

Lepsza passa może niebawem nadejść

Rekomendacja: Przeważaj. Cena docelowa (gru'24): 25.0 zł

Inicjujemy wydawanie rekomendacji dla Newag SA z zaleceniem Przeważaj oraz ceną docelową (w horyzoncie grudnia 2024) w wysokości 25.0 zł. W scenariuszu bazowym zakładamy, że lokalny dołek koniunkturalny miał miejsce w 2022r. W kolejnych latach oczekujemy stopniowej ewolucji struktury przychodów spółki w stronę większego udziału sprzedaży nowych produktów z relatywnie stabilną, w ujęciu nominalnym, kontrybucją przychodów alokowanych do segmentu modernizacji i napraw taboru kolejowego. Potencjał do odbudowy marży w kolejnych okresach utożsamiamy z korzystniejszymi trendami w zakresie cen materiałów oraz energii, które to łącznie mają dominującą pozycję w strukturze kosztów rodzajowych. Podkreślamy dywidendowy charakter spółki oraz niewymagające wskaźniki wyceny (2023P C/Z 10.7x oraz EV/ 2023P EBITDA 6.8x).

Perspektywy rynkowe. Polska to jeden z większych rynków kolejowych w Europie. Z uwagi na planowe strategiczne inwestycje rządowe (m.in. CPK, eliminację wykluczeń komunikacyjnych czy projekt Trójmorza), poza odtworzeniowym charakterem inwestycji, kolejne lata powinny, naszym zdaniem, przynieść wysokie nakłady związane z rozwojem regionalnej infrastruktury kolejowej. W związku z powyższym, oczekujemy relatywnie stabilnej sytuacji popytowej oraz stopniowej ewolucji struktury przychodów spółki w stronę większego udziału sprzedaży nowych produktów (z relatywnie stabilną kontrybucją przychodów z modernizacji i napraw taboru) w kolejnych latach. Wyzwaniem może pozostać dość chimeryczny charakter popytu spowodowany brakiem długoletnich planów inwestycji taborowych oraz zmienną dostępnością finansowania tego typu projektów.

Zachęcający profil generacji wartości dodanej. Z perspektywy modelu biznesowego Newag, na uwagę zasługuje fakt, że spółka generuje wartość dodaną nie tylko poprzez integrację komponentów dostarczonych przez zewnętrznych dostawców, ale ma też istotny wkład własny w realizowane prace związane z projektowaniem, produkcją, serwisem oraz utrzymaniem taboru. Nie bez znaczenia są również kompetencje spółki w obszarze wytwarzania oprogramowania sterującego. W naszej opinii, taka organizacja procesu produkcyjnego przekłada się na przewagi rynkowe, a także potencjalnie wyższą jakość produktów finalnych.

Polityka dywidendowa. Newag ma wystarczająco długą historię dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami, by móc oczekiwać utrzymania takiej polityki w przyszłości. Przyjmując w scenariuszu bazowym, że lokalny dołek koniunkturalny miał miejsce w 2022r., szacujemy, że w latach 2023-25P Newag może wypłacić łącznie ok 47 mln zł dywidendy.

Ryzyka i szanse. Dynamika popytu i związane z tym tło makroekonomiczne są poza kontrolą spółki, ale należą do podstawowych determinantów wyniku. (1) Zmiany regulacyjne, (2) postęp technologiczny, (3) presja konkurencyjna oraz (4) możliwość adaptacji do trendów rynkowych utożsamiane są z głównymi zarówno szansami, jak i ryzykami biznesowymi. Uważamy jednak, że Newag ma zarówno kompetencje, jak i możliwości organizacyjne by skutecznie adresować wskazane wyzwania.

Wycena i rekomendacja. Średnia ważona wycena metodą DCF i porównawczą implikuje cenę docelową (w perspektywie do grudnia 2024) w wysokości 25.0 zł/akcję, co implikuje 39% potencjał zmiany. W efekcie nasza rekomendacja dla Newag to Przeważaj.

Dane finansowe

PLN mln	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	1,320	918	964	1,262	1,332	1,426
EBITDA	292	137	97	144	180	237
EBIT	254	94	54	99	135	193
Zysk netto	219	72	23	76	107	158
P/E (x)	5.0	15.5	36.3	10.7	7.6	5.1
EV/EBITDA (x)	4.9	10.2	12.2	6.8	5.0	3.1
Stopa dywidendy	5.6%	8.3%	1.4%	0.0%	1.9%	4.0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

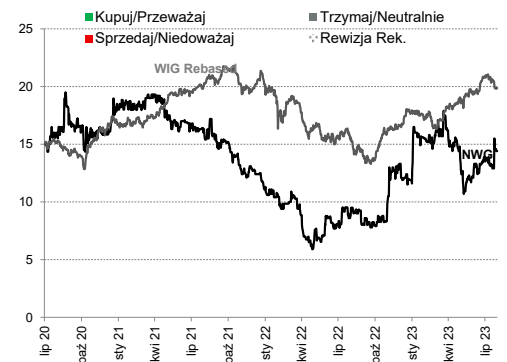
Rekomendacja

Przeważaj

Cena docelowa (gru'24)

25.0 zł

Cena (PLN, 01 Sep 2023)	18.0
Kapitalizacja (PLNmIn)	810
Free float (%)	45.8
Liczba akcji (mln)	45.0



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni udziałowcy

% głosów

Porozumienie akcjonariuszy*	54.18
NN PTE	8.83
Allianz PTE	8.00
Generali PTE	7.44
PZU PTE	7.28

Źródło: gpw.pl, *porozumienie: p. Zbigniew Jakubas, Jakubas Investment spółka z o.o., p. Zbigniew Konieczek, Sestesso sp. z o.o., p. Bogdan Borek, Immovent sp. z o.o., FIP11 FIZAN

Opis spółki

Newag to jeden z największych w Polsce podmiotów działających na rynku produkcji i modernizacji oraz dostawca usług naprawy i utrzymania taboru kolejowego. Spółka prowadzi dodatkowo działalność projektową.

Analitik

Michał Sopieli, Analityk akcji

+48 22 586 82 33 michal.sopieli@santander.pl

Spis treści

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	3
WYCENA.....	4
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA.....	6
PROGNOZY FINANSOWE	17
WYNIKI KWARTALNE	23

Podsumowanie inwestycyjne

Tab. 1. Newag: podsumowanie danych operacyjnych oraz finansowych

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody skonsolidowane (mln zł)	790	1,022	896	1,320	918	964	1,262	1,332	1,426
Koszty - główne założenia									
Koszt materiałów (mln zł)	526	565	669	727	594	674	851	872	890
Koszt materiałów (% przychodów)	66.6%	55.3%	74.6%	55.1%	64.7%	69.9%	67.4%	65.4%	62.4%
Liczba zatrudnionych (FTEs)	1,730	1,714	1,696	1,723	1,618	1,517	1,517	1,547	1,578
<i>Pracownicy produkcji</i>	1,175	1,143	1,135	1,149	1,048	961	961	980	1,000
<i>Pozostali</i>	555	571	561	574	570	556	556	567	578
Koszt wynagrodzeń (mln zł)	106	119	130	136	139	140	147	156	167
Średni wzrost wynagrodzenia r/r	0.1%	11.8%	9.7%	4.8%	1.9%	0.8%	5.0%	6.1%	7.1%
Usługi obce (PLNm)	71	87	110	125	133	108	138	141	147
Usługi obce (% przychodów)	9.0%	8.5%	12.3%	9.4%	14.5%	11.2%	10.9%	10.6%	10.3%
Zysk brutto na sprzedaży (mln zł)	104	205	206	372	173	148	221	265	332
Marża zysk brutto na sprzedaży	13.2%	20.0%	23.0%	28.2%	18.8%	15.4%	17.6%	19.9%	23.3%
Koszt sprzedaży i ogólnego zarządu (PLN zł)	68	74	79	91	95	99	129	137	146
Koszt sprzedaży i ogólnego zarządu (% przychodów)	8.6%	7.3%	8.8%	6.9%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
Pozostałe wskaźniki finansowe									
EBIT (mln zł)	46	128	130	254	94	54	99	135	193
Marża EBIT	5.8%	12.5%	14.5%	19.3%	10.2%	5.6%	7.8%	10.2%	13.5%
Amortyzacja i deprecjacja (mln zł)	34	36	34	37	44	44	45	44	44
EBITDA (mln zł)	79	164	164	292	137	97	144	180	237
Marża EBITDA (%)	10.1%	16.1%	18.3%	22.1%	15.0%	10.1%	11.4%	13.5%	16.6%
Dług netto (mln zł)	270	326	453	340	296	362	161	82	-70
Dług Netto / EBITDA	3.4	2.0	2.8	1.2	2.2	3.7	1.1	0.5	-0.3
Zysk netto (mln zł)	30	93	91	219	72	23	76	107	158
Marża zysku netto (%)	3.8%	9.1%	10.2%	16.6%	7.8%	2.4%	6.0%	8.0%	11.1%
Liczba akcji (mln szt)	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Zysk netto na akcję (zł)	0.7	2.1	2.0	4.9	1.6	0.5	1.7	2.4	3.5
Wartość Księgowa na akcję (zł)	9.0	11.0	12.3	16.1	15.5	15.8	17.4	19.5	22.3
Dywidenda na akcję (zł)	0.7	0.0	0.8	1.0	1.5	0.3	0.0	0.3	0.7
Stopa dywidendy	3.9%	0.0%	4.2%	5.6%	8.3%	1.4%	0.0%	1.9%	4.0%
Rentowność kapitału (%)	7.4%	20.8%	17.5%	34.3%	10.1%	3.2%	10.2%	12.8%	16.8%
Rentowność aktywów (%)	3.2%	8.5%	7.1%	15.9%	5.1%	1.6%	5.0%	6.4%	8.8%
Wolne Przepływy Pieniężne (FCFE; mln zł)	2.5	-25.2	-73.4	188.3	64.3	-70.9	83.6	94.8	183.9
Rentowność FCFE	0.3%	-3.1%	-9.1%	23.3%	7.9%	-8.7%	10.3%	11.7%	22.7%
Nakłady Inwestycyjne (mln zł)	27	19	56	82	99	21	35	34	39

Źródło: Newag, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)

Tab. 2. Kalkulacja WACC*

Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Beta nielewarowana	1.1
Beta lewarowana	1.3
Premia za ryzyko	6.0%
Koszt kapitału własnego	12.8%
Stopa wolna od ryzyka	5.0%
Premia za ryzyko	1.0%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	4.8%
%KO	19%
%KW	81%
WACC	11.3%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, *wartość krańcowa

Tab. 3. Zmiany w prognozie

PLN mln	2023P			2024P			2025P		
	New	Previous	Change	New	Previous	Change	New	Previous	Change
Sprzedaż	1,035	1,035	0%	559	n.a.	n.a.	790	n.a.	n.a.
EBITDA	113	113	0%	49	n.a.	n.a.	79	n.a.	n.a.
EBIT	89	89	0%	19	n.a.	n.a.	46	n.a.	n.a.
Zysk netto	65	65	0%	11	n.a.	n.a.	30	n.a.	n.a.

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 4. Wycena DCF

PLN mln	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	1,262	1,332	1,426	1,611	1,529	1,523	1,577
EBITDA	144	180	237	276	246	235	239
EBIT	99	135	193	232	201	189	193
Podatek od EBIT	16	25	37	44	39	38	39
NOPAT	83	110	156	187	161	152	154
Amortyzacja	45	44	44	44	45	45	46
Zmiany w kapitale obrotowym	2	22	-21	91	-40	-3	26
Inwestycje netto	35	34	39	49	50	50	51
Wolne przepływy pieniężne	91	98	182	91	197	149	123
PV FCF 2023-29P	600						
Wzrost terminalny	1.0%						
Wartość rezydualna (TV)	1,251						
Wartość przedsiębiorstwa	1,190						
Dług netto	362						
Pozostałe	3						
Wartość za akcję (PLN)	831						
Wypłacona dywidenda	0.0						
Cena docelowa	24.4						

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena porównawcza

Tab. 5. Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja			P/E			EV/EBITDA		
	Cena	Waluta	(EURm)	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
NEWAG SA	18.00	PLN	181	10.7	7.6	5.1	6.8	5.0	3.1
Amica SA	80.2	PLN	140	11.1	7.1	6.2	6.1	4.4	4.1
Aparator SA	15.95	PLN	117	n.a.	n.a.	n.a.	6.4	5.0	4.4
Grenevia SA	3.575	PLN	460	8.7	11.6	8.7	5.8	6.3	5.7
Grupa Kety SA	652	PLN	1,408	13.3	13.1	12.1	8.4	7.7	7.8
Wielton SA	8.02	PLN	108	11.4	8.0	5.3	5.8	5.3	4.5
Mediana spółki krajowe				11.3	9.8	7.4	6.1	5.3	4.5
Hitachi Ltd	9919	JPY	59,048	17.5	16.5	14.6	9.3	9.0	8.6
Alstom SA	25.11	EUR	9,588	16.4	11.7	9.4	9.0	7.3	6.3
Bombardier Inc	40.05	USD	3,682	10.7	8.9	5.9	8.0	7.0	6.0
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles SA	33.2	EUR	1,138	14.1	10.0	8.5	5.8	4.9	4.5
Siemens AG	137.5	EUR	110,000	14.2	13.6	12.2	10.7	10.0	9.2
Stadler Rail AG	35.44	CHF	3,710	25.4	20.0	17.7	10.8	9.4	8.5
Mediana spółki zagraniczne				15.3	12.6	10.8	9.1	8.2	7.4
<i>Premia/dyskonto vs. spółki krajowe</i>				-5.6%	-22.4%	-30.9%	11.5%	-5.6%	-30.4%
<i>Premia/dyskonto vs. spółki zagraniczne</i>				-30.3%	-39.9%	-52.6%	-26.0%	-39.2%	-58.0%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 6. Implikowana cena za akcję vs. wycena porównawcza (PLN)*

	P/E	EV/EBITDA	Średnia
	2023P-25P	2023P-25P	
Spółki krajowe	22.8	20.0	21.4
Spółki zagraniczne	31.2	32.4	31.8
Średnia wartość na akcję*	27.0	26.2	26.6

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, *50% spółki krajowe / 50% spółki zagraniczne

Tab. 7. Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	24.4	n.a.	n.a.
Wycena porównawcza (oparta na 2023-25P)	26.6	n.a.	n.a.
Wycena ważona*	25.0	n.a.	n.a.

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * DCF 75% / CV 25%.

W oparciu o naszą wycenę opartą na modelu DCF wskazującą na 24.4 zł na akcję (waga 75%) i wycenę porównawczą wskazującą na 26.6 zł na akcję (waga 25%), ustalamy cenę docelową na poziomie 25.0 zł. Przypisaliśmy większą wagę metodzie DCF, ponieważ uznajemy ją za główne narzędzie, odpowiednie w szacowaniu długoterminowej perspektywy spółki.

Model biznesowy i strategia

Informacje ogólne

Newag należy do grona największych w Polsce podmiotów działających na rynku: 1) produkcji elektrycznych i spalinowych zespołów trakcyjnych, 2) produkcji lokomotyw i pozostałego taboru kolejowego oraz 3) usług naprawy i modernizacji taboru kolejowego. Dodatkowo, działalność spółki obejmuje działalność uzupełniającą polegającą na projektowaniu oraz produkcję wyposażenia energoelektrycznego pojazdów kolejowych, kompleksowych systemów sterowania oraz układów zasilania pojazdów kolejowych.

Opis segmentów w ujęciu produktowym / usługowym

Produkcja elektrycznych i spalinowych zespołów trakcyjnych

Newag zajmuje się produkcją elektrycznych zespołów trakcyjnych, przeznaczonych do kolejowego transportu pasażerskiego na zelektryfikowanych liniach kolejowych. W tym miejscu warto podkreślić, że przedmiotem działalności Newag jest także produkcja spalinowych zespołów trakcyjnych przeznaczonych do obsługi kolejowego transportu pasażerskiego w ruchu podmiejskim i regionalnym na nieelektryfikowanych liniach kolejowych. Produkowane przez spółkę elektryczne i spalinowe zespoły trakcyjne są budowane w wersjach wielocłonowych w zależności od wymagań klientów. Ponadto, spółka Newag rozpoczęła w 2012 roku produkcję pociągów metra przeznaczonych do obsługi drugiej linii metra warszawskiego w konsorcjum utworzonym z Siemens i Siemens AG.

Produkcja lokomotyw i pozostałego taboru kolejowego

Newag prowadzi produkcję elektrycznych lokomotyw w wersji cztero- i sześciosiowej. Są to lokomotywy Griffin oraz Dragon, które mogą być wykorzystywane zarówno w transporcie towarowym jak i pasażerskim.

Usługi napraw i modernizacji taboru kolejowego

W ramach segmentu Newag oferuje kompleksowe modernizacje lokomotyw spalinowych i elektrycznych, w szczególności lokomotyw spalinowych wykorzystywanych w towarowym transporcie kolejowym. Spółka przeprowadza także modernizacje wagonów osobowych i elektrycznych zespołów trakcyjnych. Dodatkowo, Newag świadczy usługi napraw, bieżącego utrzymania i serwisu taboru kolejowego.

Pozostałe wyroby i usługi

Do segmentu kwalifikowana jest działalność uzupełniająca do podstawowej działalności tj. m.in. projektowanie oraz produkcja wyposażenia energoelektrycznego pojazdów kolejowych, kompleksowych systemów sterowania, układów zasilania pojazdów kolejowych oraz systemów informacji pasażerskiej.

Czynniki mające wpływ na wyniki operacyjne i finansowe Newag

Wśród kluczowych czynników, w tym zarówno determinantów wzrostu, jak i głównych ryzyk biznesowych dla Newag wyróżniamy następujące:

1. **Sytuacja gospodarcza w Polsce.** Działalność grupy Newag koncentruje się na obszarze Polski, przez co trendy makroekonomiczne w polskiej gospodarce mają zauważalny wpływ na sytuację gospodarczą spółki. W tym kontekście zwracamy uwagę na dostępność oraz koszt czynników produkcji takich jak materiały, energia, czy zasoby siły

robotniczej. Uważamy, że koniunktura gospodarcza oraz ogólne czynniki makroekonomiczne (takie jak koszt i dostępność finansowania) mogą istotnie wpływać na popyt na produkty i usługi oferowane przez Newag, a także perspektywy rozwoju dla rynku, na którym działa.

2. **Konkurencja na rynku produkcji elektrycznych i spalinowych zespołów trakcyjnych.** Polski rynek produkcji taboru kolejowego jest relatywnie mały i cechuje się niską liczbą podmiotów oferujących swoje produkty. Dodatkowo, z uwagi na chimeryczny charakter popytu i niepewne otoczenie regulacyjne, w środowisku rosnącej presji konkurencyjnej, polityka cenowa odgrywa istotną rolę, co z kolei znajduje odzwierciedlenie w poziomie realizowanych marż na sprzedaży. Wejście nowych podmiotów na rynek Polski może prowadzić do dodatkowej presji, przekładając się na opłacalność prowadzonej działalności w średnim horyzoncie czasowym.
3. **Konkurencja na rynku modernizacji oraz naprawy taboru kolejowego.** Rynek ten charakteryzuje się rozproszeniem podmiotów oferujących swoje usługi, co skutkuje zauważalną presją konkurencyjną. Dalszy wzrost liczby podmiotów działających na rynku modernizacji oraz naprawy taboru kolejowego, czy też nieefektywne ramy prawne działalności na tym rynku mogą przekładać się na zauważalne ryzyka biznesowe dla Newag w ramach tej działalności.
4. **Wysokość środków (krajowych lub ze środków UE) dostępnych dla zakupu i modernizacji pasażerskiego taboru kolejowego.** Środki z UE miały w ostatnich latach istotny wpływ na rozwój segmentu modernizacji dotychczas użytkowanego taboru kolejowego, a także zakupu nowego. W tym kontekście możliwość uzyskania finansowania zewnętrznego dla realizowanych, czy planowanych projektów wymiany parku taborowego należy utożsamiać zarówno z istotnymi czynnikami ryzyka, jak też szansami rynkowymi.
5. **Ewolucja skali działalności.** W minionych latach Grupa przeprowadziła wiele inwestycji ukierunkowanych zarówno na odtworzenie, jak i na podniesienie swoich zdolności produkcyjnych. Działanie to, nakierowane na wzrost efektywności operacyjnej oraz rozwój nowych segmentów biznesowych niesie ze sobą szanse rynkowe związane ze wzrostem udziałów rynkowych oraz większą dywersyfikacją prowadzonej działalności, co może przekładać się na zwiększenie jej acyklicznego charakteru. Nie można jednak przy tym zapominać, że popyt na produkty i usługi Newag jest jednym z najważniejszych determinantów sukcesu biznesowego i w przypadku dekoniunktury rynkowej może skutkować niskimi wskaźnikami efektywności wykorzystania kapitału.
6. **Koszty działalności / efektywność łańcucha logistycznego.** Spółka realizując kontrakty o charakterze średnio- i długoterminowym jest eksponowana na ryzyka zmiany cen dostawców, przy jednocześnie ograniczonym polu manewru jeżeli chodzi o ceny sprzedaży produktów gotowych (m.in. z uwagi na charakterystykę otoczenia regulacyjnego). W związku z powyższym, na tle innych sektorów przemysłowych, działalność Newag może wiązać się z ponadprzeciętnym ryzykiem ceny. Jeżeli chodzi o utrzymanie konkurencyjnego poziomu kosztów działalności warto również pamiętać o związanym z tym poziomem wydatków odtworzeniowych parku maszynowego, które spółka musi ponieść, by móc sprostać presji konkurencyjnej i rosnącym wymaganiom rynkowym.
7. **Trendy społeczne.** Ten element szeroko pojętego otoczenia biznesowego utożsamiamy z trajektorią popytu na produkty spółki. Biorąc pod uwagę aktualną

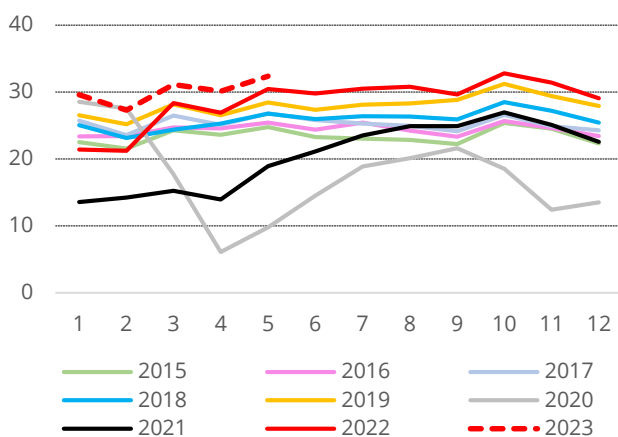
politykę klimatyczną oraz tendencje obserwowane w krajach bardziej rozwiniętych, wydaje się, że bilans ryzyk jest przesunięty na korzyść Newag.

- Postęp technologiczny.** Zagadnienie to w naszej opinii przekłada się na nieustanną konieczność doskonalenia produktów, budowę nowych kompetencji oraz rozwoju parku maszynowego. Mimo, że potencjalnie jest to czynnik kapitałochłonny, w długim okresie powinien wiązać się z określonymi szansami rynkowymi. W tym kontekście można również wskazać potencjalne ryzyka jak wymagany czas i nakłady konieczne do poniesienia w związku z certyfikacją nowych produktów.

Rynek kolejowy

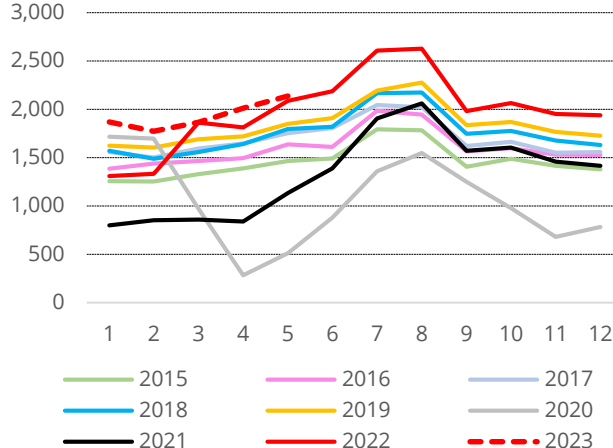
Polska to jeden z większych rynków kolejowych w Europie. Z uwagi na strategiczne inwestycje planowane przez rząd (CPK, eliminację wykluczeń komunikacyjnych czy projekt Trójmorza etc.), poza odtworzeniowym charakterem inwestycji, kolejne lata powinny, naszym zdaniem, przynieść wysokie nakłady związane z rozwojem krajowej infrastruktury kolejowej (rozwój definiowany m.in. poprzez budowę nowych tras kolejowych, czy też postępującą elektryfikację aktualnej sieci). Na tle pozostałych rynków europejskich, Polska wyróżnia się również wielkością rynku przewozów towarów i od kilku lat niezmiennie znajduje się na drugim miejscu rankingu przewozów towarowych transportem kolejowym.

Tab. 8. PL: liczba pasażerów (mln osób)



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

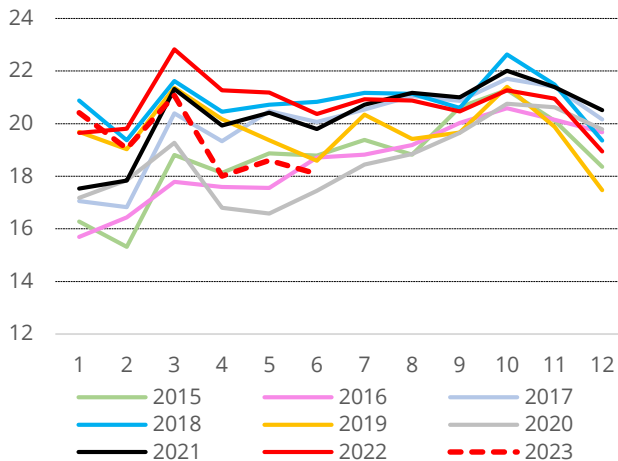
Tab. 9. PL: praca przewozowa (mln pasażerokilometrów)



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

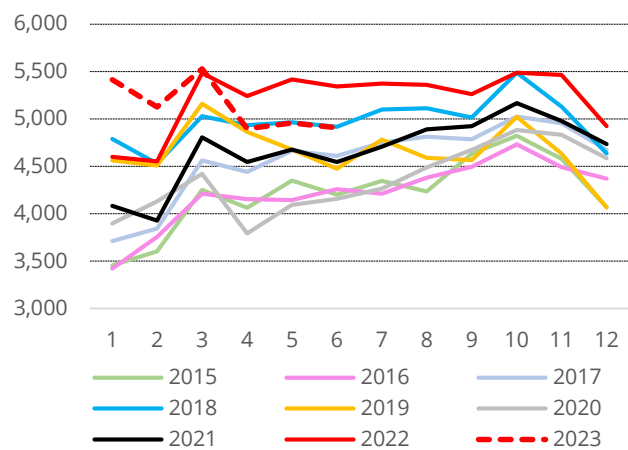
Biorąc pod uwagę transport pasażerski od 2020 r., Polska plasuje się na szóstym miejscu w Europie. Warto jednak zwrócić uwagę, że według raportu „Sprawozdanie z funkcjonowania rynku transportu kolejowego 2021” autorstwa UTK, krajowy poziom wykorzystania kolei (mierzony na jednego mieszkańca) jest niski względem innych państw. Porównując jednak średnią liczbę podróży koleją na jednego mieszkańca w roku 2022 względem 2021, widać ok 40% dynamikę r/r. Wzrost ten napawa nadzieją na dalszy rozwój polskiej sieci transportu pasażerskiego. Wybiegając w przyszłość, Polski rynek kolejowy ma niezmiennie duży potencjał do dalszego rozwoju. Istotny jest fakt, że w przekazie medialnym dochodzącym ze strony rządu można doszukać się apetytu na utrzymanie się kraju w czołówce innych krajów Europejskich.

Tab. 10. PL: przewieziona masa towarów (mln ton)



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 11. PL: praca przewozowa (mln tkm)



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Wpływ COVID-19

Pandemia Covid-19 mocno wpłynęła na rok 2021, w szczególności na jego pierwszą połowę. Ze względu na wciąż panujące zagrożenie epidemiologiczne, funkcjonalność pociągów pasażerskich była objęta restrykcjami, które w znacznym stopniu ograniczyły popyt na ten rodzaj transportu, zarówno w ruchu krajowym jak i międzynarodowym. Jednakże, statystyki rynkowe wskazują na wzrost r/r ruchu zarówno po stronie podaży, jak i popytu na transport kolejowy. Po stronie podaży łączne liczby pokonanych kilometrów przez transport pasażerski, jak i towarowy w 2021 wzrosły o +7% w porównaniu z rokiem poprzednim. Popyt na transport kolejowy był wprost proporcjonalny na rynku towarowym, gdyż wzrost r/r tonokilometrów wyniosło +8%. Z kolei zdecydowany po pandemiczny wzrost wykazała liczba pasażerokilometrów, osiągając wynik + 15 % r/r, co dało nadzieję na niedaleki powrót do wyników sprzed pandemii. Transport towarowy był objęty mniejszymi obostrzeniami w trakcie pandemii, więc jego wynik już powrócił do tego samego z 2019.

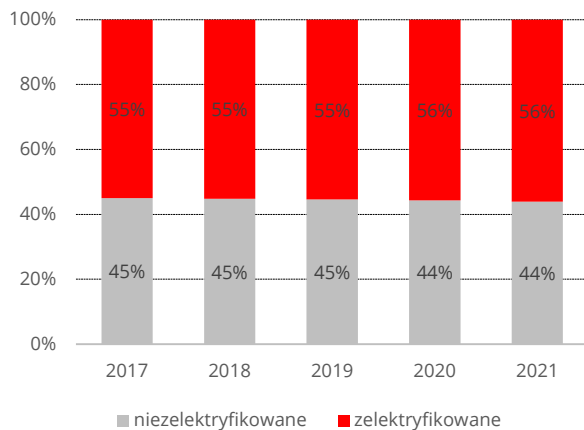
EU Green Deal

W ramach diagnozy sytuacji rynkowej warto pamiętać o EU Green Deal, czyli pakiecie inicjatyw Komisji Europejskiej, których celem jest osiągnięcie do 2050r. neutralności klimatycznej. Inicjatywy podejmowane są w takich obszarach jak: klimat, środowisko, energia, transport, przemysł, rolnictwo oraz zrównoważone finanse. Głównymi celami w ramach kategorii transportu jest poprawa jego efektywności pod kątem środowiskowym oraz niezawodności. Z realizacją w/w celów wiąże się m.in. zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych, przez co inicjatywy inwestycyjne promują elektryczny tabor kolejowy, podwojenie przewozów pasażerskich do 2030 (potrojenie do 2050r.), przy jednoczesnym zwiększeniu udziału transportu towarowego i podwojeniu tych przewozów w horyzoncie do 2050r. Wskazane motywy przewodnie unijnej polityki transportowej są o tyle istotne, że w zauważalny sposób rzutują i dalej będą rzutowały na oczekiwaną strukturę produktową dostawców produktów (w tym taboru) i usług kolejnictwa. W naszej ocenie, w średnim terminie takie podejście rodzi zarówno zagrożenia, jak i szanse. Wśród tych pierwszych można wymienić ograniczony popyt (m.in. z uwagi na możliwości finansowania) na spalinowe / hybrydowe pojazdy szynowe i większą presję konkurencyjną w segmencie jednostek stricte elektrycznych. W dłuższym horyzoncie, akcentowanie efektywnego i przyjaznego dla środowiska taboru kolejowego może dynamizować konieczność inwestycji w nowoczesny tabor kolejowy, przy jednoczesnym dalszym postępie technologicznym. W efekcie

zakładamy, że struktura rynku będzie ewoluowała w stronę przetargów dedykowanych nowym i efektywnym produktom, pozwalającym potencjalnie generować wyższą wartość dodaną na sprzedaży. Infrastruktura kolejowa

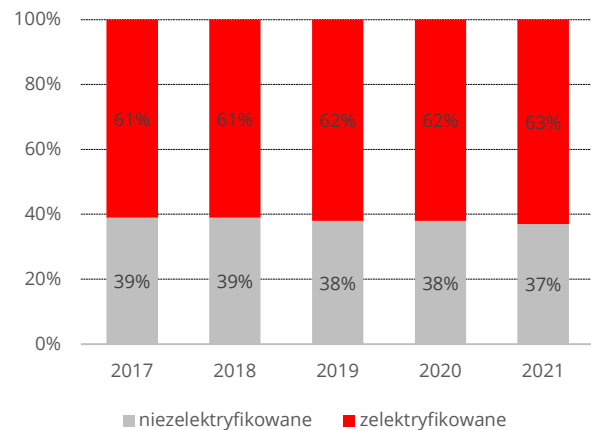
Zgodnie z raportem „Eleventh Annual Market Monitoring Report” opublikowanym przez IRG-Rail, łączna długość pięciu największych sieci kolejowych, należących do Niemiec, Francji, Włoch, Polski i Wielkiej Brytanii, obejmuje ponad 50 % łącznej długości tras. W 2021 całkowita długość tras kolejowych w krajach Unii pozostała stabilna wobec poprzednich lat i wyniosła około 233.8k km, przy czym w Polsce długość tras kolejowych wyniosła ok 19.3k km i wzrosła o 44km r/r.

Tab. 12. EU: wskaźnik zelektryfikowania linii kolejowych



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Tab. 13. PL: wskaźnik zelektryfikowania linii kolejowych



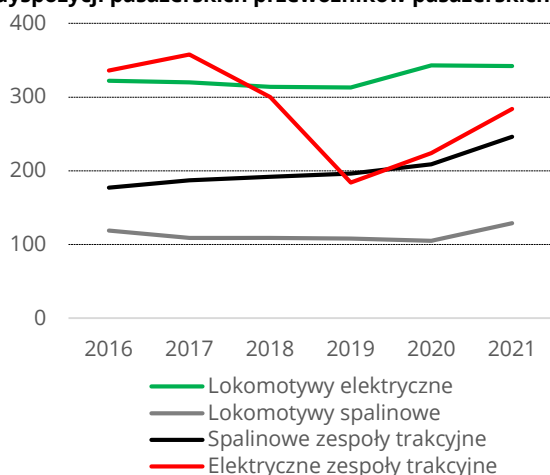
Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Zgodnie z raportem (uwzględniając 31 kraje), w 2021r. łączna ilość zelektryfikowanych tras wyniosła 56% całkowitej długości linii. Jest to marginalny roczny wzrost wobec 2020. Udział zelektryfikowanej sieci jest niezwykle zróżnicowany na terenie całej Europy od 0% (Kosowo) do 100% (Szwajcaria). W niektórych państwach, w porównaniu rok do roku, długości zelektryfikowanych tras osiągnęła duży wzrost w 2021 r. Polska pośród wszystkich badanych krajów wykazała największy przyrost zelektryzowanych linii, osiągnęła wzrost o +209 km (całkowity poziom zelektryfikowania w Polsce wynosi 63%), na kolejnym miejscu pojawiły się Niemcy ze wzrostem o +189 km.

Jeżeli chodzi o liczbę podmiotów oferujących swoje usługi przewozowe, to w 2021r. we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej działały łącznie 1 122 aktywne przedsiębiorstwa kolejowe (definiowane jako przedsiębiorstwa kolejowe, świadczące usługi pasażerskie, towarowe i przedsiębiorstwa świadczące dwa rodzaje usług: pasażerskie i towarowe). Liczba tych przedsiębiorstw rozkłada się nierównomiernie na mapie Europy. W czołówce najbardziej konkurencyjnych rynków, z największą liczbą przedsiębiorstw w segmencie kolejowym, znajdują się Niemcy (346), Czechy (123) i Polska (108). Dane za 2023r. wskazują na dalszy rozwój rynku w Polsce, gdzie łączna liczba aktywnych przedsiębiorstw wzrosła do 132. Przedsiębiorstwa oferujące tylko przewozy towarowe stanowią znaczną większość, ponieważ na rynku polskim działają aktualnie 102 firmy w tym segmencie, a jedynie 15 w segmencie transportu pasażerskiego. Wśród podmiotów, których działalność obejmuje obie kategorie transportu (pasażerskiego i towarowego) jest 15 aktywnych przedsiębiorstw. Bazując na dostępnych danych rynkowych zasadny wydaje się wniosek, że

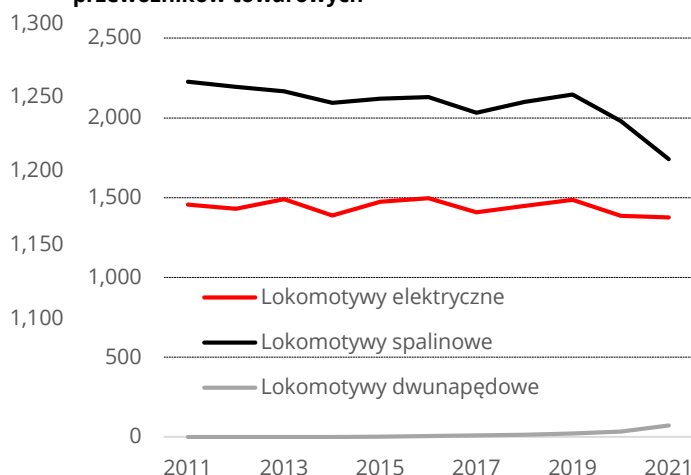
z roku na rok konkurencja na rynku polskim się zwiększa, co wskazuje, że transport kolejowy w Polsce cały czas ewoluuje.

Tab. 14. PL: struktura wybranych pojazdów trakcyjnych w dyspozycji pasażerskich przewoźników pasażerskich



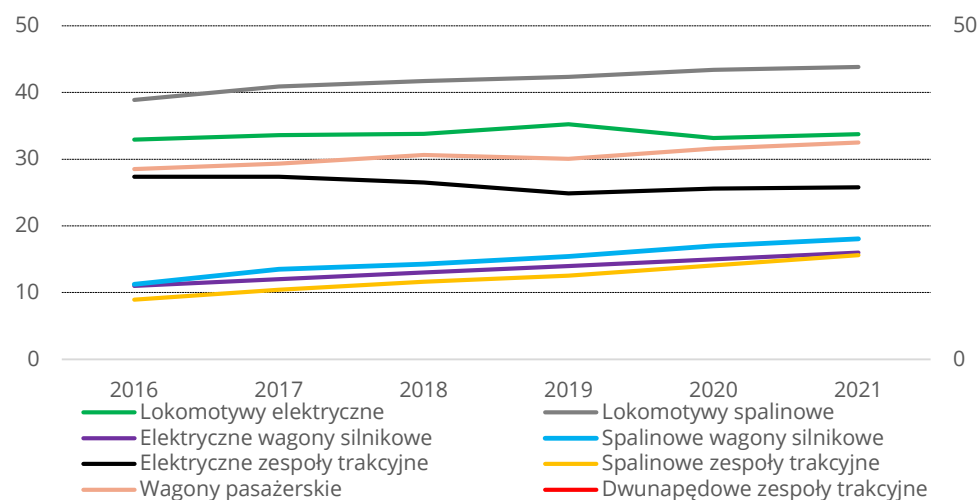
Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 15. PL: struktura pojazdów trakcyjnych w dyspozycji przewoźników towarowych



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 16. PL: średni wiek taboru kolejowego w dyspozycji przewoźników pasażerskich

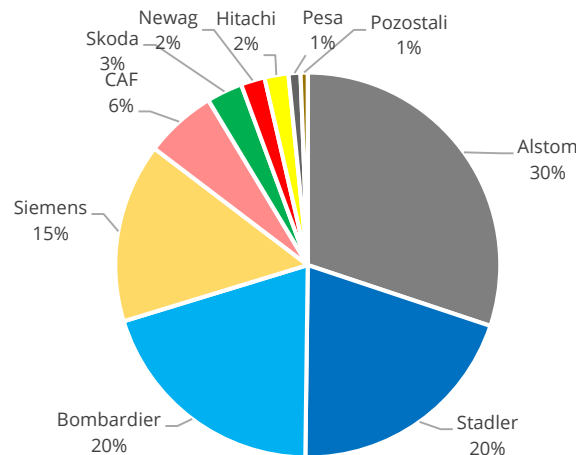


Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Konkurencja

Ze względu na profil, a także zasięg geograficzny działalności Newag, do grona swoich konkurentów spółka zalicza większość firm i zakładów zajmujących się produkcją, modernizacją i naprawami taboru kolejowego w Polsce.

Tab. 17. EU: podział rynku dostaw nowego kolejowego taboru pasażerskiego w latach 2015-19 (szacunek wg wartości podpisanych kontraktów)

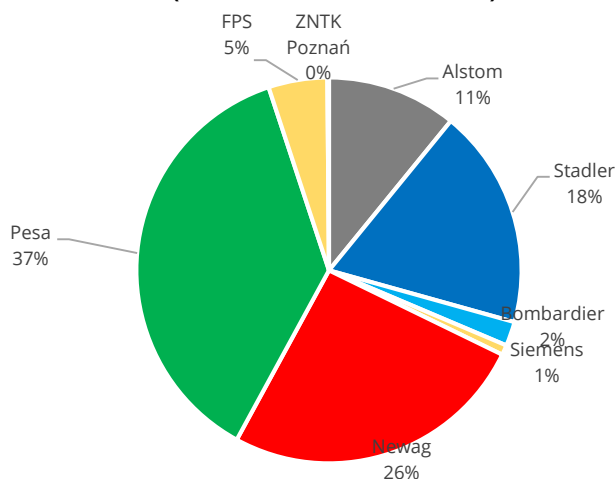


Źródło: Ministerstwo Infrastruktury, Santander Biuro Maklerskie

Na rynku modernizacji i napraw lokomotyw (zarówno spalinowych, jak i elektrycznych), oraz produkcji lokomotyw elektrycznych, głównymi konkurentami Newagu są spółki z grupy kapitałowej PESA Bydgoszcz. Spośród podmiotów zagranicznych prowadzących działalność na przedmiotowym rynku, Newag konkuruje przede wszystkim z Siemens AG oraz Bombardier.

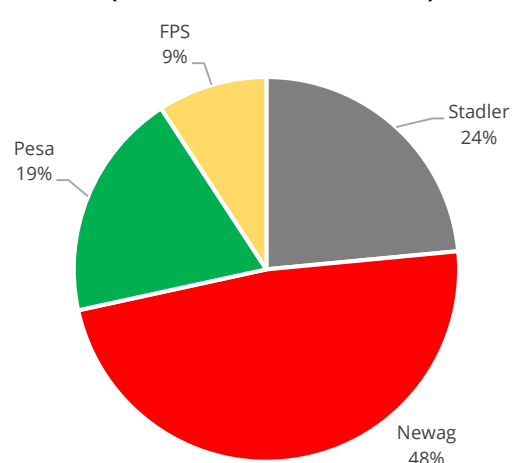
PESA Bydgoszcz oraz Stadler to główni konkurenci spółki w segmencie produkcji, modernizacji i napraw elektrycznych zespołów trakcyjnych. PESA Bydgoszcz to dodatkowo główny konkurent na rynku produkcji i napraw spalinowych zespołów trakcyjnych. Na rynku modernizacji i napraw wagonów osobowych do swoich najważniejszych konkurentów Newag zalicza: FPS Cegielski oraz spółki z grupy kapitałowej PESA Bydgoszcz.

Tab. 18. PL: udziały w rynku nowego taboru pasażerskiego w latach 2004-19 (wartość kontraktów w mln zł)



Źródło: Ministerstwo Infrastruktury, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 19. PL: udziały w rynku nowego taboru pasażerskiego w latach 2014-19 (wartość kontraktów w mln zł)

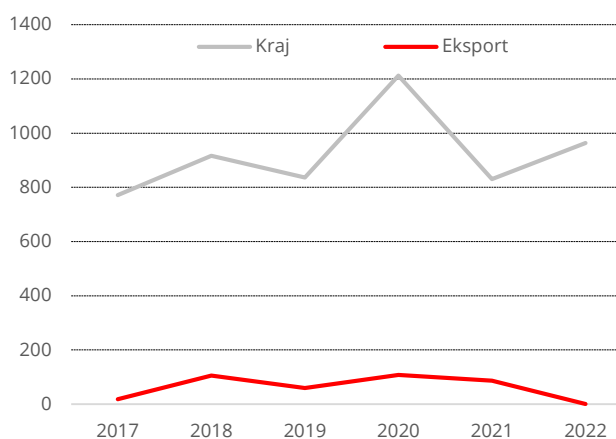


Źródło: Ministerstwo Infrastruktury, Santander Biuro Maklerskie

W ocenie zarządu Newag, spółka narażona jest na stosunkowo niewielką konkurencję ze strony podmiotów zagranicznych (w szczególności takich jak Alstom, Bombardier, Stadler czy Siemens AG) w zakresie produkcji pojazdów kolejowych. Zdaniem spółki podmioty te mają utrudnioną możliwość oferowania konkurencyjnych cen za produkowane pojazdy kolejowe,

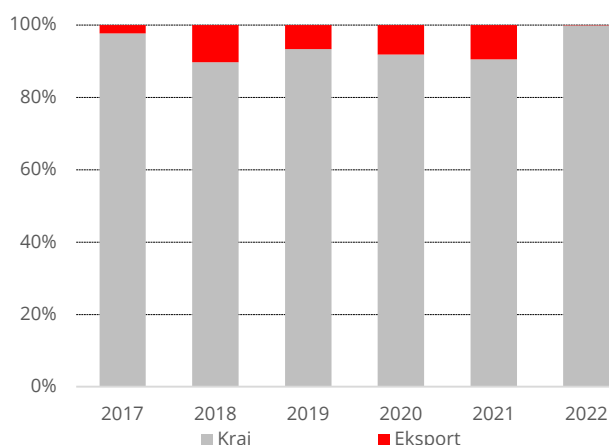
a tym samym ograniczoną możliwość wygrywania przetargów na rynku polskim na dostawę taboru kolejowego. Wpływ na to mają przede wszystkim: 1) brak własnego zaplecza serwisowego (z wyjątkiem firmy Stadler), 2) wyższe niż w przypadku polskich producentów koszty produkcji związane przede wszystkim z wynagrodzeniami pracowników, 3) różnice wymagań technicznych dla taboru kolejowego eksploatowanego w Europie i dla taboru przeznaczonego na rynek polski i związana z tym konieczność poniesienia dodatkowych kosztów prac dostosowawczych, 4) relatywnie niewielkie w ujęciu ilościowym zamówienia pojawiające się na rynku polskim, 5) wahania kursów euro w stosunku do złotego oraz 6) wymagania krótkich terminów dostaw pojazdów, utrudniające terminową realizację przedmiotowych zamówień.

Tab. 20. Newag: sprzedaż w ujęciu geograficznym (mln zł)



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 21. Newag: sprzedaż w ujęciu geograficznym (%)



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie

Otoczenie regulacyjne

Z uwagi na to, że większość klientów Newag to podmioty kontrolowane przez Skarb Państwa, lokalne samorządy lub podmioty przez niekontrolowane, Newag uzyskuje większość zleceń na produkcję, modernizację i naprawę taboru kolejowego w wyniku udziału i wygranej w postępowaniach przetargowych organizowanych na podstawie przepisów ustawy Prawo Zamówień Publicznych. Prawo to szczegółowo określa 1) zasady i tryb udzielania zamówień publicznych, 2) środki ochrony prawnej przysługujące między innymi podmiotom, które ubiegały się o udzielenie zamówienia publicznego, złożyły ofertę lub zawarły umowę w sprawie zamówienia publicznego (m.in. odwołanie do Krajowej Izby Odwoławczej, skarga do sądu), 3) kontrolę udzielania zamówień publicznych oraz 4) organy właściwe w sprawach uregulowanych w ustawie. Co istotne, umowy zawierane w trybie Prawa Zamówień Publicznych podlegają szczególnemu reżimowi zwłaszcza w zakresie zmian postanowień do umowy, odstąpienia od umowy, okresu obowiązywania umowy, przesłanek unieważnienia umowy, a także dopuszczalnych zabezpieczeń umowy (m.in. zabezpieczenia należytego wykonania, zabezpieczenia zwrotu zaliczki, zabezpieczenia w okresie odpowiedzialności za wady).

Możliwość udziału w przetargu publicznym na dostawę nowych pojazdów, modernizację lub naprawę taboru kolejowego uwarunkowana jest wieloma kryteriami. Od spółek w szczególności wymaga się: odpowiednich uprawnień i doświadczenia w realizacji projektów danego rodzaju, dysponowania odpowiednim, stuprocentowym potencjałem technicznym, a także dobrej sytuacji finansowej i ekonomicznej. Przy wyborze przez zamawiających

zwycięskich ofert w ramach przetargów na produkcję, modernizację lub naprawę taboru kolejowego pod uwagę brane są przed wszystkim takie kryteria jak proponowana cena za produkt lub usługę, czas wytworzenia produktu lub wykonania usługi, doświadczenie w realizacji danego typu zleceń, dodatkowe świadczenia i okres gwarancji udzielanej przez producenta / dostawcę w związku z realizowanym projektem.

Łańcuch dostaw

Zgodnie z raportem spółki, w 2022r. dwudziestu największych dostawców pod względem obrotów stanowiło nieco powyżej 51% udziału w wydatkach spółki na komponentów takich jak: silniki elektryczne i spalinowe, układy sterowania napędem, układy hamulcowe, systemy klimatyzacji, systemy multimedialne, wyłożenia, wyposażenie wnętrz etc. Newag wskazuje, że dostawcy kluczowych komponentów mają zlokalizowane zakłady produkcyjne na terenie Unii Europejskiej, a ponad 80% kupowanych materiałów pochodzi z firm zarejestrowanych na terenie Polski. Obroty handlowe z żadnym z dostawców nie przekroczyły 10% wartości przychodów ze sprzedaży.

Tab. 22. Newag: opis głównych dostawców

Komponent	Opis dostawców
Napędy układy sterowania, automatyka	<ul style="list-style-type: none"> • Medcom: innowacyjny producent urządzeń energoelektronicznych, produkujący zaawansowane układy napędowe, systemy zasilania, systemy sterowania, ładowarki do pojazdów elektrycznych, systemy transportu publicznego. • ABB: dostarcza rozwiązania o wysokiej niezawodności i sprawności, które można wykorzystać w różnych gałęziach przemysłu. Silniki i generatory ABB opierają się na zaawansowanych materiałach, technicznej wiedzy i wieloletnim doświadczeniu. W ich ofercie dla taboru szynowego znajdują się silniki, półprzewodniki i systemy trakcyjne.
Silniki elektryczne i spalinowe	<ul style="list-style-type: none"> • Traktionssysteme Austria: wiodący producent napędów elektromechanicznych do pojazdów szynowych i drogowych. Lider technologiczny dla operatorów i producentów pojazdów szynowych oraz komercyjnych pojazdów drogowych na całym świecie. • Eneria CAT: specjalizujący się w wytwarzaniu energii ekspert oferuje kompleksowe rozwiązania dla projektów zasilania rezerwowego, kogeneracji oraz modułów mocy do zastosowań kolejowych i morskich. Silniki są powszechnie stosowane w przemyśle kolejowym na całym świecie. Silniki te spełniają rygorystyczne normy dotyczące wpływu na środowisko. • Siemens: oferuje szeroki wybór silników które są idealne do różnych zastosowań przemysłowych. Silniki elektryczne tej firmy gwarantują wysoką wydajność. Automatykacja produkcji jest możliwa dzięki zintegrowanym napędem, inteligentnym sterownikom i innowacyjnemu oprogramowaniu PLM. • ABB: dostarcza rozwiązania o wysokiej niezawodności i sprawności, które można wykorzystać w różnych gałęziach przemysłu. Silniki i generatory ABB opierają się na zaawansowanych materiałach, technicznej wiedzy i wieloletnim doświadczeniu. W ich ofercie dla taboru szynowego znajdują się silniki, półprzewodniki i systemy trakcyjne. • Vem: firma ma bogate doświadczenie w technologii napędów, które stale doskonalili. VEM projektuje i produkuje maszyny trakcji kolejowej od ponad stu lat, specjalizując się w wysoko wydajnych rozwiązaniach napędowych dla przemysłu pojazdów szynowych. Ich oferta obejmuje silniki trakcyjne do lokomotyw elektrycznych, spalinowo-elektrycznych, tramwajów. • Voith: globalna firmą technologiczną, która wyznacza standardy w dziedzinach energii, transportu i motoryzacji. Jej produkty napędowe znajdują zastosowanie w pojazdach szynowych, drogowych i morskich. Voith oferuje innowacyjne rozwiązania dla komunikacji transportu publicznego.

<p>Układy hamulcowe</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Knorr Bremse: światowy lider rynku taboru kolejowego. Zajmuje się produkcją układów hamulcowych i systemów pokładowych. Wszystkie produkty są przyjazne środowisku, a co najważniejsze spełniają wszelkie standardy bezpieczeństwa.
<p>Systemy klimatyzacji</p>	<ul style="list-style-type: none"> • TT-Thermo King: ponad 20-letnie doświadczenie w budowie zestawów klimatyzacyjnych dla pojazdów szynowych, które spełniają wszystkie normy dopuszczające je do eksploatacji na pojazdach szynowych - spalinowych i trakcyjnych. • Merak: światowy lider w sektorze HVAC dla systemów kolejowych. Firma oferuje zaawansowane rozwiązania klimatyzacyjne, zapewniające odpowiednią temperaturę, wilgotność oraz eliminację zanieczyszczeń. Produkty są dostępne dla wszystkich typów pojazdów szynowych i dostosowane są do pracy we wszystkich warunkach klimatycznych. • Faiveley: podmiot jest częścią koncernu amerykańskiego Wabtec Corporation, który jest największym producentem komponentów dla przemysłu kolejowego. Firma produkuje produkty o najwyższym standardzie jakości i bezpieczeństwa, takie jak systemy klimatyzacji, urządzenia elektromechaniczne, kolektory trolejbusowe, systemy zasilania, układy hamulcowe i sprzęgła.
<p>Tworzywa sztuczne oraz materiały wykończeniowe</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 3A Composites Mobility: firma wprowadza innowacyjne rozwiązania związane z transportem publicznym, z naciskiem na dbałość o aspekty środowiskowe (produkty ograniczają się do emisji CO2, jak również minimalizują zużycie energii). W ofercie znajdują się zintegrowane systemy, takie jak kabiny pociągów, a także podłogi, dachy, ściany boczne i inne elementy konstrukcyjne.
<p>Stal</p>	<ul style="list-style-type: none"> • ArcelorMittal Polska: największy producent stali w Polsce, pokrywający 50% krajowego potencjału produkcyjnego, a dodatkowo największy producent koksu w Europie. Ich produkty znajdują zastosowanie w wielu gamach przemysłu. Dla przemysłu kolejowego specjalizują się w produkcji szyn. • UnionStal: firma oferuje i sprzedaje wyroby hutnicze takie jak: blachy, elementy wypalane, komponenty. Dostarcza blachy, pręty, taśmy, druty i materiały spawalnicze. Zajmuje się kompletacją dostaw i oferuje doradztwo techniczne. • ThyssenKrupp Energostal: specjalizuje się w dystrybucji metali i tworzyw sztucznych w Polsce. Firma oferuje szeroki wybór produktów i usług, dostarczając materiały zarówno standardowe, jak i dostosowane do indywidualnych potrzeb klienta. Dostępne są wyroby hutnicze z różnych rodzajów stali węglowej, stali nierdzewnej, metali nieżelaznych i tworzyw sztucznych. Dodatkowo, firma oferuje materiały spawalnicze.
<p>Kable i przewody elektryczne</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Leoni Studer: producent inteligentnych rozwiązań w zakresie energii i danych dla taboru kolejowego, systemów lotniskowych i sektora pojazdów elektrycznych. Dla sektora taboru kolejowego oferuje szeroką gamę systemów kablowych – od kabli kontrolnych i monitorujących po kable zasilające i najnowsze kable do transmisji danych SilverCAT. • Rogum Kable: firma z ponad 30-letnim doświadczeniem produkująca wysoko wyspecjalizowane przewody oraz kable wykorzystywane w branżach: kolejowej, górniczej, przemysłowej, samochodowej, wojskowej, energetycznej i innych. • Aste: spółka zajmuje się importem kabli specjalistycznych i profesjonalnego osprzętu kablowego. Od 1991 roku unowocześniają rynek poprzez nowoczesne i łatwe w montażu produkty. Ich bogata oferta produktów znajduje zastosowanie, m.in. w taborze szynowym, budowie statków, motoryzacji, automatyce przemysłowej i budowie maszyn oraz energetyce.
<p>Obręcze, koła monoblokowe, osie</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Bonatrans Grop: dostawca produktów dla przemysłu kolejowego i rozwiązań w zakresie zestawów kołowych. Firma produkuje rozwiązania o najwyższych możliwych standardach, kierując się specyficznymi wymaganiami modułów wózków, napędu i hamulca. • Lucchini: producent kół, obręczy, zestawów kołowych oraz osi. Posiada szerokie portfolio posiadające wiele rozwiązań i usług dla taboru kolejowego i osi Lucchini RS co sprawiło, że grupa stała się niezawodnym, długoterminowym partnerem. • Bochumer Verein: jest liderem i cenionym dostawcą innowacyjnych produktów technologii kolejowej, w tym kół, zestawów kołowych i wałów. Ich produkty, takie jak

lekkie koła hybrydowe amortyzowane gumą i homogenizowane koła HighSpeed, stały się ogromnym przełomem dla cichego transportu pasażerskiego.

Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie

Warto podkreślić jednak, że Newag generuje wartość dodaną nie tylko poprzez integrację komponentów dostarczonych przez zewnętrznych dostawców, ale ma też istotny wkład własny w realizowane projekty związane z projektowaniem, produkcją, serwisem oraz utrzymaniem taboru. Spółka w ramach prowadzonej działalności prowadzi prace projektowe, wytwarza ramy wózków i strukturę nadwozi (od blachy do malowania). Z generacją dodatkowej wartości dodanej wiąże się również produkcja wiązek kablowych na własne potrzeby, elementów układu napędowego, czy też instalacja sieci Ethernet w pojazdach. Nie bez znaczenia są również kompetencje spółki w obszarze wytwarzania autorskiego oprogramowania sterującego, co ma znaczenie dla bezpieczeństwa krajowego ruchu kolejowego. Naszym zdaniem taka organizacja procesu produkcyjnego przekłada się na przewagi rynkowe, a także może skutkować wyższą jakością produktów finalnych, co w efekcie może ograniczać koszty z tytułu serwisu / gwarancji.

Polityka dywidendowa

Zgodnie z aktualną polityką Newag w zakresie wypłaty dywidendy, spółka naturalnie zakłada wypłatę dywidendy na zasadach dozwolonych przez prawo oraz w miarę możliwości finansowych, przy uwzględnieniu bieżącej i oczekiwanej sytuacji podmiotu. Rekomendacje Zarządu w zakresie wypłaty dywidendy zależą od, m.in. wysokości osiągniętego zysku, dostępności finansowania zewnętrznego na realizację celów strategicznych, czy też planowanych nakładów kapitałowych. Statut nie przewiduje żadnych ograniczeń wypłaty dywidendy.

Aktualne inicjatywy

Instalacja Termicznego Przetwarzania Odpadów Komunalnych

Od 2021r. Newag prowadzi działania nakierowane na uzyskanie pozwolenia na budowę Instalacji Termicznego Przetwarzania Odpadów Komunalnych w Nowym Sączu. Jedną z lokalizacji mają być tereny należące do firmy Newag wzdłuż ul. 29 Listopada. Spalarnia w zamyśle ma stanowić atrakcyjne cenowo oraz ekologiczne źródło energii dla Nowego Sącza i zakładu. Obiekt, zgodny ze standardami BAT, miałby przekształcać w prąd i ciepło 90 tys. ton odpadów rocznie. Spółka może potencjalnie zainwestować w segment utylizacji odpadów około 2 mld zł. W związku z rozważaną inwestycją, firma złożyła wnioski o zmianę „Studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego Miasta Nowego Sącza” oraz o „Punktową zmianę Miejscowego Planu Zagospodarowania Przestrzennego”. 24 stycznia br. Wojewódzki Inspektor Ochrony Środowiska wydał opinię do Wojewódzkiego Planu Gospodarki Odpadami na lata 2023-28, w którym stwierdził, że lokalizacja spalarni śmieci w Nowym Sączu jest niewłaściwa ze względu na aspekt środowiskowy. W podobnym tonie wypowiedział się Inspektorat Ochrony Środowiska w Krakowie. W czerwcu 2023r. rada miasta przegłosowała jednak zgodę na zmianę studium uwarunkowań i kierunków zagospodarowania przestrzennego w Nowym Sączu. Ich poparcie stało się zielonym światłem dla budowy spalarni. Uchwała ta została jednak zaskarżona przez Nadzór Prawny Urzędu Wojewódzkiego w Krakowie i zostanie poddana ocenie Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego, m.in. z uwagi na fakt, że wspomniana uchwała budzi zastrzeżenia i wątpliwości prawne oraz ma istotny kontekst społeczny.

Prognozy finansowe

Kontekst rynkowy

Polska kolej rozwija m.in. dzięki wsparciu z wielu programów i dofinansowań. Programy i dofinansowania, które wspierają polską sieć kolejową, są zarówno programami krajowymi, jak i unijnymi. Wśród głównych, tego typu projektów można wskazać:

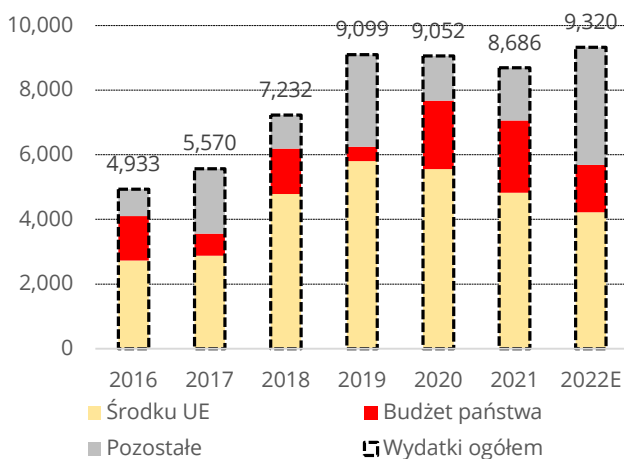
Program Uzupełniania Lokalnej i Regionalnej Infrastruktury Kolejowej - Kolej + do 2029

Program skierowany do samorządów terytorialnych. Jego celem jest rozbudowa linii kolejowych, by umożliwić dostęp do kolei dla miejscowości, których liczba mieszkańców przekracza 10 tys. Na jego realizację zostało przeznaczonych ok. 13,2 mld zł.

Krajowy Program Kolejowy (KPK)

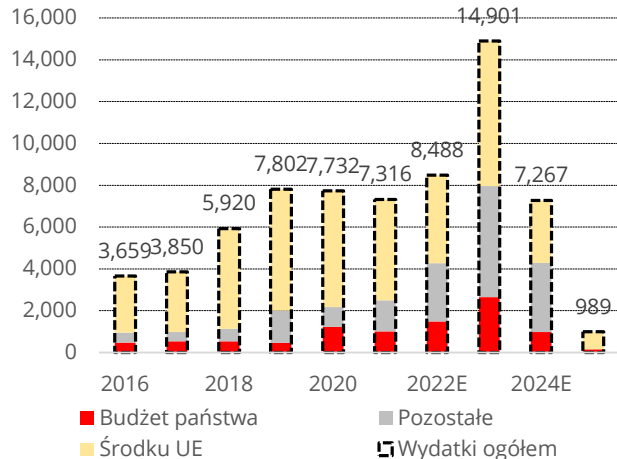
Jeden z największych polskich programów rozwoju kolei. Skupia się na wspieraniu realizacji ambitnych projektów inwestycyjnych nakierowanych na rozwój linii kolejowych. Projekty finansowane są z wielu źródeł, w tym m.in. z budżetu państwa, środków unijnych, czy Funduszu Kolejowego. KPK obejmuje projekty z programów takich jak: Program Infrastruktura i Środowisko, Program Operacyjny Polska Wschodnia i Connecting Europe Facility. Od początku prowadzenia programu KPK do końca grudnia 2022r. łączne wydatki, przeznaczone na rozwój kolei wyniosły 53,99 mld zł.

Tab. 23. PL: wykonanie finansowe wydatków KPK (mln zł)



Źródło: Ministerstwo Infrastruktury, Santander Biuro Maklerskie

Tab. 24. PL: planowane wydatki w ramach KPK (mln zł)



Źródło: Ministerstwo Infrastruktury, Santander Biuro Maklerskie

Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO)

Jest to program, którego przewodnim celem jest odbudowa potencjałów gospodarek krajów Unii Europejskiej po pandemii Covid-19. Program obejmuje również inwestycje w tabor kolejowy. Na ten cel Unia Europejska przyznała 2 mld zł. Celem projektu jest zakup elektrycznego lub zeroemisyjnego taboru, który również będzie przystosowany do systemu ERTMS.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na plan Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) dotyczący uruchomienia prefinansowania inwestycji w ramach KPO. Zgodnie z ostatnimi publicznymi komunikatami rynkowymi dotychczas wypłacone łączne wsparcie przez PFR wynosi blisko 3,6 mld zł. Z uwagi jednak na wysokie zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne ze strony rządu, wartość tych środków w relatywnie krótkim czasie może wzrosnąć do ok 10 mld zł, by na koniec roku przekroczyć 20 mld zł. Istotne przyspieszenie tempa wsparcia finansowego dla projektów realizowanych w ramach KPO rodzi nadzieję na odbudowę popytu na tabor szynowy, co powinno być wspierające również dla Newag.

Centralny Port Komunikacyjny (CPK)

Centralny Port Komunikacyjny to ambitny plan inwestycji w szeroko pojętą logistykę, obejmujący m. in. plan inwestycji kolejowych. Zakłada on budowę prawie 2000 km linii kolejowych w celu zwiększenia sieci połączeń pociągów dalekobieżnych, a celem przyświecającą tej inwestycji jest połączenie obszaru Polski centralnej (CPK) z różnymi regionami Polski. Program zakłada pełną realizację planu do 2034r.

Connectting Europe Facility (CEF)

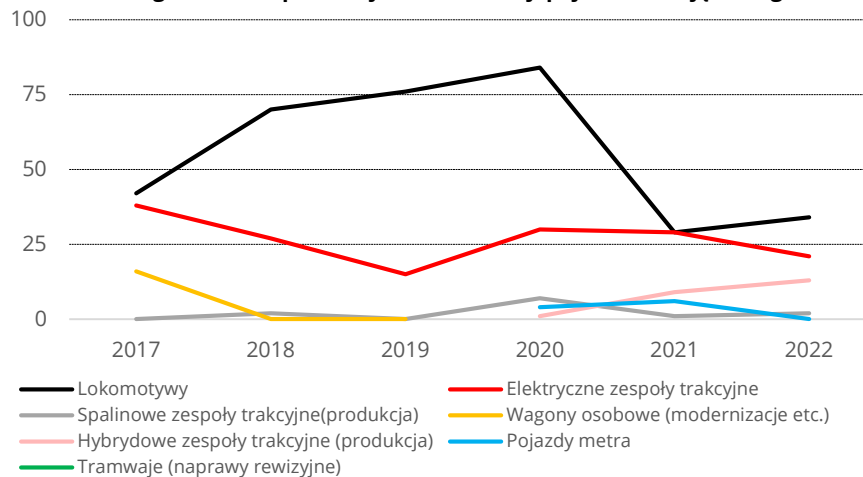
CEF to program dofinansowań, zarządzany przez Komisję Europejską, którego celem jest rozwój sieci transportowej (międzynarodowej i europejskiej). Dofinansowanie obejmuje obiekty t.j. porty lotnicze i morskie, terminale drogowo-kolejowe, dworce, ale przede wszystkim wszelkie szlaki transportowe (kolejowe, drogowe, morskie, lotnicze). Program ten w znacznym stopniu przyczynia się do szybkiego rozwoju polskich sieci kolejowych.

Z uwagi na kapitałochłonny charakter inwestycji w infrastrukturę kolejową, dostępność i koszt kapitału są istotnymi motorami napędowymi dla podmiotów działających w branży. Uwidoczniła w ostatnim czasie ponadprzeciętnie wysoka inflacja jest również niepożądana z uwagi na związane z nią ryzyka kontraktowe oraz utrudnione planowanie finansowe dla projektów wieloletnich.

Prognozy wyników finansowych Newag

Opieramy nasze prognozy wskaźników operacyjnych (wolumen) oraz parametrów finansowych na bazie aktualnego portfela zamówień oraz oczekiwanych trendów rynkowych dla producentów taboru kolejowego. Zakładamy utrzymanie relatywnie stałej struktury rynku jeżeli chodzi o otoczenie konkurencyjne, przy jednoczesnym dążeniu producentów do unikania kontraktów o charakterze długoterminowym (zwłaszcza z gwarancją ceny).

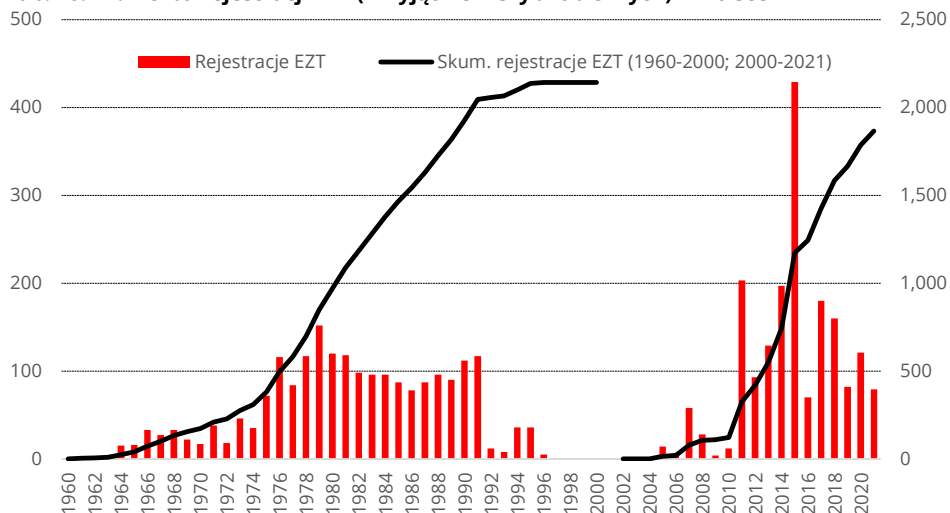
Tab. 25. Newag: wolumen produkcji / modernizacji pojazdów w ujęciu segmentowym



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie

Jeżeli chodzi o strukturę sprzedaży, z uwagi na specyfikę polskiego rynku wynikającej ze (1) struktury taboru kolejowego oraz jego wieku, (2) polityki inwestycyjnej przewoźników odpowiadającej doraźnym / średnioterminowym potrzebom, a także (3) dostępne źródła finansowania projektów transportowych, czy też (5) strategiczne decyzje rządu (po części uzależnione od kierunku polityki UE) dotyczące kierunku rozwoju infrastruktury kolejowej w Polsce, zakładamy stopniowy wzrost udziału sprzedaży nowych produktów w kolejnych latach z relatywnie stabilnym, w ujęciu nominalnym, udziale przychodów alokowanych do segmentu modernizacji i napraw taboru kolejowego.

Tab. 26. PL: Liczba rejestracji EZT (z wyjątkiem szybkobieżnych) w Polsce

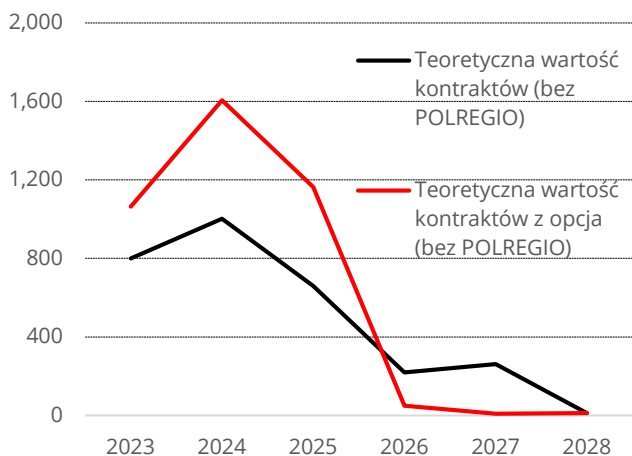


Źródło: era.europe.com, Santander Biuro Maklerskie

W nawiązaniu do przedstawionych oczekiwań co do kierunku ewolucji portfela zamówień w kolejnych latach, jego aktualny obraz (w średnioterminowym horyzoncie do 2025 roku) oceniamy jako satysfakcjonujący, zarówno na tle historycznym, jak i w zestawieniu z bieżącą sytuacją rynkową. Zgodnie z naszymi szacunkami spółka powinna w latach 2023-24P kontynuować trend odbudowy przychodów po zauważalnym spadku zanotowanym w 2021 roku. Co istotne, wzrost sprzedaży utożsamiamy z prognozowanym pozytywnym efektem wolumenowym wynikającym głównie ze wzrostu sprzedaży lokomotyw. W dłuższym terminie (perspektywa potencjalnie 2025P+), relatywnie wysoki poziom sprzedaży (ok 1,340 mln zł

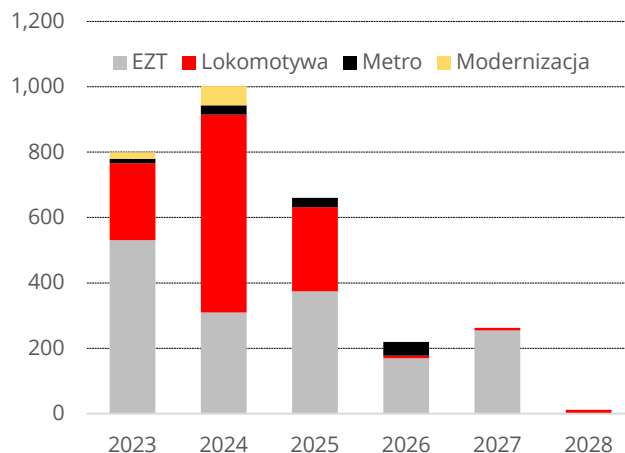
średnio w latach 2025-2029P) może być utrzymany dzięki możliwemu wzrostowi zamówień na elektryczne zespoły trakcyjne, który może wynikać zarówno z potrzeb odtworzeniowych systematycznie starzejącej się bazy pasażerskiego taboru kolejowego, jak też nowych inwestycji będących efektem ogłoszonych / planowanych programów nakierowanych na rozwój pasażerskich przewozów kolejowych oraz zwiększenia ich dostępności.

Tab. 27. Newag: estymacja wartości portfela na osi czasu*



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie, * szacunek nie uwzględnia zmiany / przesunięcia pierwotnej daty odbioru

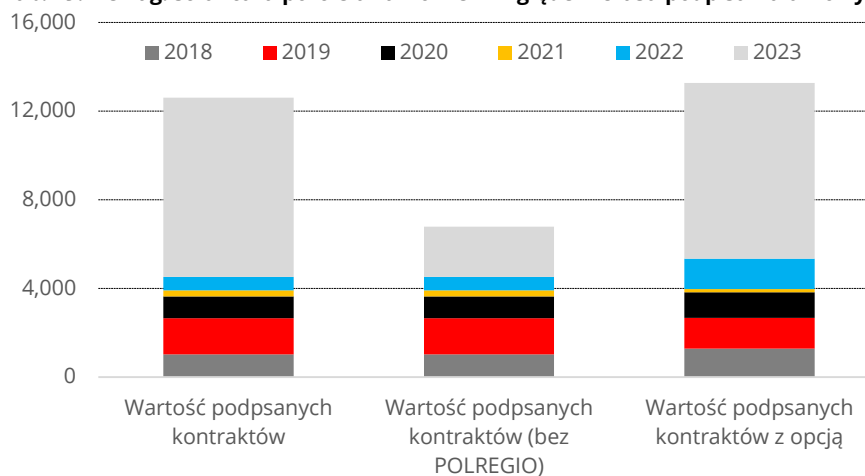
Tab. 28. Newag: szacunek „backlog” w podziale na produkty* **



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie. * szacunek nie uwzględnia zmiany / przesunięcia pierwotnej daty odbioru, ** bez opcji

W analizie aktualnego portfela zamówień, warto zwrócić uwagę na relatywnie malejący udział sprzedaży nowych lokomotyw w kolejnych latach oraz naturalną stopniową rotację bazy umów na korzyść tych podpisywanych po roku 2019. Ten ostatni punkt jest o tyle istotny, że przy uwzględnieniu inflacji PPI w wysokości ok 33% (narastająco) w okresie styczeń 2020-lipiec 2023, Newag doświadczył problemów z utrzymaniem satysfakcjonującego poziomu marż operacyjnych z uwagi na brak obiektywnych mechanizmów indeksacyjnych zawartych w podpisanych umowach wykonawczych.

Tab. 29. Newag: struktura portfela zamówień względem czasu podpisania umowy



Źródło: Newag, Santander Biuro Maklerskie

Zgodnie z naszymi szacunkami, spółka mogła osiągnąć lokalne minimum wyników zarówno finansowych, jak i operacyjnych w 2022r. Stonowany optymizm opieramy na aktualnym portfelu zamówień przy jednocześnie korzystniejszych trendach w zakresie cen materiałów oraz energii, które to łącznie mają dominującą pozycję w strukturze kosztów rodzajowych. Jak to już zostało wcześniej wspomnianie, na drugim końcu krzywej prognoz zakładamy, że spółka będzie beneficjentem wymiany taboru kolejowego w Polsce, z głównym naciskiem na EZT. Posiadane kompetencje, aktywa produkcyjne (uwzględniając siłę roboczą) powinny z kolei pozwolić, w naszym scenariuszu bazowym, na utrzymanie mocnej pozycji rynkowej, a w efekcie osiągnięcie satysfakcjonujących marż operacyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że nakreślony i odzwierciedlony w naszych prognozach scenariusz bazowy nie uwzględnia zarówno skrajnych pozytywnych, jak i negatywnych, zdarzeń rynkowych związanych z głównymi odpowiednio determinantami wzrostu / czynnikami ryzyka opisanymi w dedykowanym paragrafie.

Tab. 30. Rachunek zysków i strat

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody skonsolidowane	790	1,022	896	1,320	918	964	1,262	1,332	1,426
KWS	686	817	690	948	745	816	1,040	1,067	1,094
Zysk brutto	104	205	206	372	173	148	221	265	332
SG&A	68	74	79	91	95	99	129	137	146
Pozostałe przychody operacyjne netto	9	-2	3	-27	15	5	7	7	8
EBITDA	79	164	164	292	137	97	144	180	237
Zysk operacyjny	46	128	130	254	94	54	99	135	193
Przychody (koszty) finansowe netto	-11	-12	-20	-16	-14	-32	-7	-4	2
Zysk przed opodatkowaniem	35	116	110	238	79	22	92	132	195
Podatek dochodowy	5	22	18	19	8	-1	16	25	37
Zysk netto	30	93	91	219	72	23	76	107	158
Marża brutto	13.2%	20.0%	23.0%	28.2%	18.8%	15.4%	17.6%	19.9%	23.3%
Marża EBITDA	10.1%	16.1%	18.3%	22.1%	15.0%	10.1%	11.4%	13.5%	16.6%
Marża operacyjna	5.8%	12.5%	14.5%	19.3%	10.2%	5.6%	7.8%	10.2%	13.5%
Marża zysku netto	3.8%	9.1%	10.2%	16.6%	7.8%	2.4%	6.0%	8.0%	11.1%

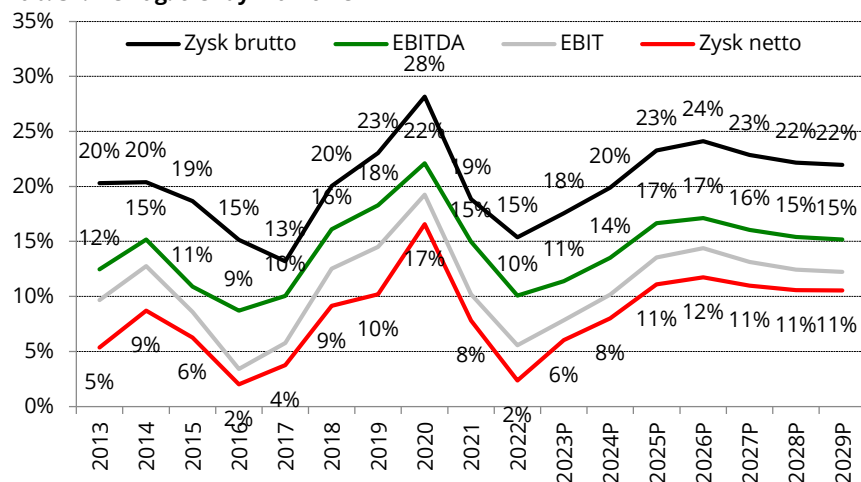
Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 31. Wskaźniki finansowe / operacyjne

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk netto na akcję (zł)	0.7	2.1	2.0	4.9	1.6	0.5	1.7	2.4	3.5
Wartość Księgowa na akcję (zł)	9.0	11.0	12.3	16.1	15.5	15.8	17.4	19.5	22.3
Dywidenda na akcję (zł)	0.7	0.0	0.8	1.0	1.5	0.3	0.0	0.3	0.7
Stopa dywidendy	3.9%	0.0%	4.2%	5.6%	8.3%	1.4%	0.0%	1.9%	4.0%
Rentowność kapitału (%)	7.4%	20.8%	17.5%	34.3%	10.1%	3.2%	10.2%	12.8%	16.8%
Rentowność aktywów (%)	3.2%	8.5%	7.1%	15.9%	5.1%	1.6%	5.0%	6.4%	8.8%
Wolne Przepływy Pieniężne (FCFE; mln zł)	2.5	-25.2	-73.4	188.3	64.3	-70.9	83.6	94.8	183.9
Rentowność FCFE	0.3%	-3.1%	-9.1%	23.3%	7.9%	-8.7%	10.3%	11.7%	22.7%

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 32. Newag: trendy marżowe



Źródło: Newag, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 33. Bilans

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2023P	2023P
Aktywa obrotowe	549	726	807	824	903	936	1,161	1,251	1,399
Aktywa trwałe	443	475	551	574	498	485	475	465	460
Aktywa razem	992	1,201	1,357	1,397	1,402	1,421	1,636	1,717	1,860
Zobowiązania krótkoterminowe	481	495	539	451	558	579	614	603	620
zadłużenie bankowe	192	178	212	207	283	291	274	246	246
Zobowiązania długoterminowe	118	210	266	221	147	133	237	237	237
zadłużenie bankowe	2	81	108	48	8	0	104	104	104
Kapitał własny	403	495	552	725	697	709	785	876	1,002
kapitał zakładowy	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Odsetki mniejszości	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Zobowiązania ogółem	1,002	1,201	1,357	1,397	1,402	1,421	1,636	1,717	1,860
Dług netto	270	326	453	340	296	362	161	82	-70

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Tab. 34. Rachunek przepływów pieniężnych

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2023P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	22	33	10	236	98	-35	118	129	223
Przepływy z inwestycji	-19	-56	-82	-47	-2	-36	-35	-34	-39
Przepływy z tytułu finansowania	16	64	25	-111	-63	-11	86	-43	-32
W tym dywidendy	-32	0	-34	-45	-68	-11	0	-15	-32
Zmiana środków pieniężnych netto	19	41	-47	78	33	-82	170	52	152

Źródło: spółka, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wyniki kwartalne

Sezonowość

Emitent w swoich raportach wskazuje, że zarówno podmiot dominujący, jak i spółki zależne nie prowadzą działalności gospodarczej o charakterze cyklicznym oraz o charakterze sezonowym. Z perspektywy wyników finansowych, uważamy jednak, że specyfika rynku oraz zakres oferowanych usług, może wpływać na pewne wzorce osiągnięte przez główne parametry finansowe, m.in. te zawarte w RZiS. Bazując na kwartalnym szeregu czasowym z ostatnich dziesięciu lat kalendarzowych 4 kw. roku wykazuje istotnie wyższy poziom głównych linii RZiS, co można potencjalnie utożsamiać z rozliczaniem kontraktów o charakterze średnioterminowym. Z uwagi na powyższe, w analizie wyników spółki uważamy za zasadne koncentrowanie się na okresie średnioterminowym z uwagi na ryzyko wyższej zmienności (spowodowanej przez czynniki specyficzne dla spółki) parametrów finansowych w krótkim terminie.

Prognoza wyników 2 kw. 2023P

Oczekujemy, że po mocnym sprzedażowo (w ujęciu wolumenowym) 1 kw. 2023, 2 kw. 2023 może przynieść zauważalny spadek przychodów zarówno w ujęciu kw/kw oraz r/r, które to mogą wynieść blisko 178 mln zł. Jeżeli chodzi o zysk brutto ze sprzedaży, spodziewamy się mniejszej presji kosztowej (zwłaszcza w ujęciu r/r) w związku z wyhamowaniem dynamiki inflacji produkcyjnej (PPI), co powinno z kolei przełożyć się na wzrost EBTIDA / EBIT, czy też zysku netto w ujęciu r/r. Nasze szacunki wskazują na dodatnie przepływy operacyjne w analizowanym okresie (nieco ponad 14 mln zł), co w połączeniu z ograniczonymi potrzebami inwestycyjnymi może pozwolić na spadek długu netto względem końca 1 kw. 2023 do 353 mln zł.

Tab. 35. Newag: wybrane elementy sprawozdań finansowych w ujęciu kwartalnym

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q	2021	2022	LTM	Kons.
Sales	197.5	163.1	272.2	331.1	276.0	178.0	9.1%	-35.5%	917.5	963.9	1057.3	167.2
EBITDA	16.6	15.3	27.9	37.5	50.9	34.0	121.7%	-33.3%	140.9	97.3	150.2	18.2
marża EBITDA	8.4%	9.4%	10.2%	11.3%	18.4%	19.1%	9.7	0.6	15.4%	10.1%	14.2%	10.9%
EBIT	5.8	4.4	16.8	26.5	40.0	23.0	418.5%	-42.6%	97.2	53.6	106.3	7.3
marża EBIT	2.9%	2.7%	6.2%	8.0%	14.5%	12.9%	10.2	-1.6	10.6%	5.6%	10.1%	4.3%
Zysk netto	0.3	-5.7	6.4	21.8	25.9	12.7	-322.0%	-51.2%	73.8	22.7	66.8	-0.6
marża ZN	0.2%	-3.5%	2.4%	6.6%	9.4%	7.1%	10.6	-2.3	8.0%	2.4%	6.3%	-0.3%
Dług netto	418.7	489.6	498.2	361.6	368.2	353	-28%	-4%	296.3	361.6	353.0	
Dług netto / EBITDA	3.8	4.8	7.0	3.7	2.8	2.4			2.1	3.7	2.4	
Przepływy operacyjne	-118.5	-48.3	2.3	157.3	7.5	14.3	-130%	92%	137.2	-7.2	181.4	

Źródło: Newag, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Mając na względzie aktualny portfel zamówień oraz dostrzegalną sezonowość wyniku, spodziewamy się poprawy osiągniętych wyników zarówno operacyjnych jak i finansowych w 2 poł. 2023P.

Santander Biuro Maklerskie

Adres korespondencyjny:

ul. Kolorowa 8

60-198 Poznań

tel.: 61 856 44 44

e-mail: bm.sekretariat@santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler

tel. +48 61 856 43 89

pawel.bartczak@santander.pl

Paweł Kubiak, Makler

tel. +48 61 856 50 57

pawel.kubiak@santander.pl

Jacek Siera, Makler

tel. +48 61 856 41 29

jacek.siera@santander.pl

Karol Koszarski, Makler

tel. +48 61 856 45 68

karol.koszarski@santander.pl

Maciej Ciesielski, Makler

tel. +48 61 856 48 57

maciej.ciesielski@santander.pl

Zespół Analiz Giełdowych

Dr Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych Banki, Ubezpieczyciele, Strategia*

Paweł Puchalski, CFA

Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrzcz, *Analityk Akcji*

Budownictwo, Deweloperzy, IT

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji*

Sektor Detaliczny, E-commerce

Michał Sopieli, *Analityk Akcji*

Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk Akcji*

Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej

Piotr Zielonka, CFA, *Analityk Akcji*

Gry, Strategia

Marcin Działek, *Analityk Akcji*

Analiza Techniczna

UJAWNIENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Santander Bank Polska otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług innych niż bankowość inwestycyjna, na rzecz: **Newag SA**.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla **Newag SA** w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez GPW. Z tego tytułu GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu. W oparciu o postanowienia umowy z GPW, której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących **Newag SA**, w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE Santander Allianz SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitentami / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>.

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: <http://centruminformacji.santander.pl/fileserver/item/1501617>.

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w **Warszawie**. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatom.

Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzieleniu, zachowało należyta staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV - wartość księgowa
ROE - zwrot na kapitale własnym
P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Przeważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 10% powyżej benchmarku. Zmiana o około $\geq 15\%$.

Neutralnie - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji: 0% - 10% wobec benchmarku. Zmiana o około 5%-15%.

Niedoważaj - Całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji poniżej benchmarku. Zmiana o około $< 5\%$.

UWAGA: od dnia 15 grudnia 2021 r. zmienił się nasz system wyceny. System oparty na ocenie bezwzględnej został zamieniony na system oceny względnej wobec określonego benchmarku. Właściwym benchmarkiem dla akcji europejskich (w tym akcji CEE) jest stopa zwrotu z 1-roczyznymi obligacjami emitowanymi przez rząd RFN +ERP (5,5%).

Definicje ocen mają charakter orientacyjny. Zalecenia mogą różnić się od ww. wytycznych, jeśli jest to uzasadnione ze względu na czynniki rynkowe, trendy branżowe, specyficzne wydarzenia w firmie itp. W takich przypadkach w raporcie znajduje się stosowne wyjaśnienie powstałych rozbieżności.

Ceny docelowe ustalone od stycznia do czerwca dotyczą 31 grudnia danego roku. Ceny docelowe ustalone od lipca do grudnia dotyczą są wyznaczane z terminem do grudnia kolejnego roku.

Okresowość: przeglądy naszych rekomendacji/cen docelowych dla każdego emitenta dokonujemy co najmniej raz w roku i zawsze, gdy uzasadniają to wydarzenia na rynku.

W opracowaniach analizy technicznej Santander Biuro Maklerskie nie stosuje bezpośrednich zaleceń inwestycyjnych (przeważaj / niedoważaj / neutralnie; lub równoważnych), a wszelkie opinie i elementy oceny analityków są zawarte w samym opracowaniu, w formie opisowej.

Okres ważności Opracowań, których dotyczy niniejszy dokument wynosi maksymalnie 30 dni, przy czym publikacja nowego opracowania dla danego instrumentu finansowego oznacza, że opracowanie poprzednio wydane traci ważność.

Ze względu na krótki horyzont czasowy Opracowań, Santander Biuro Maklerskie nie zakłada ich regularnych aktualizacji.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystało z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodara). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej - wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi. Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.