

Nowe ryzyka na horyzoncie

Rekomendacja: Kupuj. Cena docelowa: PLN31,8 zł

Wraz z prezentowanym raportem podtrzymujemy rekomendację Kupuj dla PKP Cargo i obniżamy 12-miesięczną cenę docelową do 31,8 zł za akcję. W II kw. 2019 r. dynamika przewozów r/r zaskoczyła negatywnie w większości segmentów. Towarzyszyła jej niestety również niższa dynamika przychodów jednostkowych r/r. W efekcie obniżamy nasze szacunki operacyjne w 2019P (zmniejszamy przewidywany wolumen ładunków do ok. 112 mln ton, co wskazuje na spadek o 8% r/r) i prognozę dla zysku EBITDA do 926 mln zł (-11% r/r w ujęciu skorygowanym o wpływ standardu MSSF 16). W dłuższej perspektywie pozostawiamy bez zmian założenie zakładające odbicie w obszarze nakładów na modernizację infrastruktury w kraju, co powinno przełożyć się na poprawę przychodów PKP Cargo w latach 2020-23P. Zwracamy również uwagę na niedawne wypowiedzi prezesa PGG dotyczące planów zwiększenia ilości węgla energetycznego na tabor. Wskaźnik EV/EBITDA dla 2019 na poziomie 3,9x jest poniżej średniej wartości 5,8x z lat 2015-18.

Odbicie wolumenu ładunków w II poł. 2019 r.? I poł. 2019 r. rozczarowała pod względem dynamiki wolumenu ładunków przewiezionych w Polsce (spadek o 4% r/r). Szczegółowe dane dotyczące dynamiki przewozów poszczególnych grup towarów r/r zostaną przedstawione 12 września, lecz dane operacyjne PKP Cargo za II kw. 2019 r. wskazują na dalszy spadek rynku (względem I kw. 2019 r.) w głównych segmentach. Było to negatywne zaskoczenie, kontrastujące z komentarzami rynkowymi PKP Cargo. W efekcie obniżamy nasze prognozy operacyjne na rok finansowy 2019. W dalszej perspektywie sądzimy jednak, że lipcowy spadek wolumenu przewozów o 9% r/r (lub 15% m/m) może stanowić punkt zwrotny w niedawnym trendzie spadkowym. Uważamy, że ze względu na czynniki sezonowe i specyficzne możliwy jest powrót wzrostów wolumenów. Średni miesięczny wolumen towarów przewiezionych przez PKP Cargo w kraju przekroczył naszym zdaniem 9 mln ton w IV kw. 2019P wobec średniego poziomu 8 mln ton w minionych miesiącach roku. W II poł. 2019 r. spółkę mogą wesprzeć większe wolumeny przewożonego węgla energetycznego PGG (ok. 50% udziału w rynku). W dłuższej perspektywie (do 2023P) w dalszym ciągu spodziewamy się solidnych wolumenów kruszywa z uwagi na kontynuację modernizacji infrastruktury.

Presja na marże ze strony dźwigni operacyjnej w roku finansowym 2019P.

Zyskowność przewozów w I poł. 2019 r. rozczarowała mimo pozytywnego efektu jednorazowego o wartości 36 mln zł. Uwzględniając dotychczasowe ok. 39% realizacji prognozy EBITDA w 2019P, uważamy, że spółka może znacznie obniżyć swoje prognozy przy okazji publikacji wstępnych wyników za III kw. 2019P. Spadek marż jest naszym zdaniem skutkiem niekorzystnego efektu dźwigni operacyjnej. Możliwe odbicie wolumenów, zwłaszcza w krótkiej perspektywie w segmencie węgla energetycznego, może naszym zdaniem przynieść odbudowę marż operacyjnych.

Szanse i czynniki ryzyka. Wśród szans trzeba zwrócić uwagę na modernizację infrastruktury drogowej i kolejowej w Polsce (przełożenie na przewóz kruszyw) i stopniowo spadające koszty dostępu do infrastruktury kolejowej. Wśród najważniejszych czynników ryzyka należy natomiast wymienić przede wszystkim utrzymującą się presję na wynagrodzenia, nieefektywną infrastrukturę i strukturę bilansu. Ze względu na znacznie niższy zysk EBITDA w 2019P sądzimy, że potencjał wygenerowania wolnych przepływów pieniężnych jest w tym roku zbliżony do zera, co może osłabić zdolność spółki do regularnego wypłacania dywidend w przyszłości (zostało to już uwzględnione w założeniach do naszego modelu).

Wycena i rekomendacja. Średnia z wyceny DCF i wyceny porównawczej wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 31,8 zł za akcję (potencjał wzrostu o 15%). Podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

Podsumowanie finansowe

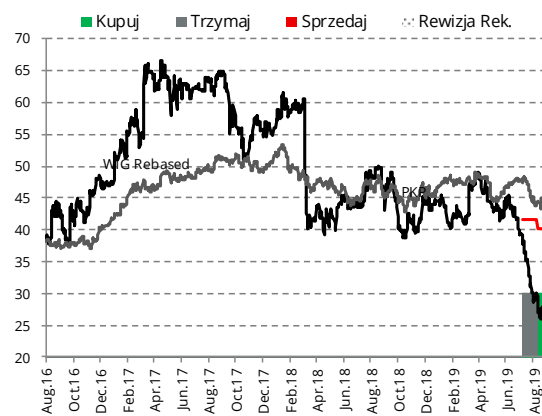
PLNmłn	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sprzedaż	4 411	4 739	5 237	5 019	5 385	5 280
EBITDA	490	702	907	926	1 060	1 025
EBITDA skor.*	553	702	907	808	942	907
EBIT	-132	155	278	238	350	303
Zysk netto	-134	82	184	138	227	190
C/Z (x)	n.a.	43,7	13,3	8,2	5,2	6,1
EV/EBITDA (x)**	6,8	5,8	3,9	3,9	3,4	3,4
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	5,4%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, *wyłączając wpływ MSSF16 (2019r.) i zdarzenia jednorazowe, **kalkulacja w oparciu o średnie ceny historyczne

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa (PLN, 12M)	31,8 zł
Cena (06 września, 2019)	27,60
Kapitalizacja (mln zł)	1 236
Akcje w wolnym obrocie (%)	67
Liczba akcji (mln)	44,8

Co się zmieniło:

- Korekta w dół założeń operacyjnych (masa i praca przewozowa) po słabych wynikach II kw. 2019;
- Obniżenie oczekiwań dla wolumenu transportu kruszyw w latach 2019-23P (do 111 mln ton);
- Niższa prognoza wzrostu r/r przychodów jednostkowych po widocznym spadku dynamiki kw / kw w II kw. 2019.



Wykres przedstawia notowania PKP Cargo na tle indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
PKP S.A.	33,01
NN OFE	17,31
Aviva plc	9,21

Źródło: gpw.pl

Opis spółki

Grupa PKP Cargo jest największym w Polsce dostawcą usług kolejowych oraz rozwiązań logistycznych. Firma prowadzi działalność w kraju i za granicą (głównie Czechy).

Analityk

Michał Sopieli, Analityk akcji

+48 22 586 82 33 michal.sopieli@santander.pl

PKP Cargo w pigułce

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Założenia modelowe									
Masa towarowa (mln t)	119	122	113	119	116	113	110	111	112
<i>Paliwa stałe</i>	58	57	54	53	52	52	51	51	50
<i>w tym węgiel kamienny</i>	51,8	51,2	48,5	47,6	47,2	46,5	45,8	45,0	44,3
<i>Kruszywa i mat. budowlane</i>	22,2	26,0	21,5	25,2	23,8	21,5	18,9	18,8	18,8
<i>Metale i rudy</i>	13	13	10	12	12	10	9	9	9
<i>Produkty chemiczne</i>	7	7	7	7	7	7	7	7	7
<i>Paliwa płynne</i>	5	4	4	4	4	4	4	4	4
<i>Drewno i płody rolne</i>	4,5	4,0	4,1	4,1	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3
<i>Przewozy intermodalne</i>	8	9	10	11	11	12	14	15	16
<i>Pozostałe</i>	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Praca przewozowa (mld tkm)	31	31	28	30	30	30	29	29	30
<i>Paliwa stałe</i>	12	11	10	10	10	10	10	10	10
<i>w tym węgiel kamienny</i>	10	9	9	9	9	9	9	9	8
<i>Kruszywa i mat. budowlane</i>	6	7	6	7	6	6	5	5	5
<i>Metale i rudy</i>	4	4	3	4	3	3	3	3	3
<i>Produkty chemiczne</i>	2	2	2	2	2	2	2	2	2
<i>Paliwa płynne</i>	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<i>Drewno i płody rolne</i>	2	1	1	1	1	1	2	2	2
<i>Przewozy intermodalne</i>	3	4	4	4	4	5	5	6	6
<i>Pozostałe</i>	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Średni dystans (km)	260	258	252	257	259	263	264	265	267
Liczba pracowników (k)	23,3	23,6	23,6	23,3	23,0	22,6	22,2	21,7	21,2
Capex (PLNmiln)	562,0	894,1	869,4	850,6	641,7	684,5	592,9	620,8	751,9
RACHUNEK Z&S (PLNmiln)									
Przychody	4 739	5 237	5 019	5 385	5 280	5 197	5 016	5 040	5 092
EBITDA	702	907	926	1 060	1 025	967	852	871	917
EBIT	155	278	238	350	303	245	132	154	197
Zysk netto	82	184	138	227	190	143	53	72	115
BILANS (PLNmiln)									
Gotówka i ekwiwalenty	517	447	205	219	300	310	296	271	148
Suma Aktywa	6 642	6 806	7 532	7 900	8 008	8 080	8 017	8 014	8 055
Suma Dług	1 701	1 427	2 148	2 234	2 165	2 100	2 038	1 979	1 924
Suma Kapitał	3 335	3 484	3 555	3 782	3 971	4 114	4 128	4 184	4 278
Dług netto / gotówka	921	776	1 739	1 811	1 661	1 586	1 538	1 505	1 572
RACH. PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (PLNmiln)									
DZ. OPERACYJNA	547	1 052	852	927	918	874	790	784	828
DZ. INWESTYCYJNA	-561	-875	-948	-999	-768	-800	-703	-735	-874
DZ. FINANSOWA	-225	-247	-146	86	-69	-65	-101	-75	-77
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	-239	-69	-242	14	81	10	-14	-26	-123
WSKAŹNIKI FINANSOWE									
EBIT r/r	-217,4%	79,1%	-14,3%	46,9%	-13,2%	-19,4%	-45,9%	16,7%	27,4%
EPS r/r	-161,1%	125,1%	-24,7%	64,1%	-16,5%	-24,7%	-62,9%	35,4%	60,7%
ROE	2,5%	5,4%	4,3%	6,5%	5,2%	3,8%	1,6%	2,0%	3,0%
WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA									
Dług netto / EBITDA (x)	1,3	0,9	1,9	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,7
Dług netto / (Dł. netto + Equity)	21,6%	18,2%	32,9%	32,4%	29,5%	27,8%	27,1%	26,5%	26,9%
WSKAŹNIKI WYCENOWE									
C/Z (x)	43,7	13,3	8,2	5,2	6,1	8,0	19,0	14,8	9,7
EV/EBITDA (x)	5,8	3,9	3,9	3,4	3,4	3,5	3,9	3,8	3,7
STOPA DYWIDENDY (%)	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0	3,1	1,3	1,7
WSKAŹNIK NA AKCJE									
ZYSK (PLN)	1,82	4,11	3,09	5,07	4,23	3,19	1,18	1,60	2,57
SKOR. ZYSK (PLN)	1,33	3,61	3,36	5,34	4,50	3,45	1,45	1,87	2,84
DYWIDENDA (PLN)	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,86	0,36	0,47
WK (PLN)	74,46	77,78	79,37	84,44	88,68	91,86	92,18	93,42	95,52

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Wycena

PKP Cargo: Wycena DCF

Rys. 1. PKP Cargo: WACC calculation

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Beta nielewarowana	1,1
Beta lewarowana	1,5
Premia za ryzyko	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,3%
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za ryzyko	1,5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%
%KO	29%
%KW	71%
WACC	8,4%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 2. PKP Cargo: Zmiany prognoz

PLNmIn	2019E			2020E			2021E		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	5 019	5 128	-2%	5 385	5 419	-1%	5 280	5 317	-1%
EBITDA	926	1 046	-11%	1 060	1 099	-4%	1 025	1 070	-4%
Skor. EBITDA*	808	928	-13%	942	981	-4%	907	952	-5%
EBIT	238	356	-33%	350	387	-10%	303	346	-12%
Zysk netto	138	237	-42%	227	258	-12%	190	226	-16%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, *skorygowane o wpływ MSSF16

Rys. 3. PKP Cargo: Wycena DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sprzedaż netto	5 019	5 385	5 280	5 197	5 016	5 040	5 092	5 136	5 176	5 215
EBIT	238	350	303	245	132	154	197	232	277	328
Podatek pieniężny od EBIT	36	47	22	35	5	31	38	45	53	63
NOPAT	202	302	282	210	127	124	158	187	223	265
Deprecjacja	688	711	722	722	720	716	720	730	733	731
Zmiany w kapitale obrotowym	-29	15	-7	-10	-18	4	7	6	8	9
Nakłady kapitałowe	869	851	642	684	593	621	752	758	616	650
Inwestycje netto	152	155	-87	-47	-145	-92	39	34	-110	-73
Wolne przepływy pieniężne**	50	147	369	257	272	215	120	153	333	337
PV FCF	1 422									
Wzrost terminalny	1,0%									
TV	3 499									
PV TV	1 565									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	2 986									
Dług netto na YE18***	1 569									
Udziały mniejszości	0									
Provizje*	591									
Wartość kapitału	826									
Miesiąc	9									
Bieżąca wartość na akcję	890									
Liczba akcji (mln)	44,8									
Wartość na akcję (PLN)****	18,4									
12M Cena Docelowa (PLN)	20,3									

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, *głównie przypadający świadczeniom po okresie zatrudnienia, **zwiększone o skumulowaną stratę netto, ***skorygowany o leasing operacyjny, ****skorygowane o 1,5 dywidendy na akcję

PKP Cargo: Wycena porównawcza

Rys. 4. PKP Cargo: Wycena porównawcza

	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Rynki rozwinięte	64,2	89,4	66,2	177,8	187,5	171,2
Rynki rozwijające się	27,3	38,8	31,1	64,7	70,6	75,9

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 5. PKP Cargo: Wycena porównawcza – średnia sektora

	Waga	C/Z (x) 2019-21P	EV/EBITDA (x) 2019-21P	Średnia 2019-21P
Rynki rozwinięte	20%	73,26	178,80	126,03
Rynki rozwijające się	80%	32,40	70,37	51,38
Średnia ważona	100%	40,57	92,05	66,31

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 6. PKP Cargo: Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	20,3	27,9	-27%
Wycena porównawcza (oparta na 2019-21P)	66,3	76,6	-13%
Średnia ważona (DCF: 75%; CV: 25%)	31,8	40,1	-21%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Wycena oparta na modelu DCF wskazuje na cenę PLN20,3 za akcję (waga 75%), a wycena porównawcza wycenia PKP Cargo na PLN66,3 za akcję (waga 25%). W związku z powyższym ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN31,8.

Wyniki kwartalne

Przegląd wyników za II kw. 2019 r.

Opublikowane wyniki za II kw. 2019 r. vs. konsensus rynkowy. Wyniki spółki PKP Cargo za II kw. 2019 r. były zgodne ze wstępnymi wynikami opublikowanymi na koniec lipca. Przychody wyniosły 1,16 mld zł, co oznacza spadek o 10% r/r. Spadek ten jest konsekwencją znacznie mniejszej pracy przewozowej (-15% r/r w II kw. 2019 r.). Szacujemy, że przychody jednostkowe (w odniesieniu do pracy przewozowej) wzrosły o ok. 6% r/r (wobec 9-procentowej dynamiki r/r odnotowanej w I kw. 2019 r.). Zysk EBITDA za II kw. 2019 r. ukształtował się na poziomie 192 mln zł (lub ok. 160 mln zł w ujęciu skorygowanym o wpływ standardu MSSF 16), co wskazuje na znaczny spadek r/r. Zwracamy również uwagę na marże operacyjne podwyższone przez jednorazową regulację cen energii elektrycznej w kwocie 36 mln zł w I poł. 2019 r. (chodzi o zamrożenie przez rząd cen energii elektrycznej dla dużych odbiorców przemysłowych w I poł. 2019 r.). Koszty pracy sięgnęły z kolei w II kw. 2019 r. 453 mln zł wobec 428 mln zł w I kw. 2019 r. Wzrost kw/kw był naszym zdaniem efektem kwietniowej wypłaty wynagrodzenia motywacyjnego (ok 17 mln zł) i nieznacznego zwiększenia zatrudnienia.

Rys. 7. PKP Cargo: wyniki finansowe za 2 kw. 19

PLN mn	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	r/r kw/ kw	2Q19P	SANe	Cons.	
Przychody	1,193	1,278	1,216	1,294	1,329	1,344	1,261	1,164	-10.0%	-7.7%	1,186	1,179	1,183
EBITDA	198.7	170.4	200.3	222.3	279.0	205.4	258.5	191.6	-13.8%	-25.9%	191.6	202.1	203.3
marża EBITDA	16.7%	13.3%	16.5%	17.2%	21.0%	15.3%	20.5%	16.5%	-0.7	-4.0	16.2%	17.1%	17.2%
EBIT	57.1	52.5	63.3	70.7	141.8	1.9	86.9	15.0	-78.8%	-82.7%	14.9	30.5	38.8
marża EBIT	4.8%	4.1%	5.2%	5.5%	10.7%	0.1%	6.9%	1.3%	-4.2	-5.6	1.3%	2.6%	3.3%
Zysk netto	32.4	42.2	35.6	53.9	104.7	-10.3	53.1	-5.2	n.a.	n.a.	-3.8	12.1	19.0
marża ZN	2.7%	3.3%	2.9%	4.2%	7.9%	-0.8%	4.2%	-0.4%	n.a.	n.a.	-0.3%	1.0%	1.6%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Praca przewozowa w podziale na segmenty. W odniesieniu do wyników w poszczególnych segmentach wszystkie najważniejsze kategorie transportowe odnotowały w II kw. 2019 r. spadek r/r, co było dla nas rozczarowaniem. Na tle pozostałych segmentów niekorzystnie wyróżniają się materiały budowlane i metale, w których spadki wyniosły odpowiednio o 26% i 20% r/r (obie kategorie odpowiadają za 32% pracy przewozowej PKP Cargo w II kw. 2019 r.). Trzeba też zauważyć spadek r/r w obszarze przewozów intermodalnych, ponieważ segment ten utrzymywał się w ostatnich latach w długoterminowym trendzie wzrostowym. W tej chwili trudno jest komentować perspektywy dla tego obszaru działalności, zakładamy jednak, że spółka dołoży wszelkich starań, aby powrócić na ścieżkę wzrostu wolumenów.

Rys. 8. PKP Cargo: praca przewozowa w ujęciu kwartalnym (dynamika 2 kw. 19 r/r)

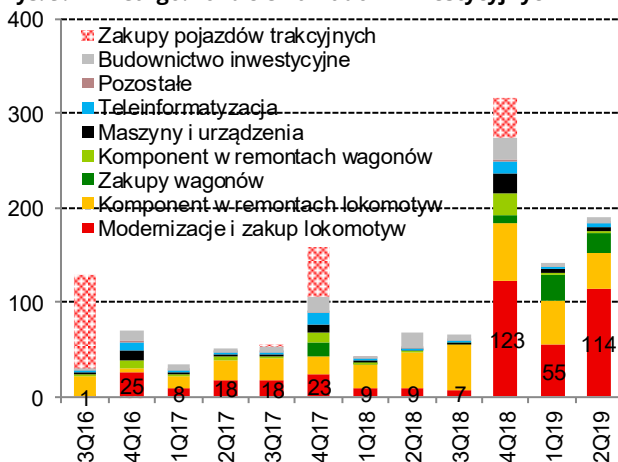
	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	r/r	kw/kw
Paliwa stałe	2.7	2.9	2.8	2.6	2.6	2.9	2.7	2.4	-11.0%	-13.4%
Paliwa stałe (węgiel kamienny)	2.3	2.6	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	1.9	-13.8%	-16.8%
Kruszywa i materiały budowlane	1.9	1.6	1.6	1.8	2.0	1.8	1.4	1.4	-25.7%	-5.1%
Metale i rudy	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	-20.0%	-13.0%
Produkty chemiczne	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	-2.1%	4.4%
Paliwa płynne	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	-15.8%	-2.8%
Drewno i płody rolne	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	-19.9%	-9.9%
Przewozy intermodalne	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	-6.9%	-4.3%
Pozostałe	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	-16.3%	20.5%
Suma	7.9	8.1	7.6	7.8	7.9	8.1	7.2	6.6	-15.0%	-8.0%

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Wydatki inwestycyjne. Nakłady inwestycyjne wyniosły w II kw. 2019 r. 302 mln zł (lub 321 mln z uwzględnieniem MSSF 16) wobec 250 mln zł (282 mln zł) w I kw. 2019 r. Wydatki były skoncentrowane głównie na modernizacji taboru (114 mln zł).

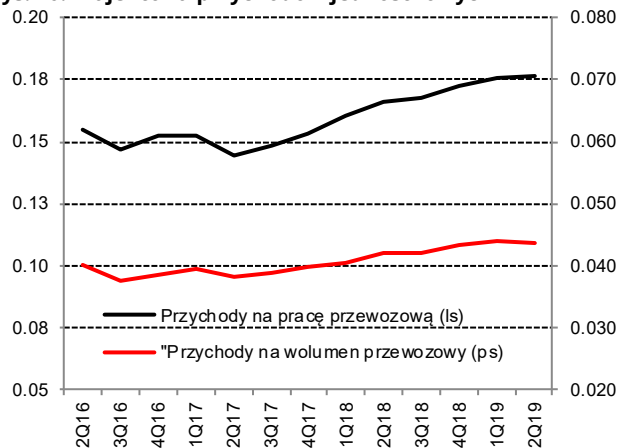
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły 193 mln zł (bez zmian r/r, w I kw. 2019 r. było to 163 mln zł). Oceniamy wygenerowane przepływy pieniężne pozytywnie, ponieważ jednorazowy efekt regulacji cen energii elektrycznej w II kw. 2019 r. nie miał charakteru gotówkowego (spodziewany pozytywny wpływ na rachunek przepływów pieniężnych w 2 połowie 2019 r.).

Rys. 9. PKP Cargo: rozbić nakładów inwestycyjnych



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

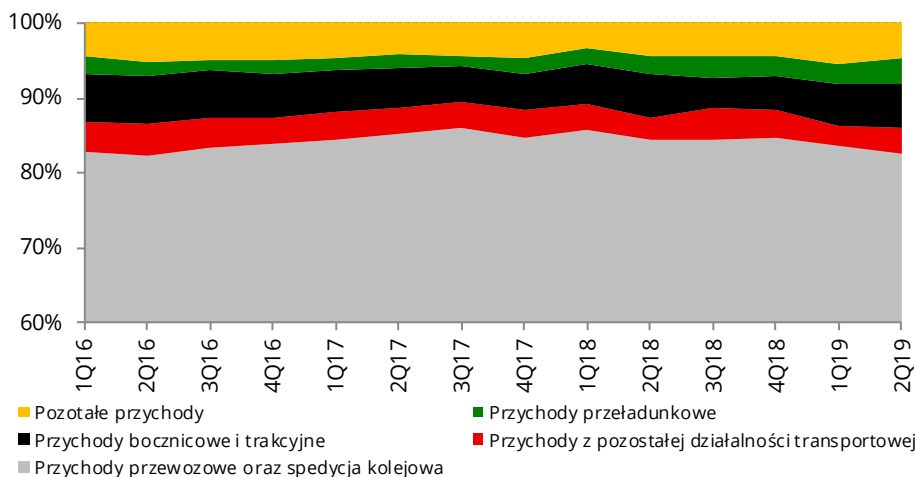
Rys. 10. Trajektorja przychodów jednostkowych



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Zadłużenie. Zadłużenie netto kształtowało się na koniec czerwca na poziomie 1,76 mld zł (i było o ok. 50 mln zł wyższe kw/kw), a zysk EBITDA za ostatnie 12 miesięcy uległ pogorszeniu. Spowodowało to wzrost stosunku zadłużenia netto do zysku EBITDA za ostatnie 12 miesięcy z 1,78x na koniec marca 2019 r. do 1,88x na koniec I poł. 2019 r. (wartości te nie zostały skorygowane o wpływ standardu MSSF 16 w II poł. 2018 r., choć zwracamy uwagę na fakt, że zysk EBITDA za ostatnie 12 miesięcy na poziomie 934 mln zł jest zbliżony do naszych aktualnych prognoz dla zysku EBITDA na rok finansowy 2019P).

Rys. 11. PKP Cargo: podział przychodów na główne kategorie na główne segmenty



Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników za III kw. 2019P

Spodziewamy się, że PKP Cargo odnotuje w III kw. 2019P przychody na poziomie 1 233 mln zł (-7.3% r/r). Na wyniki wpłyną naszym zdaniem głównie dwa czynniki: (1) spadek pracy przewozowej r/r (-9% r/r na poziomie grupy w III kw. 2019P) i (2) wzrost przychodów jednostkowych r/r (+4% r/r). Średni miesięczny wolumen towarów przewiezionych przez PKP Cargo w kraju przekroczy naszym zdaniem w IV kw. 2019P 9 mln ton wobec średniego poziomu 8 mln ton w minionych miesiącach roku. W II poł. 2019 r. spółkę mogą wesprzeć większe wolumeny przewożonego węgla energetycznego PGG (ok. 50% udziału w rynku).

Rys. 12. PKP Cargo: 3Q19E results preview

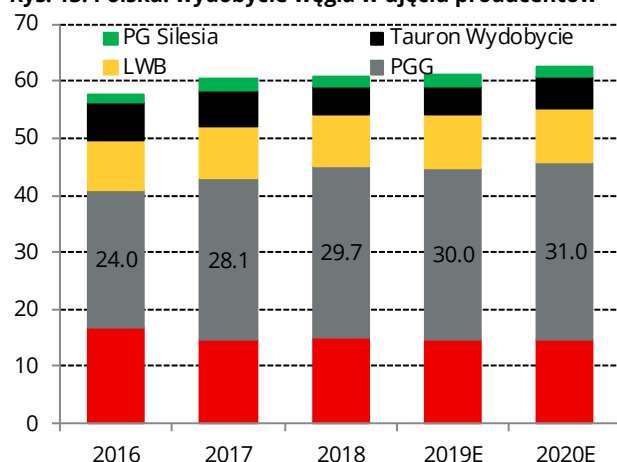
PLN mn	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	r/r	kw/kw
Przychody	1,193	1,278	1,216	1,294	1,329	1,398	1,270	1,177	1 233	-7,3%	4,8%
EBITDA	199	170	200	222	279	205	259	192	221	-20,8%	15,3%
marża EBITDA	16.7%	13.3%	16.5%	17.2%	21.0%	14.7%	20.4%	16.3%	17,9%	-3,1	1,6
EBIT	57	53	63	71	142	2	87	15	49	-65,5%	226,4%
marża EBIT	4.8%	4.1%	5.2%	5.5%	10.7%	0.1%	6.8%	1.3%	4,0%	-6,7	2,7
Zysk netto	32	30	36	54	105	-15	53	-5	25	-75,9%	-586,1%
marża ZN	2.7%	2.3%	2.9%	4.2%	7.9%	-1.1%	4.2%	-0.4%	2,1%	-5,8	2,5

Źródło: Spółka, Santander Biuro Maklerskie

W odniesieniu do marż operacyjnych, prognozujemy zysk EBITDA i EBIT na poziomie odpowiednio 221 mln zł (-21% r/r) i 49 mln zł (-66% r/r). Marże w III kw. 2019 r. mogą wypaść zasadniczo nieco wyżej kw/kw ze względu na większy oczekiwany wolumen ładunków. Zysk netto szacujemy z kolei na ok. 25 mln zł.

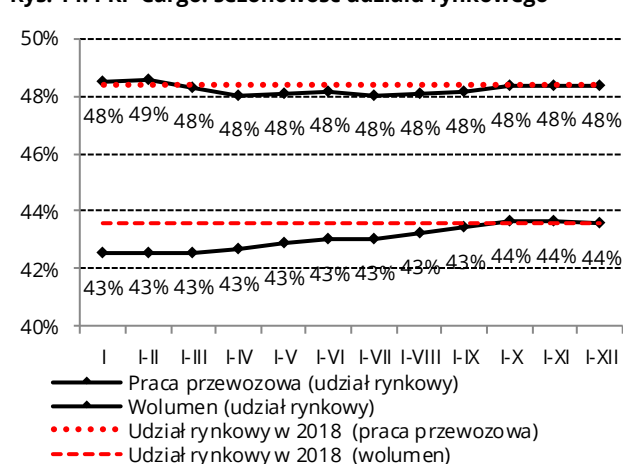
Nasze obliczenia wskazują również na wzrost stosunku zadłużenia netto do zysku EBITDA za ostatnie 12 miesięcy na koniec września do blisko 2,0x. Biorąc pod uwagę niejednoznaczne perspektywy rynkowe (spółka nie zaktualizowała jeszcze swojej prognozy dla zysku EBITDA na rok finansowy 2019P), zastrzegamy sobie możliwość zmiany prognozy na III kw. 2019 r. w przypadku pojawienia się nowych danych rynkowych.

Rys. 13. Polska: wydobycie węgla w ujęciu producentów



Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Rys. 14. PKP Cargo: sezonowość udziału rynkowego



Źródło: UTK, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Rys. 15. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody operacyjne	4554	4411	4739	5237	5019	5385	5280
Koszty operacyjne	4498	4543	4584	4960	4781	5036	4977
Amortyzacja	649	622	547	629	688	711	722
Zużycie materiałów	697	675	706	781	759	859	831
Usługi obce	1501	1573	1573	1725	1415	1490	1418
Świadczenie pracownicze	1485	1442	1509	1651	1746	1785	1817
Pozostałe	166	231	248	174	172	191	188
EBITDA	705	490	702	907	926	1060	1025
EBITDA skorygowana*	637	553	702	907	808	942	907
Zysk operacyjny (EBIT)	56	-132	155	278	238	350	303
EBIT skorygowany	165	-33	128	250	221	333	286
Przychody/koszty finansowe netto	-52	-22	-39	-42	-74	-76	-77
Przychody finansowe	15	39	20	16	13	12	13
Koszty finansowe	66	61	60	58	88	88	89
Udział w wyniku jednostek zależnych	4	3	1	4	4	4	4
Wynik ze sprzedaży jednostek zależnych	2	0	0	4	4	4	4
Zysk przed opodatkowaniem (PBT)	11	-151	116	244	172	281	235
PBT skorygowany*	120	-52	89	216	155	264	218
Podatek dochodowy	-20	-17	35	60	33	54	45
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	30	-134	82	184	138	227	190
Zysk netto skorygowany*	107	-110	59	162	150	239	202

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, *wyłączając wpływ MSSF16 (2019r.) i zdarzenia jednorazowe (2015-18)

Rys. 16. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marża EBITDA	15,5%	11,1%	14,8%	17,3%	18,5%	19,7%	19,4%
Marża EBIT	1,2%	-3,0%	3,3%	5,3%	4,7%	6,5%	5,7%
Marża zysku netto	0,7%	-3,0%	1,7%	3,5%	2,8%	4,2%	3,6%
Dynamika sprzedaży (r/r)	6,5%	-3,1%	7,4%	10,5%	-4,2%	7,3%	-2,0%
Dynamika EBITDA (r/r)	39,9%	-30,6%	43,4%	29,2%	2,1%	14,4%	-3,3%
Dynamika EBIT (r/r)	-53,8%	-336,2%	-217,4%	79,1%	-14,3%	46,9%	-13,2%
Dynamika zysku netto (r/r)	-61,6%	-544,7%	-161,1%	125,1%	-24,7%	64,1%	-16,5%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 17. Prognozy Santander vs. konsensus

PLN mln	2019E			2020E			2021E		
	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica
Przychody	5 019	5 360	-6%	5 385	5 540	-3%	5 280	5 491	-4%
EBITDA	926	1 024	-10%	1 060	1 045	1%	1 025	1 042	-2%
EBIT	238	349	-32%	350	331	6%	303	315	-4%
Zysk netto	138	239	-42%	227	222	2%	190	200	-5%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 18. PKP Cargo: Bilans

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa obrotowe	1 089,1	1 547,9	1 694,2	1 619,0	1 285,5	1 363,5	1 426,5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	276,2	755,9	516,8	447,3	205,2	219,1	300,5
Pozostałe aktywa finansowe	4,0	0,9	263,7	203,7	203,7	203,7	203,7
Pozostałym aktywa	13,3	27,3	35,6	118,7	31,2	33,5	32,9
Zapasy	128,5	121,2	148,5	161,6	154,9	166,2	163,0
Należności handlowe	664,3	639,9	729,5	684,6	687,5	737,8	723,4
Należności z tytułu podatku dochodowego	2,7	2,8	0,1	3,0	2,9	3,1	3,1
Aktywa trwałe	4 979,5	4 942,9	4 947,4	5 187,2	6 246,6	6 536,0	6 581,2
Rzeczowe aktywa trwałe	4 719,7	4 700,6	4 688,0	4 946,8	5 995,8	6 274,9	6 323,1
Aktywa niematerialne	66,4	55,8	43,9	34,6	55,8	55,8	55,8
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	39,8	40,8	53,6	47,4	47,4	47,4	47,4
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa finansowe	9,8	8,6	10,5	7,7	7,7	7,7	7,7
Pozostałe aktywa	39,0	29,5	17,8	15,1	14,5	15,5	15,2
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	104,6	107,6	133,6	135,6	125,5	134,6	132,0
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	44,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa Razem	6 112,7	6 490,8	6 641,6	6 806,3	7 532,1	7 899,5	8 007,8
Zobowiązania krótkoterminowe	1 172,7	1 171,8	1 213,1	1 353,7	1 277,7	1 463,7	1 432,6
Kredyty bankowe i pożyczki	253,6	197,8	249,7	248,6	236,2	324,4	308,2
Leasing	65,4	59,6	48,0	21,9	20,8	69,7	66,3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	729,8	670,0	749,7	910,3	877,4	924,3	913,4
Rezerwy na świadczenie pracownicze	100,4	99,3	104,0	115,5	115,5	115,5	115,5
Pozostałe rezerwy	17,9	25,0	59,7	56,9	27,3	29,3	28,8
Pozostałe zobowiązania finansowe	2,2	118,9	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	3,5	1,4	1,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania długoterminowe	1 586,1	2 076,1	2 093,7	1 969,0	2 699,6	2 653,9	2 603,7
Kredyty bankowe i pożyczki	460,6	1 273,6	1 312,6	1 083,2	1 029,1	977,6	928,7
Leasing	193,5	140,9	91,1	73,3	86,1	86,1	86,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	26,0	1,8	1,6	112,0	108,0	113,7	112,4
Rezerwy na świadczenie pracownicze	603,6	525,6	558,5	591,4	591,4	591,4	591,4
Pozostałe rezerwy	302,4	134,1	129,9	109,0	109,0	109,0	109,0
Kapitał własny	3 353,9	3 242,9	3 334,8	3 483,7	3 554,9	3 781,9	3 971,5
Kapitał zakładowy	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3
Kapitał zapasowy	619,4	618,7	619,3	628,2	628,2	628,2	628,2
Pozostałe	-2,8	11,4	4,9	-44,0	-44,0	-44,0	-44,0
Zyski zatrzymane	497,9	373,4	471,3	660,2	731,4	958,4	1 148,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa Razem	6 112,7	6 490,8	6 641,6	6 806,3	7 532,1	7 899,5	8 007,8

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 19. PKP Cargo: Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy z działalności operacyjnej	387,5	305,5	547,0	1051,9	852,3	927,1	917,5
Zysk netto	30,1	-133,8	81,7	183,9	138,4	227,1	189,6
Rezerwy	-37,1	-240,4	68,2	20,8	-29,6	2,0	-0,6
Amortyzacja aktywów trwałych	649,0	621,6	546,9	629,4	688,4	710,5	722,0
Zmiany w kapitale obrotowym	5,9	-52,1	-37,5	302,8	-33,1	-9,0	5,5
-zapasy	-13,2	7,3	-27,3	-13,2	6,8	-11,3	3,2
-należności	-138,2	24,5	-89,7	44,9	-2,9	-50,2	14,4
-zobowiązania	157,3	-83,9	79,4	271,0	-37,0	52,6	-12,1
Pozostałe przepływy netto	-260,4	110,1	-112,3	-84,9	88,2	-3,6	1,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-515,2	-551,7	-561,2	-874,9	-948,4	-998,8	-767,6
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-1358,8	-547,7	-522,4	-879,0	-958,6	-989,7	-770,2
Wydatki z tytułu nabycia jednostek zew.	-4,6	-1,0	-12,8	6,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe przepływy netto	848,2	-3,0	-26,0	-2,1	10,2	-9,2	2,6
Przepływy z działalności finansowej	-25,3	725,9	-224,9	-246,6	-146,0	85,7	-68,6
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (długoterm.)	251,4	761,7	-12,7	-244,3	-65,3	-51,5	-48,9
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (krótkoterm.)	99,1	-61,6	40,4	-27,2	-13,5	137,2	-19,7
Zmiany kapitałów własnych	55,5	22,8	10,2	-35,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-110,0	0,0	0,0	0,0	-67,2	0,0	0,0
Pozostałe przepływy netto	-321,3	3,2	-262,8	59,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu gotówki	-153,0	479,7	-239,1	-69,5	-242,1	13,9	81,4
Początkowe saldo gotówki	429,2	276,2	755,9	516,8	447,3	205,2	219,1
Końcowe saldo gotówki	276,2	755,9	516,8	447,3	205,2	219,1	300,5

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Santander Brokerage Poland

Jana Pawła II Avenue 17
00-854 Warszawa
fax. (+48) 22 586 81 09

Equity Research Department

Kamil Stolarski, CFA, <i>Head of Equity Research Strategy, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Advisor Equity Analyst, Games, Health Care, Industrials</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&Gas, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokółowski, <i>Equity Analyst Consumer Goods, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

Sales & Trading Department

Kamil Kalemba, <i>Head of Institutional Equities</i>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor</i>	tel. (+48) 22 586 80 82	mateusz.choromanski@santander.pl
Robert Chudala	tel. (+48) 22 586 85 14	robert.chudala@santander.pl
Alex Kamiński	tel. (+48) 22 586 80 63	alex.kaminski@santander.pl
Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 87	marek.wardzynski@santander.pl

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000- 56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2018 r. poz. 512 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417– t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raporcie odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.bm.santander.pl w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku.

Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważają” / „Niedoważają” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważają”/„Niedoważają”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia zalecenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <https://bm.santander.pl/global-statistics.html>.

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIEŃ

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **PKP Cargo S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów

brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich Klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.