

czwartek, 14 maja 2026 | aktualizacja raportu

## Newag: kupuj (podtrzymana)

NWG PW; NWGP.WA | przemysł, Polska

### Backlog pewny, pipeline obiecujący

Po publikacji solidnych wyników za 4Q25, aktualizujemy nasze prognozy i wycenę, podnosząc cenę docelową do 133 PLN (potencjał wzrostu +24%) i podtrzymując rekomendację Kupuj. Niniejsza aktualizacja rozszerza model o przychody z pipeline'u przetargowego: udziału w projekcie KDP PKP Intercity (we współpracy z Siemens Mobility), kolejnych przetargów lokomotyw oraz EZT regionalnych projektów, których wpływ na wyniki spodziewamy się głównie w latach 2029-2032. Zgodnie z naszymi szacunkami, 2026 rok przyniesie rekordową liczbę oddanych lokomotyw - produktu o najwyższej marżowości w portfolio - co powinno przełożyć się na szczyt marży EBITDA w bieżącym cyklu prognozowanej przez nas na poziomie 23.2% wobec 20.9% w 2025 roku. Podwyższamy założony wskaźnik wypłaty dywidendy do 60% w kolejnych latach, implikując rosnącą i atrakcyjną stopę dywidendy. Nasze prognozy implikują wskaźniki EV/EBITDA'26 7,1x oraz P/E'26 10,0x, które uznajemy za atrakcyjne na tle spółek porównywalnych.

### Niewyceniony pipeline jako główny katalizator

Naszym zdaniem rośnie liczba przetargów i potencjalnych kontraktów, które w naszej ocenie nie są w pełni odzwierciedlone w bieżących oczekiwaniach rynkowych i które - przy selektywnej wygranej - materializowałyby się głównie w latach 2029-2032. W segmencie KDP Newag uczestniczy w dialogu konkurencyjnym PKP Intercity (20 EZT 320 km/h + opcja 35 szt.) jako junior partner Siemens Mobility; przyjmujemy konserwatywny udział spółki w przychodach z tego kontraktu. W segmencie EZT regionalnych identyfikujemy kolejne postępowania finansowane z FENIKS oraz naborów samorządowych, gdzie Newag historycznie zdobywał 35-50% wolumenu. W segmencie lokomotywowym - gdzie spółka nie ma realnej konkurencji - oczekujemy przetargu PKP LHS na 20 lokomotyw spalinowych oraz kolejnych transz dla istniejących klientów. Uzupełnieniem jest rosnący i odporny na cykl strumień przychodów z aftermarketu i utrzymania.

### Istotne rewizje prognoz po 2028 roku

Korekty naszych prognoz na 2026-2027 są marginalne - oba lata pozostają w pełni zabezpieczone zakontraktowanym backlogiem (przychody bez zmian, EBITDA +1,2%+3,6%). Podwyższamy prognozy przede wszystkim w 2028 roku (+17,0% przychody, +2,5% EBITDA), gdzie uwzględniamy pierwsze efekty materializacji nowego pipeline'u. W naszym modelu pełny impact projektów KDP oraz kolejnych przetargów EZT i lokomotywowych odzwierciedlają lata 2029-2032.

### Atrakcyjne mnożniki

Wyceniamy Newag wyłącznie metodą DCF ze względu na ograniczoną porównywalność zagranicznych producentów działających na bardziej zdywersyfikowanych rynkach. Spółka notowana jest na 7,1x EV/EBITDA'26 oraz 10,0x P/E'26, co wskazuje na dyskonto w stosunku do grupy porównawczej. Nasza 12-miesięczna cena docelowa wynosi 133,00 zł vs 115,00 zł poprzednio co oznacza około 24% potencjał wzrostu względem bieżącej ceny akcji.

(mln PLN)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	1 589,4	2 386,4	2 823,5	2 885,0	2 870,0
EBITDA	210,8	498,7	656,0	623,8	517,7
marża	13,3%	20,9%	23,2%	21,6%	18,0%
EBIT	160,4	440,6	602,7	568,7	460,9
Zysk netto	122,2	355,9	480,5	458,5	371,9
P/E	39,5	13,6	10,0	10,5	13,0
P/S	3,0	2,0	1,7	1,7	1,7
EV/EBITDA	22,3	8,8	7,1	7,4	9,0
DPS	0,96	2,00	4,75	6,41	6,11
Dividend yield	0,9%	1,9%	4,5%	6,1%	5,8%

Źródło: mBank, Newag, P – prognozy mBank

cena bieżąca*	107,20 PLN
cena docelowa	133,00 PLN
kapitalizacja	4,8 mld PLN
free float	0,8 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,1 mln PLN

\*Cena z 13.05.2026 r., godz. 17.00

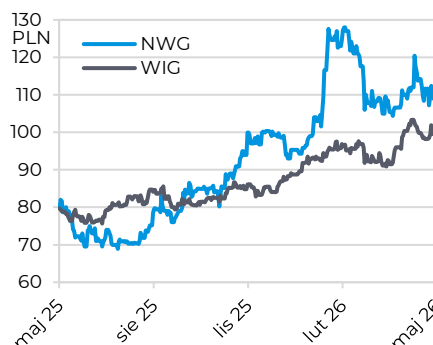
### Struktura akcjonariatu

Jakubas Investments	50,3%
NN OFE	8,8%
Allianz OFE	8,0%
Generali OFE	7,4%
PZU OFE	7,3%
Pozostali	18,2%

### Profil spółki

Newag to polski producent taboru kolejowego, specjalizujący się w projektowaniu, modernizacji i produkcji elektrycznych zespołów trakcyjnych, lokomotyw oraz pojazdów specjalistycznych. Spółka działa głównie na rynku krajowym, obsługując przewoźników regionalnych i PKP Intercity, jednocześnie rozwijając kompetencje w zakresie serwisu i utrzymania pojazdów.

### Kurs akcji NWG na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Newag	133,00	115,00	kupuj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2026P	2027P	2028P
EBITDA	+1,2%	+3,6%	+2,5%
zysk netto	+1,3%	+3,6%	+2,0%

### Opracowanie:

Marlen Jakub Sargsyan  
Specjalista ds. analiz  
+48 519 419 895  
[marlen.sargsyan@mbank.pl](mailto:marlen.sargsyan@mbank.pl)

## Czynniki Ryzyka

### 1) Koncentracja po stronie odbiorców (ryzyko popytowo-kontraktowe)

Struktura przychodów wskazuje na wysoką koncentrację odbiorców. Sprzedaż do Grupy PKP stanowiła 47,83% całkowitych przychodów w 2024 roku, natomiast udział dwóch dużych zamawiających samorządowych - województwa zachodniopomorskiego oraz pomorskiego - wyniósł po 13,21% każdy. Taka struktura portfela oznacza istotną zależność od ograniczonej liczby klientów, co zwiększa podatność na zmiany wynikające z rozstrzygnięć przetargowych, przesunięć budżetowych oraz modyfikacji harmonogramów dostaw. Dominująca część sprzedaży realizowana jest na rynku krajowym, co sprawia, że poziom popytu pozostaje silnie skorelowany z cyklem inwestycyjnym sektora publicznego.

### 2) Niedoindeksowanie kontraktów vs. inflacja kosztów materiałowych (presja na marżę)

Zużycie materiałów i energii stanowi największą pozycję kosztową spółki - ok. 72% kosztów operacyjnych. Umowy z klientami przewidują waloryzacje oparte na wskaźnikach GUS, często z limitami; gdy dynamika cen stali, miedzi i komponentów elektronicznych przekracza te limity, pogarsza to marżę. Ryzyko to nabiera szczególnego znaczenia w otoczeniu geopolitycznym, w którym eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie - w tym w rejonie Cieśniny Ormuz - może istotnie wpłynąć na ceny ropy naftowej, surowców przemysłowych i komponentów elektronicznych. Przy wieloletnich kontraktach o ustalonych cenach baza, zdolność spółki do przeniesienia podwyżek kosztów na klientów pozostaje ograniczona, a klauzule waloryzacyjne mogą okazać się niewystarczające w scenariuszu trwałej presji inflacyjnej. Szacunkowo 1 p.p. wzrostu kosztów materiałowych to ok. 10,7 mln PLN potencjalnego uderzenia w wynik operacyjny.

### 3) Ryzyko płynności i cyklu kapitału obrotowego, w tym opóźnienia homologacyjne

Model funkcjonowania branży - obejmujący sprzedaż, produkcję, odbiory techniczne oraz homologację - generuje przesunięcia czasowe między momentem wytworzenia produktu a jego zapłatą. Proces homologacji, wskazany przez zarząd jako kluczowe źródło opóźnień, zwiększa presję na utrzymanie płynności finansowej. Ryzyko to materializuje się szczególnie w latach o wysokiej koncentracji planowanych dostaw - takich jak 2026 i 2028 - kiedy ewentualne opóźnienia homologacyjne mogłyby istotnie wpłynąć na rozpoznanie przychodów.

### 4) Ryzyko realizacyjne, gwarancyjne i kar umownych

Produkty są wysoko zaawansowane technicznie, co rodzi ryzyko roszczeń z tytułu wad, kosztów napraw oraz kar za opóźnienia. Ryzyko to rośnie proporcjonalnie do skali i złożoności portfela - w miarę jak Newag podejmuje nowe kategorie produktowe (hybrydowe EZT, ewentualny udział w projekcie KDP), tolerancja na błędy wykonawcze maleje, a potencjalne kary umowne mogą istotnie obciążyć wyniki.

### 5) Łańcuch dostaw i komponenty długoterminowe

Konflikty zbrojne - zarówno trwająca wojna w Ukrainie, jak i eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie - stwarzają ryzyko zakłóceń w dostawach kluczowych komponentów: napędów trakcyjnych, elektroniki i półprzewodników. W branży o długim lead-time czynniki te mogą prowadzić do przesunięć w harmonogramach produkcji oraz generować dodatkowe koszty reorganizacji procesów operacyjnych i przyspieszenia realizacji zamówień.

### 6) Zależność popytu od środków publicznych (KPO/FENIKS/CIUPT) i ryzyko terminów rozliczeń

Znaczna część oczekiwanego pipeline'u przetargowego uzależniona jest od dostępności i terminowości uruchamiania kolejnych naborów unijnych. Opóźnienia w ogłaszaniu konkursów CIUPT, zmiany w kwalifikowalności wydatków lub przesunięcia w harmonogramach rozliczeń KPO mogą istotnie spowolnić tempo pozyskiwania i realizacji nowych zamówień - szczególnie w segmencie EZT regionalnych, gdzie finansowanie publiczne jest warunkiem sine qua non dla większości postępowań.

### 7) Rynek pracy i presja płacowa

Spółka sygnalizuje ograniczoną podaż wykwalifikowanych pracowników. Koszty świadczeń pracowniczych wyniosły 262 mln PLN w 2025 roku. Wzrost płac o 10% bez przeniesienia w cenniki stanowiłby obciążenie rządu ~26 mln PLN, czyli ok. 5% EBITDA 2025. Ryzyko dotyczy również terminowości projektów w warunkach rotacji i luki kompetencyjnej, szczególnie istotnej przy równoległej realizacji dużej liczby kontraktów.

### 8) Ryzyko reputacyjne i compliance

Postępowania sądowe wszczęte przez Newag w 2024 roku - wobec Serwisu Pojazdów Szynowych oraz grupy hakerskiej Dragon Sector - dotyczące domniemych naruszeń związanych z oprogramowaniem pojazdów Impuls, pozostają na wczesnym etapie proceduralnym. Zarząd ocenia ryzyko prawne i reputacyjne jako umiarkowane; do tej pory żaden klient nie zgłosił roszczeń związanych z domniemanymi ograniczeniami serwisowymi ani nie doszło do utraty kontraktów. Rozwój spraw sądowych oceniamy jako potencjalny czynnik ryzyka wizerunkowego w kontekście nowych postępowań przetargowych.

### 9) Ryzyko technologiczne i regulacyjne (TSI, ETCS, taksonomia UE)

Nowe regulacje unijne wymuszają stosowanie systemów ERTMS/ETCS, rozwiązań niskoemisyjnych oraz dostosowanie do kryteriów taksonomii. Niedostosowanie konstrukcji do zmieniających się wymogów grozi wykluczeniem z części postępowań przetargowych. Pojawia się rosnąca presja technologiczna ze strony konkurentów oferujących pojazdy bateryjne i wodorowe - segment, w którym Newag dopiero rozwija portfolio.

### 10) Ryzyko strukturalne związane z wejściem w segment KDP

Po raz pierwszy w historii spółka angażuje się - jako junior partner - w projekt kolei dużych prędkości. Segment KDP charakteryzuje się znacznie wyższymi wymogami technicznymi, dłuższym cyklem produkcyjnym (36-42 miesiące od umowy) oraz odmiennym profilem ryzyka realizacyjnego niż dotychczasowe produkty Newagu. Ewentualne trudności techniczne, opóźnienia homologacyjne lub zmiana warunków konsorcjum z Siemens Mobility mogłyby istotnie wpłynąć na harmonogram i wartość przychodów prognozowanych z tego segmentu w latach 2030-2032.

## Wycena

Wartość spółki Newag szacujemy na podstawie 100% wyceny DCF i 0% wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 133,00 PLN.

Przypisaliśmy 0% wagi metodzie porównawczej, ponieważ struktura działalności spółek porównawczych znacząco różni się od profilu Newagu. Spółki porównawcze operują na szerszych i bardziej zdywersyfikowanych rynkach podczas gdy Newag skupia się głównie na kontraktach krajowych z przewoźnikami publicznymi, dodatkowo ograniczona porównywalność wskaźników uzasadnia pełne oparcie wyceny na modelu DCF.

### Podsumowanie wyceny

	waga	cena (PLN)
Wycena porównawcza	0%	135,0
Wycena DCF	100%	121,7
	price	122,0
<b>Cena docelowa za 12 m-cy</b>		<b>133,0</b>

Źródło: mBank

## Wycena porównawcza

Wskaźniki Newag porównujemy do globalnych spółek z rynku kolejowego z racji braku bezpośredniej notowanej konkurencji na rynku krajowym. W wycenie uwzględniamy wskaźniki P/E, EV/EBITDA.

### Wycena porównawcza

Nazwa	Kraj	MCap (USDm)	P/E			EV/EBITDA			PEG
			26P	27P	28P	26P	27P	28P	
ALSTOM	FR	12 263	11,1	9,4	8,3	5,0	4,5	4,0	0,5
STADLER RAIL AG	SZ	2 424	13,2	10,7	9,7	7,0	6,0	5,2	0,4
CONSTRUCC Y AUX DE FERROCARR	SP	2 054	11,6	10,3	9,4	5,8	5,1	4,7	0,5
TALGO SA	SP	406	-	29,0	19,3	11,8	9,7	8,5	n.a.
WABTEC CORP	US	34 120	25,3	22,2	19,8	17,4	15,6	14,1	1,6
GREENBRIER COMPANIES INC	US	1 298	15,9	12,3	9,4	-	-	-	3,2
KNORR-BREMSE AG	GE	15 591	22,4	19,0	17,2	11,8	10,2	9,3	1,7
HYUNDAI ROTEM COMPANY	SK	14 832	24,8	17,1	13,4	17,1	11,4	8,7	0,5
minimum			11,1	9,4	8,3	5,0	4,5	4,0	0,4
maximum			25,3	29,0	19,8	17,4	15,6	14,1	3,2
<b>mediana</b>			<b>15,9</b>	<b>14,7</b>	<b>11,6</b>	<b>11,8</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>0,5</b>
Newag			10,0	10,5	13,0	7,1	7,4	9,0	0,2
premia (dyskonto)			-37%	-28%	12%	-39%	-24%	5%	
<b>implikowana wycena</b>									
mediana			15,9	14,7	11,6	11,8	9,7	8,5	0,5
premia (dyskonto)			0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Waga wskaźnika				50%			50%		
Waga roku			33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wartość firmy na akcje (PLN)</b>			<b>134,7</b>						

Źródło: mBank

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2026-2035.
- Stopa wolna od ryzyka w okresie rezydualnym = 4,5%  
beta=1,0x.
- Stopę wzrostu FCF po 2034 r. przyjmujemy na 3,00%.
- Uwzględniamy premię za ryzyko kapitałowe na poziomie 5,25%.

(mln PLN)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2033P	2033P	+
<b>Przychody</b>	<b>2 824</b>	<b>2 885</b>	<b>2 870</b>	<b>3 331</b>	<b>3 163</b>	<b>2 714</b>	<b>2 792</b>	<b>2 864</b>	<b>2 996</b>	<b>3 260</b>	<b>3 085</b>
zmiana	18,3%	2,2%	-0,5%	16,1%	-5,1%	-14,2%	2,9%	2,6%	4,6%	8,8%	3,0%
<b>EBITDA</b>	<b>656</b>	<b>624</b>	<b>518</b>	<b>669</b>	<b>611</b>	<b>480</b>	<b>499</b>	<b>517</b>	<b>555</b>	<b>638</b>	<b>557</b>
Marża EBITDA	23,2%	21,6%	18,0%	20,1%	19,3%	17,7%	17,9%	18,1%	18,5%	19,6%	18,1%
amortyzacja	53	55	57	58	59	61	62	63	63	64	63
<b>EBIT</b>	<b>603</b>	<b>569</b>	<b>461</b>	<b>611</b>	<b>551</b>	<b>420</b>	<b>437</b>	<b>454</b>	<b>492</b>	<b>573</b>	<b>494</b>
Marża EBIT	21,3%	19,7%	16,1%	18,3%	17,4%	15,5%	15,7%	15,9%	16,4%	17,6%	16,0%
Opodatkowanie EBIT	115	108	88	116	105	80	83	86	93	109	94
<b>NOPLAT</b>	<b>717</b>	<b>677</b>	<b>549</b>	<b>727</b>	<b>656</b>	<b>500</b>	<b>520</b>	<b>541</b>	<b>585</b>	<b>682</b>	<b>587</b>
CAPEX	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-70	-63
Kapitał obrotowy	-571	-77	-124	-323	-72	87	-124	-168	-212	-313	0
<b>FCF</b>	<b>-100</b>	<b>369</b>	<b>236</b>	<b>160</b>	<b>365</b>	<b>417</b>	<b>222</b>	<b>193</b>	<b>180</b>	<b>146</b>	<b>400</b>
WACC	7,8%	8,7%	8,9%	9,3%	9,5%	9,5%	10,0%	9,9%	10,1%	10,4%	8,2%
Współczynnik dyskonta	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	
PV FCF	-99,9	339,6	199,4	123,9	257,5	269,3	130,4	102,9	87,1	63,9	
<b>WACC</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,4%</b>	<b>8,2%</b>
Koszt długu	4,7%	5,7%	6,0%	6,5%	6,8%	6,8%	7,4%	7,3%	7,6%	7,9%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,7%	4,7%	5,0%	5,5%	5,8%	5,8%	6,4%	6,3%	6,6%	6,9%	4,5%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Efektywna stawka podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto/ EV	23,8%	24,7%	25,6%	26,5%	27,3%	28,2%	29,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Koszt Kapitału własnego	9,0%	10,0%	10,3%	10,8%	11,0%	11,0%	11,7%	11,6%	11,8%	12,2%	9,8%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

wzrost FCF po okresie prognozy (g)	3,0%
Wartość rezydualna (TV)	7 747,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 400,1
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 474,0
Wartość firmy (EV)	4 874,1
Dług netto	-150,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,7
Wartość firmy	5 023,4
Liczba akcji (mln)	45,0
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>111,6</b>
12-miesięczny koszt kapitału własnego	9,0%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>121,7</b>
EV/EBITDA (*26) dla ceny docelowej	8,1
P/E (*26) dla ceny docelowej	11,4
TV/EV	69,8%

Źródło: mBank

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	90,4	98,1	108,3	122,5	143,4
WACC +0,5 p.p.	93,7	102,5	114,4	131,4	157,7
WACC	97,5	107,6	<b>121,7</b>	142,5	176,4
WACC -0,5 p.p.	101,9	113,7	130,5	156,5	202,1
WACC -1,0 p.p.	107,0	120,9	141,5	175,1	239,8

## Prognozy wyników finansowych za 1Q 2026

Newag opublikuje wyniki za 1Q26 w piątek, 22 maja 2026 r.

**Oczekujemy, że Newag zaprezentuje kolejny solidny wynik za 1Q26. Zakładając dostawę 12 lokomotyw i 4 EZT, prognozujemy przychody na poziomie 471 mln PLN (+26% r/r). Naszym zdaniem efekt powtarzalnej produkcji oraz duża ilość oddanych lokomotyw powinna wspierać rentowność, pozwalając utrzymać marżę EBITDA na poziomie 21% i wynik EBITDA na poziomie 100.7 mln PLN.**

- **Sprzedaż:** Szacujemy, że przychody Newagu w 1Q26 wyniosą 471 mln PLN (+26% r/r), wspierane przez utrzymujący się solidny portfel zamówień oraz terminową realizację kluczowych kontraktów na tabor kolejowy. Dostawy w kwartale były zróżnicowane pomiędzy segmentami lokomotyw i EZT.
- **Dostawy.** Zgodnie z naszymi założeniami oraz harmonogramami realizacji kontraktów, na rok 2026 przypada rekordowa liczba dostaw lokomotyw, które pozostają najbardziej marżowymi produktami w całym portfolio spółki; dodatkowo, biorąc pod uwagę historyczną

tendencję do systematycznego wzrostu wolumenów dostaw z kwartału na kwartał, zakładamy, że w 1Q26 Newag zrealizuje ok. 20% naszych prognozowanych dostaw lokomotyw na cały 2026 rok.

Zakładamy, że przychody te obejmują następujące jednostki dostarczone i odebrane w 1Q26:

- **12 lokomotyw**
- **4 elektrycznych zespołów trakcyjnych (EZT)**
- **Rentowność:** Uważamy, że dzięki utrzymaniu powtarzalnej produkcji oraz większej ilości oddanych lokomotyw, możliwe będzie utrzymanie marży EBITDA na poziomie ~21%.
- **EBITDA.** W związku z powyższym szacujemy, że Newag wykaże EBITDA na poziomie 100.7 mln PLN (+24% r/r).

**Net profit.** Szacujemy zysk netto za 1Q26 na poziomie 67,5 mln PLN (+29% r/r).

### Prognozy wyników za 1Q 2026

(mln PLN)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	R/R	QoQ	2026E	%YTD
<b>Sprzedaż</b>	<b>565,0</b>	<b>449,1</b>	<b>374,6</b>	<b>474,6</b>	<b>924,9</b>	<b>612,3</b>	<b>471,4</b>	<b>26%</b>	<b>-23%</b>	<b>2 823,5</b>	<b>17%</b>
Zysk brutto	93,0	103,1	107,6	131,2	246,0	193,1	121,9	13%	-37%	834,6	15%
Marża brutto	16%	23%	29%	28%	27%	32%	26%			30%	
Zys na sprzedaży	58,4	64,5	67,7	88,9	203,2	137,0	88,9	31%	-35%	608,7	15%
<b>EBIT</b>	<b>59,6</b>	<b>44,2</b>	<b>67,0</b>	<b>87,9</b>	<b>196,7</b>	<b>89,0</b>	<b>86,9</b>	<b>30%</b>	<b>-2%</b>	<b>602,7</b>	<b>14%</b>
Marża EBIT	11%	10%	18%	19%	21%	15%	18%			21%	
<b>EBITDA</b>	<b>72,3</b>	<b>58,0</b>	<b>81,2</b>	<b>102,2</b>	<b>211,5</b>	<b>103,9</b>	<b>100,7</b>	<b>24%</b>	<b>-3%</b>	<b>656,0</b>	<b>15%</b>
Marża EBITDA	13%	13%	22%	22%	23%	17%	21%			23%	
Zysk przed opodatkowaniem	56,4	41,8	65,9	84,3	192,2	89,3	83,5	27%	-6%	593,9	14%
<b>Zysk netto</b>	<b>45,0</b>	<b>30,1</b>	<b>52,5</b>	<b>76,7</b>	<b>153,3</b>	<b>73,5</b>	<b>67,5</b>	<b>29%</b>	<b>-8%</b>	<b>480,5</b>	<b>14%</b>

Źródło: Newag, mBank

**RZiS**

(PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>przychody</b>	<b>1 231</b>	<b>1 589</b>	<b>2 386</b>	<b>2 824</b>	<b>2 885</b>	<b>2 870</b>
Zysk brutto na sprz.	263	336	678	835	806	697
marża	21%	21%	28%	30%	28%	24%
SG&A	119	141	181	226	231	230
<b>EBITDA</b>	<b>186</b>	<b>211</b>	<b>499</b>	<b>656</b>	<b>624</b>	<b>518</b>
marża	15%	13%	21%	23%	22%	18%
DD&A	44	50	58	53	55	57
<b>EBIT</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>441</b>	<b>603</b>	<b>569</b>	<b>461</b>
marża	12%	10%	18%	21%	20%	16%
koszty fin. net	-29	-10	-9	-9	-2	-1
zys brutto	113	150	432	594	567	460
stawka podatkowa	16%	18%	17%	19%	19%	19%
udziały mniejszości	-0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>zysk netto</b>	<b>95</b>	<b>122</b>	<b>356</b>	<b>480</b>	<b>459</b>	<b>372</b>

**Bilans**

(PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>541</b>	<b>557</b>	<b>557</b>	<b>573</b>	<b>588</b>	<b>602</b>
RAT	431	450	449	466	481	494
WNIP	5	21	17	17	17	17
inne	105	86	91	91	91	91
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>1 190</b>	<b>1 176</b>	<b>1 549</b>	<b>1 835</b>	<b>1 962</b>	<b>2 038</b>
zapasy	493	612	720	706	765	804
należności	168	254	251	706	765	804
gotówka	484	267	577	424	433	431
inne	46	43	0	0	0	0
<b>kapitał własny</b>	<b>802</b>	<b>881</b>	<b>1 147</b>	<b>1 415</b>	<b>1 585</b>	<b>1 683</b>
udziały mniejszości	0	1	1	2	3	3
<b>zob. długoterm.</b>	<b>141</b>	<b>127</b>	<b>115</b>	<b>222</b>	<b>177</b>	<b>201</b>
kredyty, pożyczki	3	6	6	181	137	161
inne	138	121	109	41	41	41
<b>zob. krótoterm.</b>	<b>788</b>	<b>725</b>	<b>843</b>	<b>773</b>	<b>788</b>	<b>756</b>
kredyty, pożyczki	107	36	36	104	78	92
zob. handlowe	580	550	668	536	577	531
inne	100	139	139	132	132	132
<b>dług netto</b>	<b>-268</b>	<b>-127</b>	<b>-459</b>	<b>-139</b>	<b>-218</b>	<b>-178</b>
dług netto/ EBITDA	-6,1	-2,5	-7,9	-2,6	-4,0	-3,1

Źródło: mBank

**CFs**

(PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
<b>CF oper.</b>	<b>694</b>	<b>-11</b>	<b>473</b>	<b>-37</b>	<b>437</b>	<b>305</b>
DD&A	44	50	58	53	55	57
kapitał obrotowy	-616	235	-11	571	77	124
<b>CF inwest.</b>	<b>-27</b>	<b>-52</b>	<b>-28</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>	<b>-70</b>
CAPEX	-33	-68	-46	-70	-70	-70
<b>CF fin.</b>	<b>-230</b>	<b>-153</b>	<b>-136</b>	<b>-46</b>	<b>-358</b>	<b>-237</b>
Dywidendy	0	-43	-90	-214	-288	-275
<b>CF</b>	<b>438</b>	<b>-216</b>	<b>309</b>	<b>-153</b>	<b>9</b>	<b>-2</b>
OCF/EBITDA	373,1%	-5,3%	94,8%	-5,7%	70,1%	58,9%
FCFF	661,8	-79,2	426,8	-107,1	367,4	235,0
<b>FCFF/EV</b>	<b>14,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>8,0%</b>	<b>5,1%</b>
FCFE	633,0	-89,2	418,0	-115,9	365,5	233,9
<b>FCFE/MCAP</b>	<b>13,1%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>4,8%</b>
ROIC	2,6%	2,8%	8,3%	10,4%	10,0%	8,0%
ROCE	15,9%	16,4%	38,8%	41,6%	33,5%	25,3%
DPS	0,0	1,0	2,0	4,7	6,4	6,1
stopa wypł. dyw.	0,0%	45,4%	73,6%	60,0%	60,0%	60,0%
<b>DYield</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,8%</b>

**Kluczowe wskaźniki**

(PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
P/E	50,7	39,5	13,6	10,0	10,5	13,0
<b>EV/EBITDA</b>	<b>24,5</b>	<b>22,3</b>	<b>8,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>9,0</b>
P/S	3,9	3,0	2,0	1,7	1,7	1,7
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
<b>P/CF</b>	<b>11,0</b>	<b>-</b>	<b>15,6</b>	<b>-</b>	<b>522,9</b>	<b>-</b>
P/FCFE	<b>7,6</b>	<b>-</b>	<b>11,5</b>	<b>-</b>	<b>13,2</b>	<b>20,6</b>
<b>marża EBITDA</b>	<b>15,1%</b>	<b>13,3%</b>	<b>20,9%</b>	<b>23,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>18,0%</b>
zm. EBITDA r/r	91,3%	13,3%	136,6%	31,5%	-4,9%	-17,0%
marża netto	7,7%	7,7%	14,9%	17,0%	15,9%	13,0%
<b>zm. EPS r/r</b>	<b>318,2%</b>	<b>28,4%</b>	<b>191,2%</b>	<b>35,0%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-18,9%</b>
cena (PLN)	107	107	107	107	107	107
l. akcji (mln)	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00	45,00
MCap	4 824	4 824	4 824	4 824	4 824	4 824
EV	4 556	4 697	4 365	4 685	4 606	4 646

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

#### Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.  
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Auto Partner S.A., Cyber\_Folks S.A., Newag S.A. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za 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\\_i\\_tynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_tynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie 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 Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Auto Partner S.A., Cyber\_Folks S.A., Newag S.A., mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie 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 zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany. Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim 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 konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Emitent jest klientem mBank S.A.  
 Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 14.05.2026 r. o godzinie 8:14.  
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14.05.2026 r. o godzinie 8:57.

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

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej pisemnej zgody mBanku S.A. Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.  
**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

#### Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

##### Newag (Marlen Jakub Sargsyan)

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2025-11-19	2025-09-19
cena docelowa (PLN)	115,00	98,00
kurs z dnia rekomendacji	97,10	83,00

**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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

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