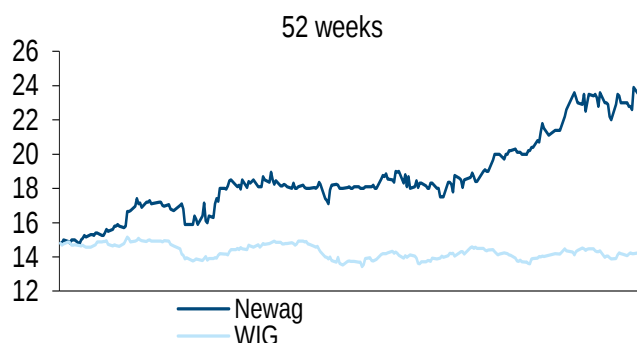


Newag

z Akumuluj do Kupuj

PLN mn	2019e	2020e	2021e	2022e
Przychody	983.0	1249.5	1222.0	1299.5
EBITDA	181.3	232.2	220.9	235.1
EBIT	147.3	197.9	184.6	198.8
Zysk netto dla jedn. dominujące	98.1	156.5	148.7	143.4
Zysk na akcję (PLN)	2.18	3.48	3.30	3.19
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	2.93	4.24	4.11	3.99
Wartość księgowa na akcję (PL)	12.44	15.25	17.22	19.52
Dywidenda na akcję (PLN)	0.75	0.67	1.33	0.89
EV/EBITDA (x)	8.3	6.5	6.5	5.9
P/E (x)	11.0	6.9	7.2	7.5
P/CE (x)	8.1	5.6	5.8	6.0
Stopa dywidendy	3.1%	2.8%	5.6%	3.7%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 20/02/2020	23.9	Reuters	NWGP.WA	Akcje w wolnym obrocie	48%
Liczba akcji (mn)	45.0	Bloomberg	NWGP.PW	Główni akcjonariusze: P. a. Newag (52.2%)	
Wartość rynkowa (PLN mn)	1075.5	Dzień dywidendy	30.08.2019	NN OFE (8.8%)	
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	1511.4	Cena docelowa	31.2	Strona internetowa:	www.newag.pl



Analitik:

Michał Pilch
+48 22 330 6255
michal.pilch@erstegroup.com

Nowa hybryda z pozytywnym wpływem na marżę

Wejście nowego produktu do oferty spółki – hybrydowego zespołu trakcyjnego (HZT) – skłania nas do podniesienia prawdopodobieństwa wygranej w przyszłych przetargach. Prognozujemy, że Newag wygra większość przetargów na HZT. Wynika to z faktu, że główny rywal Pesa obecnie nie produkuje tego rodzaju taboru, będąc zbyt zajęty restrukturyzacją spółki.

Estymacja popytu wskazuje, że Newag musiałby wygrywać od 33 do 80% kontraktów na elektryczne zespoły trakcyjne (EZT) w danym roku, aby wypełnić naszą prognozę. W 2019 spółka wygrała około 71.4% przetargów na EZT ogłoszonych na rynku krajowym. Kolejny raport UTK ukazujący bardziej szczegółową strukturę wiekową EZT w Polsce implikuje jeszcze wyższy roczny popyt (na poziomie 113 jednostek w latach 2020-25). Ponadto, naszym zdaniem proekologiczne projekty na kolej uzyskają wyższe markery środowiskowe w przyszłej perspektywie unijnej. Podnieśliśmy również naszą prognozę odnośnie marży brutto w prognozowanym okresie. Argumentujemy to silną pozycją negocjacyjną spółki wobec klientów, która pozwala jej podnosić oferowane ceny ponad inflację kosztów. Również zmieniający się miks produktowy działa dla spółki in plus.

Zwiększona skala działalności (łączne prognozowane przychody w latach 2020-24 w górę o 15.4% w porównaniu z oczekiwaniami z poprzedniego raportu na lata 2019-23) w połączeniu ze spodziewaną poprawą marży brutto (średnia marż 22.6% vs 19.8% w poprzednim raporcie) powinna wpłynąć na wyższe wolne przepływy pieniężne (w sumie w górę 22.8%). W związku z tym **podnosimy** naszą rekomendację z Akumuluj do **Kupuj** **wraz z ceną docelową PLN 31.2.**

Podsumowanie głównych tez inwestycyjnych

Wejście nowego produktu do oferty spółki – hybrydowego zespołu trakcyjnego (HZZ) – skłania nas do podniesienia prawdopodobieństwa wygranej w przetargach w segmencie zespołów trakcyjnych. Nasza prognoza odnośnie kontraktów na HZZ zostaje zwiększona do PLN 1.2 mld wobec PLN 820 mln oczekiwanych wcześniej.

Większość przychodów spółki jest generowanych w Polsce, gdzie jej głównym konkurentem jest Pesa. W chwili obecnej bydgoski producent nie posiada w swojej ofercie pociągów hybrydowych i oczekujemy że przez najbliższy rok się to nie zmieni, gdyż priorytetem nowego Zarządu jest restrukturyzacja spółki. **Wycena spółki Newag jest oparta na założeniu o wygranej większości przetargów na hybrydy** (jak np. kontrakt dla regionu Zachodniopomorskiego) **oraz kontraktów mieszanych złożonych z hybryd i elektrycznych zespołów trakcyjnych** (ostatnio ogłoszony przetarg dla Kolei Dolnośląskich).

Korzystając z raportów Urzędu Transportu Kolejowego (UTK) pokazujemy naszą analizę odnośnie potencjalnego popytu na produkty spółki, bazując na obecnym ilostanie taboru kolejowego oraz zakładając, że średni wiek poszczególnych grup pociągów pozostaje niezmienny. **Estymacja popytu wskazuje, że Newag musiałby wygrywać od 33 do 80% kontraktów na elektryczne zespoły trakcyjne (EZT) w danym roku, aby wypełnić naszą prognozę.** W 2019 spółka wygrała około 71.4% przetargów na EZT ogłoszonych na rynku krajowym. **Kolejny raport UTK ukazujący bardziej szczegółową strukturę wiekową EZT w Polsce implikuje jeszcze wyższy roczny popyt (na poziomie 113 jednostek w latach 2020-25).** Pomimo istotnego ryzyka związanego z oczekiwanym spadkiem napływów funduszy UE w przyszłej perspektywie lat 2021-27, **uważamy że proekologiczne projekty kolejowe takie jak zakupy EZT dostaną wyższe markery środowiskowe.** Ponadto, w dalszym ciągu oczekujemy przeniesienia funduszy przeznaczonych na infrastrukturę kolejową na zakupy taboru pod koniec obecnej perspektywy (ze względu na opóźnienia w projektach infrastrukturalnych). **Porównaliśmy raport Ministerstwa Infrastruktury na ten temat z lutego oraz września 2019. Drugi raport wskazuje, że przy podsumowaniu projektów realizowanych w 2018 zrealizowano wydatki o 11% niższe niż oczekiwano w lutym, a prognoza na 2019 została skorygowana 7% w dół.**

Podnieśliśmy również naszą prognozę odnośnie marży brutto w prognozowanym okresie. Argumentujemy to silną pozycją negocjacyjną spółki wobec klientów, która pozwala jej podnosić oferowane ceny ponad inflację kosztów. Również zmieniający się mix produktowy działa dla spółki in plus.

Zwiększona skala działalności (łączne prognozowane przychody w latach 2020-24 w górę o 15.4% w porównaniu z oczekiwaniami z poprzedniego raportu na lata 2019-23) w połączeniu ze spodziewaną poprawą marży brutto (średnia marż 22.6% vs 19.8% w poprzednim raporcie) powinna wpłynąć na wyższe wolne przepływy pieniężne (w sumie w górę 22.8%). W związku z tym **podtrzymujemy naszą rekomendację Akumuluj przy podniesieniu ceny docelowej do PLN 31.2.**

Przetargi na hybrydy nabierają rozpędu

Konferencja Trako 2019 (miała miejsce we wrześniu 2019) była istotnym wydarzeniem dla spółki Newag. Na wyłączone z użytkowania tory za stacją

Gdańsk Kolonia wjechał w czarnych barwach hybrydowy zespół trakcyjny nowosądeckiego producenta z nazwą roboczą Impuls 35WEh. Co prawda, Polski producent nie jest w tej kwestii pionierem, gdyż podobne pociągi wyprodukował dla kolei włoskich w 2015 szwajcarski konkurent Stadler. Jednakże, po prezentacji nowego produktu zainteresowanie ze strony potencjalnych klientów wyraźnie wzrosło.

Koleje Dolnośląskie (KD) były pierwszymi z nich. Wiceprezes przewoźnika Wojciech Zdanowski ([link](#)) oraz członek Zarządu Województwa Dolnośląskiego Tymoteusz Myrda ([link](#)) stwierdzili, że analizują opcję zakupu pociągów hybrydowych. Szybkie przypomnienie: KD próbuje od sierpnia 2018 roku kupić 6 spalinowych (SZT) oraz 5 elektrycznych zespołów trakcyjnych (szacowana wartość kontraktu w tym czasie wynosiła PLN 205 mln netto). W końcu, 14 lutego 2020, przewoźnik ogłosił przetarg na 11 pociągów. Zastąpiono w nim jednostki spalinowe hybrydowymi, a czteroczonowe EZT zamieniono na pięcioczonowe. Przewoźnik planuje również zwiększyć budżet przetargu do ok. PLN 280 mln brutto (wobec PLN 208 mln brutto w poprzednim). Równie ważna informacja to uwzględnienie w przetargu opcji na kolejne 20 EZT i 10 HZT.

Szacowana wartość kontraktu: PLN 230 mln netto (+ ok. PLN 600 mln w opcji)

Dość niespodziewanie, województwo Zachodniopomorskie uprzedziło Dolnośląskie ogłaszając przetarg na hybrydy. Z drugiej strony region ten ma jeden z najnowocześniejszych taborów w Polsce, w tym 40 nowosądeckich Impulsów. Marszałek województwa Olgierd Geblewicz wyraźnie stawia sobie za cel dalszą poprawę usług kolejowych ([link](#)). Na pytanie czy zakup hybryd wiąże się z nowymi produktami w ofercie producentów krajowych wskazywał na dobre doświadczenia z Polskimi spółkami oraz że pozostałe opcje (jak napędy wodorowe bądź akumulatorowe) nie posiadają odpowiedniej infrastruktury. Tym samym, Zachodniopomorskie ogłosiło wstępne ogłoszenie informacyjne dotyczące zakupu dwóch HZT z opcją powiększenia kontraktu o kolejne dziesięć. Dlaczego uważamy że Newag ma duże szanse w takim przetargu? Województwo Zachodniopomorskie już w tej chwili jest posiadaczem dużej ilości produktów spółki Newag, z których jest zadowolonych, jak wspomina Geblewicz. Według doniesień prasy w dialogu technicznym odnośnie hybryd w regionie brały udział poza Newagiem, spółki takie jak Stadler, Alstom i CAF ([link](#)). Naszym zdaniem struktura kontraktu, gdzie w części bazowej są jedynie dwie jednostki może zniechęcić konkurencję zagraniczną (uczestnictwo w przetargach wiąże się z wydatkami administracyjnymi, które roznadniają się wraz z rosnącą wielkością kontraktu). Z wspomnianej trójki jedynie oferta Stadler'a mogłaby się okazać konkurencyjna, jako że Szwajcarski producent posiada fabrykę w Polsce.

Szacowana wartość kontraktu: PLN 240 mln netto

Oczekujemy, że kontrakty na hybrydy będą dla spółki kluczowe poprzez pozytywny wpływ na średnią realizowaną cenę produktów (ze względu na jego innowacyjność) oraz zapełnienie portfela zamówień na przyszłe lata. Z czego wynika zapotrzebowanie na taki właśnie rodzaj napędu? Z Małego rocznika statystycznego wydane przez GUS w 2019 wynika, że w 2018 ok. 61.8% linii kolejowych było zelektryfikowanych. Posiadanie pociągu hybrydowego jest zatem efektywne czasowo i kosztowo. Wśród stałych klientów spółki widzimy szansę na pojawienie się takich przetargów w woj. Łódzkim oraz Wielkopolskim. W naszym modelu podnieśliśmy oczekiwany popyt na hybrydy z 41 sztuk do 60.

Szacowana wartość kontraktów na HZT w latach 2021-24: PLN 1.2 mld wobec PLN 820 mln oczekiwanych poprzednio.

Poza kontraktami na HZT, oczekujemy w najbliższym czasie pojawienia się przetargu dla SKM Trójmiasto. Przewoźnik próbuje rozpiąć przetarg od kwietnia 2018, kiedy to otrzymał zgodę na finansowanie z UE. Jest szansa na rozstrzygnięcie w pierwszej połowie 2020, jako że SKM pod koniec 2019 mówił, że na przełomie 2019 i 2020 powinien być z nim gotowy ([link](#)). Wygląda na to, że spółka ma problemy ze złożeniem odpowiednich dokumentów oraz zabezpieczeniem finansowania. Wydaje się to jednak mało prawdopodobne, że spółka zaryzykuje utratę finansowania ze względu na administracyjne przeszkody.

Szacowana wartość kontraktu: PLN 320 mln netto

Kolejnym przetargiem jest ostatnio ogłoszony przez woj. Małopolskie na dostarczenie siedmiu czteroczęściowych EZT, z opcją na dwa kolejne (region posiada już w swoim parku taborowym 13 Impulsów produkowanych przez Newag). Samorząd stawia głównie na terminową dostawę, której przydzielono wagę 40% wobec 60% dla ceny. W tym pierwszym Newag spisuje się lepiej od Pesy, która wygrała poprzedni przetarg dla Małopolskiego. Jednak w tamtym przetargu 40% wagę miał okres gwarancyjny.

Szacowana wartość kontraktu: PLN 154 mln netto (PLN 198 mln wraz z opcją)

Warto również dodać, że Newag jako jedyny złożył ofertę w kontrakcie na 21 EZT wartym PLN 544 mln netto dla SKM Warszawa (wyniki ogłoszono 14 lutego 2020). Oczekiwaliśmy dość ostrej rywalizacji w tym przetargu (podobnie zresztą jak Zarząd, który zaoferował cenę PLN 89 mln poniżej budżetu), jednak okazało się, że Polski rynek nie jest tak atrakcyjny dla zagranicznych producentów (pojawiały się nawet plotki o uczestnictwie Chińskiego producenta CRRC).

Analiza popytu na EZT i lokomotywy

Podobnie jak EZT, lokomotywy elektryczne nadal będą kluczowym produktem spółki z pozytywnym wpływem na marżę brutto (cechują się najwyższą marżą spośród produktów spółki). Ostatnie informacje z prasy wskazywałyby, że głównym pozytywnym czynnikiem wpływającym na wyniki z segmentu w 2019 były dofinansowania projektów intermodalnych ([link](#)).

Dodatkowo, tak duże kontrakty dla PKP IC i PKP Cargo podpisane przez spółkę mogą rodzić wątpliwości czy tego rodzaju umowy będą się pojawiać w przeciągu najbliższych dwóch lat. Aby je rozwiązać, przeprowadziliśmy analizę potencjalnego popytu na produkty spółki, opartą na raporcie UTK na temat transportu kolejowego ([link](#)). Nasze wyniki porównujemy również z niedawnym raportem Urzędu na temat wieku taboru kolejowego w Polsce ([link](#)).

Prezentujemy nasze główne założenia odnośnie analizy:

- Wzięliśmy całkowitą liczbę elektrycznych zespołów trakcyjnych, elektrycznych oraz spalinowych lokomotyw będących w użytkowaniu na polskich torach i podzieliliśmy ją przez średni wiek danego taboru.
- Główne założenie to, że średni wiek taboru w Polsce pozostanie niezmienny w prognozowanym okresie.

- W celu uwzględnienia rosnącej prędkości oraz pojemności pociągów wraz z odwrotnym wpływem rosnącej liczby pasażerów, korygujemy nasz wynik o średnio 3% r/r.
- Patrząc na nowy raport UTK, stwierdziliśmy, że w naszej poprzedniej analizie byliśmy zbyt konserwatywni, korygując liczbę taboru o wskaźnik wykorzystania (obliczany jako średnia liczba dni podczas których dany pociąg był użytkowany podzielona przez 365)

Nasza analiza wykazała następujące rezultaty:

Analiza popytu na EZT, elektryczne oraz spalinowe lokomotywy w latach 2019-24 (w sztukach)

EZT [sztuk]											
Cykl wymiany parku taborowego w latach	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
Szacowany roczny popyt w oparciu o liczbę EZT [1245 sztuk; średni wiek 27 lat]	57	54	52	50	48	46	44	43	42	40	39
Lokomotywy elektryczne [sztuk]											
Cykl wymiany parku taborowego w latach	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43
Szacowany roczny popyt w oparciu o liczbę lok. elektr. [1470 sztuk; średni wiek 38 lat]	54	52	51	50	48	47	46	45	44	42	41
Lokomotywy spalinowe [sztuk]											
Cykl wymiany parku taborowego w latach	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43
Szacowany roczny popyt w oparciu o liczbę lok. elektr. [2070 sztuk; średni wiek 38 lat]	66	64	62	61	59	57	56	54	53	52	51

OCZEKIWANY POPYT	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EZT	15	22	26	31	32	26
estymowany % wygranych przetargów	33%	49%	61%	74%	80%	65%
Lokomotywy elektryczne	25	37	22	27	33	35
estymowany % wygranych przetargów	53%	81%	50%	63%	79%	87%
Modernizacje lokomotyw spalinowych	42	12	17	21	35	50
estymowany % wygranych przetargów	73%	22%	31%	41%	69%	102%

Źródło: UTK, Erste Group Research

Bazując na liczbie 1245 EZT będących w użytku pod koniec 2018 oraz zakładając że przewoźnicy będą chcieli utrzymać ich średni wiek na poziomie 27 lat, szacujemy że roczny popyt powinien wynieść 46 jednostek. Prognozy w naszym modelu mieszczą się w tej liczbie, choć przyznajemy że lata 2022-23 mogą być dla spółki wyzwaniem. Z drugiej strony w roku 2016 Newag dostarczył w Polsce 74% wszystkich nowych EZT, a w 2017 aż 81%. Z przetargów ogłoszonych w 2019, szacujemy że spółka wygrała kontrakty na 40 sztuk wobec 56 dostępnych (71.4%).

Udział w ilości dostarczonych EZT przez Newag w latach 2016-17

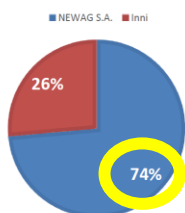
Co nowego w Grupie?

newag

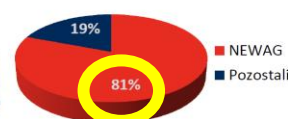
Udziały w rynku polskim - ilość dostarczonych EZT

newag

PRZETARGI NA NOWE EZT
ROZSTRZYGNIĘTE W 2016



2017



Wartość wygranych przetargów na dostawę 57 szt. elektrycznych zespołów trakcyjnych.

Wartość zawartych umów: **914,6 mln zł netto**

Wygrane przetargi w 2016 roku

Źródło: prezentacje spółki, Erste Group Research

Popyt na lokomotywy elektryczne powinien być stabilny w prognozowanym okresie. Dodatkowo, istnieje szansa że ów popyt zostanie zwielokrotniony ze względu na przejście z mniej przyjaznych dla środowiska lokomotyw spalinowych na ich odpowiedniki elektryczne.

Patrząc na analizę popytu lokomotyw spalinowych, poza 2024 spółka nie powinna mieć problemu z wypełnieniem naszej prognozy. W 2024 oczekujemy, że ze względu na okres przejściowy pomiędzy perspektywami unijnymi i możliwym tymczasowym zmniejszeniem popytu na EZT, spółka może być zmuszona do podpisania mniej rentownych projektów na modernizację lokomotyw spalinowych.

Porównując naszą analizę do raportu UTK ze stycznia 2020, jesteśmy jeszcze bardziej przekonani do naszych wniosków. Należy na początku zaznaczyć, że raport dotyczy jedynie przewozów pasażerskich (nie towarowych), co oznacza że znaczna większość lokomotyw elektrycznych i spalinowych nie jest ujęta w estymacjach (423 lokomotywy w transporcie pasażerskim wobec 3540 w towarowym).

Fragment raportu UTK na temat taboru z ponad 40-letnim stażem na polskich torach (w sztukach)

Potencjał taborowy				
Rodzaj pojazdu kolejowego	2018	W tym powyżej 40 lat w 2018	W tym powyżej 40 lat w 2025	W tym powyżej 40 lat w 2030
lokomotywy elektryczne	314	15	242	245
lokomotywy spalinowe	109	91	98	99
wagony z miejscami do siedzenia	2047	27	764	1708
wagony z miejscami do leżenia	195	36	36	48
elektryczne zespoły trakcyjne / elektryczne wagony silnikowe	1247	365	678	861
spalinowe zespoły trakcyjne / spalinowe wagony silnikowe	269	2	23	23

UTK
URZĄD
TRANSPORTU
KOLEJOWEGO

utk.gov.pl @UTKgovpl

Warszawa
08.01.2020 Str. 17

Źródło: UTK

Tabela pokazuje, że do 2025 roku będzie 242 lokomotyw elektrycznych z ponad czterdziestoletnią służbą na karku. Jeśli założymy, że zostaną one stopniowo wymienione w latach 2020-25 daje to szacunkowy popyt na poziomie 40 lokomotyw rocznie. To oznacza, że 85% naszej prognozy popytu pochodziłaby jedynie z przewozu pasażerskiego. Jeżeli dokonilibyśmy estymacji popytu naszą metodą i podzielili liczbę lokomotyw elektrycznych w przewozach pasażerskich (314) przez średni wiek na poziomie 38 lat implikowałoby to 8 lokomotyw rocznie.

Popyt na lokomotywy spalinowe wyniósłby 98 do 2025, czyli 16 rocznie wobec 57 oczekiwanych. oraz 3 patrząc tylko na lokomotywy w przewozach pasażerskich.

Statystyka dla EZT wskazuje na roczny popyt na poziomie 113 vs oczekiwane 46. Powyższa analiza wskazuje na znaczące potrzeby modernizacji taboru kolejowego w Polsce. Dodatkowe podsumowanie przedstawiamy w tabeli poniżej.

ERSTE analiza popytu wobec popytu opartego o ostatni raport UTK (w sztukach)

PRODUKT	OCZEKIWANY POPYT ERSTE	POPYT UTK	RÓŻNICA %
EZT	46	113	146%
Lok. elektryczne	8	40	400%
Lok. spalinowe	3	16	433%

Źródło: Erste Group Research

Jeśli ktoś nie czuje się w pełni przekonany naszą analizą wystarczy zobaczyć co ostatnio odpowiadało za przewóz pasażerów w Wielkopolsce: [link](#)

Podaż środków UE

Jedną z ważniejszych kwestii dotyczących spółki jest dostępność funduszy UE na tabor kolejowy w obliczu kolejnej perspektywy finansowej. Oczywistym jest, że brexit oraz przejście środków na biedniejsza państwa członkowskie jest materialnym ryzykiem dla spółki. Z drugiej strony ostatnio pojawiały się informacje które wskazywałyby, że mimo zmniejszenia środków, fundusze przeznaczone na kolej mogą stracić mniej albo nawet zostać zwiększone wobec poprzedniej perspektywy. W nowej, decyzji UE chcą się skupić na projektach przyjaznych środowisku takich jak odejście od energetyki opartej na węglu. Nowa szef KE Ursula von der Leyen ogłosiła 15 stycznia tzw. Green Deal – plan inwestycji w przyjazne dla środowiska projekty o wartości jednego tln euro ([link](#)).

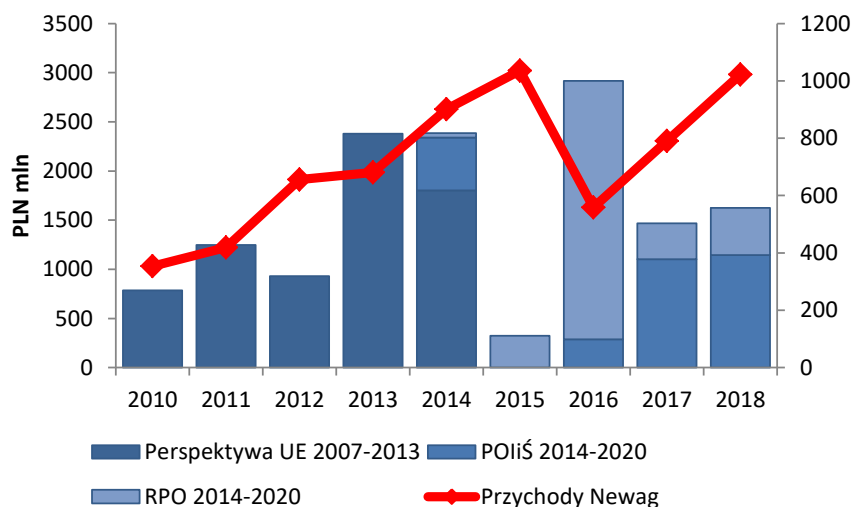
Co z tego zostanie przeznaczone na środki na kolej? P.o dyrektora Centrum Unijnych Projektów Transportowych (CUPT) Joanna Lech twierdzi, że w nowej perspektywie środki na kolej będą co najmniej płaskie wobec poprzedniej. Projekty będą oznaczane markerami środowiskowymi, co będzie zwiększać ich szansę na przyznanie dofinansowania. Przetargi na infrastrukturę kolejową otrzymają markery na poziomie 100%, podobnie jak transport miejski. W pewnych przypadkach inwestycje w tabor mogą liczyć na 40% markery, a kontrakty drogowe na 0% ([link](#)). Naszym zdaniem dowodzi to, że strumień funduszy powinien pozostać na podobnym poziomie.

Nawet jeśli mylimy się co do naszych założeń, kolejny ekspert z CUPT Karol Wisniewski twierdzi, że transport intermodalny, który stwarza popyt na lokomotywy elektryczne, będzie nadal wspierany poprzez finansowe instrumenty zwrotne ([link](#)).

Ponadto, Ministerstwo Infrastruktury przygotowuje Plan Transportowy na lata 2020-29, który zakłada rosnące subsydia dla PKP IC na projekty infrastrukturalne i taborowe. Planowane granty wynoszą PLN 18.86 mld na lata 2020-29 wobec PLN 3.4 mld w latach 2012-18 ([link](#)).

W dalszym ciągu oczekujemy, że wraz ze zbliżaniem się końca perspektywy unijnej rosną wydatki na tabor kolejowy. Efekt ten był wyraźnie widoczny w latach 2013-14 kiedy to wartość podpisanych kontraktów zwiększyła się wyraźnie i przyczyniła do rekordowych wyników spółki Newag w latach 2014-15.

Fundusz UE na tabor kolejowy w latach 2010-2018 w PLN mln



Źródło: Portal Funduszy Unijnych, własne kalkulacje

Jeśli przełożymy tę sytuację na obecną perspektywę, oczekivalibyśmy zwiększonej ilości podpisanych umów w latach 2020-22 (tym razem jest trochę inaczej ze względu na zasadę n+3, która daje jeden dodatkowy rok na wydatkowanie funduszy), co skutkowałoby wyższymi przychodami w latach 2021-23. Nadal uważamy, że fundusze ze środków KPK na infrastrukturę mogą zostać ostatecznie przeznaczone na tabor. Poniżej przedstawiamy porównanie planowanych wydatków na KPK z raportu z 19 września 2019 z raportem z 19 lutego 2019.

Źródła wydatków na KPK w latach 2014-23 w PLN mln

PLN mln	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TOTAL
Fundusz Spójności	76.0	25.1	3584.7	3698.4	4843.1	7101.7	9702.9	12306.3	9790.7	6664.6	57793.5
vs. raport luty '19					-8.0%	-11.4%	-7.8%	16.9%	34.5%	92.8%	10.2%
CEF		0.4	62.9	1606.2	2778.9	3527.9	4984.9	5877.7	4618.1	2756.0	26213.1
vs. raport luty '19					-2.6%	-9.4%	-15.5%	34.4%	67.6%	95.1%	14.7%
POIŚ 2014-2020	73.1	5.8	1076.3	1746.7	1866.6	3373.5	4717.9	6428.6	5172.6	3908.6	28369.7
vs. raport luty '19					-16.2%	-14.5%	2.3%	4.4%	14.3%	91.2%	7.4%
POIŚ 2007-2013	2.8	18.9	2445.5	345.5	197.6	200.3	0.1				3210.6
vs. raport luty '19					8.3%	10.5%	-99.4%				0.5%
PO PW				48.9	588.7	663.2	503.4	210.1	103.6	84.6	2202.5
vs. raport luty '19					-13.5%	-10.7%	118.8%	2.5%	-52.8%	849.2%	3.1%
RPO		0.1	74.0	102.8	488.5	817.8	973.6	1521.7	841.1	126.7	4946.2
vs. raport luty '19					-5.4%	-12.2%	-14.2%	19.9%	10.2%	1899.9%	3.1%
RPO 2014-2020		0.1	0.5	101.4	487.9	931.4	973.6	1521.4	841.1	126.7	4984.0
vs. raport luty '19					-5.4%	0.0%	-14.2%	19.9%	10.2%	1899.9%	5.5%
RPO 2007-2013			73.5	1.4	0.6			0.3			75.8
vs. raport luty '19					-2.0%			0.0%			0.0%
Krajowe			1259.8	1705.1	1281.1	1624.2	1140.6	1213.3	1018.4	991.6	10234.2
vs. raport luty '19					-21.4%	23.4%	-2.2%	14.0%	-0.1%	0.0%	0.8%
Program PPO			14.1	15.0	30.3	39.8	30.3	45.0	222.2	124.9	521.5
vs. raport luty '19					102.1%	165.2%	101.7%	n.a.	n.a.	n.a.	603.8%
SUMA	76.0	25.2	4932.6	5570.2	7231.7	10246.7	12350.8	15296.5	11975.9	7992.5	75697.9
vs. raport luty '19					-10.8%	-7.1%	-5.5%	17.1%	29.0%	79.0%	8.7%

Źródło: Ministerstwo Infrastruktury

Rząd wyznaczył sobie dość ambitne cele jeśli chodzi o zamknięcie wszystkich projektów do 2023. Tymczasem patrząc na ich realizację, widzimy że w przeciągu tylko pół roku potrzebna była korekta o

odpowiednio -10.8%, -7.1% oraz -5.5% w latach 2018-20. Wyraźnie zwiększa to prawdopodobieństwo opóźnień i tym samym przeniesienie wydatków na tabor kolejowy.

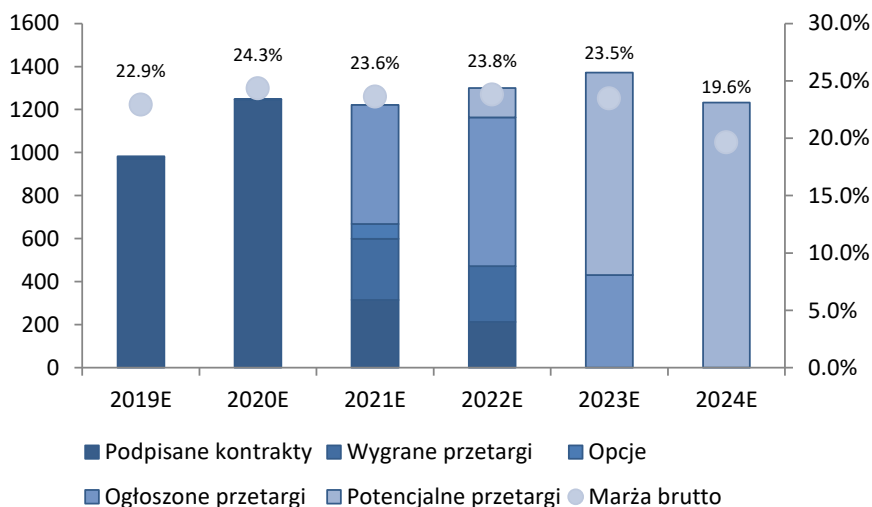
Test warunków skrajnych

Prezentujemy dwa scenariusze wobec zwyczajowych trzech, gdyż chcieliśmy pokazać wpływ na kurs akcji niepowodzenia przy podpisywaniu nowych kontraktów w przyszłych latach. Głównie skupiamy się na roku 2021. W 2020 oczekujemy bardzo dobrych wyników spółki (rekordowe przychody przy lepszym miksie produktowym), jednak istnieje pewne ryzyko że Newag nie podpisze wystarczającej ilości kontraktów, żeby wypełnić nasze prognozy. W drugim scenariuszu prezentujemy wynikającą z tego wycenę akcji.

Scenariusz 1: BAZOWY

- Newag z sukcesem podpisuje co najmniej dwa kontrakty na elektryczne/hybrydowe zespoły trakcyjne do końca 2020
- Nasza prognoza PLN 1.22 mld przychodów w 2021 zostaje wypełniona, a ścieżka marży brutto jest identyczna jak w naszym modelu

Struktura przychodów i marża brutto w latach 2019E-24E w PLN mln i %



Źródło: własne kalkulacje

Cena docelowa: PLN 31.2

Struktura przychodów oraz marża brutto w latach 2019E-24E w PLN mln i %

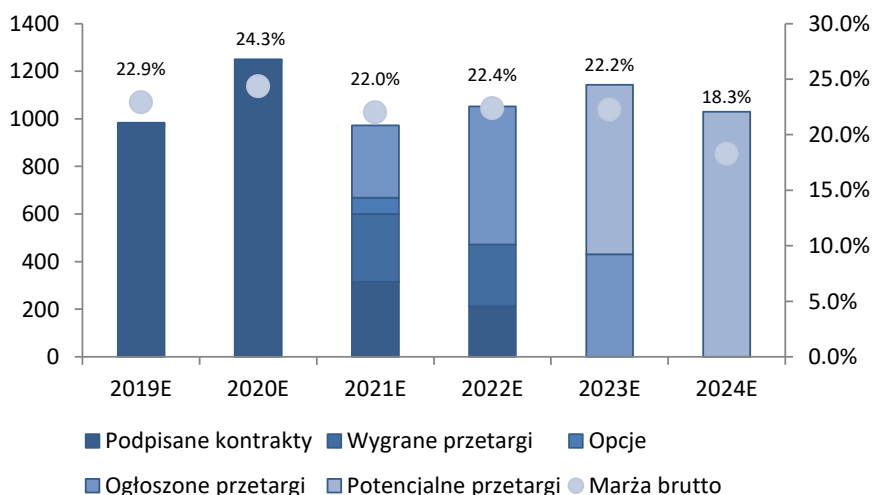
BAZOWY	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ERSTE Prognoza					983.0	1249.5	1222.0	1299.5	1371.8	1232.83
Podpisane kontrakty	1035.5	559.1	789.9	1021.6	970.0	1246.5	314.8	213.0	0.0	0.0
Wygrane przetargi					0.0	0.0	284.9	259.0	0.0	0
Opcje					0.0	0.0	68.4	0.0	0.0	0
Ogłoszone przetargi					8.4	3.0	553.9	691.4	431.0	0
Potencjalne przetargi					4.6	0.0	0.0	136.0	940.8	1232.8
Marża brutto	18.7%	15.2%	13.2%	20.0%	22.9%	24.3%	23.6%	23.8%	23.5%	19.6%

Źródło: własne kalkulacje

Scenariusz 2: NEGATYWNY

- Newag podpisuje tylko jeden kontrakt na jakikolwiek zespół trakcyjny z terminem dostawy w 2021.
- Spółka nie dowodzi naszej prognozy PLN 1.22 mld przychodów w 2021, wynoszą jedynie PLN 972 mln, marża brutto spada do 22%.
- Sytuacja na rynku ma negatywny wpływ na przyszłą rentowność i skalę działalności.

Struktura przychodów i marża brutto w latach 2019E-24E w PLN mln i %



Źródło: własne kalkulacje

Cena docelowa w scenariuszu negatywnym: **PLN 25.7**

% vs. ceny w scenariuszu bazowym: **-21.4%**

% vs. obecna cena akcji: **+7.4%** (PLN 23.9 z 20/02/2020)

Struktura przychodów oraz marża brutto w latach 2019E-24E w PLN mln i %

NEGATYWNY	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ERSTE Prognoza					983.0	1249.5	972.1	1051.9	1143.4	1029.33
vs bazowy [% różnica]					0.0%	0.0%	-20.4%	-19.0%	-16.6%	-16.5%
Podpisane kontrakty	1035.5	559.1	789.9	1021.6	970.0	1246.5	314.8	213.0	0.0	0.0
Wygrane przetargi					0.0	0.0	284.9	259.0	0.0	0
Opcje					0.0	0.0	68.4	0.0	0.0	0
Ogłoszone przetargi					8.4	3.0	304.1	579.9	431.0	0
vs bazowy [% różnica]					0.0%	0.0%	-45.1%	-16.1%	0.0%	n.a.
Potencjalne przetargi					4.6	0.0	0.0	0.0	712.4	1029.3
vs bazowy [% różnica]					0.0%	n.a.	n.a.	-100.0%	-24.3%	-16.5%
Marża brutto	18.7%	15.2%	13.2%	20.0%	22.9%	24.3%	22.0%	22.4%	22.2%	18.3%
vs bazowy [punkty %]							-1.60	-1.42	-1.23	-1.36

Źródło: własne kalkulacje

Co się zmieniło vs poprzedni raport?

Główne zmiany w założeniach w RZiS w PLN mln, % oraz punktach %

RZiS	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	983.0	1249.5	1222.0	1299.5	1371.8	1232.8
vs. raport lipiec	9.6%	0.9%	13.8%	7.7%	23.6%	
Zysk brutto	225.1	304.1	288.4	309.2	321.7	242.0
vs. raport lipiec	16.4%	11.2%	35.9%	37.6%	73.1%	
Marża brutto	22.9%	24.3%	23.6%	23.8%	23.5%	19.6%
vs. raport lipiec [punkty %]	1.3	2.3	3.8	5.2	6.7	
EBITDA	181.3	232.2	220.9	235.1	241.5	173.6
vs. raport lipiec	12.9%	10.2%	37.5%	44.4%	81.7%	
Marża EBITDA	18.4%	18.6%	18.1%	18.1%	17.6%	14.1%
vs. raport lipiec [punkty %]	0.5	1.6	3.1	4.6	5.6	
Zysk netto	98.1	156.5	148.7	143.4	149.6	100.4
vs. raport lipiec	4.9%	12.8%	49.5%	38.1%	92.0%	
Marża netto	10.0%	12.5%	12.2%	11.0%	10.9%	8.1%
vs. raport lipiec [punkty %]	-0.4	1.3	2.9	2.4	3.9	

Źródło: własne kalkulacje

Poprawa przychodów oraz marży wynika głównie z tego, co spółka pokazała w roku 2019. Sukcesy w pozyskiwaniu nowych przetargów przyczyniają się do rosnącego portfela zamówień. Rosnąca zdolność do przekładania inflacji kosztów na lepszą politykę cenową oraz poprawiający się miks produktowy wpływa pozytywnie na marżę. Zysk netto w latach 2020-21 z wpływem odroczonego aktywa podatkowego z inwestycji w strefie ekonomicznej (ok. PLN 35 mln rozłożonych na 2 lata).

Główne zmiany w założeniach w Bilansie i Rachunku Przepływów Pieniężnych w PLN mln i %

Bilans & Przepływy pieniężne	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Dług netto	435.9	442.7	364.9	307.4	241.5	106.3
vs. raport lipiec	98.5%	60.2%	143.4%	111.4%	380.7%	
Kapitał własny	559.7	686.2	774.9	878.3	988.0	1048.4
vs. raport lipiec	0.8%	1.8%	7.1%	10.2%	16.9%	
CF operacyjny	8.2	85.5	198.4	133.7	142.3	211.5
vs. raport lipiec	-95.8%	vs -0.5mn	-5.2%	104.2%	-8.9%	
Capex	84.5	62.3	60.5	36.3	36.3	36.3
vs. raport lipiec	51.4%	71.7%	85.3%	17.0%	17.0%	

Źródło: własne kalkulacje

Znaczny wzrost długu netto wynika z większych niż oczekiwaliśmy potrzeb kapitału obrotowego przy wykonywaniu dużych kontraktów takich jak ten dla PKP IC i PKP Cargo oraz wyższych niż spodziewane capexów.

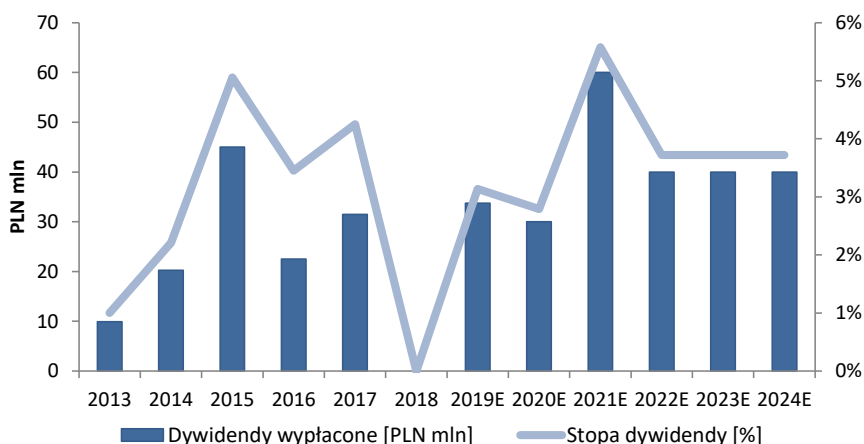
Główne zmiany w założeniach makro:

- Duży wzrost potencjalnych przetargów na hybrydowe zespoły trakcyjne z PLN 820 mln (41 pociągów) do PLN 1.2 mld (60 pociągów) wraz ze wzrostem prawdopodobieństwa wygranej w tego rodzaju kontraktach.
- Potencjalny popyt na EZT w górę o 15 sztuk, identycznie w przypadku lokomotyw elektrycznych. Wynika to z naszej analizy popytu.
- Szacowane przetargi dla Polregio znacznie zredukowane do PLN 643.5 mln wobec PLN 1.8 mld prognozowanych wcześniej, w związku zciągającym się procesem restrukturyzacji i oczekiwaniem na decyzję KE odnośnie dopuszczenia do finansowania UE.
- Kontrakty dla KD na EZT i HZT, przetargi na HZT oraz na lokomotywy elektryczne przesunięte o rok ze względu na opóźnienia z winy przewoźników.
- W 2024 oczekujemy spowolnienia w kontraktach na EZT, ze względu na okres przejściowy pomiędzy perspektywami UE. Naszym zdaniem spółka będzie zmuszona podpisywać mniej

rentowne kontrakty na modernizację lokomotyw spalinowych, stąd niższe przychody i gorsza marża brutto.

Dywidenda

Dywidenda wypłacona oraz stopa dywidendy w latach 2013-24E w PLN mln i %



Źródło: raporty spółki, własne kalkulacje

Dywidenda wypłacona oraz stopa dywidendy w latach 2013-24E w PLN mln i %

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Dywidendy wypłacone [PLN mln]	9.9	20.3	45.0	22.5	31.5	0.0	33.8	30.0	60.0	40.0	40.0	40.0
Dywidenda na akcję [PLN]	0.22	0.45	1.00	0.50	0.70	0.00	0.75	0.67	1.33	0.89	0.89	0.89
Stopa dywidendy [%]	1.0%	2.2%	5.1%	3.5%	4.3%	0.0%	3.1%	2.8%	5.6%	3.7%	3.7%	3.7%

Źródło: raporty spółki, własne kalkulacje

Podwyższamy nasze założenia odnośnie dywidendy w oparciu o poprawę wyników finansowych (oraz zaksięgowanie aktywa podatkowego) do PLN 60 mln z zysku netto za rok 2020 (w porównaniu do PLN 50 mln oczekiwanych wcześniej). Poza tym, zwiększamy prognozę z PLN 30 mln wypłaconej dywidendy do PLN 40 mln w latach 2022-24.

Wycena

Podsumowanie wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Używamy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF – jako naszego głównego narzędzia wycenowego, opierając się na prognozach dla szczegółowego okresu lat 2020-24. Korzystamy ze stopy dyskontowej opartej o średnio ważony koszt kapitału (WACC), wartości rezydualnej opartej o rentę wieczystą, a także rozwodnionej liczbie akcji. Model DCF odzwierciedla wartość akcji Newag w bardziej właściwy sposób niż metody porównawcze, ponieważ zawiera on szczegółowe dane pieniężne dla przyszłych okresów.

Założenia

Nasze estymacje oparte są na następujących założeniach:

- Wzrost przychodów jest zależny od podaży przetargów na produkty spółki oraz zakładanego prawdopodobieństwa wygrania danego

przetargu; zmienna dynamika w prognozowanym okresie jest pochodną wysokiej zmienności sprzedaży w latach ubiegłych.

- Nasze założenia odnośnie cen okazały się zbyt konserwatywne, co widzieliśmy w 2019, kiedy to spółka notowała wyniki lepsze od naszych oczekiwań; stąd poprawa prognozowanej marży.
- Stopa wolna od ryzyka 2.1%, premia za kapitał własny 6%, premia za kapitał obcy 1%, beta wynosi 1.
- Perspektywy poza okresem prognozy są oparte na oczekiwanym zmniejszeniu środków UE dla Polski z Funduszu Spójności, jednakże w chwili obecnej przyłożylibyśmy niższą wagę temu czynnikowi w związku z naszymi wnioskami o markerach środowiskowych; mimo to oczekujemy poprawy sytuacji Pesy w dłuższym terminie oraz ryzyko z wejściem na nasz rynek Chińskiego potentata CRRC jest nadal istotne (we wrześniu 2019 CRRC wygrał mały kontrakt na 4 lokomotywy dla węgierskiego przewoźnika, a w styczniu podpisał memorandum o współpracy z kolejami ukraińskimi); stąd zakładany wzrost na poziomie 1% wydają się w dalszym ciągu uwarunkowany.
- Oczekujemy, że marże będą wspierane przez wyższy udział HZT i lokomotyw elektrycznych; czynniki negatywne takie jak rosnące koszty pracy i materiałów powinny być redukowane przez dobrą zdolność do podnoszenia cen; ścieżka marży w latach 2020-25 opiera się na następujących założeniach: w roku 2020 poprawa marży ze względu na dobry miks produktowy (lokomotywy elektryczne), w 2021 ze względu na pogorszenia miksu lekko w dół; w 2022 oczekiwaliśmy stabilizacji kosztów pracy i materiałów; 2023-24 może przynieść oczekiwana odnośnie zmniejszonego popytu na rynku, co może negatywnie wpływać na pricing, stąd naszym zdaniem uwarunkowany spadek marży.
- Wzrost nakładów inwestycyjnych (capex) spowodowany znacznie większymi wydatkami w 2019 niż oczekiwaliśmy (estymujemy około PLN 85 mln vs PLN 56 mln prognozowane wcześniej); w związku z tym podnosimy nasze szacunki odnośnie capexów w kolejnych latach; wyższe wydatki w latach 2021-22 ze względu na dalsze inwestycje; w latach 2023-24 stabilizacja na poziomie deprecjacji.
- Zakładana nominalna stawka podatkowa na poziomie 13.3% w 2020 i 12.73% w 2021, dzięki odroczonemu podatkowi oraz 23% w pozostałych latach.

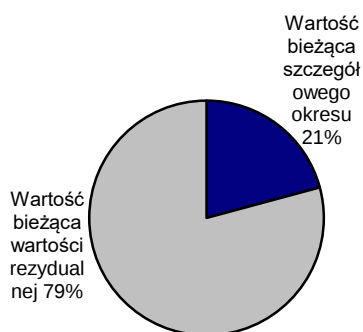
Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	9.0%
Koszt kapitału obcego	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	5.0%
Efektywna stopa podatkowa	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	21.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	4.0%
Udział kapitału własnego	68.7%	67.5%	70.5%	71.8%	74.0%	100.0%
WACC	6.3%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	9.0%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	NY / TV
Wzrost przychodów	27.1%	-2.2%	6.3%	5.6%	-10.1%	1.0%
EBIT	197.9	184.6	198.8	205.2	137.3	186.8
Marża EBIT	15.8%	15.1%	15.3%	15.0%	11.1%	15.0%
Stopa podatkowa	13.3%	12.7%	23.0%	23.0%	23.0%	21.0%
Opodatkowanie EBIT	-26.3	-23.5	-45.7	-47.2	-31.6	-39.2
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	171.6	161.1	153.1	158.0	105.7	147.6
+ Amortyzacja	34.3	36.3	36.3	36.3	36.3	37.4
Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja	246.6%	171.6%	166.7%	100.0%	100.0%	105.0%
+/- Zmiana kapitału pracującego	-105.1	14.9	-46.0	-44.2	75.1	-5.5
Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów	-39.4%	-54.1%	-59.4%	-61.1%	-54.0%	-45.0%
- Inwestycje rzeczowe	-84.5	-62.3	-60.5	-36.3	-36.3	-39.3
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	16.2	150.0	82.8	113.8	180.8	140.1
Wzrost w okresie rezydualnym						1.0%
Wartość rezydualna						1 909.3
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2019	15.3	132.8	68.9	88.9	132.5	1 283.6
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2019	1 722.0					
Udziały mniejszości	0.0					
Dług netto	435.9					
Inne aktywa	0.0					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2019	1 286.1					
Liczba akcji (mn)	45.0					
Koszt kapitału własnego	8.1%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	31.2					
Obecna cena akcji (PLN)	23.9					
Up/Downside	30.7%					

Podział wartości firmy



Źródło: Erste Securities Polska

Wrażliwość (na akcję)

		Marża EBIT w okresie rezydualnym				
		14%	15%	15%	16%	16%
WACC	8.0%	33.2	34.4	35.7	36.9	38.2
	8.5%	31.0	32.2	33.3	34.5	35.7
	9.0%	29.1	30.1	31.2	32.3	33.4
	9.5%	27.3	28.4	29.4	30.4	31.5
	10.0%	25.8	26.8	27.8	28.7	29.7
		Wzrost w okresie rezydualnym				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	8.0%	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
	8.5%	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3
	9.0%	31.2	31.2	31.2	31.2	31.2
	9.5%	29.4	29.4	29.4	29.4	29.4
	10.0%	27.8	27.8	27.8	27.8	27.8

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza na podstawie polskich spółek przemysłowych pokazuje, że spółka jest wyceniona w zależności od wskaźnika poniżej lub powyżej wartości godziwej dla roku 2020E w porównaniu z zestawem relatywnie tanich przedsiębiorstw, które w dalszym ciągu cierpią z powodu podwyższonych kosztów pracy oraz niepewności co do sytuacji makroekonomicznej w przyszłości.

Polskie spółki przemysłowe

	C/Z			EV/EBITDA			C/WK		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Forte	13.0	11.0	9.8	9.7	9.1	8.7	1.18	1.11	0.90
Apator	10.5	10.2	9.1	6.7	6.6	6.2	1.65	1.59	nd
Kęty	12.4	11.6	11.4	8.0	7.6	7.3	2.26	2.19	2.16
Stalprodukt	5.7	5.7	7.0	2.7	2.8	3.0	0.78	0.76	0.74
Alumetal	9.4	9.2	8.9	6.6	6.3	5.7	3.28	2.76	2.23
Wielton	8.4	7.1	7.1	7.3	6.8	6.1	4.08	3.46	2.95
Amica	7.8	7.6	7.8	5.7	5.5	5.3	1.00	0.91	0.86
Mediana	9.4	9.2	8.9	6.7	6.6	6.1	1.7	1.6	1.5
Newag	8.67	5.84	8.15	6.41	5.16	5.98	1.46	1.20	1.12
Premia/dyskonto	-8%	-36%	-9%	-5%	-22%	-3%	-12%	-24%	-27%
Implikowana wartość [PLN na akcję]	19.5	28.3	19.7	19.2	24.8	18.6	20.4	23.8	24.5

Źródło: Factset, Erste Group Research

Pokazujemy również porównanie z globalnymi producentami taboru kolejowego.

Globalni producenci taboru kolejowego

	C/Z			EV/EBITDA			C/WK		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Alstom	20.0	17.8	16.0	9.1	8.3	7.6	2.68	2.41	2.25
CRRC	13.7	12.0	10.9	9.0	8.2	7.6	1.34	1.25	1.18
Bombardier Transportation	-136.9	9.7	5.4	8.2	6.2	5.2	-0.82	-1.04	-2.02
Stadler Rail	21.7	17.3	16.1	11.9	9.7	9.1	4.97	4.35	3.91
Hyundai Rotem	70.0	32.2	24.1	19.9	15.2	13.6	1.65	1.57	1.47
CAF	17.2	13.3	11.7	7.3	6.7	6.1	1.79	1.66	1.59
Talgo	16.6	10.6	9.8	8.1	5.8	5.5	2.22	1.97	1.70
Mediana	17.2	13.3	11.7	9.0	8.2	7.6	1.8	1.7	1.6
Newag	8.67	5.84	8.15	6.41	5.16	5.98	1.46	1.20	1.12
Premia/dyskonto	-50%	-56%	-30%	-29%	-37%	-21%	-18%	-28%	-30%
Implikowana wartość [PLN na akcję]	35.8	41.1	25.9	27.3	32.3	23.7	22.1	24.9	25.6

Źródło: Factset, Erste Group Research

Dane pokazują, że spółka jest niedowartościowana wobec międzynarodowych odpowiedników, co naszym zdaniem jest w dużej mierze podyktowane jedynie lokalną działalnością i słabszą zdolnością do generowania wolnych przepływów pieniężnych.

Appendix: Lista kontraktów

PODPISANE KONTRAKTY			
Nazwa	Segment produktowy	Szacunkowa wartość w PLN mln	Notatki
31 dragonow dla PKP Cargo	produkcja lok. elektryczna	519	
Griffin - PKP IC - 20 szt+ opcja 10 szt	produkcja lok. elektryczna	432	wykonana opcja na 10 kolejnych
15D - PKP Cargo - 60 szt.	modernizacja lok.spalinowa	254	
45WE - Pomorskie - 5 szt + 5 szt opcja	produkcja EZT	200	wykonana opcja na 5 EZT
36WE - ŁKA - 14 szt	produkcja EZT	138	
Pojazdy 3wagony - METRO 1-20 sofia	metro	137	
36WE - woj.podkarpackie - 8 szt.	produkcja EZT	129	
Lubelskie 8 ezt 2 czł	produkcja EZT	119	
36WEit - FSE Włochy - opcja 6 szt	produkcja EZT	104	wykonana opcja
Lotos Kolej 6 dragonów 2	produkcja lok. elektryczna	90	
RCP - 5 szt. Griffin	produkcja lok. elektryczna	78	
Wielkopolskie 4sztuki 3czł SZT	produkcja SZT	77	
EP09 - IC - 42 lok. (umowa 2018)	rewizja lok. elektrycznych	46	
Dragon 2 - Lotos - 3 szt	produkcja lok. elektryczna	44	
31WE - woj.zachodniopomorskie - 13 szt	usługi P4 EZT	39	
36WEh - Lubuskie - 2 szt	produkcja SZT	35	
Dragon 2 DP - Laude - 2 szt	produkcja lok. elektryczna	31	
222M - woj.podkarpackie - 2 szt.	produkcja SZT	30	
Dragon 2 - Laude - 2 szt	produkcja lok. elektryczna	29	
6Dg - PKP Cargo Service - 7 szt	modernizacja lok.spalinowa	28	
Griffin - Lotos - 2 szt	produkcja lok. elektryczna	26	
Dragon 2 DP - Budokrusz - 1 szt	produkcja lok. elektryczna	16	
Dragon 2 DP- Rupińscy Szumowo- 1 szt	produkcja lok. elektryczna	16	
Dragon 2 DP- Rupińscy Szumowo- 1 szt	produkcja lok. elektryczna	16	
Dragon 2 DP - Cemet S.A. - 1 szt	produkcja lok. elektryczna	15	
Dragon 2 DP - LTC - 1 szt	produkcja lok. elektryczna	15	
15D - Bogdanka - 3 szt.	modernizacja lok.spalinowa	12	
16D - LHS - P4 - 6 szt	rewizja lok. spalinowych	7	
6Dg - Kolprem - 5 szt.	modernizacja lok.spalinowa	7	
15D - PKP Cargo Service - 1 szt	modernizacja lok.spalinowa	6	
6Dg - Lotos - 11 szt	modernizacja lok.spalinowa	6	
15D - ZIK Sandomierz - 1 szt.	modernizacja lok.spalinowa	6	
15D - LTC - 1 szt.	modernizacja lok.spalinowa	6	
15D - Majkoltrans - 1 szt	modernizacja lok.spalinowa	6	
15D - Budokrusz - 1 szt	modernizacja lok.spalinowa	6	
KM 12 Impulsow	usługi P3 EZT	4	
EP09 - IC - 31 lok. (umowa 2017)	rewizja lok. elektrycznych	4	
ET22 - PKP CARGO - 6 szt.	rewizja lok. elektrycznych	4	
6Dg - Majkoltrans - 1 szt	modernizacja lok.spalinowa	4	
35WE - SKM - 9 szt (P3)	usługi P3 EZT	3	
31WE - PR dla woj.zachodniopomorskie - 1 szt	usługi	2	
KD - wymiana kół monoblokowych w 36WEa	usługi	1	
SUMA		2745	Rzeczywisty backlog: 2204 (- przychody 9M19)

OPCJE			
Nazwa	Segment produktowy	Szacunkowa wartość w PLN mln	Notatki
226M VULCANO 4 szt	produkcja SZT	62	
Wielkopolskie 2sztuki 3czł SZT	produkcja SZT	39	
Lubelskie 2 ezt 2 czł	produkcja EZT	30	
SUMA		130	

WYGRANY PRZETARG			
Nazwa	Segment produktowy	Szacunkowa wartość w PLN mln	Notatki
SKM Warszawa 8 ezt 5 czł i 5 ezt 4 czł + opcja 7	produkcja EZT	544	
SUMA		544	

Źródło: raporty bieżące spółki, rynek-kolejowy.pl, inforail.pl

Erste Securities Polska S.A.

Newag SA

24 February 2020

PRZETARGI			
Nazwa	Segment produktowy	Szacunkowa wartość w PLN mln	Notatki
Ceske Drahy dostawa 60 sztuk SZT	produkcja SZT	870	
Zachodniopomorskie 2 hybrydy (opcja na +10)	produkcja EZT	240	Kontrakt na HZT, woj. posiada wysoki udział produktów NWG
Koleje Małopolskie 7 EZT 4 czł + 2 w opcji	produkcja EZT	198	
Ceske Drahy dostawa 10 sztuk SZT	produkcja SZT	145	
Palermo 5 EZT 4-czł	produkcja EZT	141	
Koleje Dolnośląskie 5 sztuk pięcioczłonowych EZT	produkcja EZT	120	Woj. posiada wysoki udział produktów NWG
Koleje Dolnośląskie 6 trójczłonowych HZT	produkcja EZT	120	Kontrakt na HZT, woj. posiada wysoki udział produktów NWG
P4 13 sztuk ED78 Szczecin	usługi P4 EZT	36	
Kronospan 2 sztuki Griffin z modulem	produkcja lok. elektryczna	29	
PKP Cargo Service 6Dg	modernizacja lok.spalinowa	27	
Poł-Miech Trans 1 sztuka Griffin	produkcja lok. elektryczna	15	
SUMA		1941	

POTENCJALNE PRZETARGI			
Nazwa	Segment produktowy	Szacunkowa wartość w PLN mln	Notatki
Dostawa nowych EZT	produkcja EZT	1238	+50% vs poprzednia prognoza
PKP IC zakup nowych wagonów osobowych	produkcja wagonów	1022	
Hybrydowe zespoły trakcyjne	produkcja EZT	840	wraz z rozpisnymi przetargami + 33% vs poprzednia prognoza
Dostawa nowych lokomotyw elektrycznych	produkcja lok. elektryczna	784	+37% vs poprzednia prognoza
PKP IC modernizacja wagonów osobowych	modernizacja wagonów	747	
Przewozy Regionalne - EZT	produkcja EZT	644	-177% vs poprzednia prognoza
PKP IC modernizacja wagonów osobowych	modernizacja wagonów	560	
PKP LHS Dragon 25kV szeroki tor	produkcja lok. elektryczna	540	
Modernizacja SM42	modernizacja lok.spalinowa	494	
Łódź, Szczecin, Kraków	produkcja tramwajów	423	
MPK Wrocław	produkcja tramwajów	402	
Dostawa tramwajów	produkcja tramwajów	402	
SKM Trójmiasto dostawa 10 sztuk 8 członowych EZT	produkcja EZT	320	
Dostawa wagonów pasażerskich	produkcja wagonów	280	
Naprawy P4 dostarczonych EZT	usługi P4 EZT	275	
PR lokomotywy spalinowe	produkcja lok. spalinowa	252	
Dragon dwutrakcyjny spalinowo-elektryczny	produkcja lok. elektryczna	200	
Koleje Dolnośląskie 8 sztuk pięcioczłonowych EZT	produkcja EZT	160	
PKP Intercity - lokomotywy spalinowo elektryczne 16	produkcja lok. elektryczna	160	
Dostawa nowych lokomotyw spalinowych	produkcja lok. spalinowa	156	
Dostawa nowych piętrowych EZT	produkcja EZT	150	
PR lokomotywy elektryczne	produkcja lok. elektryczna	145	
P4 lokomotyw elektrycznych EP09	usługi P4 EZT	112	
Łódzkie trójczłonowe EZT wraz z utrzymaniem	produkcja EZT	110	
PKP Intercity - lokomotywy elektryczne 190 km/h	produkcja lok. elektryczna	86	
Dostawa nowych SZT	produkcja SZT	78	
JSW modernizacja 15D	modernizacja lok.spalinowa	44	
Kolprem 11 sztuk 6Dg	modernizacja lok.spalinowa	34	
PCC intermodal Griffin z modulem	produkcja lok. elektryczna	29	
PKP LHS rewizja 311D	rewizja lok. spalinowych	29	
PKP LHS modernizacja 16D	modernizacja lok.spalinowa	13	
6Dg LTC	modernizacja lok.spalinowa	3	
SUMA		10730	

Źródło: raporty bieżące spółki, rynek-kolejowy.pl, inforail.pl

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-30	2021-12-31	2022-12-31
Przychody ze sprzedaży	789.87	1 021.56	982.98	1 249.53	1 222.01	1 299.46
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	685.63	816.92	757.87	945.44	933.59	990.27
Zysk brutto ze sprzedaży	104.23	204.63	225.11	304.09	288.42	309.19
Koszty sprzedaży i administracyjne	68.18	74.38	83.51	106.16	103.82	110.40
Pozostałe przychody	18.83	22.91	17.71	0.00	0.00	0.00
Pozostałe koszty	9.37	25.21	11.98	0.00	0.00	0.00
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	79.41	164.39	181.30	232.21	220.92	235.11
Amortyzacja	33.89	36.44	33.98	34.28	36.32	36.32
Zysk operacyjny - EBIT	45.51	127.95	147.32	197.93	184.60	198.79
Przychody i koszty finansowe	-10.70	-12.12	-19.60	-17.43	-14.19	-12.56
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	34.82	115.83	127.72	180.50	170.41	186.23
Podatek dochodowy	5.16	22.43	29.67	24.01	21.69	42.83
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	-0.08	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	29.74	93.35	98.05	156.48	148.71	143.40
Skonsolidowany bilans	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-30	2021-12-31	2022-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	313.91	366.38	416.92	444.96	469.18	469.18
Wartości niematerialne	36.16	30.94	30.94	30.94	30.94	30.94
Pozostałe aktywa trwałe	93.14	87.82	87.82	87.82	87.82	87.82
Razem aktywa trwałe	443.21	485.13	535.67	563.72	587.93	587.93
Zapasy	237.26	223.21	301.07	310.83	306.93	325.57
Należności	279.16	419.42	457.82	581.97	569.15	605.23
Inne aktywa obrotowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13.80	63.51	70.00	90.00	110.00	130.00
Razem aktywa obrotowe	558.56	725.72	848.48	1 002.39	1 005.67	1 080.38
RAZEM AKTYWA	1 001.77	1 210.85	1 384.15	1 566.10	1 593.60	1 668.31
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	403.49	495.27	559.74	686.22	774.93	878.33
Udziały niekontrolujące	0.11	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	79.97	185.98	331.02	407.84	389.97	392.54
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	29.07	26.50	26.50	26.50	26.50	26.50
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	5.12	6.17	7.12	7.03	6.03	6.05
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Razem zobowiązania długoterminowe	117.65	220.12	366.12	442.85	423.97	426.57
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	204.01	203.32	174.88	124.88	84.88	44.88
Zobowiązania handlowe	103.82	125.36	116.30	145.08	143.26	151.96
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	151.56	135.34	135.34	135.34	135.34	135.34
Razem zobowiązania krótkoterminowe	480.52	495.30	458.30	437.04	394.69	363.40
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	1 001.77	1 210.85	1 384.15	1 566.10	1 593.60	1 668.31
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
PLN mn	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-30	2021-12-31	2022-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	44.38	17.68	8.16	85.51	198.40	133.75
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-33.58	-12.04	-84.52	-62.32	-60.53	-36.32
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-1.35	44.28	82.86	-3.18	-117.87	-77.43
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	9.41	49.71	6.49	20.00	20.00	20.00
Marże i wskaźniki	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Wzrost przychodów rdr	41.3%	29.3%	-3.8%	27.1%	-2.2%	6.3%
Marża EBITDA	10.1%	16.1%	18.4%	18.6%	18.1%	18.1%
Marża EBIT	5.8%	12.5%	15.0%	15.8%	15.1%	15.3%
Marża zysku netto	3.8%	9.1%	10.0%	12.5%	12.2%	11.0%
ROE	7.3%	20.8%	18.6%	25.1%	20.4%	17.3%
ROCE	4.3%	11.9%	10.4%	14.3%	12.7%	12.0%
Wskaźnik kapitału własnego	40.3%	40.9%	40.4%	43.8%	48.6%	52.6%
Dług netto	270.2	325.8	435.9	442.7	364.9	307.4

Źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). NEWAG Spółka Akcyjna została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym spółki NEWAG Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W związku z powyższym Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowi podstawy lub zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiegokolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiegokolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnosiniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiał na połączonym stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wielka Brytania: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banca Comercială Română jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Turcja: Tarkus Advisory, nieregulowana turecka firma doradcza, jest wyłącznym partnerem Erste Group Bank AG w zakresie badań inwestycyjnych i działań w imieniu Erste Group Bank AG na rzecz tureckich emitentów. Za treści, oceny i ceny docelowe odpowiada wyłącznie Erste Group Bank AG.

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2019. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.
Departament Analiz
Ul. Królewska 16
00-103 Warszawa

Erste Securities Polska S.A.

Newag SA

24 February 2020

Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG

Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Siedziba: Wiedeń

Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m

Sądzie Gospodarczym w Wiedniu

Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com