



piątek, 19 września 2025 | raport analityczny

Newag: kupuj (nowa)

NWG PW; NWGP.WA | przemysł, Polska

Na właściwym torze

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od zalecenia kupuj, z ceną docelową 98,00 PLN, co implikuje 18% potencjału wzrostu względem bieżącego kursu. Oczekujemy EBITDA na poziomie PLN 410m w 2025 r. oraz PLN 505m w 2026 r., wspieranej przez korzystny mikś produktowy i pełne obłożenie mocy produkcyjnych. Wycena implikuje wskaźniki EV/EBITDA'25 9.2x, P/E'25 13.7x oraz PEG 0.3, które uznajemy za atrakcyjne na tle spółek porównywalnych. Polska kolej, jako jedna z największych w UE, stoi przed koniecznością wymiany taboru, a realizacja programów PSK, KPO, FENiKS i CPK tworzy trwałe fundamenty popytu dla producentów takich jak Newag.

Starzejący się tabor i miliardowe inwestycje KPK wspierają producentów taboru. Polska kolej, z 19,6 tys. km linii, zajmuje 4. miejsce w UE. Otoczenie sprzyja producentom taboru dzięki rosnącym przewozom pasażerskim (407,5 mln w 2024 r.) i inwestycjom infrastrukturalnym w ramach KPK (163,8 mld zł do 2030 r.). Modernizacje obejmują elektryfikację, trasy >160 km/h i systemy bezpieczeństwa. Mimo spadku udziału kolei towarowej, rosną przewozy intermodalne. Starzejący się tabor generuje trwały popyt, szczególnie w segmencie EZT i SZT.

Programy KPO, FENiKS, PSK i CPK tworzą harmonogram zamówień na kolejne lata. Popyt na tabor kolejowy w Polsce opiera się na PKP Intercity, przewoźnikach regionalnych i POLREGIO, które może potrzebować ok. 100 pojazdów. Kluczowe znaczenie mają programy KPO, FENiKS, PSK i CPK, kształtujące harmonogramy zakupów. PSK wspiera regiony z wykluczeniem transportowym, zwiększając zapotrzebowanie na EZT, bimodale i jednostki spalinowe. W segmencie lokomotyw potencjał tworzą opcje PKP Intercity, przyszłe zakupy PKP Cargo i popyt prywatny. Łączny rynek do 2030 r. to 130–150 lokomotyw i 100–140 EZT.

Obecny portfel zamówień gwarantuje pełne obłożenie mocy do 2027 roku. Zakładamy, że obecny portfel zamówień i oczekiwane przetargi zapewnią pełne obłożenie mocy produkcyjnych na 3–4 lata. Szczyt produkcji lokomotyw przewidujemy na 2026 r. (do 71 sztuk), a EZT na 2027 r. (do 39 sztuk). W 2025 r. spółka zrealizowała już 69% planu dla lokomotyw i 12% dla EZT. Oczekujemy, że cel EBITDA >400 mln zł przy marży ~19% jest osiągalny. W średnim terminie największy potencjał wzrostu widzimy w programach PSK, KPO, FENiKS i CPK.

Atrakcyjne mnożniki. Wyceniamy Newag w oparciu wyłącznie o model DCF, ze względu na ograniczoną porównywalność spółek zagranicznych operujących na bardziej zdywersyfikowanych rynkach. Nasza 12-miesięczna cena docelowa wynosi 98,00 PLN, przy bieżącej wycenie rynkowej odpowiadającej ok. 9.2x EV/EBITDA'25 oraz 13.7x P/E'25, co sugeruje 18% potencjał wzrostu. Dodatkowo wskaźnik PEG dla Newagu wynosi 0,3, podczas gdy mediana peerów to 0,6, a średnia 1,0, co wskazuje na istotne niedowartościowanie względem tempa wzrostu wyników. Ryzykiem jest uzależnienie od krajowych zamówień publicznych oraz koncentracja sprzedaży na kilku dużych klientach. Dodatkowe wyzwania to presja kosztowa opóźnienia homologacyjne i konieczność dostosowania się do nowych regulacji oraz konkurencji ze strony producentów bateryjnych i wodorowych.

(PLN m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	1 231,1	1 589,4	2 164,0	2 682,0	2 800,0
EBITDA	186,1	210,8	409,5	558,5	566,0
marża	15,1%	13,3%	18,9%	20,8%	20,2%
EBIT	141,8	160,4	357,0	505,6	513,0
Zysk netto	95,2	122,2	278,9	401,8	413,4
P/E	40,0	31,2	13,7	9,5	9,2
P/S	3,1	2,4	1,8	1,4	1,4
EV/EBITDA	19,0	17,5	9,2	6,5	6,1
DPS	0,00	0,96	2,00	2,48	3,57
Dividend yield	0,0%	1,2%	2,4%	3,0%	4,3%

cena bieżąca*	83,00 PLN
cena docelowa	98,00 PLN
kapitalizacja	4,4 mld PLN
free float	1,15 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,9 mln PLN

*Cena z 18.09.2025 r., godz. 17.00

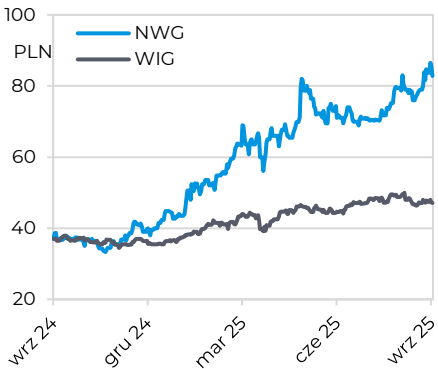
Strutura akcjonariatu

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	98,00	-	kupuj	-

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Newag	83,00	98,00	18%

Opracowanie:

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 **PLN 1,1 mld** 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 zł** potencjalnego uderzenia w wynik operacyjny, czyli **~5% EBITDA 2024** (210,8 mln zł) – **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 zł** (z czego wynagrodzenia **171,5 mln zł**). **Wzrost płac o 10%** – bez przeniesienia w cenniki – to obciążenie rzędu **~21,4 mln zł**, 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 Szynowych (SPS) oraz członkom grupy hakerskiej Dragon Sector. Spółka domaga się zaprzestania naruszeń i usunięcia ich skutków; wartość roszczeń wynosi odpowiednio 5,82 mln zł i 5,10 mln zł. 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 98,00 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

	waga	cena
Wycena porównawcza	0%	117,0
Wycena DCF	100%	89,5
	cena	90,0
Cena docelowa za 12 m-cy		98,0

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 (USDm)	P/E			EV/EBITDA			PEG
			25E	26E	27E	25E	26E	27E	
ALSTOM	FR	10 620	13,9	12,0	9,9	6,8	6,1	5,3	0,5
STADLER RAIL AG	SZ	2 602	19,7	11,6	9,2	8,5	6,2	5,3	0,4
CONSTRUCC Y AUX DE FERROCARR	SP	2 057	12,8	10,7	9,4	5,9	5,6	5,0	0,6
TALGO SA	SP	422	29,3	18,5	11,8	12,8	11,2	9,6	1,7
WABTEC CORP	US	33 079	21,6	19,2	17,3	14,7	13,0	12,7	1,5
GREENBRIER COMPANIES INC	US	1 440	7,2	9,4	-	6,4	7,0	-	n.a.
KNORR-BREMSE AG	GE	16 403	22,0	18,7	16,7	11,6	10,3	9,5	1,5
HYUNDAI ROTEM COMPANY	SK	15 560	27,0	20,2	16,2	18,7	14,8	11,2	0,6

minimum 7,2 9,4 9,2 5,9 5,6 5,0 0,4

maximum 29,3 20,2 17,3 18,7 14,8 12,7 1,7

mediana 20,6 15,3 11,8 10,0 8,6 9,5 0,6

Newag 13,6 9,4 9,2 9,2 6,5 6,1 0,3

premia (dyskonto) -34% -38% -22% -9% -25% -36%

Implikowana wycena

mediana 20,6 15,3 11,8 10,0 8,6 9,5 0,6

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 akcję (PLN) 117,0

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	2034P	+
Przychody	2 164	2 682	2 800	2 318	2 316	2 310	2 334	2 418	2 460	2 496	2 534
zmiana	36,2%	23,9%	4,4%	-17,2%	-0,1%	-0,3%	1,0%	3,6%	1,7%	1,5%	3,0%
EBITDA	410	558	566	425	434	419	408	419	417	414	459
Marża EBITDA	18,9%	20,8%	20,2%	18,3%	18,7%	18,1%	17,5%	17,3%	16,9%	16,6%	18,1%
amortyzacja	53	53	53	53	53	54	54	54	54	54	54
EBIT	357	506	513	371	381	365	354	365	362	360	405
Marża EBIT	16,5%	18,9%	18,3%	16,0%	16,4%	15,8%	15,2%	15,1%	14,7%	14,4%	16,0%
Opodatkowanie EBIT	68	96	97	71	72	69	67	69	69	68	77
NOPLAT	425	602	610	442	453	435	421	434	431	428	482
CAPEX	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-55	-54
Kapitał obrotowy	-269	-167	-61	-162	-92	-113	-82	-142	-98	-122	0
FCF	17	241	353	138	215	182	203	152	194	169	328
WACC	8,1%	8,4%	8,9%	9,4%	9,7%	9,4%	9,9%	10,2%	10,2%	10,4%	8,3%
Współczynnik dyskonta	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	
PV FCF	16,2	205,3	276,1	98,6	140,4	108,4	110,3	75,0	87,0	68,3	
WACC	8,1%	8,4%	8,9%	9,4%	9,7%	9,4%	9,9%	10,2%	10,2%	10,4%	8,3%
Koszt długu	4,9%	5,2%	5,8%	6,3%	6,7%	6,5%	7,0%	7,4%	7,5%	7,7%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	4,2%	4,8%	5,3%	5,7%	5,5%	6,0%	6,4%	6,5%	6,7%	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	9,4%	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,0%	11,5%	11,9%	12,0%	12,2%	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)	6 153,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	2 492,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 063,3
Wartość firmy (EV)	3 555,7
Dług netto	-127,5
Udziałowcy mniejszościowi	0,7
Wartość firmy	3 682,5
Liczba akcji (mln)	45,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	81,8
12-miesięczny koszt kapitału własnego	9,4%
Cena docelowa (PLN)	89,5
EV/EBITDA ('26) dla ceny docelowej	9,5
P/E ('26) dla ceny docelowej	14,4
TV/EV	70,1%

Źródło: mBank

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	67,0	72,6	79,9	90,1	104,9
WACC +0,5 p.p.	69,4	75,8	84,3	96,4	114,8
WACC	72,1	79,5	89,5	104,2	127,7
WACC -0,5 p.p.	75,3	83,8	95,8	114,0	145,1
WACC -1,0 p.p.	79,0	88,9	103,5	126,8	170,0

Model biznesowy

Charakterystyka grupy i segmentów działalności

Newag S.A., z siedzibą w Nowym Sączu, jest jednym z wiodących polskich producentów taboru kolejowego, działającym w segmencie produkcji, modernizacji i serwisu pojazdów szynowych. Spółka funkcjonuje w ramach Grupy Kapitałowej, której struktura obejmuje podmioty wyspecjalizowane w poszczególnych obszarach działalności. Model grupy opiera się na integracji pionowej, co pozwala ograniczać ryzyko operacyjne, zwiększać kontrolę nad łańcuchem dostaw oraz oferować klientom pełne spektrum usług – od projektu i produkcji, poprzez finansowanie, po serwis i modernizację.

Do kluczowych spółek zależnych należą:

- **NEWAG Inteco DS S.A.** – odpowiedzialna za systemy sterowania, aparaturę elektryczną i komponenty wykorzystywane w lokomotywach i zespołach trakcyjnych, ale także oferowane klientom zewnętrznym.
- **NEWAG IP Management Sp. z o.o.** – zajmująca się zarządzaniem własnością intelektualną, ochroną patentową, a także koordynacją prac badawczo-rozwojowych.

Liczba pojazdów (szt)

Rodzaj Produktu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	R/R
Lokomotywy – razem	70	80	84	29	34	56	72	29%
Modernizacje lokomotyw spalinowych	38	37	17	16	11	19	8	-58%
Produkcja lokomotyw elektrycznych	8	18	46	3	1	26	54	108%
Naprawy rewizyjne lokomotyw el. (z modernizacją)	23	20	21	9	5	0	0	-
Naprawy rewizyjne lokomotyw spalinowych	1	5	0	1	17	11	10	-9%
Elektryczne zespoły trakcyjne – razem	27	20	30	29	21	18	12	-33%
Produkcja EZT	27	15	13	20	21	16	11	-31%
Naprawy rewizyjne EZT	0	5	17	9	0	2	1	-50%
Spalinowe zespoły trakcyjne (produkcja)	2	0	7	1	2	0	0	-
Hybrydowe zespoły trakcyjne (produkcja)	0	0	1	9	13	4	4	0%
Pojazdy metra	0	0	0	6	0	0	0	-

Źródło: Newag, mBank

Strategia

Strategia NEWAG S.A. opiera się na umacnianiu pozycji jednego z kluczowych producentów taboru szynowego w Europie Środkowo-Wschodniej, przy jednoczesnym rozwijaniu kompetencji w całym cyklu życia produktu – od projektowania i produkcji, przez modernizację, po utrzymanie i finansowanie. Grupa działa w dwóch podstawowych segmentach: produkcji taboru szynowego i systemów sterowania oraz usług naprawczych (NEWAG S.A., NEWAG INTECO DS), a także w segmencie zarządzania know-how, marką i znakami towarowymi oraz w finansowaniu i leasingu taboru (NEWAG IP Management, NEWAG Lease).

Spółka konsekwentnie inwestuje w automatyzację i robotyzację procesów, cyfryzację działalności oraz badania i rozwój, co pozwala na oferowanie pojazdów zgodnych z europejskimi normami TSI i wdrażanie innowacyjnych rozwiązań.

- **NEWAG Lease Sp. z o.o. i NEWAG Lease Sp. z o.o. S.K.A.** – podmioty finansowe umożliwiające sprzedaż taboru w formule leasingu lub kredytu, zwiększające dostępność oferty dla przewoźników.

Portfel produktów i wolumen produkcji

Oferta Newag koncentruje się na czterech głównych kategoriach: lokomotywach elektrycznych i spalinowych, elektrycznych zespołach trakcyjnych (EZT), hybrydowych zespołach trakcyjnych (HZZT) oraz usługach modernizacyjnych i naprawczych. W ostatnich latach spółka konsekwentnie rozwija także kompetencje w zakresie napędów alternatywnych, w tym hybrydowych i wodorowych, co wpisuje się w trendy transformacji energetycznej w transporcie.

W 2024 roku spółka wyprodukowała łącznie 72 lokomotywy, z czego 54 były nowymi jednostkami elektrycznymi, a 8 zmodernizowanymi lokomotywami spalinowymi; ponadto przeprowadzono 10 napraw rewizyjnych. Równocześnie dostarczono 11 elektrycznych zespołów trakcyjnych oraz 4 hybrydowe zespoły trakcyjne. Taka struktura produkcji dowodzi utrzymania wysokiego udziału lokomotyw w sprzedaży, przy jednoczesnym rosnącym znaczeniu innowacyjnych rozwiązań hybrydowych.

Atutem strategii jest szeroka oferta produktowa obejmująca lokomotywy elektryczne Griffin i Dragon, elektryczne zespoły trakcyjne Impuls, jednostki dwunapędowe oraz modernizacje lokomotyw spalinowych. NEWAG buduje przewagę poprzez wysoką jakość i certyfikację systemów zarządzania zgodnie z ISO 22163, a także poprzez trwałe relacje z dostawcami i klientami. Kluczowym kierunkiem rozwoju pozostaje realizacja kontraktów w kraju, finansowanych m.in. z funduszy unijnych (POLiŚ, KPO), przy jednoczesnym stopniowym wzmacnianiu obecności na rynkach zagranicznych. Celem spółki jest utrzymanie pozycji lidera w segmencie innowacyjnego taboru kolejowego w Polsce oraz zwiększanie udziału w rynku europejskim.

Opis portfolio produktowego Newag

■ **Lokomotywy** to pojazdy szynowe wyposażone we własny napęd, przeznaczone do prowadzenia składów pasażerskich i towarowych. Choć same nie przewożą ładunków, stanowią kluczowy element infrastruktury kolejowej. NEWAG specjalizuje się zarówno w produkcji nowych lokomotyw elektrycznych, jak i w kompleksowej modernizacji jednostek spalinowych oraz elektrycznych. Dzięki zaawansowanemu procesom produkcyjnym i certyfikatom jakości, firma dostarcza pojazdy spełniające najwyższe europejskie standardy. Lokomotywy NEWAG cechują się wysokim poziomem bezpieczeństwa, komfortem pracy maszynisty oraz inteligentnymi systemami zarządzania energią i diagnostyki. Modułowa konstrukcja umożliwia elastyczne dopasowanie parametrów technicznych do indywidualnych potrzeb przewoźników.

- **GRIFFIN** – czteroosiowa lokomotywa elektryczna, dostępna w wersjach pasażerskich i towarowych, osiągająca prędkość do 200 km/h.
- **GRIFFIN 200** – wersja wielosystemowa, przystosowana do prowadzenia cięższych składów z wyższą prędkością, wyposażona w systemy ERTMS i GSM-R.
- **DRAGON 2** – sześćoosiowa lokomotywa elektryczna do ciężkich składów towarowych, z napędem na każdą oś i przekształtnikami SiC, zgodna z TSI 2014 i ETCS poziom 2.
- **DRAGON 2 Dual Power** – wersja z dodatkowym modułem spalinowym, umożliwiającą pracę na odcinkach niezelektryfikowanych

NEWAG produkuje również **lokomotywy spalinowe**, które powstają zarówno jako nowe konstrukcje, jak i w ramach kompleksowych modernizacji starszych jednostek.

- **6Dg** – zmodernizowana lokomotywa manewrowa z nowym nadwoziem, silnikiem Caterpillar o mocy 708 kW i nowoczesnym układem hamulcowym.
- **15D/16D** – modernizacja TEM2 (SM48) z silnikiem o mocy 1550 kW, systemem diagnostycznym, monitoringiem wizyjnym i kabiną zgodną z najnowszymi standardami ergonomii

Lokomotywa Dragon 2



Zródło: Newag, mBank

- **(SZT) Spalinowy Zespół Trakcyjny Impuls 2** typu 36WEhd to nowoczesny pojazd hybrydowy, łączący napęd elektryczny z zespołem spalinowym, przeznaczony do obsługi połączeń regionalnych i aglomeracyjnych. Zbudowany na sprawdzonej platformie Impuls, oferuje wysoki komfort podróży, nowoczesne systemy informacji pasażerskiej oraz pełną zgodność z TSI. Dzięki zastosowaniu przekładni elektrycznej, napędu asynchronicznego i systemu Jacobso, pojazd zapewnia stabilność, niezawodność i efektywność eksploatacji. Produkowany seryjnie, z powodzeniem wykorzystywany jest przez przewoźników na trasach niezelektryfikowanych.

Spalinowy Zespół Trakcyjny Impuls 2



Zródło: Newag, mBank

- **Elektryczne Zespoły Trakcyjne Impuls 2** to nowoczesne, wieloczołnowe pojazdy pasażerskie zasilane z sieci trakcyjnej, zaprojektowane z myślą o bezpieczeństwie, ergonomii i wysokim komforcie podróży. Bazują na doświadczeniach z pierwszej generacji Impulsów i spełniają wszystkie unijne normy TSI. Kabina maszynisty została zaprojektowana zgodnie z zasadami ergonomii, a wnętrze pojazdu dostosowano do potrzeb różnych grup pasażerów. NEWAG zajmuje się zarówno produkcją nowych jednostek, jak i ich naprawami. W 2024 roku firma dostarczyła 11 nowych EZT oraz przeprowadziła jedną naprawę awaryjną z odbudową.

Hybrydowy Zespół Trakcyjny Impuls 2



Zródło: Newag, mBank

- **(HZT) Hybrydowy Zespół Trakcyjny Impuls 2** typu 36WEh to pierwszy polski pojazd szynowy łączący napęd elektryczny i spalinowy, umożliwiający przejazdy po odcinkach bez sieci trakcyjnej. Dzięki innowacyjnym rozwiązaniom technicznym oferuje przewoźnikom większą elastyczność operacyjną, efektywność i niższe koszty eksploatacji. Pojazd zdobył główną nagrodę na targach TRAKO 2019 za przełomowe osiągnięcia w dziedzinie kolejnictwa. W 2024 roku Grupa sprzedała cztery jednostki tego typu, potwierdzając rosnące zainteresowanie hybrydowymi rozwiązaniami w transporcie regionalnym.

Hybrydowy Zespół Trakcyjny Impuls 2



Źródło: Newag, mBank

- Wagony osobowe:** Wagony osobowe to wagony kolejowe służące do przewozu osób i bagażu podręcznego. Od początku swojej działalności Grupa zajmuje się naprawami wszystkich rodzajów wagonów osobowych wykorzystywanych w Polsce. Grupa świadczy wszystkie możliwe usługi związane z utrzymaniem wagonów – począwszy od przeglądów rocznych, poprzez naprawy awaryjne i rewizyjne, aż po naprawy główne z gruntowną modernizacją włącznie. W 2024 roku Grupa nie realizowała usług w tym segmencie produktowym.
- Pojazdy metra:** Pojazdy dla metra są pojazdami wykorzystywanymi w systemach kolei pasażerskich o dużej przepustowości umożliwiającej obsługę ruchu o dużym nasileniu. W 2024 roku Grupa nie osiągnęła przychodów ze sprzedaży tego rodzaju pojazdu.

Pojazdy Metra



Źródło: Newag, mBank

Akcjonariat

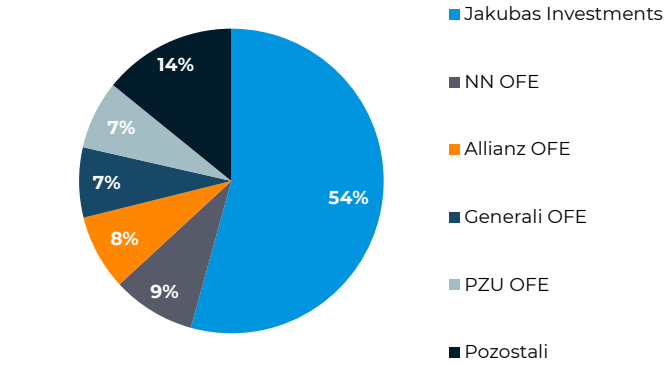
Na dzień 31 marca 2025 roku kapitał zakładowy NEWAG S.A. wynosił 45 000 001 akcji, z których każda uprawniała do jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu. Największym akcjonariuszem jest Jakubas Investment Sp. z o.o. wraz z pozostałymi sygnatariuszami porozumienia z dnia 3 lipca 2015 roku, posiadająca 24 432 749 akcji, co stanowiło 54,29% kapitału zakładowego. Kolejnymi istotnymi akcjonariuszami byli: Nationale-Nederlanden OFE z pakietem 3 974 327 akcji (8,83%), Allianz OFE posiadający 3 600 000 akcji (8,00%), Generali OFE z 3 346 865 akcji (7,44%) oraz PZU OFE z 3 274 363 akcji (7,28%). Pozostali akcjonariusze posiadali łącznie 6 371 697 akcji, co odpowiadało 14,16% ogólnej liczby głosów.

Akcjonariat Newag

Akcjonariusz	Liczba akcji	% głosów na WZ
Jakubas Investments	24 432 749	54,3%
NN OFE	3 974 327	8,8%
Allianz OFE	3 600 000	8,0%
Generali OFE	3 346 865	7,4%
PZU OFE	3 274 363	7,3%
Pozostali	6 371 697	14,2%
Razem	45 000 001	100%

Źródło: Newag, mBank

Newag – struktura akcjonariatu [%]



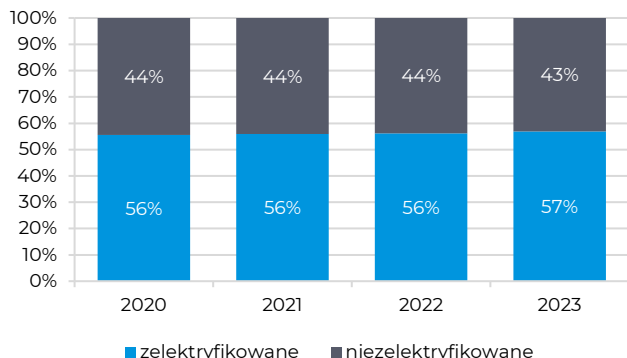
Źródło: Newag, mBank

Otoczenie rynkowe

Polska kolej należy do największych w Europie, zarówno pod względem długości sieci, jak i liczby pasażerów czy przewozów towarowych. Według danych IRG-Rail za 2023 r. całkowita długość linii kolejowych w Polsce wyniosła **19 576 km**, co plasuje nas na czwartym miejscu w Unii Europejskiej – po Niemczech (38 996 km), Francji (27 585 km) i Włoszech (18 365 km). Polska sieć wyróżnia się gęstością 4,8 km linii na 100 km² oraz 4,3 km na 10 tys. mieszkańców, co jest zbliżone do średnich europejskich, choć w przeliczeniu na powierzchnię kraju wskaźnik wynosi 4,8 km na 100 km², ustępując takim państwom jak Czechy, Belgia, czy Szwajcaria.

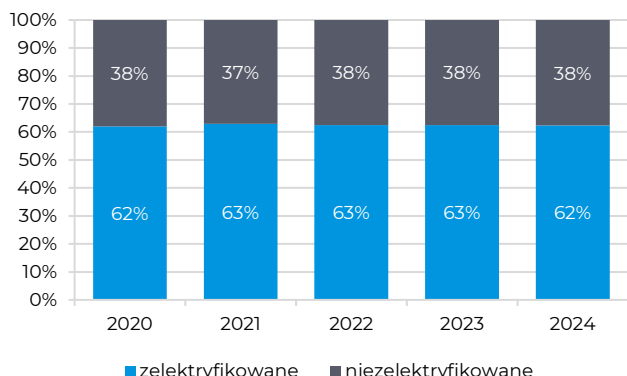
Pod względem elektryfikacji infrastruktury Polska znajduje się nieco powyżej średniej unijnej. W 2023 r. udział linii zelektryfikowanych wyniósł **62,5%**, podczas gdy średnia w 31 krajach monitorowanych przez IRG-Rail kształtowała się na poziomie 57%. W ujęciu bezwzględny Polska dysponuje **12 236 km linii zelektryfikowanych**, co stawia nas w europejskiej czołówce. Dalsza elektryfikacja oraz modernizacja linii, zwłaszcza w kierunku podwyższania dopuszczalnych prędkości powyżej 160 km/h, pozostają jednak kluczowym wyzwaniem.

Wskaźnik elektryfikacji linii kolejowych w EU



Źródło: UTK, IRG Rail, mBank

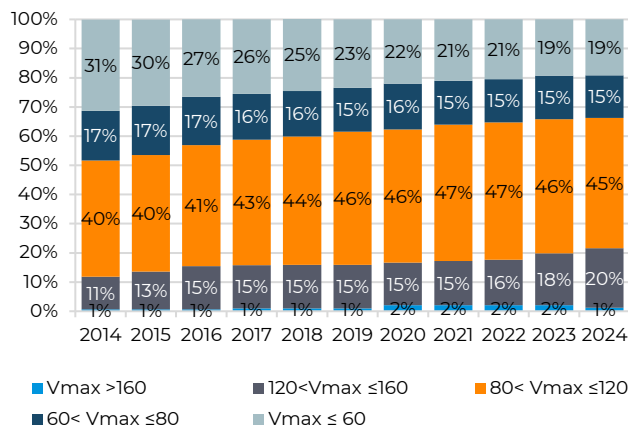
Wskaźnik elektryfikacji linii kolejowych w Polsce



Źródło: UTK, IRG Rail, mBank, mBank

Struktura torów kolejowych w Polsce wskazuje na ograniczone możliwości rozwijania wysokich prędkości. W 2024 roku jedynie **1,2%** linii umożliwia jazdy powyżej 160 km/h a dominują odcinki z prędkością maksymalną do 120 km/h (45% sieci). **Aż 34%** linii pozwala na jazdę nie szybciej niż 80 km/h co obniża konkurencyjność kolei względem państw Europy zachodniej.

Struktura torów kolejowych eksploatowanych wg dopuszczanych prędkości w Polsce



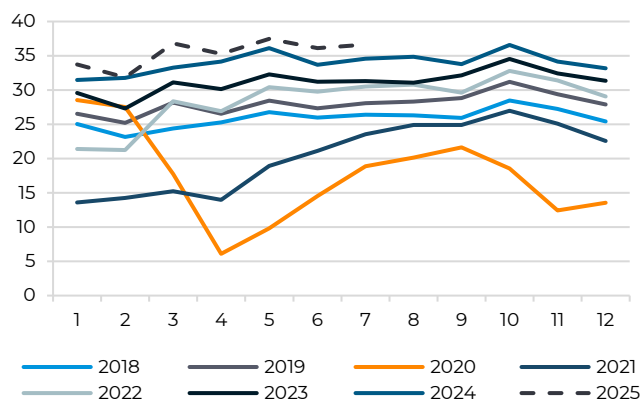
Źródło: UTK, mBank

Rynek Pasażerski

Sektor pasażerski znajduje się w fazie dynamicznego wzrostu. Po spadku liczby podróży do 209 mln w roku 2020 w wyniku pandemii, odnotowano silną odbudowę. W 2023 r. przewieziono 374 mln pasażerów, a w 2024 r. już 407,5 mln – najwięcej od 1997 r. Polska należy do czołówki państw UE pod względem liczby pasażerów, choć wskaźnik podróży per capita (10,8 podróży rocznie) pozostaje poniżej średniej unijnej (15,9).

Równolegle rośnie praca przewozowa. W 2024 r. pasażerowie pokonali łącznie 22,3 mld pasażerokilometrów, co oznacza wzrost o ponad 15% w stosunku do 2019 r. Największe znaczenie w segmencie pasażerskim mają przewoźnicy działający w ramach umów o świadczenie usług publicznych (PSO), tacy jak Polregio i Koleje Mazowieckie. Na trasach dalekobieżnych i w przewozach międzynarodowych rośnie również udział PKP Intercity.

Liczba pasażerów linii kolejowych w Polsce (mln osób)

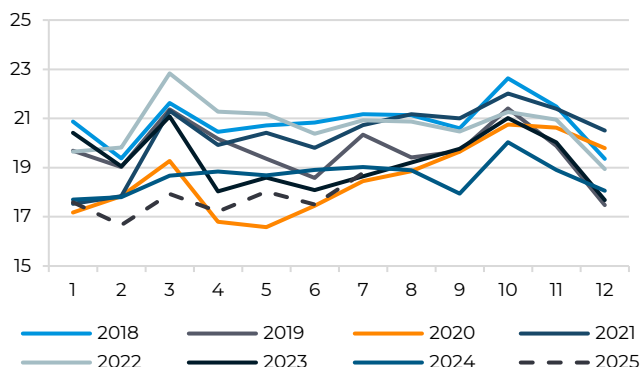


Źródło: UTK, mBank

Rynek Towarowy

Znacznie trudniejsza sytuacja występuje w przewozach towarowych. W 2024 r. przewieziono **223,5 mln ton**, co oznacza spadek o 6,2% r/r, a praca przewozowa wyniosła **58,3 mld tonokilometrów** (spadek o 2,8%). Choć Polska pozostaje jednym z największych rynków w UE, kolej towarowa stopniowo traci udziały na rzecz transportu drogowego. Największy przewoźnik – PKP Cargo – zmagają się ze spadkiem udziału rynkowego (ok. 25%), rosnącymi kosztami energii i presją konkurencji.

Przewieziona masa towarów w Polsce (mln ton)



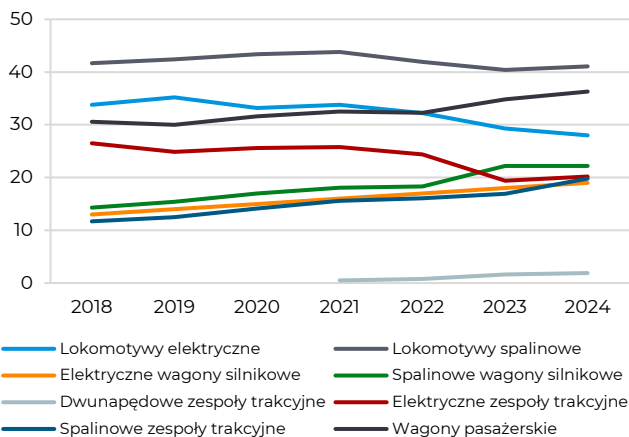
Źródło: UTK, mBank

Jedynym segmentem wzrostowym pozostają przewozy intermodalne. W 2024 r. osiągnęły one **27,6 mln ton i 9,4 mld tonokilometrów**, co oznacza wzrost o odpowiednio 13% i 10,7% r/r. Udział przewozów intermodalnych w rynku kolejowym sięgnął 12,4% w ujęciu masy i 16,1% w pracy przewozowej, co potwierdza rosnące znaczenie tej formy transportu w obsłudze wymiany handlowej.

Tabor kolejowy

Tabor kolejowy w Polsce należy do największych w Europie, zarówno w segmencie pasażerskim, jak i towarowym, przy czym jego struktura i wiek od lat stanowią jedno z kluczowych wyzwań dla dalszego rozwoju kolei. Według danych Urzędu Transportu Kolejowego na koniec 2023 r. w eksploatacji znajdowało się ponad 16 tys. pojazdów trakcyjnych i wagonów pasażerskich, w tym ponad 3,8 tys. pojazdów trakcyjnych (lokomotywy i zespoły trakcyjne) oraz ok. 12,3 tys. wagonów pasażerskich.

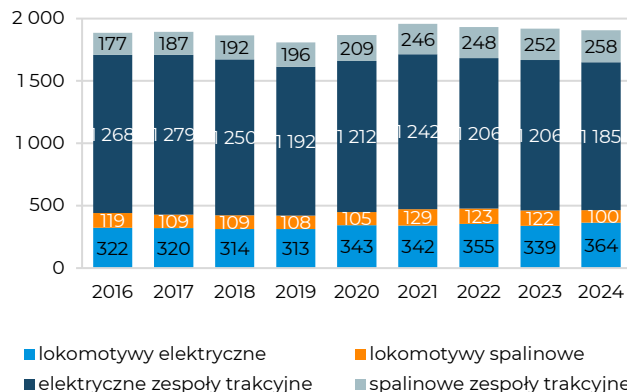
Średni wiek taboru kolejowego w Polsce



Źródło: UTK, mBank

Tabor pasażerski - Największą grupę pojazdów pasażerskich stanowią elektryczne zespoły trakcyjne (EZT), które w 2023 r. osiągnęły liczbę **1 970 jednostek**. W ciągu ostatnich pięciu lat segment EZT powiększył się o ponad 400 pojazdów, co jest efektem intensywnych zakupów finansowanych przez samorządy wojewódzkie i fundusze unijne. Obok nich eksploatowane są **lokomotywy elektryczne** (ok. **1 300 szt.**) oraz **lokomotywy spalinowe** (ponad **500 szt.**), które wykorzystywane są głównie w przewozach dalekobieżnych i regionalnych na liniach niezelektryfikowanych. Dodatkowo na rynku funkcjonuje **ok. 460 spalinowych zespołów trakcyjnych (SZT)**, które pełnią kluczową rolę w obsłudze linii lokalnych, zwłaszcza w województwach o niższym stopniu elektryfikacji.

Struktura pojazdów trakcyjnych w dyspozycji przewoźników pasażerskich w Polsce

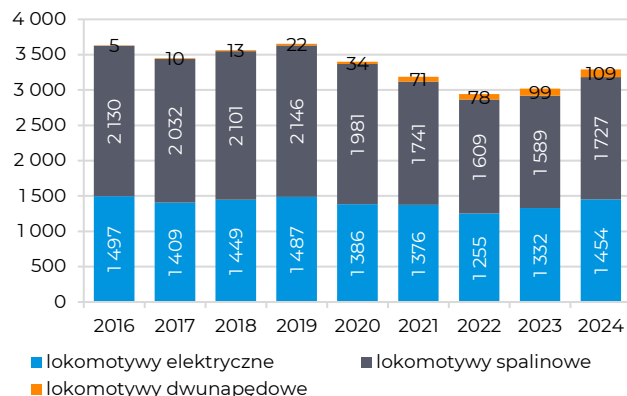


Źródło: UTK, mBank

Średni wiek taboru pasażerskiego stopniowo się obniża, jednak pozostaje relatywnie wysoki. Dla EZT wynosi on ok. **20 lat**, podczas gdy w krajach Europy Zachodniej (np. Niemcy, Francja) przeciętny wiek tego typu jednostek kształtuje się na poziomie **15-17 lat**. Najstarsze pojazdy w Polsce to przede wszystkim lokomotywy spalinowe i wagony pasażerskie, z których znaczna część liczy ponad 30 lat. Proces wymiany jest sukcesywnie realizowany, ale wciąż nie nadąża za tempem modernizacji obserwowanym w najbardziej rozwiniętych systemach kolejowych Europy.

Tabor towarowy - Segment towarowy zdominowany jest przez lokomotywy elektryczne, których w Polsce eksploatowanych jest ponad **2 100 szt.**, co stanowi ok. **65% całego taboru towarowego**. Znaczącą rolę odgrywają także **lokomotywy spalinowe** (ponad **1 000 szt.**), które są wykorzystywane głównie w obsłudze bocznic, terminali i odcinków niezelektryfikowanych. W ostatnich latach na rynku pojawiają się również lokomotywy dwunapędowe, łączące trakcję elektryczną i spalinową, jednak ich liczba wciąż pozostaje marginalna (kilkadziesiąt sztuk).

Struktura pojazdów trakcyjnych w dyspozycji przewoźników towarowych w Polsce



Źródło: UTK, mBank

Średni wiek lokomotyw towarowych w Polsce to **ok. 32 lata**, co czyni je jednymi z najstarszych w Europie. Dla porównania średnia wieku taboru towarowego w UE wynosi **25-27 lat**, a w krajach takich jak Niemcy czy Francja – poniżej 25 lat. Wysoki wiek polskiego taboru ma bezpośrednie przełożenie na niższą efektywność energetyczną oraz wyższe koszty eksploatacyjne, a także na ograniczone możliwości konkurencyjności z przewoźnikami drogowymi i kolejowymi z Europy Zachodniej.



Krajowy program kolejowy choć dotyczy infrastruktury wyznacza warunki funkcjonowania taboru i wprost wpływa na skalę oraz kierunki przyszłego popytu na nowe pojazdy.

Krajowy Program Kolejowy do 2030 r. (z perspektywą 2032) to największy w historii pakiet inwestycji PKP PLK, o wartości **163,8 mld zł**. Do końca 2023 r. zrealizowano **69,7 mld zł** (43% planu), modernizując **8,3 tys. km torów**, w tym **7,3 tys. km linii głównych**. KPK finansowany jest ze środków krajowych i UE (m.in. POLiŚ, CEF, FEnIKS), a jego cele obejmują poprawę dostępności transportowej, rozwój przewozów i redukcję emisyjności. Szczególnie istotne są cele na kolejne lata: **650 km linii dla >160 km/h** i **2 700 km sieci z ETCS do 2030 r.** Oznacza to ponad **2,5-krotny wzrost** długości tras szybkich i prawie **trzykrotne zwiększenie** odcinków z systemem bezpieczeństwa względem stanu obecnego.

W 2023 r. wydano rekordowe **12,9 mld zł**, zakończono 44 projekty, a łącznie od początku realizacji KPK – **212 inwestycji o wartości 28,7 mld zł**. Modernizacje umożliwiły objęcie wszystkich połączeń Warszawy z miastami wojewódzkimi parametrami min. 100 km/h oraz wzrost średniej prędkości pociągów towarowych do **32 km/h** (cel: 40 km/h w 2030 r.). W najbliższych latach nakłady inwestycyjne będą musiały wzrosnąć – by osiągnąć cele, konieczne jest modernizowanie ok. **600–700 km torów rocznie**, czyli szybciej niż w latach 2020–2023 (ok. 550 km rocznie). Jeśli tempo zostanie utrzymane, Polska zbliży się do standardów Europy Zachodniej, gdzie średnia prędkość towarowa przekracza 45 km/h, a sieci dużych prędkości rozwijane są dynamicznie. To wskazuje, że najbliższe lata będą decydujące dla pozycji kolei w systemie transportowym kraju.

Wykonanie celów Programu KPK

Wskaźnik KPK	2017	2020	2023	Cel 2030
Przebudowane tory (km)	1 474	5 659	8 396	12 500
Linie >160 km/h (km)	135	296	296	650
Linie z ETCS (km)	384	884	1 020	2 700
Śr. prędkość pociągów towarowych (km/h)	30	30	32	40

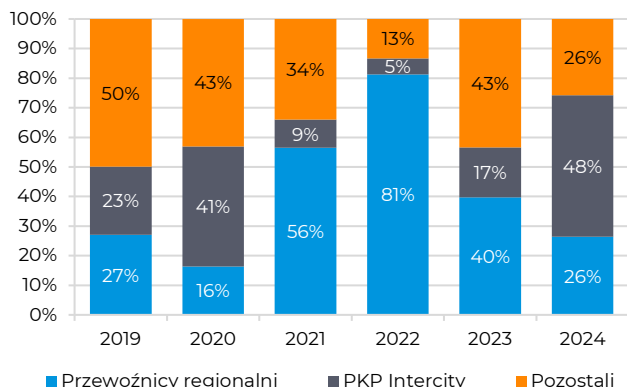
Źródło: KPK, mBank

Otoczenie popytowe

Popyt krajowy rozkłada się dziś na trzy filary

- PKP Intercity.** Spółka pozostaje jednym z najaktywniejszych uczestników przetargów w segmencie dalekobieżnym. 3 września 2025 r. PKP Intercity wybrało ofertę Alstom Polska na dostawę 42 piętrowych EZT typu Coradia Max o wartości ok. 4,1 mld zł, wraz z usługą utrzymania na 30 lat (ok. 2,78 mld zł); produkcja realizowana będzie w Chorzowie. Równolegle trwa kontrakt FPS H. Cegielski na 300 wagonów z opcją rozszerzenia o kolejne 150 sztuk – wartość bazowa wynosi 4,239 mld zł, a pełna realizacja może sięgnąć 6,358 mld zł. Dostawy planowane są do 2028 r., a w 2025 r. przewidziany jest odbiór 38 nowych lokomotyw oraz 119 zmodernizowanych wagonów (w tym 95 COMBO). Dla Newagu bezpośredni udział w tym wektorze popytu jest ograniczony (brak piętrowych EZT w portfolio), jednak projekty generują istotny impuls pośredni – w zakresie komponentów, podzieleń, serwisu, modernizacji oraz dostaw lokomotyw.
- Przewoźnicy regionalni i spółki wojewódzkie.** To rdzeń popytu, gdzie KPO „zabezpieczyło” 79 EZT do realizacji i gdzie dziś ~65% sztuk (co najmniej 51/79) ma już wykonawców/umowy: KM – 35 FLIRT (Stadler), KD – 10 Elf 2 (PESA), Małopolskie – 6 Impuls 2 (Newag). W toku pozostają Pomorskie (2 + opcja 10, jedyna oferta Newag) oraz ŁKA (6 + 25-letnie utrzymanie, oferty Newag i PESA), a Zachodniopomorskie 8 szt. jest w fazie monitoringu nowych postępowań. Udział Newagu potwierdzony na dziś to 6/79 (7,6%), z potencjałem wzrostu o 2–12 szt. w zależności od decyzji Pomorskiego i ŁKA.
- POLREGIO.** Największy przewoźnik regionalny w kraju – sygnalizuje pilne potrzeby odtworzeniowe: >40% floty do odstawienia w 5 lat, średni wiek ~41 lat, a bez nowych zakupów grozi ~20% redukcja pracy przewozowej. Brak wsparcia z KPO (wskaźnik 0) praktycznie „przerzuca” realne zakupy na PSK i/lub regionalne programy. Z punktu widzenia producentów oznacza to konkurencję o ~100 pociągów z PSK, przy świadomości, że same potrzeby POLREGIO mogą pochłonąć ~100 szt. (a obok są jeszcze przewoźnicy wojewódzcy). To naturalny „must-win” dla Newagu w segmencie Impuls 2 / HZT / bi-modal.

Udział w sprzedaży Newagu poszczególnych grup klientów wartościowo



Źródło: Newag, mBank

Struktura sprzedaży Newagu w latach 2019–2024 wskazuje na dominującą rolę segmentu publicznego, ze szczególnym uwzględnieniem przewoźników regionalnych oraz PKP Intercity. Udział przewoźników regionalnych osiągnął

rekordowy poziom 81,3% w 2022 roku, a w analizowanym okresie wahał się od 16,4% do 56,5%. Dane te potwierdzają silne uzależnienie Spółki od krajowego rynku zamówień publicznych, zwłaszcza w obszarze transportu regionalnego. Z kolei PKP Intercity odpowiadało w szczytowym momencie (2020 r.) rok za 40,6% sprzedaży. W ostatnim roku (2024 r.) obie te grupy łącznie stanowiły aż 74,6% przychodów Newagu co potwierdza strategiczne znaczenie klienteli publicznej oraz silne uzależnienie spółki od cykli inwestycyjnych sektora kolejowego.

Otoczenie popytowe dla producentów taboru w Polsce – w tym Newag S.A. – jest dziś wprost determinowane przez dostępność i kalendarz środków publicznych (UE + kraj), kwalifikowalność wydatków (ERTMS/ETCS, taksonomia UE) oraz priorytety polityki transportowej państwa i samorządów.

W praktyce trzy strumienie finansowania wyznaczają realne „okna zakupowe”: Krajowy Plan Odbudowy (**KPO**), Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat i Środowisko (**FENIKS**) oraz Plan Społeczno-Klimatyczny (**PSK**). To one przekładają się na harmonogramy przetargów, wolumeny EZT oraz profil popytu w latach 2025–2032.

Kluczowe programy rozwojowe

CPK

Centralny Port Komunikacyjny to projekt strategiczny, obejmujący budowę ok. 1 600 km nowych linii kolejowych w ramach tzw. „szprych” oraz realizację linii dużych prędkości „Y” (Warszawa–CPK–Łódź–Poznań/Wrocław, ok. 480 km, prędkości 300–320 km/h, docelowo do 350 km/h). Pierwszy odcinek Warszawa–CPK–Łódź ma zostać oddany do użytku wraz z planowanym otwarciem portu lotniczego w 2032 r. Całkowity koszt programu CPK do tego czasu szacowany jest na 131–132 mld zł, przy czym inwestycje kolejowe pochłoną większość nakładów. W latach 2026–2028 planuje się uruchomienie niemal 100 przetargów związanych z budową i obsługą infrastruktury kolejowej. W segmencie taboru wysokich prędkości, gdzie potrzeba będzie nawet 120–150 nowych pociągów, dominować będą globalni gracze, tacy jak Alstom, Siemens, Stadler czy Hyundai Rotem.

Newag nie jest bezpośrednio eksponowany na CPK w segmencie KDP, ponieważ nie posiada technologii zdolnej do osiągnięcia prędkości powyżej 200 km/h. To praktycznie eliminuje spółkę jako niezależnego oferenta w przetargach na pociągi dużych prędkości. Niemniej projekt może stanowić dla niej istotną szansę pośrednią. Po pierwsze, Newag podpisał list intencyjny z Hyundai Rotem, co potencjalnie otwiera drogę do udziału w konsorcjum jako partner montażowo-serwisowy. Po drugie, rozbudowa „szprych” wygeneruje popyt na nowoczesne pociągi regionalne i aglomeracyjne – segment, w którym Impulsy Newagu należą do czołówki. Po trzecie, spółka może wzmocnić pozycję w usługach utrzymania i modernizacji, korzystając z efektu skali nowych inwestycji. Podsumowując: CPK nie daje Newagowi szansy na samodzielny udział w segmencie KDP, ale może istotnie zwiększyć jego portfel zamówień w obszarze regionalnym i serwisowym.

KPO

W KPO, w komponencie E2.1.2 „Pasażerski Tabor Kolejowy (Tabor 2.0)”, zaplanowano PLN 1,7 mld wsparcia na 70 EZT (warunek: tabor zeroemisyjny/elektryczny z ERTMS/ETCS) z terminem rozliczenia do 30.06.2026.

Najnowsza lista rankingowa (22.08.2025) zwiększa faktyczny „wskaźnik do realizacji” do 79 EZT dla 8 beneficjentów – z kwotami dofinansowania i kosztami projektów wskazanymi przez CUPT.

Dofinansowanie z KPO na zakup taboru kolejowego – podział według województw i producentów

Beneficjent	EZT [szt.]	Koszt całkow. [mln zł]	Wsparcie [mln zł]	Status (2025-09-07)	Czy NEWAG?
Koleje Dolnośląskie (KD)	10	313	209	Umowa (PESA) – 10 Elf 2	X
Woj. Pomorskie (SKM)	10	363	248	Umowa - 2 EZT (Newag, dostawy 2029), opcja 10 do 2026 Postępowanie w toku - oferty PESA i Newag (6 EZT +12 dostawy od 2029)	✓
Woj. Łódzkie / ŁKA	10	346	236	Umowy (Stadler) – w produkcji	?
Koleje Mazowieckie (KM) – zad. 1	10	294	194	Umowy (Stadler) – w produkcji	X
Koleje Mazowieckie (KM) – zad. 2	11	323	217	Umowy (Stadler) – w produkcji	X
Koleje Mazowieckie (KM) – zad. 3	14	412	294	Umowy (Stadler) – w produkcji	X
Woj. Zachodniopomorskie	8	179	158	Umowa (Newag) - 8 EZT, 7 w ruchu, ostatni 2025	✓
Woj. Małopolskie / KMŁ	6	185	125	Umowa (NEWAG) – 6 Impuls 2, dostawy 2028	✓
POLREGIO	0	0	0	Brak wsparcia w KPO (0)	–
SUMA	79	2,415	1,681		

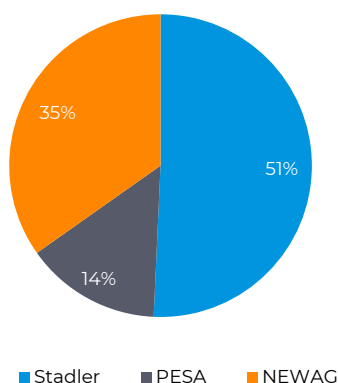
Źródło: Lista rankingowa CUPT, mBank

Kluczowe pozycje to:

- **Koleje Dolnośląskie** 10 szt. (wsparcie 209,3 mln zł, koszt 313,3 mln zł),
- **Pomorskie** 10 szt. (wsparcie 247,81 mln zł, koszt 362,98 mln zł),
- **Łódzkie/ŁKA** 10 szt. (wsparcie 236,15 mln zł, koszt 345,78 mln zł),
- **Koleje Mazowieckie** 10/11/14 szt. (odpowiednio 294,0 / 323,4 / 411,6 mln zł wsparcia),
- **Zachodniopomorskie** 8 szt. (wsparcie 178,55 mln zł)
- **Małopolskie** 6 szt. (wniosek pierwotnie na 14 szt.; wsparcie 185,28 mln zł).

POLREGIO nie uzyskało wsparcia (wskaźnik 0).

Wygrane przetargi w KPO – podział według producentów



Źródło: Lista rankingowa CUPT, mBank

FEniKS (Fundusze Europejskie na Infrastrukturę, Klimat, Środowisko)

Równolegle FEniKS (działanie FENX.05.04 „Kolej, kolej miejska i bezpieczeństwo”) uruchomił nabór „Kolej miejska – 1” (28.06.2024–31.01.2025) z alokacją **PLN 1,0 mld**, a lista z 14.08.2025 obejmuje m.in. SKM Trójmiasto (modernizacja linii 250, PLN 58.3m) i projekty systemowe KD (OSDM) oraz kilka zadań PLK w aglomeracjach (Tychy–Bieruń, Toruń BiT City II). Choć to głównie inwestycje infrastrukturalne i systemowe, to wtórnie zwiększają popyt na tabor (większa praca eksploatacyjna, integracja systemów).

Według najlepszej wiedzy spółki, rozpisywanie przetargów powinno rozpocząć się jeszcze w 4Q25.

PSK (Plan Społeczno- Klimatyczny)

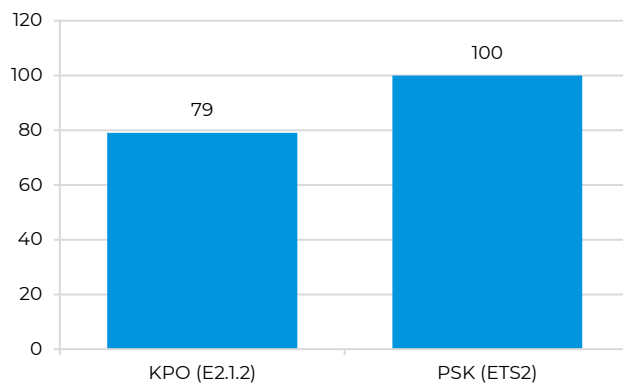
Kolejnym źródłem finansowania zakupu taboru kolejowego po KPO będzie PSK (2026-2032). W konsultowanym projekcie przewidziano **>5,6 mld zł na 100 pociągów** (średnio 45 mln zł netto/pojazd; 75% UE, 25% kraj): **~60 szt. w puli ogólnokrajowej** (budżet ~834 mln EUR / >3,5 mld zł) i **~40 szt. w puli regionalnej** (~497 mln EUR / ~2,1 mld zł).

Założony harmonogram: nabory - II poł. 2026, ocena – I-III kw. 2027, umowy – IV kw. 2027, zakończenie do VII.2032 (pula ogólna) i do VI.2032 (pula regionalna).

Kluczowe jest to, że PSK dopuszcza dofinansowanie EZT, pojazdów bimodalnych oraz spalinowych dla linii nieelektryfikowanych.

To pierwsza od dawna ścieżka finansowania taboru spalinowego ze środków UE – istotna dla obsługi reaktywowanych i „bocznych” linii, gdzie elektryfikacja nie nastąpi szybko.

Planowane zakupy taboru w ramach KPO i PSK (sztuk)



Źródło: KPO, PSK, mBank

PSK podział

Komponent	Liczba pojazdów [szt.]	Budżet [mld PLN]	Środki UE [%]	Harmonogram
Pula ogólnokrajowa	60	3.5	75	Nabory II poł. 2026 → Umowy IV kw. 2027 → Realizacja do VII.2032
Pula regionalna	40	2.1	75	Nabory II poł. 2026 → Umowy IV kw. 2027 → Realizacja do VI.2032

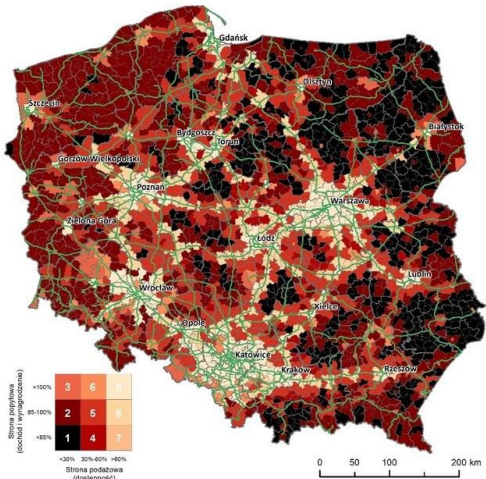
Źródło:

Nowe regulacje tworzą dodatkowe wektory selekcji. Wszystkie nowe EZT muszą spełniać wymogi TSI i być kompatybilne z ERTMS/ETCS (warunek w KPO i standard w PSK). Z perspektywy taksonomii UE rośnie nacisk na zeroemisyjność – co premiuje EZT i bimodalność (elektryczno-bateryjne) na liniach częściowo niezelektryfikowanych. PSK dopuszcza finansowanie spalinowych jednostek dla niezelektryfikowanych odcinków (kontrowersyjny język o „zeroemisyjności” został skorygowany na poziomie interpretacji kwalifikowalności), co w praktyce otwiera popyt dla regionów, które potrzebują realnej dostępności na liniach peryferyjnych, zanim pojawi się trakcja.

Ubóstwo transportowe

PSK to centralny mechanizm alokacji: wsparcie taboru ma trafić tam, gdzie wskaźniki pokazują największe wykluczenie komunikacyjne. Mapa PSK dzieli gminy na 9 kategorii – od obszarów o najcięższym ubóstwie (kategorie 1–2) po najlepiej skomunikowane aglomeracje (kategoria 9) i korytarze wzdłuż głównych linii/tras. Kryterium terytorialne ma charakter praktyczny: wnioski mogą składać samorządy wojewódzkie i przewoźnicy świadczący usługi w gminach dotkniętych lub zagrożonych ubóstwem, a także łączący je z obszarami lepiej skomunikowanymi. To oznacza, że – poza aglomeracjami – w centrum uwagi znajdują się peryferyjne powiaty i linie niezelektryfikowane, gdzie przewozy realizuje dziś głównie POLREGIO i spółki marszałkowskie.

Obszary zagrożone ubóstwem transportowym



Ryc. Obszary zagrożone ubóstwem transportowym w Polsce (oprac. P.Rosik)

Źródło: Polskie Stowarzyszenie Nowej Mobilności, mBank

Powyższa mapa przedstawia potencjał wzrostu dla Newagu

- Produkt – platformy Impuls 2 (EZT 2–4 cz.), HZT i odmiany bimodalne/bateryjne, a na linii „boczne” – spalinowe (w PSK kwalifikowalne) lub hybrydy.
- Timing – nabory II poł. 2026; umowy IV kw. 2027; dostawy 2028–2032, przy czym pula regionalna kończy się do VI.2032, a ogólnokrajowa do VII.2032.
- Priorytetyzacja – regiony z największym udziałem gmin w kategoriach 1–2 będą miały relatywnie wyższą szansę na finansowanie

Przeprowadziliśmy analizę mapy ubóstwa transportowego opracowanej w ramach konsultacji Planu Społeczno-Klimatycznego (PSK). W pierwszym kroku zestawiliśmy oficjalne dane GUS dotyczące liczby gmin w poszczególnych województwach. Następnie, na podstawie mapy kategorii 1–9, policzyliśmy udział gmin znajdujących się w kategoriach 1 i 2, czyli obszarów o najgorszej dostępności transportowej. Uzyskane wartości wyraziliśmy jako procent całkowitej liczby gmin w danym województwie. Kolejnym etapem było przeliczenie tej proporcji na potencjalny podział 100 jednostek taboru kolejowego przewidzianych w PSK, zakładając alokację proporcjonalną do udziału gmin problemowych.

W rezultacie oszacowaliśmy, że liderami będą województwa: Lubelskie (48% gmin w kat. 1–2, 15 jednostek), Mazowieckie (27%, 12 jednostek), Podkarpackie (45%, 10 jednostek), Podlaskie (40%, 7 jednostek) oraz Świętokrzyskie (49%, 6 jednostek). Wynik ten wskazuje na regiony, w których rynek taboru będzie generował największe szanse kontraktowe dla producentów.

Województwa najbardziej dotknięte ubóstwem transportowym z szacunkowym zapotrzebowaniem w szt

Województwo	Udział % kat 1-2	Szac. Wolumen PSK (EZT)
Lubelskie	48%	15
Mazowieckie	27%	12
Podkarpackie	45%	10
Podlaskie	40%	7
Świętokrzyskie	49%	6

Źródło: mBank

Do przygotowania analizy *pipeline’u* przyjęliśmy podejście oparte na danych z programów i przetargów oraz ich możliwych wariantach punktem wyjścia było **79 EZT w ramach KPO**, z czego na dziś ok. **87% (69 sztuk)** ma już wybranego wykonawcę lub podpisane umowy. Dla NEWAGU w tej puli pewne jest 6 jednostek dla Małopolski oraz 8 dla zachodniopomorskiego, a dodatkowo w Pomorskiem rozstrzygnięto dostawy 2 sztuk z opcją na kolejne 10 do 2026 r. Jedynym nie rozstrzygniętym pozostaje przetarg w Łódzkiem, gdzie alokacja obejmuje 10 jednostek, lecz specyfikacja przewiduje 6 podstawowych i opcje na 12, a oferty złożyły PESA i NEWAG.

Kluczowym filarem długoterminowym jest **Plan Społeczno-Klimatyczny (PSK)** – łącznie **100 pojazdów** (60 ogólnych i 40 regionalnych) rozłożonych na lata 2028–2032.

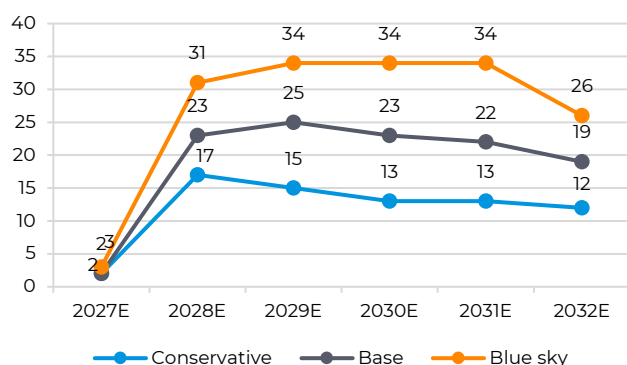
Na tej bazie zbudowaliśmy scenariusze:

- **Scenariusz konserwatywny** – materializacja 50% KPO/RPO, 60% PSK i brak opcji (ok. **60–70 szt.** łącznie).
- **Scenariusz Bazowy** – realizacja 70% KPO/RPO, 80% PSK i 30–50% opcji (ok. **90–110 szt.**).
- **Scenariusz optymistyczny** – pełna realizacja KPO, PSK i wszystkich opcji (ok. **130–150 szt.**).

*RPO – Regionalny Projekt Operacyjny

Tak skonstruowane założenia opierają się na oficjalnych listach CUPT (Centrum Unijnych Projektów Transportowych), harmonogramach PSK i parametrach przetargów regionalnych, co pozwala przełożyć politykę inwestycyjną państwa i samorządów na potencjalny wolumen produkcji Newagu.

Pipeline – liczba jednostek EZT rocznie (scenariusze)



Źródło: mBank

Rynek lokomotyw

Rynek lokomotyw w Polsce ma zupełnie inną strukturę niż rynek EZT, choć podobnie opiera się na dużych zamówieniach publicznych i kilku kluczowych odbiorcach. Budując bazę niezakończonych i planowanych zamówień przyjęliśmy zasadę identyfikacji wszystkich programów, w których pojawiają się opcje lub zapowiedzi, a które nie zostały jeszcze skonsumowane przez rynek. Daje to pełniejszy obraz potencjalnego pipeline'u, który – w zależności od scenariusza – może mieć znaczący wpływ na przychody Newagu w segmencie lokomotyw.

Najbardziej wymiernym elementem jest kontrakt **PKP Intercity na lokomotywy wielosystemowe**, gdzie poza bazą 63 sztuk pozostaje **opcja na kolejne 32 pojazdy**. Wartość jednostkowa w tego typu zamówieniach oscyluje w granicach **35–45 mln PLN**, co oznacza, że pełne wykorzystanie opcji mogłoby przynieść nawet 1,4 mld PLN dodatkowych zamówień w latach 2025–2029.

Drugim dużym obszarem są potencjalne **zakupy PKP Cargo**, które dziś ograniczone są przez program restrukturyzacji. Dopiero po jego zakończeniu – szacunkowo od 2027 r. – można spodziewać się powrotu do inwestycji, z wolumenem **10–20 nowych lokomotyw** (w tym modernizacje). Dla Newagu, jako producenta lokomotyw Dragon 2 i Griffin, to potencjalna szansa na odzyskanie pozycji w segmencie towarowym.

Nie można też pomijać **rynku prywatnego i leasingowego** – Akiem, Olavion, IGL czy JSW Logistics systematycznie powiększają flotę Dragonów 2, co przekłada się na **15–20 sztuk rocznie w horyzoncie 2025–2028**. Przy jednostkowej cenie na poziomie **17–25 mln PLN**, to źródło stabilnych, choć mniejszych kontraktów.

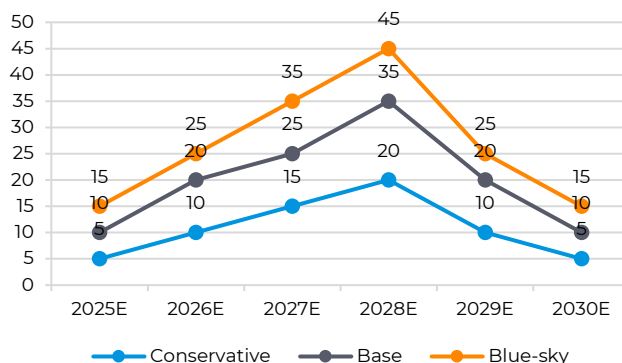
Oczekiwane przetargi na lokomotywy (2025-2030)

Program / Źródło	Wolumen (szt.)	Okno przetarg-odbiorcy
PKP Intercity – opcja MS	32	2025–2029
PKP Cargo – nowe zakupy	10	od 2027
PKP Cargo – modernizacje	10	od 2027
Leasing / prywatni (Dragon 2)	60	2025–2028
Railway Fund (projekt)	20	2027–2030
CEF / PLK (pośredni wpływ)		2026–2028
Suma	132	

Źródło: mBank

Na popyt średnioterminowy wpływać będą także instrumenty polityczne i infrastrukturalne – **projekty CEF i modernizacje PLK** zwiększają zapotrzebowanie na przewozy, a przygotowywany **Railway Fund** mógłby od 2027 r. wyzwolić dodatkowe zakupy.

Pipeline – liczba jednostek lokomotyw rocznie (scenariusze)



Źródło: mBank

Przy konstrukcji scenariuszy popytu na lokomotywy w latach 2025–2030 zastosowaliśmy podejście warstwowe – zaczynając od opcji i programów już zidentyfikowanych, a następnie dodając elementy o niższym stopniu pewności. Dzięki temu uzyskaliśmy trzy alternatywne ścieżki rozwoju rynku: Scenariusz Konserwatywny, bazowy oraz optymistyczny.

- **Scenariusz konserwatywny** – zakłada minimalny poziom realizacji: wykorzystanie tylko części opcji PKP Intercity (ok. 10 szt.), ograniczone inwestycje PKP Cargo oraz połowę historycznego wolumenu zamówień prywatnych. W efekcie daje to ok. 65 lokomotyw do 2030 r.
- **Scenariusz bazowy** – to wariant średni, w którym przyjęto realizację 70% opcji IC (20 szt.), połowę planu zakupowego Cargo (20 szt.), pełny wolumen prywatny (ok. 60 szt.) oraz uruchomienie 10 lokomotyw w ramach Railway Fund. Łączny efekt to ok. 120 jednostek.
- **Scenariusz optymistyczny** – wariant maksymalny: pełne wykorzystanie opcji IC (32 szt.), pełny program Cargo (30 szt.), prywatni przewoźnicy na poziomie 60 szt., pełne wdrożenie Railway Fund (20 szt.) oraz dodatkowy komponent unijny (20 szt.). Całość daje ok. 160 jednostek.

Tak zbudowany model pozwala zestawiać ścieżki od konserwatywnej po ambitną, pokazując skalę możliwego popytu i jego wpływ na przychody Newagu.

Backlog

Ilość (szt)	Możliwe rozszerzenie	Opis Umowy	Wartość zamówienia (mln PLN)
3	+32	Lokomotyw wielosystemowych dla PKP Intercity	2,252
35		Dwunapędowych zespołów trakcyjnych dla PKP IC	1,977
30	+50	Lokomotyw Dragon dla Akiem	1,418
31	+4	EZT dla Województwa Śląskiego i Kolei Śląskich	1,050
29		Zespołów trakcyjnych dla Województwa Pomorskiego	873
38		Lokomotyw Griffin E4DCU dla PKP Intercity	699
10	+20	Lokomotyw Dragon dla Cargounit	552
25		Lokomotyw Dragon dla WBW, RCP, Cemet, Rail STM i inni	494
12		EZT dla Województwa Małopolskiego	477
16		Lokomotyw dla Olavion	300
4		EZT dla Województwa Podkarpackiego i Zachodniopomorskiego	152
8		Pojazdy metra dla Sofii	108
241	106	SUMA	10,352

Źródło: Newag, mBank

- Na dzień 10 czerwca 2025 r. portfel zamówień wynosił około 10,4 mld zł. Obejmuje on pojazdy szynowe w następującym podziale:
 - > **Lokomotywy Griffin** – do **133 sztuk** dla PKP Intercity, wartość kontraktu około 2,7 mld zł
 - > **Lokomotywy Dragon** – do **151 sztuk**, wartość kontraktu około 3,0 mld zł
 - > **HZT** – **35 sztuk** dla PKP Intercity, wartość kontraktu około 1,5 mld zł
 - > **Elektryczne zespoły trakcyjne (EZT)** – do 76 sztuk, w tym: 29 sztuk dla Województwa Pomorskiego, do 35 sztuk dla Kolei Śląskich, 12 sztuk dla Województwa Małopolskiego

Portfel zamówień w 2025 r. wzrósł względem czerwca 2024 r., kiedy jego wartość wynosiła 9,1 mld zł i obejmował 176 lokomotyw Griffin, 54 lokomotywy Dragon, 88 EZT oraz 8 pojazdów metra.

Prognozy Finansowe

Kluczowe założenia

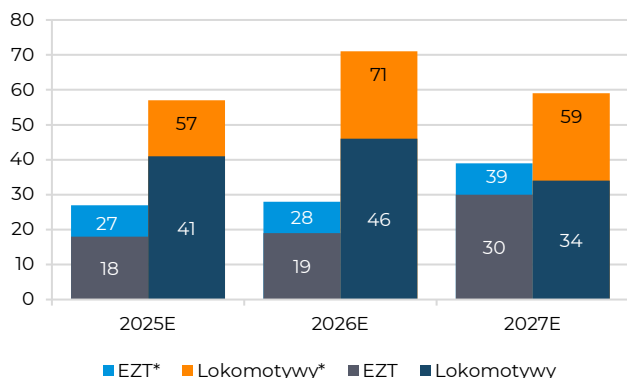
Nasze założenia co do wolumenów oraz wskaźników rentowności opieramy na bazie aktualnego portfela zamówień oraz oczekiwanych programów krajowych oraz unijnych modernizacji taboru kolejowego w kraju.

Głównymi czynnikami wpływającymi na marżowość są:

- Odpowiednia budowa portfela zamówień, **zapewniającego seryjność produkcji** i efektywne wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz zasobów.
- Struktura sprzedaży wolumenów z **przewagą w segmencie lokomotyw**, zapewniających wyższą marżę niż w przypadku najbardziej popularnego produktu na rynku czyli EZT.

Na podstawie podpisanych już umów oraz kontraktów, obłożenie mocy produkcyjnych oraz mix sprzedażowo produkcyjny oceniamy jako satysfakcjonujący, jak również pod kątem oczekiwanej przez nas marżowości na poziomie EBITDA.

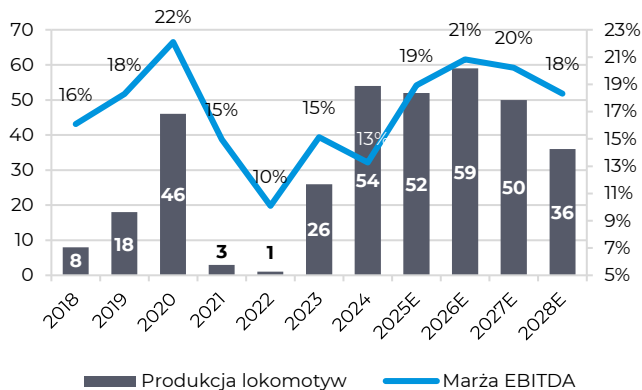
Szacunkowe wolumeny produkcyjne w podziale na produkty i scenariusze



Źródło: Newag, mBank, *wykorzystanie opcji

Według naszych szacunków podpisane dotychczas kontrakty, pozwalają na obłożenie niemal w pełni mocy produkcyjnych na najbliższe 3 lata przy założeniu wykorzystaniu wszystkich opcji rozszerzenia umów. Na podstawie historycznych danych, zamawiający bardzo często korzystali z rozszerzeń umów.

Ewolucja marży EBITDA na tle wolumenu produkcji lokomotyw



Źródło: Newag, mBank

W oparciu o zawarte umowy i obowiązujące kontrakty, szacujemy, że **szczyt produkcji lokomotyw przypadnie na rok 2026**. W najbardziej konserwatywnym scenariuszu wolumen może wynieść 46 sztuk, z **potencjałem wzrostu do 71 sztuk** przy pełnym wykorzystaniu opcji kontraktowych. W związku z tym oczekujemy, że marża EBITDA powinna powrócić do poziomu 20%, wspierana przez wyraźną przewagę segmentu lokomotyw nad EZT w strukturze produkcji. Na podstawie oczekiwanych przetargów, zakładamy, że kolejny szczyt produkcji lokomotyw może przypaść na rok 2028, gdzie w scenariuszu optymistycznym, oczekujemy nawet 45 lokomotyw.

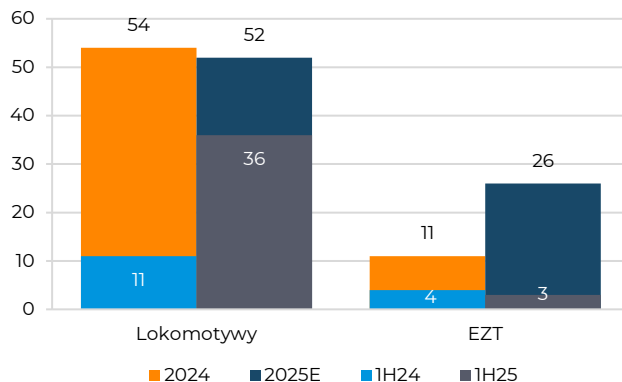
Szacujemy, że obecny portfel zamówień lokomotyw zapewnia produkcję lokomotyw na około 4 lata.

Zakładamy, że szczyt produkcji EZT przypadnie na rok 2027. W scenariuszu konserwatywnym szacujemy wolumen na 30 sztuk, z potencjałem wzrostu do 39 sztuk przy pełnym wykorzystaniu opcji kontraktowych. Choć segment EZT charakteryzuje się niższą marżowością niż produkcja lokomotyw, oczekujemy jedynie niewielkiego spadku marży EBITDA względem roku 2026, co będzie efektem korzyści wynikających z seryjności i powtarzalności procesu produkcyjnego.

2025 Outlook

W raporcie półrocznym spółka poinformowała, że **dostarczyła już 36 sztuk lokomotyw oraz 3 sztuki EZT w 2025 roku**. Co stanowi 69% wykonania rocznej prognozy wolumenów dla lokomotyw oraz 12% wykonania naszej rocznej prognozy dla EZT.

Wykonanie rocznych wolumenów po 1H 2024 oraz 2025



Źródło: Newag, mBank

Zważywszy, że 2Q jest co zasady sezonowo najsłabszym kwartałem, a 4Q najlepszym, oczekujemy, że wyniki EBITDA na poziomie ponad PLN 400m są osiągalne przy utrzymaniu marżowości EBITDA na poziomie ok 19%.

Outlook 2027+

Średnioterminowy popyt, w horyzoncie od 2027 roku, będzie kształtowany głównie przez cztery kluczowe programy inwestycyjne: CPK, KPO, PSK oraz FEnIKS. Spośród nich największy potencjał rozwojowy oferuje Program Strategiczny Kolejowy (PSK), który otwiera najszersze możliwości w zakresie zamówień i modernizacji infrastruktury oraz taboru.

Wyniki finansowe za 2Q 2025

- W piątek 12 września, Newag opublikował swoje pełne wyniki za 2Q25
- Przychody** wyniosły 475 mln zł (+35% r/r), co stanowi 39% naszej rocznej prognozy.
- EBITDA** wyniosła 102 mln zł, zgodnie z wcześniejszymi szacunkami, realizując 45% prognozy rocznej.
- W II kwartale **przepływy operacyjne** wyniosły -64 mln zł, przy negatywnym wpływie kapitału obrotowego na poziomie -174 mln zł, co przełożyło się na słaby wynik FCF (-84 mln zł). Jest to jednak zjawisko sezonowe, które powinno zostać zrównoważone w IV kwartale
- Zadłużenie netto** wzrosło z ujemnych poziomów w poprzednich kwartałach do 121 mln zł, jednak wskaźnik zadłużenia netto/EBITDA pozostał bezpieczny na poziomie 0,4x
- Według najlepszej wiedzy Grupy, w 2025 r. spodziewane są:
 - EZT:** Ogłoszono przetargi przez Łódzką Kolej Aglomeracyjną, województwo wielkopolskie i POLREGIO. NEWAG złożył najkorzystniejszą ofertę dla województwa pomorskiego. Istniejące kontrakty mogą zostać rozszerzone poprzez klauzule opcyjne. Do końca roku spodziewany jest przetarg na EZT dużych prędkości dla PKP Intercity
 - Lokomotywy spalinowe:** Grupa nadal oczekuje na przetarg PKP LHS na nowe lokomotywy spalinowe
 - Lokomotywy elektryczne:** Spółka będzie monitorować rynek i poszukiwać nowych zamówień. PKP Intercity może skorzystać z opcji na dodatkowe lokomotywy wielosystemowe w ramach obecnego kontraktu
- Spółka informuje również, że w IV kwartale 2025 r. Centrum Unijnych Projektów Transportowych planuje ogłoszenie naboru w ramach **programu FENIKS**. Dodatkowo, CPK ma prowadzić analizy i prace przygotowawcze w celu utworzenia puli taboru do leasingu dla zainteresowanych operatorów.

Wyniki 2Q2025

mln PLN	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	R/R	Q/Q	2025P	%YTD
Sprzedaż	223,4	352,0	565,0	449,1	374,6	474,6	35%	27%	2 164,0	39%
Zysk brutto na sprz.	46,2	93,5	93,0	103,1	107,6	131,2	40%	22%	559,9	43%
Marża brutto	21%	27%	16%	23%	29%	28%			26%	
Zysk na sprzedaży	11,6	60,0	58,4	64,5	67,7	88,9	48%	31%	363,0	43%
EBIT	12,9	43,3	59,6	44,2	67,0	87,9	419%	51%	357,0	43%
EBIT marża	6%	12%	11%	10%	18%	19%			16%	
EBITDA	24,5	55,6	72,3	58,0	81,2	102,2	84%	26%	409,5	45%
EBITDA marża	11%	16%	13%	13%	22%	22%			19%	
EBITDA LTM	157,2	174,6	229,8	210,5	267,1	313,7				
Zysk brutto	11,2	40,3	56,4	41,8	65,9	84,3	109%	28%	345,1	44%
Zysk netto	14,7	32,0	45,0	30,1	52,5	76,7	140%	46%	278,9	46%
Liczba akcji	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	46,0				
Zysk netto LTM	82,3	99,7	144,0	121,8	159,5	204,3				
EPS (PLN)	0,3	0,7	1,0	0,7	1,2	1,7				
EPS LTM (PLN)	1,8	2,2	3,2	2,7	3,5	4,5				
Dług netto (cash)	-53,0	89,4	71,0	-127,5	-48,0	120,9				
Kapitał własny	817,1	805,8	851,1	881,1	933,7	920,8				
CF (PLNm)										
Zysk netto	14,7	32,0	45,0	30,1	52,5	76,7				
DD&A	11,6	12,3	12,7	13,8	14,2	14,3				
WC chng	-205,6	-189,7	17,9	127,1	-109,4	-173,8				
inne	-5,6	13,1	18,0	41,5	-24,1	18,5				
OCF	-184,8	-132,3	93,6	212,4	-66,9	-64,4				
CAPEX	-12,3	-9,1	-28,3	-18,4	-6,4	-19,0				
FCF	-197,1	-141,5	65,4	194,0	-73,2	-83,4				
FCF-4Q trail	462,2	206,3	285,7	-79,2	44,7	102,8				
MCAP	3 766,5	3 766,5	3 766,5	3 766,5	3 766,5	3 850,2				
EV	3 713,5	3 855,9	3 837,5	3 639,0	3 718,5	3 971,1				
EV/EBITDA	22,7	19,2	15,3	14,9	12,2	11,9				

Źródło: Newag, P – prognozy mBanku

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025E	2026P	2027P
przychody	964	1 231	1 589	2 164	2 682	2 800
Zysk brutto na sprz.	148	263	336	560	756	774
marża	15%	21%	21%	26%	28%	28%
SG&A	99	119	141	197	244	255
EBITDA	97	186	211	410	558	566
marża	10%	15%	13%	19%	21%	20%
DD&A	44	44	50	53	53	53
EBIT	54	142	160	357	506	513
marża	6%	12%	10%	16%	19%	18%
koszty fin. net	-32	-29	-10	-12	-9	-2
zys brutto	22	113	150	345	497	511
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	279	402	413

Rachunek CF

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
CF oper.	-7	694	-11	62	288	405
DD&A	44	44	50	53	53	53
kapitał obrotowy	178	-616	235	269	167	61
CF inwest.	5	-27	-52	-55	-55	-55
CAPEX	-13	-33	-68	-55	-55	-55
CF fin.	-80	-230	-153	56	-155	-333
Dywidendy	-11	0	-43	-90	-112	-161
CF	-82	438	-216	63	78	18
OCF/EBITDA	-7,4%	373,1%	-5,3%	15,2%	51,6%	71,6%
FCFF	-20,6	661,8	-79,2	7,3	233,0	350,4
FCFF/EV	-0,5%	18,7%	-2,1%	0,2%	6,4%	10,1%
FCFE	-52,6	633,0	-89,2	-4,6	224,1	348,5
FCFE/MCAP	-1,4%	16,6%	-2,3%	-0,1%	5,9%	9,1%
ROIC	1,3%	3,4%	3,6%	7,7%	11,2%	12,0%
ROCE	6,4%	15,9%	16,4%	31,3%	36,0%	31,7%
DPS	0,3	0,0	1,0	2,0	2,5	3,6
stopa wypł dyw.	15,7%	0,0%	45,4%	73,6%	40,0%	40,0%
DYield	0,3%	0,0%	1,2%	2,4%	3,0%	4,3%

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	1 493	1 867	1 975
zapasy	535	493	612	649	831	896
należności	332	168	254	476	590	616
gotówka	46	484	267	325	402	420
inne	23	46	43	43	43	43
kapitał własny	709	802	881	1 064	1 355	1 607
udziały mniejszości	0	0	1	1	1	1
zob. długoterm.	133	141	127	209	185	88
kredyty, pożyczki	0	3	6	161	136	39
inne	133	138	121	48	48	48
zob. krótoterm.	579	788	725	779	890	844
kredyty, pożyczki	291	107	36	124	105	30
zob. handlowe	171	580	550	541	671	700
inne	117	100	139	114	114	114
dług netto	362	-268	-127	-39	-161	-350
dług netto/ EBITDA	8,3	-6,1	-2,5	-0,7	-3,0	-6,6

Źródło: mBank

Kluczowe wskaźniki

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
P/E	167,5	40,0	31,2	13,7	9,5	9,2
EV/EBITDA	42,9	19,0	17,5	9,2	6,5	6,1
P/S	4,0	3,1	2,4	1,8	1,4	1,4
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
P/CF	-	8,7	-	60,6	49,1	215,3
P/FCFE	-	6,0	-	-	17,0	10,9
marża EBITDA	10,1%	15,1%	13,3%	18,9%	20,8%	20,2%
zm. EBITDA r/r	-29,2%	91,3%	13,3%	94,3%	36,4%	1,4%
marża netto	2,4%	7,7%	7,7%	12,9%	15,0%	14,8%
zm. EPS r/r	-68,2%	318,2%	28,4%	128,2%	44,1%	2,9%
cena (PLN)	85	85	85	85	85	85
l. akcji (mln)	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00
MCap	3 812	3 812	3 812	3 812	3 812	3 812
EV	4 173	3 543	3 684	3 772	3 651	3 461

Materiał został opracowany przez mBank na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

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 ekwiwalent; **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 19.09.2025 r. o godzinie 8:02.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19.09.2025 r. o godzinie 8:50.

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) – wylicza 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.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Newag.



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

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.poniatowski@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.cylkowski@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.lemicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl