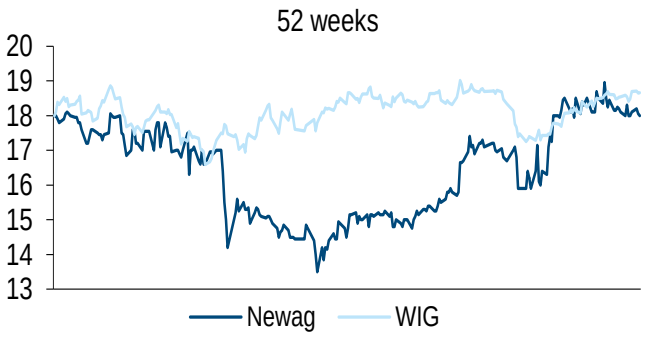
Erste Securities Polska
Newag SA
26 July 2019

Newag

Akumuluj

PLN mn	2018	2019e	2020e	2021e
Przychody	1021.6	896.9	1239	1073.4
EBITDA	164.4	160.6	210.6	160.6
EBIT	128.0	124.3	178.0	129.6
Zysk netto dla jedn. dominujące	93.4	93.5	138.7	99.4
Zysk na akcję (PLN)	2.07	2.08	3.08	2.21
Zysk gotówkowy na akcję (PLN	2.88	2.88	3.81	2.9
Wartość księgowa na akcję (PL	11.01	12.34	14.98	16.07
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.75	0.44	1.11
EV/EBITDA (x)	6.0	6.4	5.2	6.0
P/E (x)	7.2	8.7	5.8	8.1
P/CE (x)	5.1	6.2	4.7	6.2
Stopa dywidendy	0.0%	4.2%	2.5%	6.2%



Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	18.0	Reuters	NWGP.WA	Akcje w wolnym obrocie	56%
Liczba akcji (mn)	45.0	Bloomberg	NWG PW	Główni akcjonariusze:	szy Newag (44.3%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	810	Dzień dywidendy	19.08.2019		NN OFE (8.89%)
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	1030	**Cena docelowa**	**20.1**	Strona internetowa:	www.newag.pl

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

Wzrost wspierany przez makro i mix produktowy

Rozpoczynamy pokrywanie spółki Newag z rekomendacją Akumuluj i ceną docelową PLN 20.1 na akcję, co implikuje 11.9% potencjał wzrostu.

Perspektywa wzrostu przychodów wygląda obiecująco patrząc na mnogość kontraktów na elektryczne zespoły trakcyjne (ezt) i lokomotywy. Oczekujemy pojawienia się przetargów na PLN 5.4 mld na pierwsze z nich i PLN 2.6 mld na drugie do roku 2024. Z drugiej strony przychody będą ograniczane przez moce produkcyjne spółki, które szacujemy na około PLN 1.2 mld. Wysoka zmienność wyników prognozowanych na lata 2019-2023 jest pochodną przeszłych przychodów oraz zysków spółki. Pomimo to nie oczekujemy powtórki z historii w postaci znacznego spadku skali operacji, jaka miała miejsce w roku 2016. Dzięki wprowadzeniu zasady n+3 fundusze UE powinny wspierać przychody przynajmniej do 2023 roku.

Liczymy na poprawę miksu produktowego w oparciu o zwiększenie sprzedaży ezt i lokomotyw elektrycznych oraz odejście od mniej rentownych kontraktów. Powinno się to przełożyć na wyższą marżę brutto na poziomie 21.6%; 22.1%; 19.8%; 18.6%; 16.7% odpowiednio w latach 2019-23. Liczymy na rekordowe wyniki w roku 2020, ze względu na duży kontrakt PKP IC na zakup lokomotyw elektrycznych Griffin.

Poprawa rentowności spółki powinna przyczynić się do wyższych dywidend w 2021-23. Oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 6.2% w 2021 i 3.7% w latach 2022 i 2023.

Przypadek inwestycyjny

Przeszłe wyniki spółki wskazują na lepsze rezultaty przy dużej obfitości środków unijnych oraz słabsze przy ich braku (jak widzieliśmy w roku 2016). Plan wydatków polskiego rządu zawarty w programie KPK (PLN 69.6 mld) wspierany właśnie przez fundusze UE nastawia nas pozytywnie do potencjału wzrostu biznesu spółki. Zaznaczamy również, że wydatki na tabor uaktywniły się pod koniec zeszłej perspektywy. Biorąc pod uwagę implementację zasady n+3 wydaje nam się, że podaż przetargów na tabor kolejowy będzie wspierać wyniki spółki do roku 2023. Oczekujemy około PLN 5.4 mld kontraktów na ezt oraz PLN 2.6 mld na lokomotywy elektryczne do roku 2024.

Swego czasu spółka koncentrowała swoją działalność na modernizacjach i naprawach przestarzałego taboru kolejowego. Odkąd Newag zadebiutował na giełdzie widzimy stopniowy zwrot ku bardziej rentownym segmentom działalności, jakimi są ezt i co bardziej istotne lokomotywy elektryczne. Zakładając wzrost w kosztach materiałów i kosztach pracy (w relacji do przychodów) prognozujemy, że średnia marża brutto w prognozowanym okresie poprawi się w porównaniu z latami poprzednimi (średnia dla lat 2019-2023: 19.8% vs. średnia dla lat 2014-2018: 17.5%). Głównym motorem poprawy marży naszym zdaniem powinien być wzrost udziału w całkowitej sprzedaży segmentów ezt i elektrycznych lokomotyw. Lokomotywy produkowane przez Newag cechują się lepszą marżą, ze względu na księgowane niższe koszty pracy na produkt. Pomimo że prognozujemy spadek sprzedaży w roku 2019, oczekujemy płaskiego zysku netto ze względu na poprawę marży oraz niższą efektywną stopę podatkową. Rok później oczekujemy znaczącej poprawy zarówno po stronie przychodów, jak i zysków ze względu na m.in. podpisany kontrakt na lokomotywy elektryczne z PKP IC.

Poprawa rentowności biznesu oraz brak większych nakładów inwestycyjnych w najbliższych latach (nie licząc roku 2019, w którym oczekujemy ich na poziomie PLN 56 mln) powinny przyczynić się do wypłaty sowitej dywidendy w latach 2021-23 ze stopami dywidendy na poziomie 6.2% w 2021 i 3.7% w 2022 i 2023.

Jednakże pozostajemy konserwatywni w zakresie prognozowania dużych wzrostów przychodów rok do roku ze względu na konkurencję ze strony spółki Pesa oraz słabsze wyniki w generowaniu przepływów pieniężnych (mierzone poprzez stopę wydajności przepływów pieniężnych). Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione czynniki wydajemy rekomendację **Akumuluj** z ceną docelową **PLN 20.1**.

Model biznesowy i strategia

Newag jest spółką o średniej kapitalizacji (z indeksu sWIG80) notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Podstawowa działalność spółki opiera się na produkcji, naprawie oraz modernizacji taboru kolejowego.

Pierwotnie spółka zajmowała się głównie naprawą oraz modernizacją zespołów trakcyjnych, lokomotyw (spalinowych i elektrycznych) i wagonów osobowych. Z czasem spółka rozpoczęła produkcję własnego taboru kolejowego. Obecnie w ofercie produktów przedsiębiorstwa można znaleźć: elektryczne zespoły trakcyjne (ezt) „Impuls”, spalinowe zespoły trakcyjne „Vulcano” i „222M” oraz elektryczne lokomotywy „Dragon” i „Griffin”.

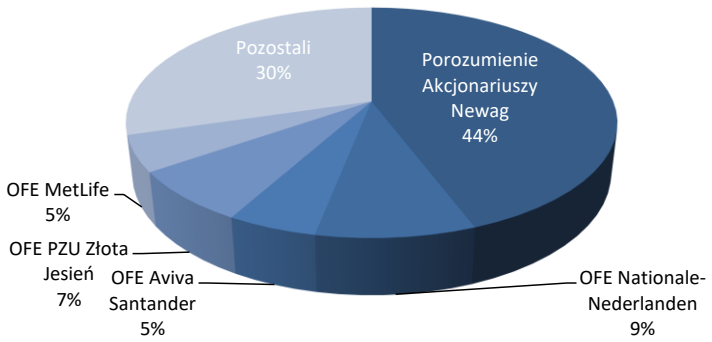
Zarząd spółki widzi potencjał dla rozwoju w europejskich programach wspierających transport intermodalny (ang. Combined Transport Directive), w których kolej ma grać jedną z kluczowych ról. W połączeniu z naciskiem na „czystszy" transport i redukcję zanieczyszczenia powietrza miałoby się to przyczynić do zwiększonej sprzedaży taboru elektrycznego i hybrydowego.

Newag chce zwiększać sprzedaż w segmentach lokomotyw elektrycznych oraz modernizacji lokomotyw spalinowych. Zarząd twierdzi, że na rynku funkcjonuje obecnie około dwóch tysięcy lokomotyw elektrycznych i taka sama liczba ich spalinowych odpowiedników. Z tego 60-70 to nowe elektryczne lokomotywy, 300 zmodernizowanych spalinowych oraz około 10 nowych lokomotyw spalinowych (nie starszych niż 4 lata).

Jeśli chodzi o ekspansję zagraniczną to spółka produkuje prawie wyłącznie na lokalny rynek (z epizodami we Włoszech i w Bułgarii), czego powodem jest długotrwały proces w uzyskiwaniu homologacji taboru na rynkach zagranicznych. Pomimo tego Newag zdecydował się na wejście na rynek włoski, w którym Zarząd widzi potencjał ze względu na identyczne napięcie elektryczne trakcji, podobny rozstaw torów oraz środki unijne na rozwój mniej zamożnych regionów we Włoszech (kontrakty w Bari). Dodatkowo Włosi nie mają swojego krajowego producenta odkąd Fiat Ferroviaria został przejęty przez francuski Alstom. Pozostałymi graczami na tym rynku są Stadler oraz Hitachi, wobec których Newag mógłby być tańszą opcją. Pozostałymi rynkami, w których spółka planuje zaistnieć są Czechy, państwa z Europy Środkowej oraz w późniejszym terminie Niemcy.

Akcjonariat

Struktura akcjonariatu na 31 Marca 2019



Źródło: raporty spółki

Na „Porozumienie Akcjonariuszy Newag" składają się:
- Pan Zbigniew Jakubas wraz z podmiotem zależnym Jakubas Investment Sp. z o.o. (40.45% udziału w spółce)
- Pan Prezes Zbigniew Konieczek wraz z podmiotem zależnym Sestesso Sp. z o.o. (2.5% udziału w spółce)
- Członek Zarządu ds. Finansowych Pan Bogdan Borek wraz z podmiotem zależnym Immovent Sp. z o.o. (1.3% udziału w spółce)

Rynek taboru kolejowego

Środki unijne na zakup taboru

Pomimo że wygrane, ogłoszone oraz oczekiwane przetargi na zakup taboru kolejowego są głównym motorem wzrostu dla spółki, zwracamy również uwagę na rolę środków unijnych w ramach Krajowego Programu Kolejowego (KPK). Program ten został w lutym 2019 zwiększony o kolejne PLN 3.2 mld, co wskazywałoby na istotną rolę kolei w strategii rządu.

KPK: planowane wydatki wg źródła finansowania

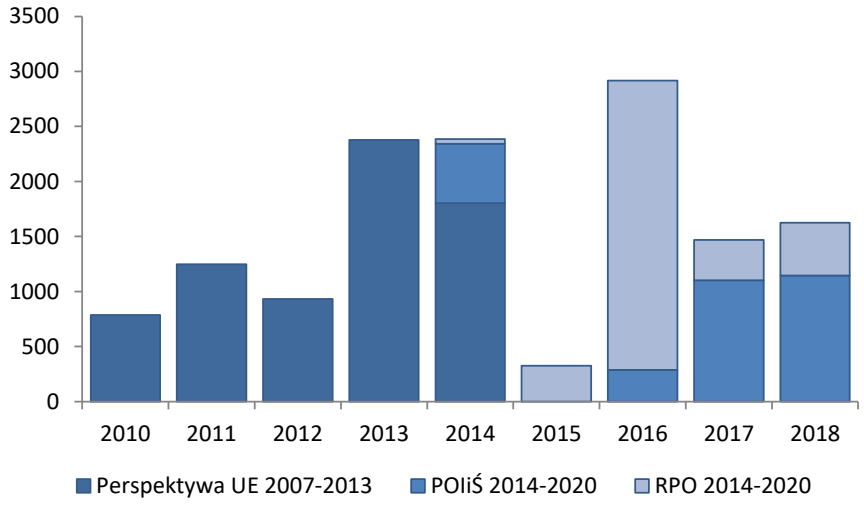
PLN mln	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TOTAL
Fundusz Spójności	76.0	25.1	3584.7	3698.4	5263.5	**8018.5**	**10527.7**	**10528.5**	**7279.6**	**3457.0**	**52458.9**
CEF		0.4	62.9	1606.2	2853.7	**3893.3**	**5896.3**	**4372.3**	**2755.0**	**1412.5**	**22852.7**
POIiŚ 2014-2020	73.1	5.8	1076.3	1746.7	2227.4	**3944.0**	**4613.0**	**6156.2**	**4524.5**	**2044.5**	**26411.5**
POIiŚ 2007-2013	2.8	18.9	2445.5	345.5	182.5	**181.3**	**18.3**				**3194.7**
PO PW				48.9	680.6	**742.4**	**230.0**	**205.0**	**219.6**	**8.9**	**2135.4**
RPO		0.1	74.0	102.8	516.1	**931.4**	**1135.4**	**1269.3**	**763.5**	**6.3**	**4798.9**
RPO 2014-2020		0.1	0.5	101.4	515.5	**931.4**	**1135.4**	**1269.1**	**763.5**	**6.3**	**4723.1**
RPO 2007-2013			73.5	1.4	0.6			**0.3**			**75.8**
Krajowe			1259.8	1705.1	1628.8	**1316.6**	**1165.8**	**1064.2**	**1019.1**	**991.6**	**10151.1**
Program PPO			14.1	15.0	15.0	**15.0**	**15.0**				**74.1**
SUMA	152.0	50.4	8591.2	9371.4	13883.8	**19973.8**	**24736.9**	**24864.7**	**17324.8**	**7927.3**	**69618.5**

Źródło: Ministerstwo Infrastruktury

Większość funduszy z programu jest przeznaczonych na infrastrukturę tj. modernizację oraz budowę trakcji kolejowej. To powinno pośrednio przełożyć się na zwiększony popyt na nowy tabor kolejowy. Nowe trasy i elektryfikacja dotychczasowych zmusi samorządy do kupna ezt oraz lokomotyw, bądź przynajmniej ich modernizacji.

Mówiąc o bezpośrednich czynnikach wzrostu trzeba spojrzeć na Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko (POIiŚ) oraz Regionalne Programy Operacyjne (RPO).

Wydatki z funduszy UE na zakup taboru w latach 2010-18 w PLN mln

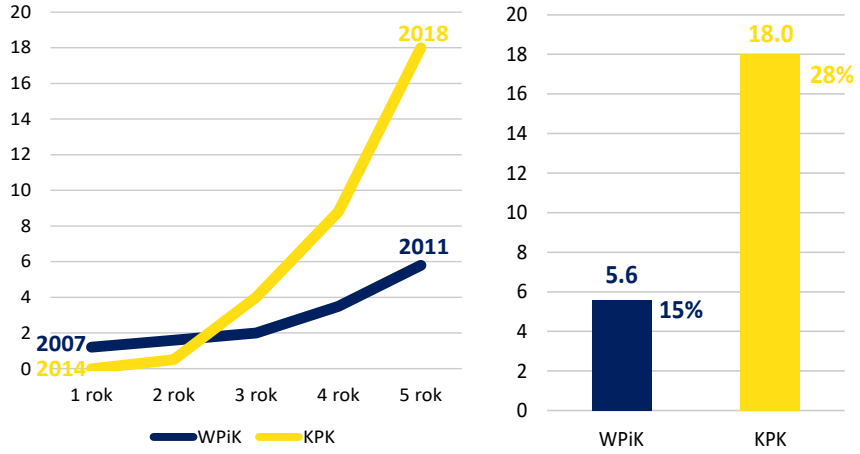


Źródło: Portal Funduszy Europejskich, własne obliczenia

Powyżej rozpisano wydatki poniesione na zakup taboru z udziałem środków unijnych na podstawie roku rozpoczęcia danego projektu.

Aby zobaczyć wpływ na przychody spółki produkującej tabor należy założyć co najmniej jednoroczne opóźnienie od rozpoczęcia projektu do podpisania kontraktu. Dane wyraźnie pokazują okres przejściowy pomiędzy perspektywami unijnymi. Można zaobserwować zwiększone wydatki na tabor w ostatnim roku perspektywy 2007-13 oraz w roku następującym (2014). Przyczyną takiego zjawiska było przeniesienie środków przeznaczonych na infrastrukturę kolejową z poprzednika KPK tzw. WPiK (Wieloletni Program Inwestycji Kolejowych) na zakup taboru. PKP PLK będąc niezdolne do wydatkowania wszystkich pieniędzy przekazanych przez Unię próbowało je przeznaczyć na projekty drogowe. Kiedy Komisja Europejska nie wyraziła zgody na takie rozwiązanie, w przyśpieszonym trybie rozpoczęto rozpisywanie kontraktów na zakup taboru. Czy będziemy mieli do czynienia z podobnym zjawiskiem pod koniec obecnej perspektywy pozostaje zagadką. PKP twierdzi, że obecne wykorzystanie środków w KPK jest na znacznie lepszym poziomie niż w WPiK.

Wydatki w PLN mld



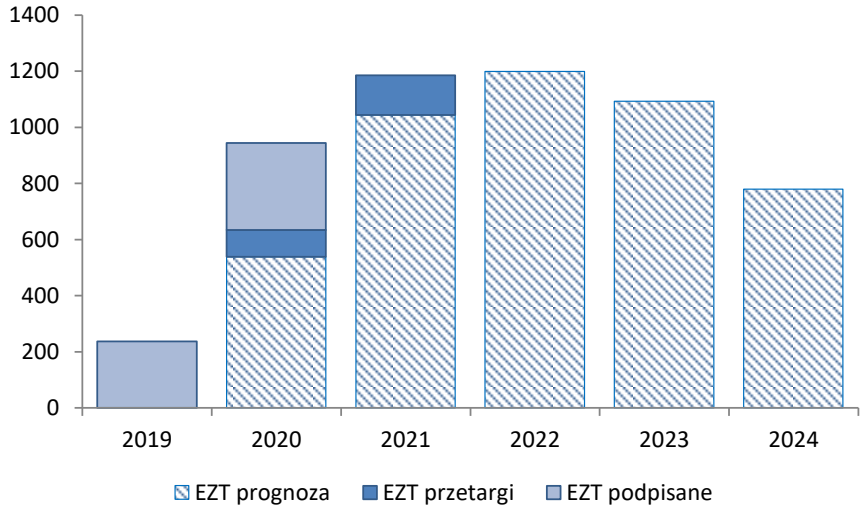
Źródło: PKP PLK

Z planowanych PLN 69 mld do wydania, PKP PLK wykorzystało póki co PLN 18 mld na półmetku programu.
Dane pokazują również znaczące załamanie się wydatków na tabor w 2015, co poskutkowało słabą podażą kontraktów i spadkiem sprzedaży spółki Newag o niemal połowę. Należy jednak podkreślić, że perspektywa 2013-20 wprowadziła zasadę „n+3” (wobec zasady „n+2” w poprzedniej perspektywie), która wymusza wykorzystanie środków unijnych do roku 2023, stąd uważamy że podaż kontraktów powinna być stabilna aż do roku 2024.

Potencjał kluczowych produktów

Najważniejszym produktem firmy Newag pozostają ezt wraz ze spalinowym odpowiednikiem (szt). Ich udział w przychodach spółki wahał się na poziomie od 26.14% do 75.3% w latach 2012-18. Analizujemy chłonność segmentu patrząc na portfel zamówień spółki, ogłoszone przetargi oraz naszą prognozę potencjalnych kontraktów w przyszłości.

Perspektywa sprzedaży ezt 2019-2024 w PLN mln



Źródło: Rynek Kolejowy, własne obliczenia

Z szacowanych PLN 5.4 mld wydatków na zakup ezt w Polsce do roku 2024, PLN 547 mln jest praktycznie pewnych, jako że Newag podpisał dany kontrakt bądź zwyciężył w przetargu na dostawę swoich produktów. W tej sumie są również dwa rozpisane przetargi z dostawami na lata 2020-2021, z których nie wyłoniono jeszcze zwycięzcy o łącznej wartości PLN 236 mln.

Pozostała część tej sumy to PLN 4.7 mld prognozowanych przetargów, z których największymi są plan inwestycyjny PolRegio na PLN 1.8 mld oraz PLN 820 mln na hybrydowe zespoły trakcyjne, które będą mogły się poruszać zarówno po trakcji zelektryfikowanej jak i niezelektryfikowanej (między innymi PolRegio wykazało zainteresowanie takiego rodzaju taborem). Zdajemy sobie sprawę z ryzyka jakie wiąże się z uzależnieniem przyszłych przychodów spółki od jednego dostawcy. Jednakże, implementacja IV pakietu kolejowego (który otworzy polski rynek przewoźników kolejowych na zagraniczną konkurencję), większościowy pakiet państwowego ARP w spółce oraz dostęp do środków unijnych od tego roku (w zeszłych latach środki unijne dla spółki zostały zablokowane ze względu na postępowanie Komisji Europejskiej odnośnie otrzymania przez PolRegio wsparcia publicznego na PLN 600mln) powinny wspierać plany rozwojowe przewoźnika.

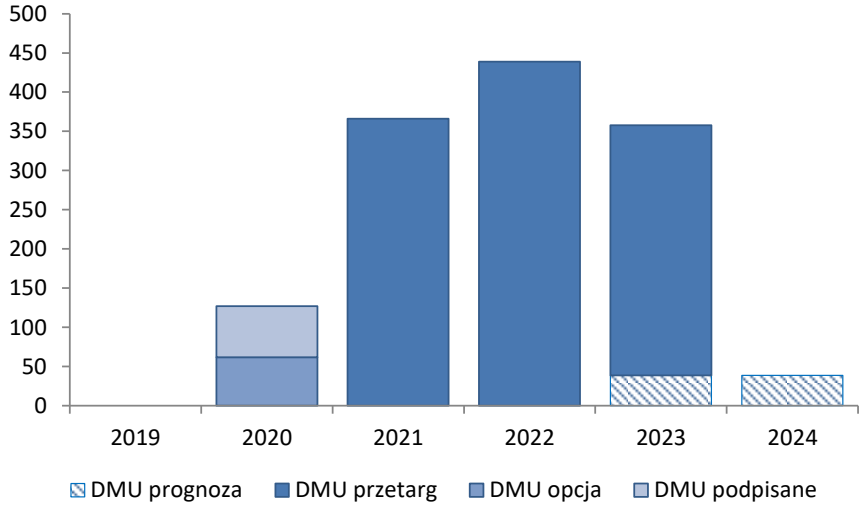
Inherentnym ryzykiem w przetargach na ezt i szt jest złożenie oferty powyżej budżetu. Ostatnio spowodowało to opóźnienia w kontraktach dla przewoźników z województw Dolnośląskiego, Lubelskiego i Małopolskiego. Jako że samorządy nie chcą tracić środków unijnych zwykle znajdują dodatkowe źródła finansowania, bądź decydują się na zakupy mniejszej ilości zespołów trakcyjnych. Producenci tacy jak Newag i Pesa nie są zbyt chętni do znaczącego zmniejszania cen. Przykładowo w ponownie rozpisanym przetargu na dostawę ezt dla województwa małopolskiego

Newag zmniejszył swoją ofertę o PLN 1.7 mln w porównaniu do poprzedniej wynoszącej PLN 111.9 mln, mimo że budżet klienta opiewał na PLN 89.7 mln. Rynek producentów taboru można określić jako oligopol z dwoma producentami okupującymi większość kontraktów z kilkoma większymi przetargami wygranymi przez Stadlera.

Widzimy spory potencjał jeśli chodzi o wymianę przestarzałych zespołów trakcyjnych. Na koniec 2017 roku w Polsce działało 643 zespołów trakcyjnych EN57 – modele produkowane przez Pafawag, które pamiętają jeszcze sekretarza Gomułkę. Obecnie pociągi te są albo wymieniane na nowe, albo modernizowane.

Segment spalinowych zespołów trakcyjnych (szt) jest mniej przyszłościowy od ezt. Większość trakcji w Polsce jest obecnie elektryfikowana (w ramach KPK), więc przyszłość należy raczej do ezt i hybrydowych zespołów trakcyjnych.

Perspektywa sprzedaży szt 2019-24 w PLN mln



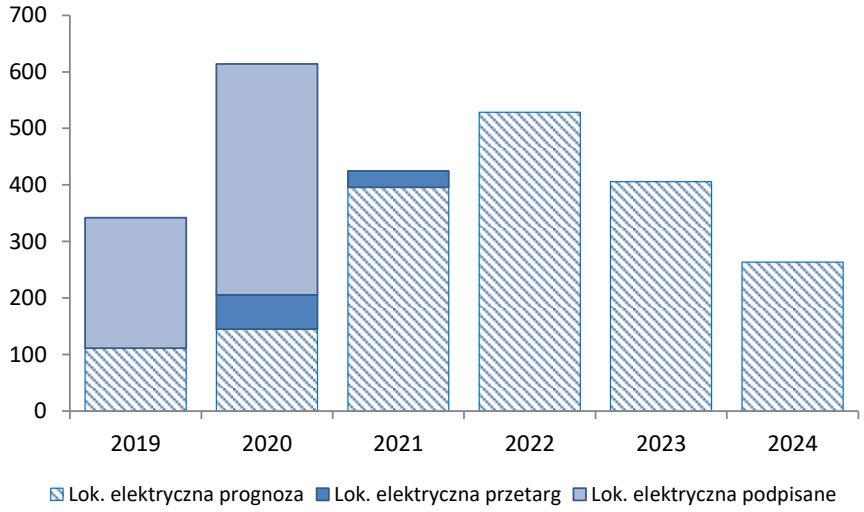
Źródło: Rynek Kolejowy, własne obliczenia

Pomimo tego, państwowy przewoźnik naszych południowych sąsiadów Cesky Drahy rozpisał przetargi na dostawę 70 szt w latach 2021-2023, w których Newag chciałby uczestniczyć. Z PLN 1.3 mld oczekiwanych na lata 2019-2024, PLN 1.02 mld dotyczy Czeskiej spółki. Trzeba jednak podkreślić, że Czesi posiadają własnego producenta z silną pozycją na rynku, a mianowicie Skoda Transportation. Ponadto, Pesa jest również obecna na tym rynku. Ostatnio spółka podpisała kontrakt warty PLN 84 mln na dostawę swoich ezt „Elf" dla prywatnego czeskiego przewoźnika RegioJet.

Prognoza zawiera również podpisany kontrakt na dostawę szt do województwa Lubuskiego, wygrany przetarg na dostawę szt do województwa oraz opcję na kontrakt we Włoszech.

Segment lokomotyw elektrycznych jest naszym zdaniem drugim najważniejszym po ezt. W 2018 roku Newag podpisał duży kontrakt z PKP IC na dostawę 20 lokomotyw Griffin z opcją na zakup kolejnych 10.

Perspektywa sprzedaży lokomotyw elektrycznych 2019-24 w PLN mln



Źródło: Rynek Kolejowy, własne obliczenia

Łączna wartość oczekiwanych zamówień na lokomotywy elektryczne do 2024 wynosi PLN 2.6 mld. Z tej sumy aż PLN 638.8 mln to już podpisane umowy, w których uwzględniamy również opcje na dodatkowych 10 lokomotyw dla PKP IC. Istnieje znaczne w naszym mniemaniu prawdopodobieństwo wykorzystania opcji, jako że przewoźnik ma w planach wydatki na poziomie PLN 7 mld do roku 2023 na nowy tabor oraz modernizacje stacji kolejowych.

Szacunki zawierają również PLN 1.9 mld potencjalnych przetargów głównie na lata 2021-2024 z dużym udziałem oczekiwanych kontraktów od PKP LHS (PLN 540 mln) oraz PKP Cargo (PLN 330 mln).

Główni konkurenci

Głównym problemem w przetargach na zakup taboru w Polsce jest fakt, że większość z nich jest na ograniczoną ilość zespołów trakcyjnych. Każdy kontrakt wymaga dodatkowych nakładów na przygotowanie oferty oraz czynności administracyjne. Zwykle samorządy ogłaszają przetargi na nie więcej niż 10 ezt, które są zbyt małe dla globalnych producentów takich jak Stadler, Alstom oraz Bombardier. W rezultacie w większości przetargów w Polsce biorą udział lokalni gracze: Pesa i Newag. Nierzadko zdarza się również zobaczyć przetargi, w których tylko jeden z nich wystawił ofertę. Oferta produktowa Pesy jest bardzo zbliżona do tej Newaga z dodatkiem tramwajów, dlatego uważamy właśnie tę spółkę za głównego konkurenta.

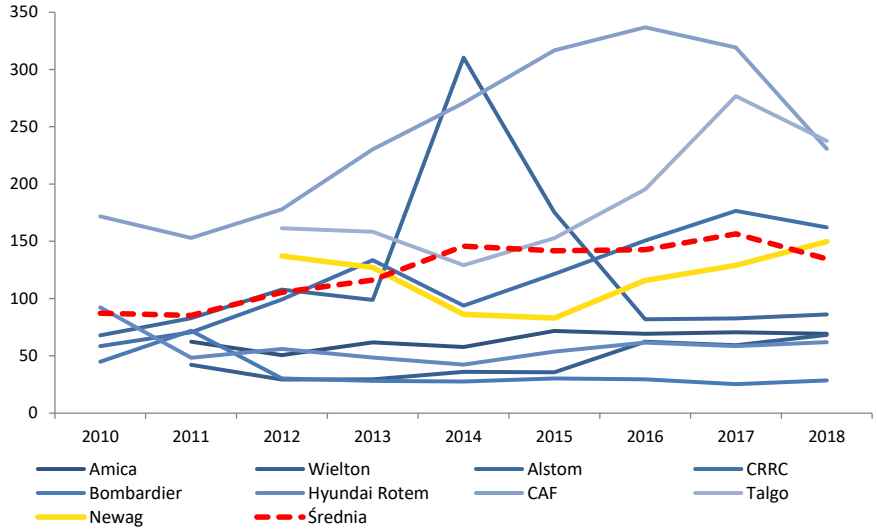
Pesa niedawno opublikowała raport za rok 2018, który pokazał że spółka zaksięgowała PLN 257.1 mln straty netto. Rok wcześniej strata była jeszcze większa i wyniosła PLN 630.7 mln. Przed bankructwem przedsiębiorstwo uchronił fundusz państwowy PFR, który kupił 100% udziału w spółce za PLN 300mn w obligacjach zamiennych. Ponadto PFR pomógł Pesie przy negocjacjach z bankami i ubezpieczycielami zapewniając finansowanie na poziomie PLN 1.2 mld w postaci długo, gwarancji i ubezpieczeń, pomimo obiekcji menadżera jednego z banku, który wskazywał na potencjalne problemy z płynnością spółki w razie konieczności zapłaty PLN 600 mln w karach umownych dla Deutsche Bahn. Ostatecznie Pesa dogadała się z DB i zamiast kilkuset milionów zapłaciła kilkadziesiąt. Problemy spółki zaczęły się od przyjmowania zbyt

dużej ilości kontraktów przy wymagających harmonogramach dostaw oraz cenach, które nie do końca uwzględniały wszystkie koszty danego kontraktu. To spowodowało straty na kontraktach ze względu na opóźnione dostawy. Dzisiaj Zarząd spółki twierdzi, że już nie będzie brał udziału w wojnie cenowej oraz że będzie podejmował się kontraktów z niskim ryzykiem opóźnień, co wpłynie pozytywnie na jakość produktów. Efekty wprowadzonej strategii mogliśmy zaobserwować patrząc na wyniki przetargu na tabor tramwajowy dla Warszawy, w którym oferta Pesy okazała się znacznie droższa od oferty spółki Hyundai Rotem. Podobnie w ostatnim przetargu dla PKP IC na dostarczenie 12 ezt, Pesa chciała więcej pieniędzy od Stadlera. Podsumowując, nie sądzimy że obecne kłopoty Pesy doprowadzą do jej bankructwa (co byłoby pewnie ulgą dla Newaga). Jednakże, oczekujemy pozytywnego wpływu na cenniki w nowych przetargach bez ofert, które potencjalnie nie uwzględniały wszystkich kosztów poniesionych przez producenta.

Płynność oraz efektywność generowania przepływów pieniężnych

Patrząc na wskaźniki płynności spółki oraz przepływy pieniężne można zaobserwować, że spółka lekko odbiega od innych spółek przemysłowych w Polsce takich jak Wielton lub Amica.

Wskaźnik cyklu regulowania należności w dniach 2010-18

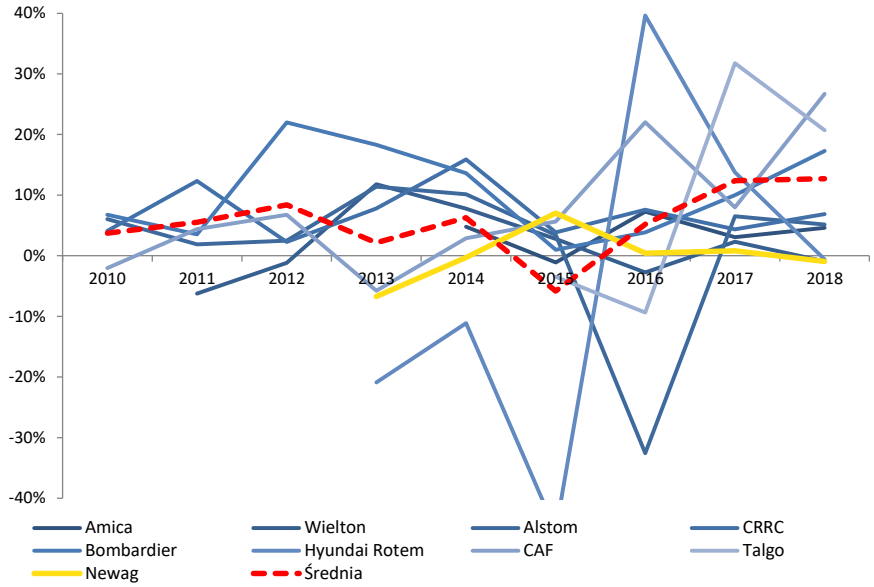


Źródło: Bloomberg, własne obliczenia

Zwłaszcza patrząc na wskaźnik cyklu regulowania należności w dniach można zauważyć dużą rozbieżność pomiędzy Amicą i Wieltonem, które znalazły się w dolnej części wykresu ze średnią wartością wskaźnika przez ostatnie dziewięć lat na poziomie odpowiednio 64 i 45 dni. Jednak, gdy do Polskich spółek dołączymy zagraniczne odpowiedniki Newaga widać że jest to standardem rynkowym, że cykl regulowania należności jest wydłużony. Średnia wartość wskaźnika dla zagranicznych producentów taboru wynosi 124 przy 118 Newaga. Przyczyną wydłużonego cyklu należności może być charakterystyczne dla rynku podpisywanie długoterminowych kontraktów, które negatywnie wpływają na szybkość konwersji należności na przychody.

Stopa wolnych przepływów pieniężnych również pokazuje pewną słabość Newaga w porównaniu z polskimi spółkami porównawczymi. Średnia stopa wolnych przepływów pieniężnych dla polskiego producenta taboru w latach 2013-18 wyniosła 0.1% w porównaniu z 3.7% Amici i 1.7% Wieltona. Stopa była również niższa od globalnych spółek porównawczych (5.6%).

Stopa wolnych przepływów pieniężnych w % 2010-18

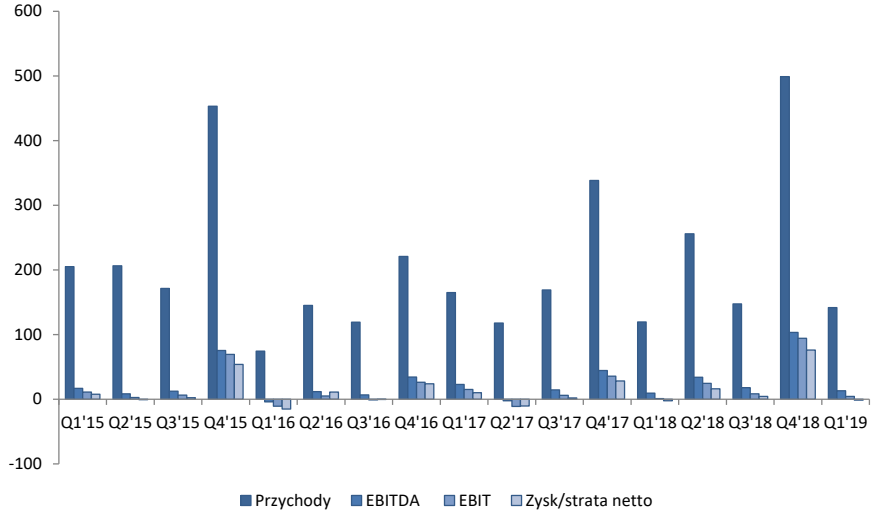


Źródło: Bloomberg, własne obliczenia

Sezonowość wyników

Spółka prezentuje pewien rodzaj sezonowości wyników. Zarząd szacuje że około 20% wyniku powstaje w I kwartale, 30% w II oraz III kwartale i 50% w kwartale IV. Historycznie można zaobserwować lepsze wyniki IV kwartału.

Kwartalne wyniki spółki w PLN mln 1Q15-1Q19



Źródło: raporty spółki

Opis Ryzyk

- Główne ryzyko związane ze spółką odnosi się do podaży przetargów w długim terminie. W chwili obecnej sytuacja wygląda dość stabilnie z całkiem pewnym (w naszym odczuciu) strumieniem nowych kontraktów w najbliższych latach. Jednak nowa perspektywa unijna może znacząco obniżyć środki UE skierowane do Polski ze względu na brexit oraz przesunięcie środków na inne państwa członkowskie.

- Kolejnym ryzykiem jest bezpośrednia konkurencja spółki z państwową Pesą, która wraz z zastrzykiem kapitału od PFR oraz zastępem ok. 4 tys. pracowników może mieć większy apetyt na przetargi na ezt.

- Ostatnie przetargi na ezt oraz szt ujawniły, że budżety planowane przez samorządy na tego rodzaju zakupy były lekko niedoszacowane, co następnie skutkuje w powtórzonych i opóźnionych o ok. rok postępowaniach.

- Newag podobnie jak każda inna spółka przemysłowa w Polsce, zmaga się z ograniczoną podażą pracowników produkcyjnych, co w dalszym ciągu może wpływać na wyższe koszty pracy. Pomimo tego, pozytywnie oceniamy zdolności firmy do zarządzania siłą roboczą patrząc na rok 2018, w którym Newag osiągnął podobne przychody co w roku 2015 (PLN 1021.6 mln vs. PLN 1035.5 mln) ze znacznie niższą liczbą pracowników (2039 vs. 1714).

- Jako że przedsiębiorstwo działa w silnie regulowanym rynku producentów taboru kolejowego, jakakolwiek zmiana dostawcy części skutkuje procedurą administracyjną, która może ciągnąć się przez kilka miesięcy. Z napiętym portfelem zamówień spółka nie może sobie pozwolić na takie opóźnienia, dlatego pozycja do negocjacji spółki z dostawcami jest raczej słaba. Koszty podzespołów są indeksowane do inflacji, a Zarząd nie widzi żadnej presji na wzrosty ponad ten poziom, co można uznać za zrozumiałe patrząc na obecny negatywny trend w cenach stali w Europie.

- Każdy kontrakt ma harmonogram dostaw ustalony z góry; zazwyczaj klienci oczekują dostarczenia części produktów w przeciągu roku. Nakłada to dość napięty grafik na dział produkcji spółki, która chce uniknąć płacenia kar umownych i utrzymać rentowność danej umowy. Widzieliśmy to przy okazji Pesy z kontraktem dla DB.

- Kolejnym czynnikiem, który wpływa na rentowność polskich spółek przemysłowych jest wzrost cen energii. Niektóre z nich doświadczyły podniesienia tego kosztu o 20% r/r. Zarząd Newaga twierdzi, że jest to nieznaczący koszt dla funkcjonowania spółki wynoszący około kilku milionów złotych rocznie.

- Ostatnie projekcje odnośnie zwiększającej się presji na inflację w Polsce sprawiły, że część członków RPP przedstawia bardziej jastrzębie stanowisko odnośnie przyszłych stóp procentowych. W zrozumiały sposób każda podwyżka stóp procentowych przyczyni się do zwiększonych kosztów finansowych spółki. Dług netto Newaga wyniósł PLN 325.8mn w 2018 roku przy wskaźniku dług netto/EBITDA na poziomie 2.0x.

- Ryzykiem do którego przykładamy mniejsze prawdopodobieństwo są wszelakie klęski żywiołowe. Ryzyko zalania fabryk jest raczej niskie ze względu na położenie w wyżynnych częściach Polski (Nowy Sącz i Gliwice), jednak zawsze istnieje ryzyko pożaru, co widzieliśmy w przypadku Wieltona w listopadzie 2018 roku.

Wycena

Do wyceny spółki użyliśmy dwóch metod: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenę porównawczą.

Nasz model DCF jest oparty na obecnie podpisanych kontraktach oraz naszych założeniach odnośnie sukcesu spółki w pozyskiwaniu nowych zamówień. Zależy również od tego czy obecni klienci wykorzystają opcję na kupno dodatkowych produktów.

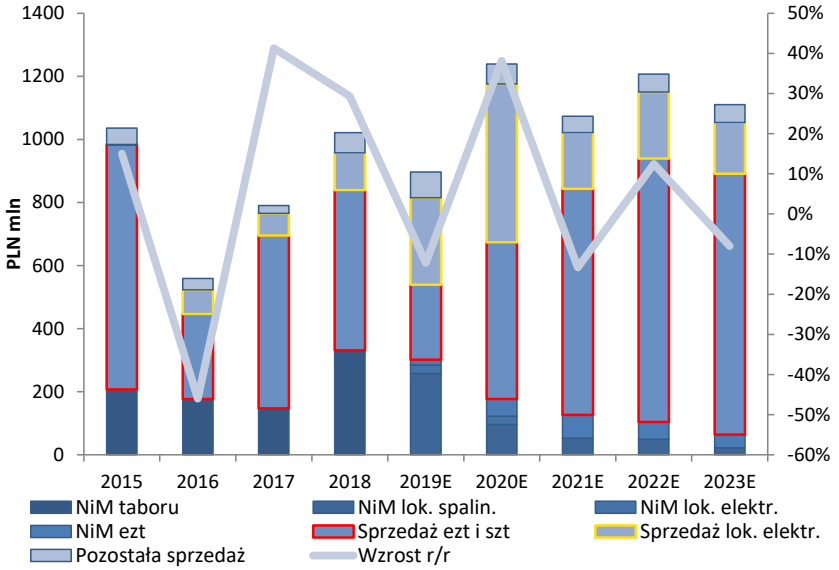
W celu prezentacji pełnego spektrum prawdopodobnych wyników, analizujemy dodatkowe dwa scenariusze do naszych założeń bazowych: scenariusz pozytywny i negatywny.

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy płaski cennik na kolejne lata. Jest to głównie podyktowane ostatnimi kontraktami w woj. dolnośląskim, lubelskim i małopolskim, w których samorządy nie podnosiły budżetu po nieudanych postępowaniach na zakup taboru mimo ofert spółek Pesa i Newag znacząco je przekraczających.

Liczba sprzedanych produktów jest prognozowana poprzez przyłożenie prawdopodobieństwa, które zmienia się w zależności od danego segmentu produktowego oraz etapu danego zamówienia (dzielimy je na podpisane, wygrany przetarg, opcja, ogłoszony przetarg oraz prognoza). Wyższe prawdopodobieństwa przykładane są do najbardziej pewnych kontraktów oraz segmentów, na których najbardziej zależy spółce.

Nasze założenia odnośnie miksu produktowego wskazują na wyższy udział lokomotyw elektrycznych w 2020 roku ze względu na wcześniej wspominany kontrakt dla PKP IC, co powinno się przyczynić do rekordowych wyniku w tym roku. Dla kolejnych lat oczekujemy zwiększonych przychodów z kontraktów na ezt na podstawie planów inwestycyjnych PolRegio i samorządów.

Scenariusz bazowy: estymowane przychody w podziale na rodzaj produktów oraz dynamika wzrostu/spadku r/r (2015-2023E)



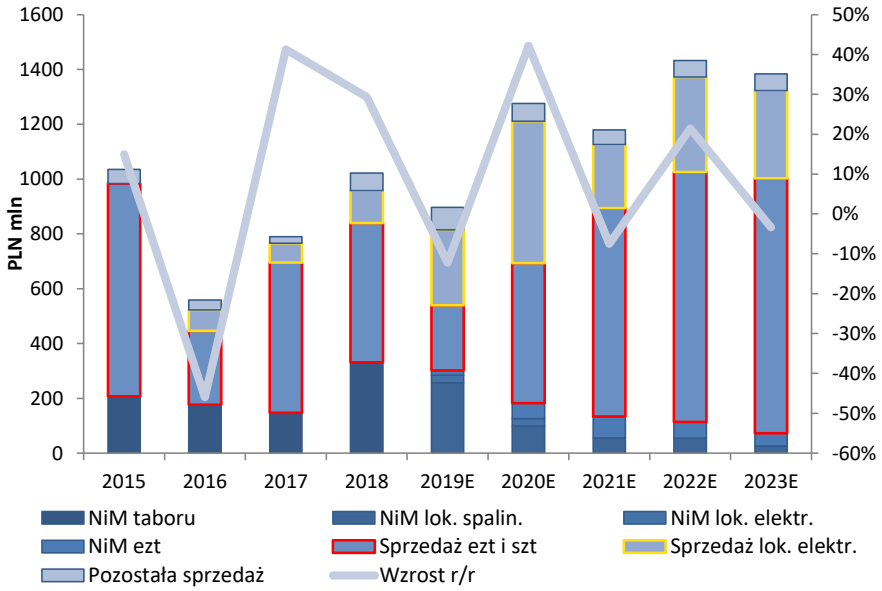
Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Całkowite przychody	1035.5	559.1	789.9	1021.6	896.9	1239.0	1073.4	1206.9	1110.2
Wzrost r/r [%]	*15.0%*	*-46.0%*	*41.3%*	*29.3%*	*-12.2%*	*38.1%*	*-13.4%*	*12.4%*	*-8.0%*
Naprawa i modernizacja (NiM) taboru	206.9	176.9	147.2	331.3					
% udział w całkowitych przychodach	*20.0%*	*31.6%*	*18.6%*	*32.4%*					
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw spalinowych					257.3	96.1	52.7	50.0	22.8
% udział w całkowitych przychodach					*28.7%*	*7.8%*	*4.9%*	*4.1%*	*2.1%*
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw elektrycznych					27.7	26.4			
% udział w całkowitych przychodach					*3.1%*	*2.1%*			
Naprawa i modernizacja ezt					16.7	54.8	73.7	54.0	41.5
% udział w całkowitych przychodach					*1.9%*	*4.4%*	*6.9%*	*4.5%*	*3.7%*
Sprzedaż ezt i szt	776.7	269.1	547.9	507.8	237.5	495.9	716.4	834.8	826.7
% udział w całkowitych przychodach	*75.0%*	*48.1%*	*69.4%*	*49.7%*	*26.5%*	*40.0%*	*66.7%*	*69.2%*	*74.5%*
Sprzedaż lokomotyw elektrycznych		76.8	70.7	118.6	275.6	502.7	178.8	211.6	162.6
% udział w całkowitych przychodach		*13.7%*	*8.9%*	*11.6%*	*30.7%*	*40.6%*	*16.7%*	*17.5%*	*14.6%*
Pozostała sprzedaż	51.0	35.4	23.2	63.0	81.5	62.7	51.0	55.8	55.8
% udział w całkowitych przychodach	*4.9%*	*6.3%*	*2.9%*	*6.2%*	*9.1%*	*5.1%*	*4.8%*	*4.6%*	*5.0%*

Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Nasz pozytywny scenariusz zakłada poprawę cennika o 3% rocznie, każdego roku i lekko zmieniony miks produktowy z większym udziałem „sprzedaży elektrycznych lokomotyw". Ponadto zwiększamy naszą prognozę nakładów inwestycyjnych w odpowiedzi na wyższe przychody w latach 2022 i 2023.

Scenariusz pozytywny: estymowane przychody w podziale na rodzaj produktów oraz dynamika wzrostu/spadku r/r (2015-2023E)



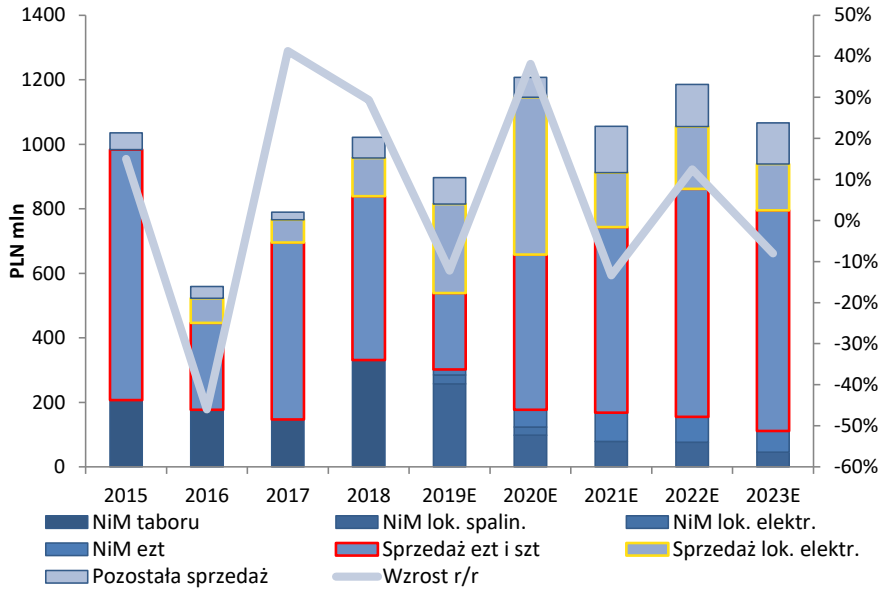
Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Całkowite przychody	1035.5	559.1	789.9	1021.6	896.9	1275.5	1179.4	1432.3	1383.9
Wzrost r/r [%]	15.0%	-46.0%	41.3%	29.3%	-12.2%	42.2%	-7.5%	21.4%	-3.4%
Naprawa i modernizacja (NiM) taboru	206.9	176.9	147.2	331.3					
% udział w całkowitych przychodach	*20.0%*	*31.6%*	*18.6%*	*32.4%*					
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw spalinowych					257.3	98.9	56.0	54.6	25.7
% udział w całkowitych przychodach					*28.7%*	*7.8%*	*4.7%*	*3.8%*	*1.9%*
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw elektrycznych					27.7	27.1			
% udział w całkowitych przychodach					*3.1%*	*2.1%*			
Naprawa i modernizacja ezt					16.7	56.4	78.2	59.0	46.7
% udział w całkowitych przychodach					*1.9%*	*4.4%*	*6.6%*	*4.1%*	*3.4%*
Sprzedaż ezt i szt	776.7	269.1	547.9	507.8	237.5	510.8	760.0	912.2	930.5
% udział w całkowitych przychodach	*75.0%*	*48.1%*	*69.4%*	*49.7%*	*26.5%*	*40.0%*	*64.4%*	*63.7%*	*67.2%*
Sprzedaż lokomotyw elektrycznych		76.8	70.7	118.6	275.6	517.8	231.7	346.8	320.3
% udział w całkowitych przychodach		*13.7%*	*8.9%*	*11.6%*	*30.7%*	*40.6%*	*19.6%*	*24.2%*	*23.1%*
Pozostała sprzedaż	51.9	36.2	24.1	63.8	82.1	64.4	53.6	59.7	60.8
% udział w całkowitych przychodach	*5.0%*	*6.5%*	*3.1%*	*6.2%*	*9.2%*	*5.1%*	*4.5%*	*4.2%*	*4.4%*

Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Negatywny scenariusz zakłada 3% spadek cen każdego roku, czego przyczyną mogłaby być zintensyfikowana konkurencja pomiędzy Pesą oraz zagranicznymi producentami. Scenariusz zakłada również częściowe przejście na mniej rentowne kontrakty takie jak modernizacje taboru oraz udział w przetargach na metro (historycznie spółka brała udział w takich zamówieniach w konsorcjum z Siemensem w związku z czym marża która pozostawała spółce była ograniczona).

Scenariusz negatywny: estymowane przychody w podziale na rodzaj produktów oraz dynamika wzrostu/spadku r/r (2015-2023E)



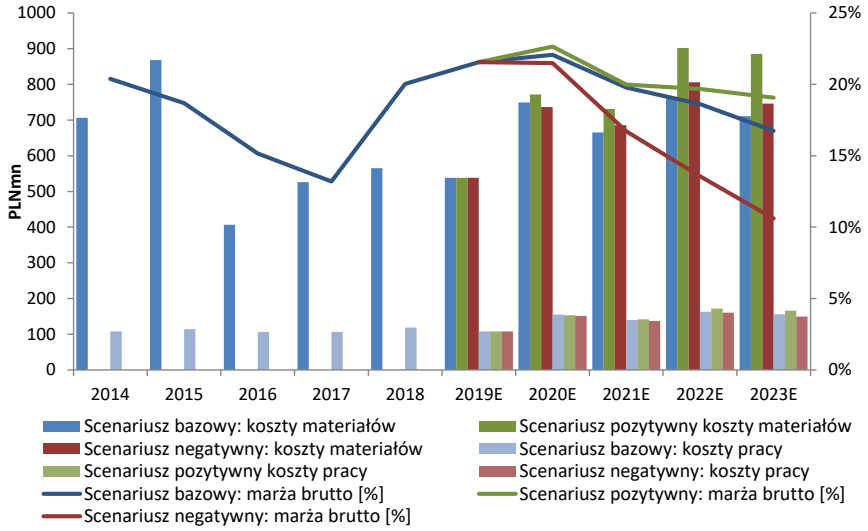
Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Całkowite przychody	1035.5	559.1	789.9	1021.6	896.9	1239.0	1073.4	1206.9	1110.2
Wzrost r/r [%]	15.0%	-46.0%	41.3%	29.3%	-12.2%	34.6%	-12.6%	12.3%	-10.1%
Naprawa i modernizacja (NiM) taboru	206.9	176.9	147.2	331.3					
% udział w całkowitych przychodach	*20.0%*	*31.6%*	*18.6%*	*32.4%*					
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw spalinowych					257.3	96.1	52.7	50.0	22.8
% udział w całkowitych przychodach					*28.7%*	*7.8%*	*4.9%*	*4.1%*	*2.1%*
Naprawa i modernizacja (NiM) lokomotyw elektrycznych					27.7	26.4			
% udział w całkowitych przychodach					*3.1%*	*2.1%*			
Naprawa i modernizacja ezt					16.7	54.8	73.7	54.0	41.5
% udział w całkowitych przychodach					*1.9%*	*4.4%*	*6.9%*	*4.5%*	*3.7%*
Sprzedaż ezt i szt	776.7	269.1	547.9	507.8	237.5	495.9	716.4	834.8	826.7
% udział w całkowitych przychodach	*75.0%*	*48.1%*	*69.4%*	*49.7%*	*26.5%*	*40.0%*	*66.7%*	*69.2%*	*74.5%*
Sprzedaż lokomotyw elektrycznych		76.8	70.7	118.6	275.6	502.7	178.8	211.6	162.6
% udział w całkowitych przychodach		*13.7%*	*8.9%*	*11.6%*	*30.7%*	*40.6%*	*16.7%*	*17.5%*	*14.6%*
Pozostała sprzedaż	51.0	35.4	23.2	63.0	81.5	62.7	51.0	55.8	55.8
% udział w całkowitych przychodach	*4.9%*	*6.3%*	*2.9%*	*6.2%*	*9.1%*	*5.1%*	*4.8%*	*4.6%*	*5.0%*

Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Marże są silnie powiązane z miksem produktowym. Marżowość brutto ezt i szt oscyluje w granicach 20%, lepsze marże księgowane są na lokomotywach elektrycznych ze względu na niższy nakład pracy przypisany do produktu, a słabszą rentowność wykazują kontrakty na modernizację taboru oraz kontrakty na metro (zakładając kontrakt konsorcjalny).

Marża brutto, koszty materiałów i pracy w każdym scenariuszu (2014-23E)



Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

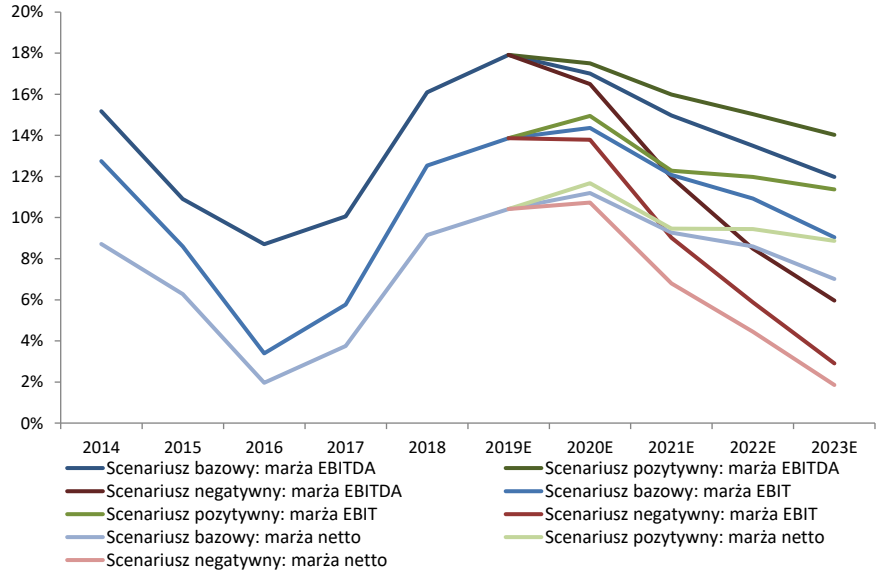
PLN mln	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Scenariusz bazowy: marża brutto [%]	20.4%	18.7%	15.2%	13.2%	20.0%	21.6%	22.1%	19.8%	18.6%	16.7%
Scenariusz pozytywny: marża brutto [%]						21.6%	22.6%	20.0%	19.7%	19.1%
Scenariusz negatywny: marża brutto [%]						21.6%	21.5%	16.7%	13.6%	10.6%
Scenariusz bazowy: koszty materiałów	706.5	868.2	406.7	526.0	565.1	538.1	749.6	665.5	760.4	710.5
r/r		22.9%	-53.2%	29.3%	7.4%	-4.8%	39.3%	-11.2%	14.3%	-6.6%
Scenariusz pozytywny koszty materiałów						538.1	771.7	731.3	902.4	885.7
r/r							43.4%	-5.2%	23.4%	-1.8%
Scenariusz negatywny: koszty materiałów						538.1	736.6	686.1	806.1	746.3
r/r							36.9%	-6.9%	17.5%	-7.4%
Scenariusz bazowy: koszty pracy	107.9	113.9	106.0	106.1	118.6	107.6	154.9	139.5	162.9	155.4
r/r		5.6%	-6.9%	0.1%	11.8%	-9.3%	43.9%	-9.9%	16.8%	-4.6%
Scenariusz pozytywny koszty pracy						107.6	153.1	141.5	171.9	166.1
r/r							42.2%	-7.5%	21.4%	-3.4%
Scenariusz negatywny: koszty pracy						107.6	150.9	137.2	160.0	149.3
r/r							40.2%	-9.1%	16.6%	-6.7%

Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Wyższe koszty w pozytywnym scenariuszu niż w negatywnym wynikają z większej skali działalności, jednakże w relacji do przychodów koszty są wyższe w negatywnym scenariuszu.

Prezentujemy również kształtowanie się marży EBITDA, EBIT i netto w trzech scenariuszach.

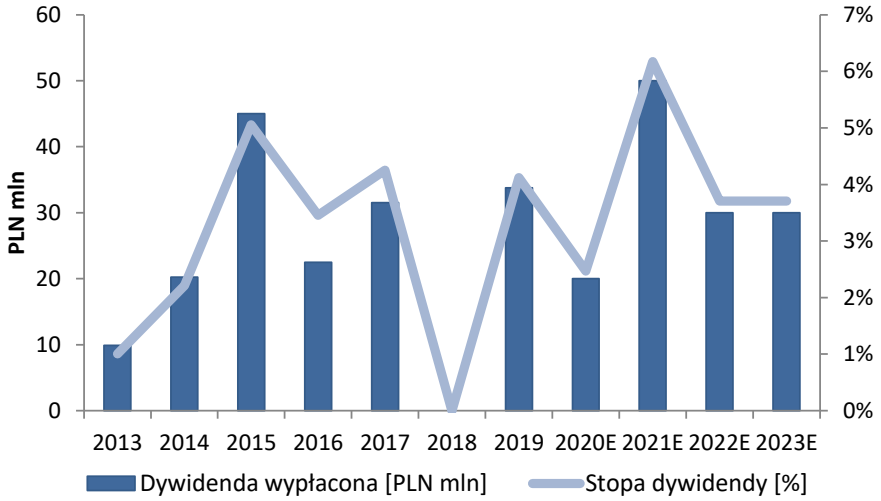
Marża EBITDA, EBIT i netto w każdym scenariuszu w % (2014-23E)



Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Historycznie spółka dzieliła się zyskami z akcjonariuszami w formie dywidendy. Dywidenda na akcję wahała się w przedziale PLN 0.2-1.0 w 2013-18 (pomijając rok 2018, w którym dywidendy nie wypłacono prawdopodobnie ze względu na znaczące inwestycje w 2019).

Dywidendy wypłacone oraz stopa dywidendy (2013-23E)



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Dywidenda wypłacona [PLN mln]	9.9	20.3	45.0	22.5	31.5	0.0	33.8	20.0	50.0	30.0	30.0
Dywidenda na akcję [PLN]	0.2	0.4	1.0	0.5	0.7	0.0	0.7	0.4	1.1	0.7	0.7
Stopa dywidendy [%]	1.0%	2.2%	5.1%	3.5%	4.3%	0.0%	4.1%	2.5%	6.2%	3.7%	3.7%

Źródło: raporty spółki, własne obliczenia

Oczekujemy ogłoszenia PLN 50 mln dywidendy (stopa dywidendy 6.2%) po rekordowych wynikach w roku 2020 i wypłaconej w 2021. W dalszej przyszłości oczekujemy stabilnego strumienia dywidend (PLN 30 mln) wypłacanych w latach 2022 i 2023.

Podsumowanie wyceny DCF

Używamy modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF – jako naszego głównego narzędzia wycenowego, opierając się na prognozach dla okresu lat 2019-23. 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 Newaga w bardziej właściwy sposób niż metody porównawcze, ponieważ zawiera on szczegółowe dane pieniężne dla przyszłych okresów.

Założenia

Nasze estymacje sporządzono w oparciu o następujące założenia:

- Wzrost przychodów jest oparty na podaży przetargów na poszczególne lata i założonym prawdopodobieństwie wygrania danego kontraktu; zmienność dynamiki przychodów jest zgodna z przeszłą zmiennością skali operacji spółki
- Zakładamy ograniczoną zdolność do poprawy cen na podstawie ostatnich kontraktów na ezt; dlatego też ceny pozostają niezmienne dla każdego produktu w prognozowanym okresie
- Stopa wolna od ryzyka 2.2%, premia za kapitał własny 6% oraz premia za kapitał obcy 2%
- Perspektywy poza okresem prognozy są oparte na oczekiwanym zmniejszeniu środków UE dla Polski z Funduszu Spójności, stąd zakładany wzrost na poziomie 1% wydaję się uwarunkowany
- Oczekujemy że marże będą wspierane przez miks produktowy. Obniżona marża brutto po roku 2020 jest konserwatywnym założeniem patrząc na jej poziomy w przeszłości
- Nakłady inwestycyjne powinny stopniowo spadać do poziomu około PLN 31 mln na podstawie prognoz spółki o braku większych inwestycji w rozwój mocy produkcyjnych
- Zakładana nominalna stawka podatkowa na poziomie 20% w latach 2019-20 i 19% w 2021-23

Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	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	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**9.0%**
Koszt kapitału obcego	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	6.0%
Efektywan stopa podatkowa	20.0%	20.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	**3.4%**	**3.4%**	**3.4%**	**3.4%**	**3.4%**	**4.9%**
Udział kapitału własnego	74%	69%	77%	75%	81%	100%
WACC	**7.0%**	**6.7%**	**7.1%**	**7.0%**	**7.3%**	**9.0%**

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	NY / TV
Wzrost przychodów	*-12.2%*	*38.1%*	*-13.4%*	*12.4%*	*-8.0%*	*1.0%*
EBIT	124.3	178.0	129.6	131.8	100.3	112.1
Marża EBIT	*13.9%*	*14.4%*	*12.1%*	*10.9%*	*9.0%*	*10.0%*
Stopa podatkowa	*20.0%*	*20.0%*	*19.0%*	*19.0%*	*19.0%*	*19.0%*
Opodatkowanie EBIT	-24.9	-35.6	-24.6	-25.0	-19.1	-21.3
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	**99.5**	**142.4**	**105.0**	**106.8**	**81.3**	**90.8**
+ Amortyzacja	36.3	32.7	31.0	31.0	32.6	33.6
Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja	*153.8%*	*111.1%*	*105.3%*	*100.0%*	*95.2%*	*105.0%*
+/- Zmiana kapitału pracującego	64.8	-171.9	80.5	-69.3	46.6	-5.0
Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów	*-52.0%*	*-50.2%*	*-48.6%*	*-51.9%*	*-48.2%*	*-45.0%*
- Inwestycje rzeczowe	-55.8	-36.3	-32.7	-31.0	-31.0	-35.2
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	**144.7**	**-33.1**	**183.8**	**37.5**	**129.5**	**84.2**
Wzrost w okresie rezydualnym						*1.0%*
Wartość rezydualna						1 146.6
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2016	135.3	-29.0	150.4	28.7	92.3	749.6
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2016	**1 127.1**					
Udziały mniejszości	0.0					
Dług netto	325.8					
Inne aktywa	0.0					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2016	**801.3**					
Liczba akcji (mn)	45.0					
Koszt kapitału własnego	8.2%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	**20.1**					
Obecna cena akcji (PLN)	18.0					
Up/Downside	*11.9%*					

Podział wartośći firmy

Źródło: Erste Securities Polska

Wrażliwość (na akcję)

Marża EBiT w okresie rezydualnym

WACC	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
8.0%	20.5	21.7	22.8	24.0	25.2
8.5%	19.2	20.3	21.4	22.5	23.6
9.0%	18.1	19.1	**20.1**	21.2	22.2
9.5%	17.1	18.1	19.0	20.0	21.0
10.0%	16.2	17.2	18.1	19.0	19.9

Wzrost w okresie rezydualnym

WACC	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
8.0%	20.1	21.4	22.8	24.5	26.4
8.5%	19.0	20.1	21.4	22.8	24.5
9.0%	18.1	19.0	**20.1**	21.4	22.8
9.5%	17.2	18.1	19.0	20.1	21.4
10.0%	16.4	17.2	18.1	19.0	20.1

Analiza scenariuszy: wycena DCF

	Cena docelowa [PLN]	Potencjał do wzrostu/spadku
Scenariusz bazowy	20.1	*11.94%*
Scenariusz pozytywny	24.2	*34.39%*
Scenariusz negatywny	17.1	*-5.14%*

Źródło: własne obliczenia

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza na podstawie polskich spółek przemysłowych pokazuje, że spółka jest wyceniona zgodnie z wartością godziwą dla roku 2019E w porównaniu z zestawem relatywnie tanich przedsiębiorstw, które w ostatnim roku cierpiały z powodu podwyższonych kosztów pracy oraz perspektywy wzrostu cen energii.

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
Bomberdier 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.

Aneks: Lista kontraktów

PODPISANE		
Nazwa	Segment	Szacowana wartość PLN mln
Griffin - PKP IC	produkcja lok. elektryczna	288
15D - PKP Cargo	modernizacja lok.spalinowa	254
36WE - ŁKA	produkcja EZT	138
Metro Sofia w konsorcjum z Siemensem	metro	137
45WE - Pomorskie	produkcja EZT	100
EP09 - IC	rewizja lok. elektrycznych	46
Dragon 2 - Lotos	produkcja lok. elektryczna	44
31WE - woj.zachodniopomorskie	usługi P4 EZT	39
36WEh - Lubuskie	produkcja SZT	35
Dragon 2 DP- Rupińscy Szumowo	produkcja lok. elektryczna	32
Dragon 2 DP - Laude	produkcja lok. elektryczna	31
Dragon 2 - Laude	produkcja lok. elektryczna	29
6Dg - PKP Cargo Service	modernizacja lok.spalinowa	28
Griffin - Lotos	produkcja lok. elektryczna	26
Dragon 2 DP - Budokrusz	produkcja lok. elektryczna	16
Dragon 2 DP - Cemet S.A.	produkcja lok. elektryczna	15
Dragon 2 DP - LTC	produkcja lok. elektryczna	15
15D - Bogdanka	modernizacja lok.spalinowa	12
16D - LHS	rewizja lok. spalinowych	7
6Dg - Kolprem	modernizacja lok.spalinowa	7
15D - PKP Cargo Serivce	modernizacja lok.spalinowa	6
6Dg - Lotos	modernizacja lok.spalinowa	6
15D - ZIK Sandomierz	modernizacja lok.spalinowa	6
15D - LTC	modernizacja lok.spalinowa	6
15D - Majkoltrans	modernizacja lok.spalinowa	6
15D - Budokrusz	modernizacja lok.spalinowa	6
EP09 - IC	rewizja lok. elektrycznych	4
ET22 - PKP CARGO	rewizja lok. elektrycznych	4
6Dg - Majkoltrans	modernizacja lok.spalinowa	4
35WE - SKM	usługi P3 EZT	3
31WE - PR dla woj.zachodniopomorskie	usługi	2
KD - wymiana kół w 36WEa	usługi	1
SUMA		1352

OPCJA		
Nazwa	Segment	Szacowana wartość PLN mln
Griffin - PKP IC	produkcja lok. elektryczna	144
36WEit - FSE Włochy	produkcja EZT	104
45WE Pomorskie	produkcja EZT	80
226M Vulcano	produkcja SZT	62
36WE Wielkopolskie	produkcja EZT	58
SUMA		448

WYGRANY PRZETARG		
Nazwa	Segment	Szacowana wartość PLN mln
222M Podkarpackie	produkcja SZT	129
36WE Wielkopolskie	produkcja EZT	77
36WE Podkarpackie	produkcja EZT	30
SUMA		236

PRZETARG			
Nazwa	Segment	Szacowana wartość PLN mln	Notatki
SZT Ceske Drahy	produkcja SZT	870	
Warszawskie metro	metro	360	
SZT Ceske Drahy	produkcja SZT	145	
EZT Palermo (Włochy)	produkcja EZT	141	
SZT Koleje Dolnośląskie	produkcja SZT	109	
EZT Koleje Dolnośląskie	produkcja EZT	95	opóźniony przetarg, oferta Newag i Pesa powyżej budżetu, NWG z tańszą ofertą
Dragon - Laude	produkcja lok. elektryczna	60	
ED78 P4 serwis - Szczecin	usługi P4 EZT	36	
Griffin - Kronospan	produkcja lok. elektryczna	29	
6Dg - PKP Cargo	modernizacja lok.spalinowa	27	
SUMA		1873	

PROGNOZA			
Nazwa	Segment	Szacowana wartość PLN mln	Notatki
EZT - PolRegio	produkcja EZT	1782	
Wagony osobowe dla PKP IC	produkcja wag. osobowych	1022	
Kontrakty na EZT	produkcja EZT	990	
Hybrydowe zespoły trakcyjne	produkcja EZT	820	
Modernizacja wag. osobowych PKP IC	modernizacja wag. osobowych	747	
Modernizacja wag. osobowych PKP IC	modernizacja wag. osobowych	560	
Dragon - PKP LHS	produkcja lok. elektryczna	540	
Łódź, Szczecin and Kraków	produkcja tramwajów	423	
Wrocław	produkcja tramwajów	402	
Kontrakty na tramwaje	produkcja tramwajów	402	
Dwu-systemowy Dragon 2 - PKP Cargo	produkcja lok. elektryczna	330	
EZT - SKM Trójmiasto	produkcja EZT	320	fundusze UE zapewnione w 2018, plany na dostawy w 2022-23
Kontrakty na wagony osobowe	produkcja wag. osobowych	280	
Serwis P4	usługi P4 EZT	275	
Kontrakty na lokomotywy elektryczne	produkcja lok. elektryczna	252	
Hybrydowy Dragon	produkcja lok. elektryczna	200	
SM42 modernizacje	modernizacja lok. spalinowych	190	
Hybrydowe lokomotywy - PKP IC	produkcja lok. elektryczna	160	
EZT - Koleje Dolnośląskie	produkcja EZT	160	
Dostawa nowych lokomotyw spalinowych	produkcja lok. spalinowych	156	
Piętrowe EZT	produkcja EZT	150	
Elektryczne lokomotywy - PolRegio	produkcja lok. elektryczna	145	
Spalinowe lokomotywy - PolRegio	produkcja lok. spalinowych	126	
EZT - Lubelskie region	produkcja EZT	122	opóźniony kontrakt z ofertą Pesy powyżej budżetu
EZT - Koleje Malopolskie	produkcja EZT	120	opóźniony kontrakt
Dragon 2 - PKP Cargo	produkcja lok. elektryczna	112	
EP09 serwis P4	naprawa lok. elektrycznej	112	
EZT - Łódzkie region	produkcja EZT	110	
Elektryczne lokomotywy - PKP IC	produkcja lok. elektryczna	86	
EZT - Malopolskie	produkcja EZT	80	opóźniony kontrakt z ofertami Pesy i Newaga powyżej budżetu
SZT kontrakty	produkcja SZT	78	
15D - JSW	modernizacja lok. spalinowych	44	
6Dg - Kolprem	modernizacja lok. spalinowych	34	
Griffin - PCC Intermodal	produkcja lok. elektryczna	29	
311D - PKP LHS	naprawa lok. spalinowej	29	
16D - PKP LHS	modernizacja lok. spalinowych	13	
6Dg - LTC	modernizacja lok. spalinowych	3	
SUMA		11403	

Erste Securities Polska
Newag SA
26 July 2019

Skonsolidawane sprawozdanie z wyniku	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Przychody ze sprzedaży	**559.06**	**789.87**	**1 021.56**	**896.88**	**1 239.00**	**1 073.44**
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	474.36	685.63	816.92	703.49	965.62	861.19
Zysk brutto ze sprzedaży	**84.70**	**104.23**	**204.63**	**193.39**	**273.38**	**212.25**
Koszty sprzedaży i admnistracyjne	74.31	68.18	74.38	69.06	95.40	82.65
Pozostałe przychody	19.46	18.83	22.91	0.00	0.00	0.00
Pozostałe koszty	10.86	9.37	25.21	0.00	0.00	0.00
Zyskl opercyjny powiększony o amortyzację EBITDA	**48.66**	**79.41**	**164.39**	**160.62**	**210.63**	**160.62**
Amortyzacja	29.67	33.89	36.44	36.29	32.66	31.03
Zysk operayjny - EBIT	**19.00**	**45.51**	**127.95**	**124.33**	**177.97**	**129.59**
Przychody i koszty finansowe	-9.99	-10.70	-12.12	-7.50	-4.56	-6.83
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	9.01	34.82	115.83	116.83	173.41	122.77
Podatek dochodowy	-2.00	5.16	22.43	23.37	34.68	23.33
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	-0.18	-0.08	0.05	0.00	0.00	0.00
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	**11.19**	**29.74**	**93.35**	**93.46**	**138.73**	**99.44**

Skonsolidowany bilans	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	316.57	313.91	366.38	385.92	389.55	391.18
Wartości niematerialne	42.14	36.16	30.94	30.94	30.94	30.94
Pozostałe aktywa trwałe	108.66	93.14	87.82	87.82	87.82	87.82
Razem aktywa trwałe	**467.37**	**443.21**	**485.13**	**504.67**	**508.30**	**509.93**
Zapasy	219.67	237.26	223.21	192.22	263.84	235.30
Należności	177.30	279.16	419.42	368.23	508.70	440.72
Inne aktywa obrotowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4.39	13.80	63.51	70.00	90.00	110.00
Razem aktywa obrotowe	**401.67**	**558.56**	**725.72**	**650.03**	**882.12**	**805.61**
RAZEM AKTYWA	**869.04**	**1 001.77**	**1 210.85**	**1 154.70**	**1 390.42**	**1 315.54**
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	**405.35**	**403.49**	**495.27**	**555.15**	**673.88**	**723.32**
Udziały niekontrolujące	**0.24**	**0.11**	**0.16**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	94.09	79.97	185.98	114.75	241.56	175.01
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	30.32	29.07	26.50	26.50	26.50	26.50
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	4.63	5.12	6.17	6.96	6.93	5.78
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	3.41	3.51	1.48	1.48	1.48	1.48
Razem zobowiązania długoterminowe	**132.46**	**117.65**	**220.12**	**149.69**	**276.46**	**208.77**
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	150.68	204.01	203.32	174.88	124.88	84.88
Zobowiązania handlowe	82.52	103.82	125.36	107.95	148.18	132.15
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	97.81	172.68	166.62	167.04	167.02	166.42
Razem zobowiązania krótkoterminowe	**331.00**	**480.52**	**495.30**	**449.87**	**440.08**	**383.46**
RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASNY	**869.04**	**1 001.77**	**1 210.85**	**1 154.70**	**1 390.42**	**1 315.54**

Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	28.72	44.38	17.68	195.74	-0.51	209.21
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-15.02	-33.58	-12.04	-55.83	-36.29	-32.66
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-61.71	-1.35	44.28	-133.41	56.80	-156.54
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	**-48.14**	**9.41**	**49.71**	**6.49**	**20.00**	**20.00**

Marże i wskaźniki	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Wzrost przychodów rdr	-46.0%	41.3%	29.3%	-12.2%	38.1%	-13.4%
Marża EBITDA	8.7%	10.1%	16.1%	17.9%	17.0%	15.0%
Marża EBIT	3.4%	5.8%	12.5%	13.9%	14.4%	12.1%
Marża zysku netto	2.0%	3.8%	9.1%	10.4%	11.2%	9.3%
ROE	2.7%	7.3%	20.8%	17.8%	22.6%	14.2%
ROCE	1.6%	4.3%	11.9%	11.2%	15.5%	10.5%
Wskaźnik kapitału własnego	46.7%	40.3%	40.9%	48.1%	48.5%	55.0%
Dlug netto	240.4	270.2	325.8	219.6	276.4	149.9

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 stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek 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 pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek 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 osiąganych 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 jakiejkolwiek 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 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 jakiejkolwiek 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, wyraźnie 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 jakiekolwiek 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 Rzeczpospolitej 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. Jakiekolwiek 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 PRZEKAZYWABY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY 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 weryfikowane 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, zawieranymi 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 poziom 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).

Odnośniki

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 jakiekolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiekolwiek 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: Banka Comerciala Romana 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 inwstycyjnych i działa 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
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 Handloweg: FN 33209m
Sądzie Gospodarczym w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com