5	67,5
Dług odsetkowy netto	9,8	22,8	-16,1
Kapitały w łasne	165,1	173,6	191,7
Rzeczow e aktyw a trw ałe	65,7	61,5	56,6
EBITDA	33,3	39,1	38,0
Wskaźniki			
Zadłużenie / KW	24,7%	29,6%	26,8%
Zadłużenie / RzAT	62,1%	83,4%	90,7%
Net debt / EBITDA	0,3	0,6	-0,4

Źródło: Mostostal Zabrze, Millennium DM

Wyniki finansowe

Prezentujemy wyniki finansowe, pozycje bilansu i rachunku przepływów pieniężnych oraz wskaźniki Grupy Mostostal Zabrze za lata 2017-2021. Prezentujemy także nasze prognozy do 2025 roku.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
przychody netto, w tym:	650,4	615,0	601,4	616,9	796,5	896,3	913,8	877,1	920,7
Realizacje przemysłowe i projektowanie	393,4	347,5	246,2	307,0	362,3	416,6	437,5	459,3	482,3
Konstrukcje maszynowe	107,5	118,2	113,9	103,5	117,0	128,7	135,1	141,9	149,0
Budownictwo ogólne i inżynieryjne	138,5	135,4	213,9	194,3	305,0	338,6	328,4	262,7	275,9
Pozostała działalność	11,0	12,2	27,3	12,1	12,2	12,5	12,8	13,2	13,6
Zysk brutto ze sprzedaży	-40,2	69,6	64,8	72,1	75,9	82,3	79,8	75,7	77,8
Koszty sprzedaży	0,0	-5,5	-7,2	-9,1	-11,2	-11,7	-11,0	-10,5	-11,0
Koszty og.zarządu	-45,6	-43,4	-38,5	-35,2	-36,6	-37,6	-34,7	-34,7	-34,7
Pozostałe netto	9,4	2,1	1,3	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-63,2	35,1	33,3	39,1	38,0	41,5	41,8	37,6	38,6
EBIT	-76,4	22,9	20,4	26,4	28,1	33,0	34,1	30,5	32,0
saldo finansowe	-7,4	-7,3	-4,1	-9,6	-4,9	-4,1	-3,9	-3,4	-2,8
zysk przed opodatkowaniem	-83,7	15,6	16,4	16,8	23,2	28,9	30,2	27,0	29,2
podatek dochodowy	1,1	-4,4	-6,0	-6,2	-5,1	-5,5	-5,7	-5,1	-5,5
Zysk netto	-80,4	11,1	10,1	10,2	18,1	23,4	24,4	21,9	23,7
EPS	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
aktywa trwałe	168,3	161,6	152,8	152,6	147,7	146,0	146,0	146,6	147,7
rzeczowe aktywa trwałe	74,3	72,1	65,7	61,5	56,6	54,9	54,9	55,5	56,6
wartości niematerialne i prawne	2,0	2,1	3,2	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
prawa do użytkowania aktywów			12,0	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
pozostałe	92,1	87,4	71,9	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3	76,3
aktywa obrotowe	234,5	201,5	299,2	326,0	375,7	415,9	442,9	463,8	492,9
zapasy	26,8	17,7	13,7	19,8	26,2	29,5	30,0	28,8	30,3
należności	146,8	110,8	153,4	156,7	185,5	208,7	212,8	204,3	214,4
inwestycje krótkoterminowe	1,4	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka i ekwiwalenty	59,5	71,8	130,5	149,5	164,0	177,7	200,1	230,6	248,2
aktywa do zbycia	32,6	10,2	24,2	24,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
aktywa razem	435,4	373,4	452,0	478,6	523,4	561,9	588,9	610,3	640,5
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	148,0	156,0	165,1	173,6	191,7	215,1	239,6	261,4	285,1
kapitał mniejszości	2,4	2,0	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
zobowiązania	285,0	215,3	285,3	303,2	329,9	345,0	347,6	347,1	353,7
zobowiązania długoterminowe	30,0	41,2	56,0	56,5	56,5	56,5	56,5	61,5	61,5
w tym dług odsetkowy	4,4	11,0	5,3	4,6	4,6	4,6	4,6	9,6	9,6
zobowiązania krótkoterminowe	255,0	174,2	229,3	246,7	273,4	288,4	291,1	285,5	292,1
w tym dług odsetkowy	40,3	20,1	18,2	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5	30,5
pasywa razem	435,4	373,4	452,0	478,6	523,4	561,9	588,9	610,3	640,5
BVPS	1,98	2,09	2,21	2,33	2,57	2,88	3,21	3,51	3,82

Źródło: Alumetal, prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	-80,4	11,1	10,1	10,2	18,1	23,4	24,4	21,9	23,7
amortyzacja	6,5	9,0	6,2	4,3	4,9	6,8	7,7	7,7	7,8
zmiana kapitału obrotowego	48,2	-36,3	1,8	1,7	-8,5	-11,5	-2,0	4,2	-5,0
gotówka z działalności operacyjnej	-21,6	-21,9	13,6	0,6	19,4	20,4	30,1	33,2	25,3
inwestycje (capex)	-6,5	-9,0	-6,2	-4,3	-4,9	-6,8	-7,7	-7,7	-7,8
gotówka z działalności inwestycyjnej	33,8	33,2	8,2	-3,8	19,5	-6,8	-7,7	-7,7	-7,8
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	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	0,1	-13,6	9,7	10,6	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0
gotówka z działalności finansowej	-4,1	-23,3	-5,1	1,1	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0
zmiana gotówki netto	8,1	-12,0	16,7	-2,1	38,9	13,7	22,4	30,6	17,5
DPS	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CEPS	-0,99	0,27	0,22	0,19	0,31	0,41	0,43	0,40	0,42
FCFPS	-0,39	0,02	0,70	0,92	0,41	0,42	0,57	0,59	0,49

Wskaźniki

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	-13,5%	-5,4%	-2,2%	2,6%	29,1%	12,5%	2,0%	-4,0%	5,0%
zmiana EBITDA	551,8%	-155,5%	-5,2%	17,5%	-2,8%	9,3%	0,6%	-10,0%	2,8%
zmiana EBIT	225,7%	-130,0%	-10,8%	29,1%	6,8%	17,3%	3,2%	-10,6%	5,0%
zmiana zysku netto	252,5%	-113,8%	-8,9%	1,0%	77,8%	29,4%	4,2%	-10,4%	8,1%
marża EBITDA	-6,2%	11,3%	10,8%	11,7%	9,5%	9,2%	8,7%	8,6%	8,4%
marża EBIT	-11,7%	3,7%	3,4%	4,3%	3,5%	3,7%	3,7%	3,5%	3,5%
marża netto	-12,4%	1,8%	1,7%	1,7%	2,3%	2,6%	2,7%	2,5%	2,6%
sprzedaż/aktywa (x)	1,5	1,6	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	1,4	1,4
dług / kapitał (x)	10,3%	8,3%	9,0%	10,7%	9,8%	9,1%	8,7%	9,2%	8,8%
odsetki / EBIT	-11,8%	34,9%	29,2%	37,8%	4,6%	18,6%	18,5%	20,9%	20,2%
stopa podatkowa	1,3%	28,0%	36,7%	36,7%	22,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	-54,3%	7,1%	6,1%	5,9%	9,5%	10,9%	10,2%	8,4%	8,3%
ROA	-18,5%	3,0%	2,2%	2,1%	3,5%	4,2%	4,1%	3,6%	3,7%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	18,5	16,7	9,8	22,8	-16,1	-29,8	-52,2	-77,7	-95,3

Źródło: Alumetal, 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 2020r. wyniósł 16,3, co oznacza znaczny spadek 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 w 2020r. wyniósł 1,6, co również oznacza znaczny spadek w porównaniu do 2019r., kiedy to wyniósł 2,4,
- wskaźnik częstotliwości wypadków na 1 000 000 roboczogodzin - injury frequency rate (IF = liczba wypadków powodujących absencję / liczba przepracowanych roboczogodzin x 1 000 000 w 2020r. wyniósł 8, co oznacza spadek w porównaniu do 2019r. o 33%, z poziomu 12.

Powyższe wskaźniki wskazują na znaczącą poprawę bezpieczeństwa. Należy jednak mieć na względzie specyfikę 2020 roku, w którym ograniczenia związane z epidemią wymusiły wiele zmian w organizacji pracy. Wiele prac zostało też przesuniętych w czasie.

W Grupie MZ na koniec 2020r. pracowało 1774 osób (wobec 1873 na koniec 2019r.), z czego 1517 to mężczyźni. Oznacza to, że kobiety stanowiły zaledwie 14,4% załogi. Wśród najwyższej kadry zarządzającej w spółkach Grupy MZ była 1 kobieta wobec 11 mężczyzn, natomiast wśród kierowników i dyrektorów były 43 kobiety, na 150 mężczyzn.

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 198 pracowników Grupy MZ natomiast MZZ „Budowlani” 95.

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 Listu 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 - w roku szkolnym 2019/2020 otworzyła 4 klasy partnerskie w Branżowej Szkole I Stopnia nr 4 w Zespole Szkół Budowlano – Ceramicznych w Gliwicach. 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 2020/2021 otworzyła 2 klasy partnerskie. 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 2020r. 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 ciecze 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 oraz pozostałych substancji do atmosfery w 2020 roku w porównaniu do 2019 roku. w Grupie MZ w przypadku większości związków zostały obniżone. W 2020r. spółki z Grupy MZ wyemitowały łącznie 11,4 tys. ton CO₂, co oznacza ograniczenie o 26% w porównaniu do 2019r.

Departament Analiz

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

Marcin Palenik, CFA Analityk
+48 22 598 26 71 handel detaliczny, biotechnologia
marcin.palenik@millenniumdm.pl branża spożywcza

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

Artur Topczewski Analityk
Doradca inwestycyjny fundusze inwestycyjne
+48 22 598 26 59 deweloperzy
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Grzegorz Gawkowski Analityk
+48 22 598 26 05 fundusze inwestycyjne

Departament Sprzedaży

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

Arkadiusz Szumiliak
+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumiliak@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 dobowaniem 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 nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszym raporcie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami w 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 sporządzili 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/C - 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 księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - 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 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 Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, 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, Zamek 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 opisanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego 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 rekomendacyjnych 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: Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia 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 określają 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 Millennium Dom 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 Dom 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 określają również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzenia 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 7 września 2021 roku o godzinie 16.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 7 września 2021 roku godzina 17.00.

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	26 lis 20	17,25	27,20	Marcin Palenik
Korporacja KGL	Kupuj	7 gru 20	15,50	26,60	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6,94	20,20	Adam Zajler
Selvia	Neutralnie	2 lut 21	53,40	54,70	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kw 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

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 GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego MillenniumDM otrzymuje

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	78%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	2	22%
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