

poniedziałek, 1 czerwca 2026r. | komentarz specjalny

## (=) Newag: Wyniki za Q1'26

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 133,00 PLN | cena bieżąca: 111,00 PLN

NWG PW; NWGP.WA | Industrials, Poland

Marlen Jakub Sargsyan; +48 519 419 895

**29 maja, po zakończeniu sesji, Newag opublikował wyniki za 1Q26, które okazały się poniżej oczekiwań rynkowych. Przychody wyniosły 422 mln zł (+13% r/r), EBITDA osiągnęła 85,5 mln zł (+5% r/r), a zysk netto 58,1 mln zł (+11% r/r). EBITDA była ok. 7% poniżej konsensusu oraz ok. 15% poniżej naszych prognoz, przy jednoczesnym spadku marży EBITDA do ok. 20% (-1,4 p.p. r/r), wynikającym głównie ze zmiany struktury sprzedaży.**

**Sam 1Q26 był wyraźnie słabszy kw/kw (-31% sprzedaży k/k), co pozostaje charakterystyczne dla modelu biznesowego spółki – koniec roku to okres kumulacji dostaw zakontraktowanego taboru, podczas gdy początek roku jest relatywnie słabszy pod względem liczby przekazanych pojazdów. Jednocześnie zarząd podkreśla, że wyniki są zgodne z wewnętrznymi oczekiwaniami i wynikają z harmonogramów realizacji kontraktów, a nie pogorszenia otoczenia operacyjnego.**

- **Sprzedaż:** Przychody wyniosły 422 mln zł (+13% r/r), jednak były o ok. 10% poniżej naszych oczekiwań oraz 7% poniżej konsensusu. Odchylenie wynika głównie z niższej liczby przekazanych pojazdów w kwartale. Jednocześnie sprzedaż pozostaje wspierana przez realizację silnego portfela zamówień, który zapewnia wysoką widoczność wyników w kolejnych latach.

### Wolumen oddanych lokomotyw

- W okresie 1Q26 dostarczono:
  - **2 lokomotywy** Griffin dla PKP Intercity S.A
  - **3 lokomotywy** elektryczne dla Grupy AKIEM

### Wolumen oddanych EZT (Elektryczne Zespoły Trakcyjne)

- W okresie 1Q26 dostarczono:
  - **6 EZT** dla Województwa Pomorskiego
  - **2 EZT** Impuls II dla Kolei Śląskich
- Łączny wolumen dostaw był wyraźnie niższy vs. końcówka 2025 roku, co przełożyło się na niższą od oczekiwań sprzedaż oraz mniej korzystny mix produktowy.
- **EBITDA** wyniosła 85,5 mln zł (+5% r/r), co oznacza wynik ok. 15% poniżej naszych prognoz i ~7% poniżej konsensusu. Marża EBITDA spadła do ~20% (z ~22% rok wcześniej). Spadek rentowności wynika głównie ze zmiany struktury sprzedaży – niższy udział lokomotyw (najbardziej marżowego produktu) ograniczył poziom marż w kwartale.
- **EBIT i zysk netto:** EBIT (71 mln zł) oraz zysk netto (58 mln zł) również znalazły się poniżej naszych oczekiwań (odpowiednio ok. -18% oraz -14%), choć nadal wykazały solidny wzrost r/r. Wyniki potwierdzają, że fundamenty

operacyjne pozostają bardzo silne, pomimo mniej sprzyjającego miksu.

- **Rentowność:** Spadek marż EBITDA (-1,4 p.p.), EBIT (-1,1 p.p.) oraz netto (-0,2 p.p.) wynika – zgodnie z komentarzem spółki – ze zmiany struktury sprzedaży, a nie z presji kosztowej. Dodatkowo negatywny wpływ miał wzrost zatrudnienia (~+13% r/r na koniec 2025), który ograniczył krótkoterminową dźwignię operacyjną.
- **Portfel zamówień:** Kluczowym wsparciem pozostaje bardzo silny backlog, obejmujący kontrakty realizowane w latach 2027–2029. Spółka podkreśla, że portfel zamówień zapewnia stabilność przychodów i wysoką przewidywalność wyników w kolejnych okresach.
- **Cash flow:** Przepływy operacyjne były ujemne (ok. -170 mln zł), głównie w wyniku wzrostu kapitału obrotowego (w tym zapasów związanych z produkcją w toku). FCF również był ujemny (ok. -194 mln zł), co interpretujemy jako efekt realizacji dużego portfela zamówień, a nie pogorszenie jakości biznesu.
- **Bilans i gotówka:** Środki pieniężne spadły do 384 mln zł (z 577 mln zł w 4Q25), jednak spółka nadal utrzymuje silną pozycję gotówkową netto – gotówka znacząco przewyższa poziom zadłużenia finansowego. Jednocześnie wskaźniki płynności pozostają bardzo komfortowe, a poziom zadłużenia spadł, potwierdzając wysoką stabilność finansową.
- **Koszty i efektywność:** Pozytywnie wyróżnia się bardzo niska dynamika kosztów ogólnych (+1,6% r/r), poniżej inflacji, co potwierdza wysoką skalowalność modelu biznesowego nawet przy zmiennej dynamice przychodów.
- **Podsumowanie:** Wyniki oceniamy lekko negatywnie – głównie ze względu na odchylenie od naszych oczekiwań oraz konsensusu, przy jednoczesnym spadku marż. Jednocześnie na ten moment nie widzimy podstaw do rewizji naszych prognoz. Wolumeny przekazanych pojazdów pozostają wyraźnie poniżej potencjału produkcyjnego spółki i oczekujemy ich nadrobienia w kolejnych kwartałach, wraz z naturalnym przyspieszeniem realizacji kontraktów, dlatego nie traktujemy obecnego kwartału jako utraconego pod względem wyników. Jedynym elementem, który zwracamy uwagę, jest spadek marży EBITDA, częściowo wynikający ze wzrostu kosztów – zakładamy jednak, że efekt ten powinien zostać zneutralizowany przez wyższy udział wysokomarżowych lokomotyw w kolejnych okresach, gdzie planowane są rekordowe wolumeny dostaw.

**Wyniki finansowe Newag za Q1'26**

(mln PLN)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	R/R	QoQ	1Q26E	diff.	2026E	%YTD
<b>Sprzedaż</b>	<b>449,1</b>	<b>374,6</b>	<b>474,6</b>	<b>924,9</b>	<b>612,3</b>	<b>422,3</b>	<b>13%</b>	<b>-31%</b>	<b>471,4</b>	<b>-10%</b>	<b>2 823,5</b>	<b>15%</b>
Zysk brutto	103,1	107,6	131,2	246,0	193,1	111,7	4%	-42%	121,9	-8%	834,6	13%
Marża brutto	23%	29%	28%	27%	32%	26%			26%		30%	
Zys na sprzedaży	64,5	67,7	88,9	203,2	137,0	70,8	5%	-48%	88,9	-20%	608,7	12%
<b>EBIT</b>	<b>44,2</b>	<b>67,0</b>	<b>87,9</b>	<b>196,7</b>	<b>89,0</b>	<b>71,0</b>	<b>6%</b>	<b>-20%</b>	<b>86,9</b>	<b>-18%</b>	<b>602,7</b>	<b>12%</b>
Marża EBIT	10%	18%	19%	21%	15%	17%			18%		21%	
<b>EBITDA</b>	<b>58,0</b>	<b>81,2</b>	<b>102,2</b>	<b>211,5</b>	<b>103,9</b>	<b>85,5</b>	<b>5%</b>	<b>-18%</b>	<b>100,7</b>	<b>-15%</b>	<b>656,0</b>	<b>13%</b>
Marża EBITDA	13%	22%	22%	23%	17%	20%			21%		23%	
Zysk przed opodatkowaniem	41,8	65,9	84,3	192,2	89,3	70,1	6%	-22%	83,5	-16%	593,9	12%
<b>Zysk netto</b>	<b>30,1</b>	<b>52,5</b>	<b>76,7</b>	<b>153,3</b>	<b>73,5</b>	<b>58,1</b>	<b>11%</b>	<b>-21%</b>	<b>67,5</b>	<b>-14%</b>	<b>480,5</b>	<b>12%</b>
Liczba akcji	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0						
Zysk netto (ostatnie 12m)	121,8	159,5	204,3	312,6	356,0	361,6						
Zysk na akcje	0,7	1,2	1,7	3,4	1,6	1,3						
Zysk na akcje (ostatnie 12m)	2,7	3,5	4,5	6,9	7,9	8,0						
Dług netto	-127,5	-48,0	120,9	-122,3	-459,4	-246,8						
Kapitał własny	881,1	933,7	920,8	1 074,2	1 147,1	1 205,2						
<b>Przepływy pieniężne</b>												
Zysk netto	30,1	52,5	76,7	153,3	73,5	58,1						
Amortyzacja	13,8	14,2	14,3	14,7	14,9	14,5						
Zmiana kapitału obrotowego	127,1	-109,4	-173,8	42,0	229,7	-189,3						
Pozostałe	41,5	-24,1	18,5	48,5	27,6	-53,0						
<b>OCF</b>	<b>212,4</b>	<b>-66,9</b>	<b>-64,4</b>	<b>258,5</b>	<b>345,7</b>	<b>-169,7</b>						
CAPEX	-18,4	-6,4	-19,0	-11,4	-9,3	-24,0						
<b>FCF</b>	<b>194,0</b>	<b>-73,2</b>	<b>-83,4</b>	<b>247,1</b>	<b>336,4</b>	<b>-193,7</b>						
<b>FCF (ostatnie 12m)</b>	<b>-79,2</b>	<b>44,7</b>	<b>102,8</b>	<b>284,5</b>	<b>426,8</b>	<b>306,3</b>						
MCAP	4 995,0	4 995,0	4 995,0	4 995,0	4 995,0	4 995,0						
EV	4 867,5	4 947,0	5 115,9	4 872,7	4 535,6	4 748,2						
<b>EV/EBITDA</b>	<b>19,9</b>	<b>16,3</b>	<b>15,3</b>	<b>10,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>						

Źródło: Newag, P – prognozy mBanku

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

**PRZEWAŻAJ (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻ (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻAJ (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

#### Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

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

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

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Auto Partner SA, Cyber-Folks SA, Newag SA. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

[https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy/analizy\\_i\\_synek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy/analizy_i_synek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Informacje o konfliktach interesów powstających w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Develia SA, ING Bank Śląski SA, KRUK SA, Neuca SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Erste Bank Polska SA (dawniej Santander Bank Polska SA), Syn2Bio SA, Sygnty SA, Klientami Biura maklerskiego mBanku.

Alior Bank SA, Allegro.eu SA, Amica SA, Answear.com SA, Archicom SA, Asseco Poland SA, Atal SA, Auto Partner SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Benefit Systems SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, Modivo SA (dawniej CCC SA), CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia SA, Dino Polska SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Kęty SA, Grupa Pracuj SA, ING Bank Śląski SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, Komerční Banka AS, KRUK SA, LPP SA, Mabion SA, Mo-BRUK SA, Neuca SA, Newag SA, Orange Polska SA, OTP Bank Plc., Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Sanok Rubber Company SA, Erste Bank Polska SA (dawniej Santander Bank Polska SA), Selvita SA, Shoper SA, Text SA (dawniej Livechat), Vercom SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami mBank S.A.

Bioceltix SA, Synektik SA, XTB SA byli stroną umowy z BM w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Alior Bank SA, Amica SA, AmRest Holdings SE, Answear.com SA, Archicom SA, Asseco Business Solutions SA, Asseco Poland SA, Atal SA, Auto Partner SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Benefit Systems SA, Bioceltix SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, Modivo SA (dawniej CCC SA), CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia SA, Dino Polska SA, Dom Development SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Kęty SA, Grupa Pracuj SA, HUUUGE Inc, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, KRUK SA, LPP SA, Mabion SA, Mo-BRUK SA, Murapol SA, Neuca SA, Newag SA, Orange Polska SA, PCF Group SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Rainbow Tours SA, Pyuu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Erste Bank Polska SA (dawniej Santander Bank Polska SA), Selvita SA, Shoper SA, Sygnty SA, Synektik SA, TEN Square Games SA, Text SA (dawniej Livechat), Vercom SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA, ZABKA GROUP SOCIÉTÉ ANONYME są kontrahentami mBank S.A.

Osoba sporządzająca niniejszą rekomendację lub inna osoba należąca do tej samej grupy co ta osoba, w okresie ostatnich 12 miesięcy była - jako menadżer - odpowiedzialna lub współodpowiedzialna za przeprowadzenie publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta: Develia SA, Dom Development SA, KRUK SA.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Szczegółowe objaśnienie metodologii wyceny znajduje się pod adresem: <https://www.mdm.pl/bm/metody-wceny>

#### Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
dyrektorka  
+48 510 929 021  
[beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, ochrona zdrowia

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Filip Osadczyk  
+48 789 773 565  
[filip.osadczyk@mbank.pl](mailto:filip.osadczyk@mbank.pl)  
energetyka, ropa i gaz

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse, deweloperzy

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming, wypoczynek

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

Marlen Jakub Sargsyan  
+48 519 419 895  
[marlen.sargsyan@mbank.pl](mailto:marlen.sargsyan@mbank.pl)  
przemysł, surowce

Paweł Rudowski  
+48 696 192 931  
[pawel.rudowski@mbank.pl](mailto:pawel.rudowski@mbank.pl)  
budownictwo, obronność

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Paweł Cylkowski  
wicedyrektor  
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Krzysztof Grabiński  
+48 509 602 984 | +48 22 697 47 89  
[krzysztof.grabinski@mbank.pl](mailto:krzysztof.grabinski@mbank.pl)

Patryk Gniadek  
+48 505 116 638 | +48 22 697 48 82  
[patryk.gniadek@mbank.pl](mailto:patryk.gniadek@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektorka  
+48 696 427 249  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Maciej Sokołowski  
dyrektor  
[maciej.sokolowski@mbank.pl](mailto:maciej.sokolowski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)