



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 19 listopada 2025 r. | aktualizacja raportu

Newag: kupuj (podtrzymana)

NWG PW; NWGP.WA | przemysł, Polska

Wciąż na torze wzrostu

Po publikacji spektakularnych wyników za 3Q25 aktualizujemy nasze prognozy i wycenę, podtrzymując rekomendację „Kupuj” z nową ceną docelową 115,00 PLN, co implikuje 18% potencjał wzrostu względem bieżącego kursu. Od wydania naszego raportu 19 września 2025 roku akcje spółki wzrosły o 17%, osiągając poprzednią cenę docelową. Po aktualizacji prognoz oczekujemy EBITDA na poziomie 485 mln PLN w 2025 r. oraz 648 mln PLN w 2026 r., wspieranej przez korzystny miks produktowy i pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych. Zaraportowane wyniki za trzy kwartały skłoniły nas do podwyższenia prognoz wolumenów EZT oraz lokomotyw na kolejne lata, przy jednocześnie lekkiej poprawie rentowności EBITDA w oparciu o wyższą oczekiwaną cenę jednostkową lokomotyw. Wycena implikuje wskaźniki EV/EBITDA'25 8,9x, P/E'25 12,9x oraz PEG 0,2, które uznajemy za atrakcyjne na tle spółek porównywalnych

Podwyższone prognozy

W oparciu o rekordowy 3Q25 oraz oczekiwany historycznie mocny 4Q podnosimy nasze prognozy na lata 2025–2026. Zrewidowaliśmy w górę założenia dotyczące wolumenów w dwóch głównych kategoriach produktowych - lokomotywach i EZT - oraz zwiększyliśmy oczekiwany zakres modernizacji i napraw. Jednocześnie, po wzroście realizowanych cen w 3Q25, skorygowaliśmy średnie ceny sprzedaży. W efekcie tych zmian prognozujemy przychody na 2025 r. na poziomie 2 402 mln PLN, co oznacza wzrost o 11% względem wcześniejszych założeń, oraz 2 823 mln PLN na 2026 r. (+5,3%). Nasza prognoza EBITDA na 2025 r. wynosi 484,7 mln PLN, czyli o 18,4% więcej niż poprzednio, przy marży 20,2%, natomiast na 2026 r. zakładamy 648,2 mln PLN (+16,1%) i marżę 23% wobec wcześniej oczekiwanych 21%. Wzrost wyników wynika z wyższych wolumenów, korzystniejszych cen realizowanych w 3Q25 oraz optymalizacji kosztów. Nadal zakładamy, że szczyt sprzedaży i dostaw lokomotyw – produktu o najwyższej marżowości - przypadnie na 2026 r., co pozwoli utrzymać wysoką rentowność.

Przetarg FEnIKS jeszcze w grudniu 2025

Program FEnIKS (1,5 mld zł; nabór do 31.01.2026) dotyczy zeroemisyjnych EZT. W konserwatywnym ujęciu Newag mógłby zdobyć 20-35% rynku (kilkaset mln PLN w latach 2027-2029). Projekt nie jest wyceniony w naszym modelu z uwagi na niepewność terminową projektu, co tworzy dodatkowy niewyceniony upside.

Atrakcyjne mnożniki

Wyceniamy Newag wyłącznie w oparciu o model DCF, ze względu na ograniczoną porównywalność zagranicznych producentów działających na bardziej zdywersyfikowanych rynkach. Nasza 12-miesięczna cena docelowa wynosi 115,00 PLN, co oznacza około 18% potencjał wzrostu względem bieżącej ceny akcji. Zgodnie z naszymi prognozami, spółka jest obecnie notowana na poziomie ok. 8,9x EV/EBITDA'25 oraz 12,9x P/E'25, co odzwierciedla oczekiwane wyniki w nadchodzących latach. Wskaźnik PEG według naszych szacunków wynosi 0,2, podczas gdy mediana dla grupy porównawczej to 0,5, a średnia 1,2, co wskazuje na istotne niedowartościowanie względem dynamiki zysków.

(mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 231,1	1 589,4	2 402,0	2 823,5	2 885,0
EBITDA	186,1	210,8	484,7	648,2	602,1
marża	15,1%	13,3%	20,2%	23,0%	20,9%
EBIT	141,8	160,4	432,2	595,4	549,0
Zysk netto	95,2	122,2	339,8	474,5	442,6
P/E	45,9	35,7	12,9	9,2	9,9
P/S	3,5	2,7	1,8	1,5	1,5
EV/EBITDA	22,0	20,1	8,9	6,4	6,5
DPS	0,00	0,96	2,00	3,02	4,22
Dividend yield	0,0%	1,2%	2,4%	3,6%	5,1%

Źródło: Newag, mBank

cena bieżąca*	97,10 PLN
cena docelowa	115,00 PLN
kapitalizacja	4,4 mld PLN
free float	1,15 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,0 mln PLN

*Cena z 18.11.2025 r., godz. 17:00

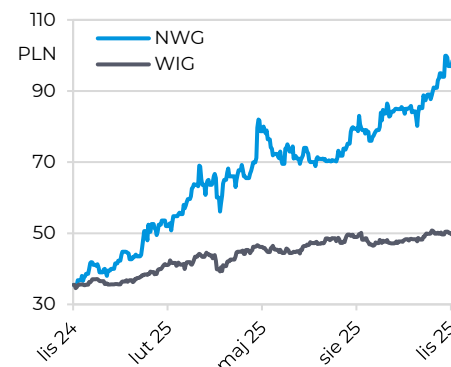
Struktura akcjonariatu

Jakubas Investments	54,3%
NN OFE	8,8%
Allianz OFE	8,0%
Generali OFE	7,4%
PZU OFE	7,3%
Pozostali	14,2%

Profil spółki

Newag to polski producent taboru kolejowego, specjalizujący się w projektowaniu, modernizacji i produkcji elektrycznych zespołów trakcyjnych, lokomotyw oraz pojazdów specjalistycznych. Spółka działa głównie na rynku krajowym, obsługując przewoźników regionalnych i PKP Intercity, jednocześnie rozwijając kompetencje w zakresie serwisu i utrzymania pojazdów.

Kurs akcji NWG na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Newag	115,00	98,00	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Newag	97,10	115,00	+18%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2025P	2026P	2027P
przychody		+11,0%	+5,3%	+3,0%
EBITDA		+18,4%	+16,1%	+6,4%
zysk netto		+21,8%	+18,1%	+7,1%

Opracowanie:

Marlen Jakub Sargsyan
Młodszy specjalista ds. analiz
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl

Czynniki Ryzyka

1) Koncentracja po stronie odbiorców (ryzyko popytowo-kontraktowe)

Struktura przychodów w 2024 roku wskazuje na wysoką koncentrację odbiorców. Sprzedaż do Grupy PKP stanowiła 47,83% całkowitych przychodów, natomiast udział dwóch dużych zamawiających samorządowych – województwa zachodniopomorskiego oraz pomorskiego – wyniósł po 13,21% każdy. Taka struktura portfela sprzedażowego oznacza istotną zależność od ograniczonej liczby klientów, co zwiększa podatność na zmiany wynikające z rozstrzygnięć przetargowych, przesunięć budżetowych oraz ryzyk kontraktowych, takich jak modyfikacje harmonogramów dostaw. Dodatkowo, dominująca część sprzedaży realizowana jest na rynku krajowym, co sprawia, że poziom popytu pozostaje silnie skorelowany z cyklem inwestycyjnym sektora publicznego.

2) Niedoindeksowanie kontraktów vs. inflacja kosztów materiałowych (presja na marżę)

W 2024 r. **zużycie materiałów i energii** wyniosło 1,1 mld PLN co jest największą pozycją kosztową stanowiąc 72% kosztów operacyjnych. Umowy z klientami przewidują waloryzacje oparte na wskaźnikach GUS, często z **limitami waloryzacji**; gdy dynamika cen stali, miedzi i komponentów elektronicznych przekracza te limity, powoduje to pogorszenie marży. Szacunkowo **1 p.p. wzrostu** kosztów materiałowych to ok. **10,7 mln PLN** potencjalnego uderzenia w wynik operacyjny, czyli **~5% EBITDA** 2024 (210,8 mln PLN) – **przed** ewentualnym przeliczeniem na cenę i efektami klauzul.

3) Ryzyko płynności i cyklu kapitału obrotowego, w tym opóźnienia homologacyjne

Model funkcjonowania branży - obejmujący przedsprzedaż, produkcję, odbiory techniczne oraz homologację - generuje przesunięcie czasowe między momentem wytworzenia produktu a jego zapłatą. Jednocześnie proces homologacji, wskazany przez zarząd jako kluczowe źródło opóźnień, zwiększa presję na utrzymanie płynności finansowej.

4) Ryzyko realizacyjne, gwarancyjne i kar umownych

Produkty są wysoko zaawansowane technicznie, co rodzi ryzyko roszczeń z tytułu wad i kosztów napraw oraz ryzyko kar za opóźnienia. Dodatkowo kontrakty przewidują kary umowne, które mogą obciążyć wyniki finansowe spółki w razie niewywiązania się z przyjętych zobowiązań.

5) Łańcuch dostaw i komponenty długoterminowe

Konflikt w Ukrainie nie miał dotychczas istotnego wpływu na wyniki Spółki, jednak wskazywane są istotne ryzyka operacyjne. Obejmują one możliwe zakłócenia w dostawach, wydłużenie terminów realizacji oraz wahania kursowe. W branży o długim tzw. *lead-time*, obejmującej m.in. napędy trakcyjne, elektronikę i półprzewodniki, tego typu czynniki mogą prowadzić do przesunięć w harmonogramach produkcji oraz generować dodatkowe koszty związane z koniecznością przyspieszenia realizacji zamówień i reorganizacji procesów operacyjnych.

6) Zależność popytu od środków publicznych (KPO/FENIKS/CUPT) i ryzyko terminów rozliczeń

Na początku 2025 r. CUPT zaktualizował listy projektów taborowych w ramach KPO; część z nich – mimo wpisania na listę podstawową – **może nie zostać zrealizowana** ze względu na terminy rozliczeń. W 2025 r. mają być ogłaszane kolejne konkursy (aglomeracyjne, ponadregionalne, FENIKS), ale kalendarz naborów i rozliczeń pozostaje czynnikiem ryzyka dla tempa pozyskania i realizacji zamówień.

7) Rynek pracy i presja płacowa

Spółka sygnalizuje **ograniczoną podaż wykwalifikowanych pracowników**; 2024 r. przyniósł wzrost zatrudnienia o 11% r/r. Koszty świadczeń pracowniczych wyniosły **214,3 mln PLN** (z czego wynagrodzenia **171,5 mln PLN**). **Wzrost płac o 10%** – bez przeniesienia w cenniki – to obciążenie rzędu **~21,4 mln PLN**, czyli ok. **10% EBITDA** 2024. Ryzyko dotyczy także terminowości projektów (rotacja, luka kompetencyjna).

8) Ryzyko reputacyjne i compliance

W 2024 roku spółka Newag została publicznie oskarżona o celowe wdrożenie oprogramowania w pojazdach Impuls, które miało uniemożliwiać serwisowanie przez podmioty zewnętrzne. W odpowiedzi na te zarzuty, szeroko komentowane w mediach, Newag wszczął dwa postępowania cywilne: jedno z ramienia Newag IP Management Sp. z o.o. (czerwiec 2024, Sąd Okręgowy w Warszawie), drugie z ramienia Newag S.A. (wrzesień 2024, Sąd Okręgowy w Gdańsku). Oba pozwy skierowane są przeciwko Serwisowi Pojazdów Szybowych (SPS) oraz członkom grupy hakerskiej Dragon Sector. Spółka domaga się zaprzestania naruszeń i usunięcia ich skutków; wartość roszczeń wynosi odpowiednio 5,82 mln PLN i 5,10 mln PLN. Na czerwiec 2025 r. sprawy pozostają na wczesnym etapie proceduralnym – nie zapadły żadne wyroki, nie zawarto ugód ani nie nałożono kar finansowych.

Zarząd Newagu ocenia ryzyko prawne i reputacyjne jako umiarkowane, nie przewidując istotnych skutków finansowych ani operacyjnych. Do tej pory żaden klient nie zgłosił roszczeń związanych z domniemanymi ograniczeniami serwisowymi, nie doszło też do utraty kontraktów. Jedynym skutkiem pozostaje wzrost kosztów obsługi prawnej i komunikacyjnej. Działalność spółki ogranicza się do sektora B2B, co dodatkowo minimalizuje ryzyko szerszych konsekwencji rynkowych.

9) Ryzyko technologiczne i regulacyjne (TSI, ETCS, taksonomia UE)

Nowe regulacje unijne wymuszają stosowanie systemów ERTMS/ETCS rozwiązań niskoemisyjnych oraz dostosowaniu do kryteriów taksonomii. Niedostosowanie konstrukcji do zmieniających się wymogów grozi wykluczeniem z części postępowań przetargowych. Dodatkowo pojawia się presja technologiczna ze strony konkurentów oferujących pojazdy bateryjne i wodorowe gdzie Newag dopiero rozwija portfolio.

Wycena

Wartość spółki Newag szacujemy na podstawie 100% wyceny DCF i 0% wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 115,00 PLN.

Przypisaliśmy 0% wagi metodzie porównawczej, ponieważ struktura działalności spółek porównawczych znacząco różni się od profilu Newagu. Spółki porównawcze operują na szerszych i bardziej zdywersyfikowanych rynkach podczas gdy Newag skupia się głównie na kontraktach krajowych z przewoźnikami publicznymi, dodatkowo ograniczona porównywalność wskaźników uzasadnia pełne oparcie wyceny na modelu DCF.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	0%	136,1
Wycena DCF	100%	104,9
	cena	105,0
Cena docelowa za 12 m-cy		115,0

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

Wskaźniki Newag porównujemy do globalnych spółek z rynku kolejowego z racji braku bezpośredniej notowanej konkurencji na rynku krajowym. W wycenie uwzględniamy wskaźniki P/E, EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

Nazwa	Kraj	MCap (mIn USD)	P/E			EV/EBITDA			PEG
			25P	26P	27P	25P	26P	27P	
ALSTOM	FR	12 263	16,1	14,0	11,3	7,7	6,5	5,4	0,5
STADLER RAIL AG	SZ	2 424	17,8	10,6	8,6	7,7	5,8	4,4	0,4
CONSTRUCC Y AUX DE FERROCARR	SP	2 054	12,0	10,3	9,1	5,6	5,2	4,5	0,5
TALGO SA	SP	406	-	23,0	15,7	24,4	10,2	8,3	n.a.
WABTEC CORP	US	34 120	22,3	19,6	17,7	15,4	13,8	12,5	1,6
GREENBRIER COMPANIES INC	US	1 298	6,4	10,1	8,9	-	-	-	3,2
KNORR-BREMSE AG	GE	15 591	22,1	18,3	16,3	11,0	9,5	8,5	1,7
HYUNDAI ROTEM COMPANY	SK	14 832	26,0	19,5	14,9	17,9	13,2	9,6	0,5
minimum			6,4	10,1	8,6	5,6	5,2	4,4	0,4
maximum			26,0	23,0	17,7	24,4	13,8	12,5	3,2
mediana			17,8	16,2	13,1	11,0	9,5	8,3	0,5
Newag			12,9	9,2	9,9	8,9	6,4	6,5	0,2
premia (dyskonto)			-28%	-43%	-25%	-18%	-33%	-21%	
implikowana wycena									
mediana			17,8	16,2	13,1	11,0	9,5	8,3	0,5
premia (dyskonto)			0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Waga wskaźnika				50%			50%		
Waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Wartość firmy na akcje (PLN)

136,1

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2025-2034.
- Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym = 4,5%
beta=1,0x.
- Stopę wzrostu FCF po 2034 r. przyjmujemy na 3,00%.
- Uwzględniamy premię za ryzyko kapitałowe na poziomie 5,5%.

(mln PLN)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2033P	+
Przychody	2 402	2 824	2 885	2 454	2 430	2 436	2 549	2 654	2 717	2 771	2 798
zmiana	51,1%	17,5%	2,2%	-14,9%	-1,0%	0,2%	4,6%	4,1%	2,4%	2,0%	3,0%
EBITDA	485	648	602	505	487	476	496	516	522	526	502
Marża EBITDA	20,2%	23,0%	20,9%	20,6%	20,0%	19,5%	19,5%	19,4%	19,2%	19,0%	17,9%
amortyzacja	53	53	53	53	53	54	54	54	54	54	54
EBIT	432	595	549	452	433	422	443	462	468	472	448
Marża EBIT	18,0%	21,1%	19,0%	18,4%	17,8%	17,3%	17,4%	17,4%	17,2%	17,0%	16,0%
Opodatkowanie EBIT	82	113	104	86	82	80	84	88	89	90	85
NOPLAT	514	708	653	538	515	502	527	550	556	561	533
CAPEX	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-54
Kapitał obrotowy	-333	-142	-46	-194	-87	-125	-134	-163	-118	-144	0
FCF	14	338	397	170	262	216	223	210	260	237	363
WACC	7,8%	7,9%	8,8%	8,9%	9,1%	9,5%	9,5%	9,8%	10,1%	10,0%	8,3%
Współczynnik dyskonta	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	
PV FCF	13,1	290,4	313,3	123,5	174,4	131,0	123,7	106,0	119,0	98,9	
WACC	7,8%	7,9%	8,8%	8,9%	9,1%	9,5%	9,5%	9,8%	10,1%	10,0%	8,3%
Koszt długu	4,6%	4,7%	5,7%	5,8%	6,1%	6,6%	6,6%	7,0%	7,4%	7,3%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,6%	3,7%	4,7%	4,8%	5,1%	5,6%	5,6%	6,0%	6,4%	6,3%	4,5%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Efektywna stawka podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto/ EV	22,9%	23,8%	24,7%	25,6%	26,5%	27,3%	28,2%	29,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Koszt Kapitału własnego	9,1%	9,2%	10,2%	10,3%	10,6%	11,1%	11,1%	11,5%	11,9%	11,8%	10,0%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy (g)	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	6 795,1
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 829,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 371,1
Wartość firmy (EV)	4 200,5
Dług netto	-127,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,7
Wartość firmy	4 327,2
Liczba akcji (mln)	45,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	96,2
12-miesięczny koszt kapitału własnego	9,1%
Cena docelowa (PLN)	104,9
EV/EBITDA ('26) dla ceny docelowej	9,5
P/E ('26) dla ceny docelowej	13,9
TV/EV	67,4%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	79,3	85,7	94,1	105,5	122,3
WACC +0,5 p.p.	82,1	89,3	99,0	112,7	133,5
WACC	85,2	93,5	104,9	121,5	148,1
WACC -0,5 p.p.	88,8	98,4	112,0	132,6	167,8
WACC -1,0 p.p.	92,9	104,2	120,7	147,0	196,0

Wyniki finansowe za 3Q 2025

14 listopada, po zakończeniu sesji, Newag opublikował pełne wyniki za III kwartał 2025 r.

Pełne zaraportowane wyniki są dokładnie zgodne ze wstępnie zaraportowanymi 7 listopada. Wynik EBITDA wyniósł 212 mln PLN (+193% r/r).

- **Sprzedaż:** Sprzedaż osiągnęła rekordowy poziom 925 mln PLN (+64% r/r).

Wolumen oddanych lokomotyw

- W okresie trzech kwartałów 2025 roku dostarczone
 - **28 lokomotyw elektrycznych** dla PKP Intercity S.A. (umowa z grudnia 2023 r.)
 - **10 lokomotyw elektrycznych** dla Grupy AKIEM
 - **8 lokomotyw elektrycznych** dla Cargounit Sp. z o.o. (umowa z lipca 2023 r.)
- W samym 3Q25 oddano 10 lokomotyw.

Wolumen oddanych EZT (Elektryczne Zespoły Trakcyjne)

- W okresie trzech kwartałów 2025 roku dostarczone:
 - **3 EZT Impuls II dla Kolei Śląskich**
 - **6 EZT dla Województwa Śląskiego**
 - **9 EZT dla Województwa Pomorskiego**
- W samym 3Q25 oddano **15 EZT** wobec zaledwie 3 sztuk w całym 1H25.

- **EBITDA:** Newag zaraportował najbardziej spektakularny wynik EBITDA w historii osiągając aż 212 mln PLN (+193% r/r).
- **Zysk netto:** Na poziomie zysku netto również odnotowano bardzo pozytywne zaskoczenie - wynik wyniósł 153 mln PLN (+240% r/r)
- Spektakularny wzrost sprzedaży wynikał z bardzo wysokiej liczby oddanych wolumenów zarówno EZT jak i lokomotyw, co pozwoliło na wygenerowanie najwyższych wyników w historii grupy.
- Dzięki nadal dużemu wolumenowi oddanych lokomotyw w 3Q25 (10 szt.) grupa wygenerowała bardzo wysoką marżę EBITDA 23%.
- Korzystny kurs EUR/PLN umożliwił wygenerowanie oszczędności dzięki większemu udziałowi zakupów w euro i konserwatywnym założeniom budżetowym.
- Jesteśmy pod wrażeniem wygenerowanej marży EBITDA na poziomie 23%, osiągniętej przy większym udziale EZT względem lokomotyw (15 vs 10 sztuk). Średnia marża EBITDA za III kwartały wyniosła 22%, a biorąc pod uwagę, że 4Q zazwyczaj jest najmocniejszym okresem w roku, oczekujemy, że średnia marża EBITDA w całym 2025 roku wyniesie nieco ponad 20%.

Wyniki 3Q 2025

(mln PLN)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	R/R	Q/Q
Sprzedaż	223,4	352,0	565,0	449,1	374,6	474,6	924,9	64%	95%
Zysk brutto	46,2	93,5	93,0	103,1	107,6	131,2	246,0	164%	88%
Marża brutto	21%	27%	16%	23%	29%	28%	27%		
Zys na sprzedaży	11,6	60,0	58,4	64,5	67,7	88,9	203,2	248%	129%
EBIT	12,9	43,3	59,6	44,2	67,0	87,9	196,7	230%	124%
Marża EBIT	6%	12%	11%	10%	18%	19%	21%		
EBITDA	24,5	55,6	72,3	58,0	81,2	102,2	211,5	193%	107%
Marża EBITDA	11%	16%	13%	13%	22%	22%	23%		
Zysk przed opodatkowaniem	11,2	40,3	56,4	41,8	65,9	84,3	192,2	241%	128%
Zysk netto	14,7	32,0	45,0	30,1	52,5	76,7	153,3	240%	100%
Liczba akcji	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	46,0	47,0		
Zysk netto LTM	82,3	99,7	144,0	121,8	159,5	204,3	312,6		
EPS (PLN)	0,3	0,7	1,0	0,7	1,2	1,7	3,3		
EPS LTM (PLN)	1,8	2,2	3,2	2,7	3,5	4,5	6,8		
Dług netto (gotówka)	-53,0	89,4	71,0	-127,5	-48,0	120,9	-122,3		
Kapitał własny	817,1	805,8	851,1	881,1	933,7	920,8	1 074,2		
CF (mln PLN)									
Zysk netto	14,7	32,0	45,0	30,1	52,5	76,7	153,3		
DD&A	11,6	12,3	12,7	13,8	14,2	14,3	14,7		
Kapitał obrotowy	-205,6	-189,7	17,9	127,1	-109,4	-173,8	42,0		
inne	-5,6	13,1	18,0	41,5	-24,1	18,5	48,5		
OCF	-184,8	-132,3	93,6	212,4	-66,9	-64,4	258,5		
CAPEX	-12,3	-9,1	-28,3	-18,4	-6,4	-19,0	-11,4		
FCF	-197,1	-141,5	65,4	194,0	-73,2	-83,4	247,1		
FCF-4Q trail	462,2	206,3	285,7	-79,2	44,7	102,8	284,5		
MCAP	4 365,0	4 365,0	4 365,0	4 365,0	4 365,0	4 462,0	4 559,0		
EV	4 312,0	4 454,4	4 436,0	4 237,5	4 317,0	4 582,9	4 436,7		
EV/EBITDA	26,3	22,1	17,7	17,3	14,2	13,7	9,2		

Źródło: Newag, mBank

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
przychody	964	1 231	1 589	2 402	2 824	2 885
zysk brutto na sprz.	148	263	336	618	827	786
marża	15%	21%	21%	26%	29%	27%
SG&A	99	119	141	180	226	231
EBITDA	97	186	211	485	648	602
marża	10%	15%	13%	20%	23%	21%
DD&A	44	44	50	53	53	53
EBIT	54	142	160	432	595	549
marża	6%	12%	10%	18%	21%	19%
koszty fin. net	-32	-29	-10	-12	-9	-2
zys brutto	22	113	150	420	587	547
stawka podatkowa	-5%	16%	18%	19%	19%	19%
udziały mniejszości	0,0	-0,1	0,6	0,6	0,6	0,6
zys netto	23	95	122	340	475	443

Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
aktywa trwałe	485	541	557	560	562	564
RAT	442	431	450	453	455	457
WNIP	7	5	21	21	21	21
inne	36	105	86	86	86	86
aktywa obrotowe	936	1 190	1 176	1 653	1 963	2 034
zapasy	535	493	612	721	875	923
należności	332	168	254	528	621	635
gotówka	46	484	267	360	424	433
inne	23	46	43	43	43	43
kapitał własny	709	802	881	1 125	1 464	1 717
udziały mniejszości	0	0	1	1	1	1
zob. długoterm.	133	141	127	231	157	47
kredyty, pożyczki	0	3	6	183	109	-1
inne	133	138	121	48	48	48
zob. krótoterm.	579	788	725	856	904	834
kredyty, pożyczki	291	107	36	141	84	-1
zob. handlowe	171	580	550	601	706	721
inne	117	100	139	114	114	114
dług netto	362	-268	-127	-36	-230	-435
dług netto/EBITDA	8,3	-6,1	-2,5	-0,7	-4,4	-8,2

Źródło: mBank

CFs

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
CF oper.	-7	694	-11	59	385	450
DD&A	44	44	50	53	53	53
kapitał obrotowy	178	-616	235	333	142	46
CF inwest.	5	-27	-52	-55	-55	-55
CAPEX	-13	-33	-68	-55	-55	-55
CF fin.	-80	-230	-153	95	-267	-385
Dywidendy	-11	0	-43	-90	-136	-190
CF	-82	438	-216	99	63	9
OCF/EBITDA	-7,4%	373,1%	-5,3%	12,2%	59,4%	74,7%
FCFF	-20,6	661,8	-79,2	3,9	330,3	394,5
FCFF/EV	-0,4%	16,1%	-1,9%	0,1%	8,0%	10,0%
FCFE	-52,6	633,0	-89,2	-8,0	321,4	392,6
FCFE/MCAP	-1,2%	14,5%	-2,0%	-0,2%	7,4%	9,0%
ROIC	1,2%	2,9%	3,1%	8,1%	11,7%	11,3%
ROCE	6,4%	15,9%	16,4%	36,5%	40,0%	32,4%
DPS	0,3	0,0	1,0	2,0	3,0	4,2
stopa wypł. dyw.	15,7%	0,0%	45,4%	73,6%	40,0%	40,0%
DYield	0,3%	0,0%	1,2%	2,4%	3,6%	5,1%

Kluczowe wskaźniki

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
P/E	192,0	45,9	35,7	12,9	9,2	9,9
EV/EBITDA	48,6	22,0	20,1	8,9	6,4	6,5
P/S	4,5	3,5	2,7	1,8	1,5	1,5
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
P/CF	-	10,0	-	44,3	69,1	473,7
P/FCFE	-	6,9	-	-	13,6	11,1
marża EBITDA	10,1%	15,1%	13,3%	20,2%	23,0%	20,9%
zm. EBITDA r/r	-29,2%	91,3%	13,3%	129,9%	33,7%	-7,1%
marża netto	2,4%	7,7%	7,7%	14,1%	16,8%	15,3%
zm. EPS r/r	-68,2%	318,2%	28,4%	178,0%	39,6%	-6,7%
cena (PLN)	97	97	97	97	97	97
l. akcji (mln)	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00
MCap	4 370	4 370	4 370	4 370	4 370	4 370
EV	4 731	4 101	4 242	4 334	4 139	3 935

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Auto Partner S.A., Cyber_Folks S.A., Newag S.A. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Auto Partner S.A., Cyber_Folks S.A., Newag S.A., mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Emitent jest klientem mBank S.A.

Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 19 listopada 2025 r. o godzinie 8:07.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 listopada 2025 r. o godzinie 8:35.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A. Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Newag (Marlen Jakub Sargsyan)

rekomendacja	kupuj
data wydania	2025-09-19
cena docelowa (PLN)	98,00
kurs z dnia rekomendacji	83,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
dyrektorka
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, ochrona zdrowia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA
wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Marlen Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniąkowski
+48 509 603 046
piotr.poniakowski@mbank.pl
gaming, wypoczynek

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Paweł Cylikowski
wicedyrektor
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylikowski@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Patryk Gniadek
tel. +48 505 116 638 | +48 22 697 48 82
patryk.gniadek@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektorka
+48 696 427 249
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl