

Obiecująca perspektywa 2020P

Rekomendacja: zmiana na Kupuj. Cena docelowa: PLN40,1

Tym raportem aktualizujemy naszą rekomendację dla PKP Cargo do Kupuj, jednocześnie obniżając 12-miesięczną cenę docelową do 40,1 zł. Pierwsze półrocze przyniosło wyraźny spadek wolumenów realizowanych przez PKP Cargo (-9% r/r, szacunki na bazie UTK). W efekcie obniżyliśmy nasze założenia dla 2019P i oczekujemy wolumenu przewozowego w wysokości ok. 115 mln ton na poziomie grupy (-6% r/r) oraz wyniku EBITDA w wysokości 1 046 mln zł (płasko r/r po korekcie o MSSF16). Niezadowolające wyniki PKP Cargo, w naszej opinii, wynikają z trudnego otoczenia biznesowego związanego w szczególności z ograniczonym popytem na transport kruszyw. Oczekujemy jednak, że wydatki na modernizację krajowej infrastruktury pozostaną wysokie, co powinno przełożyć się na odbicie przychodów w latach 2020-23P. Szacujemy, że nakłady inwestycyjne na 2019E (bez dopłat unijnych) wyniosą 881 mln zł, co wskazuje na w przybliżeniu zerowe wolne przepływy pieniężne w 2019P. W dłuższym terminie spodziewamy się, że malejące wydatki inwestycyjne (średnio 694 mln PLN w latach 2020-25E) w połączeniu z odbudową przychodów mogą przełożyć się na wyższą akumulację środków pieniężnych. Podsumowując, postrzegamy ostatni spadek cen akcji (-22% w lipcu) jako dobrą okazję do kupna. Wśród kluczowych ryzyk wskazujemy konsekwentnie (1) presję płacową i (2) nieefektywną infrastrukturę.

Istotny spadek popytu w pierwszym półroczu 2019. Krajowy rynek kolejowych przewozów masowych skurczył się o 4% pod względem wolumenu w pierwszej połowie 2019 roku. Szczegółowe statystyki dotyczące dynamiki przewozów r/r dla poszczególnych grup towarowych zostaną opublikowane 12 września, ale spodziewamy się kontynuacji trendów zaobserwowanych w 1 kw. 2019 (węgiel i kruszywa charakteryzujące się ujemną dynamiką wynoszącą odpowiednio -4,3% / -6,4% r/r). Spadek przewozów głównych grup towarowych, naszym zdaniem, przełożył się na widoczne słabsze wyniki PKP Cargo w analogicznym okresie (spadek wolumenu o 9%, a pracy przewozowej o 10% r/r bez uwzględnienia AWT). Wybiegając w przyszłość, nie oczekujemy szybkiego ożywienia na rynku, ale spodziewamy się powrotu dobrej koniunktury w dłuższej perspektywie (do 2023 r.).

Plan EBITDA na obecny rok obrotowy zagrożony. PKP Cargo poinformowało, że szacuje wynik EBITDA za pierwsze półrocze 2019 r. na poziomie 450 mln zł (lub 382 mln zł skorygowanych o MSSF16, spadek o około 10% r/r). Podane dane sugerują około 39% realizacji aktualnych prognoz EBITDA w 2019P. Mając to na uwadze, nie zmieniamy naszej opinii, że realizacja EBITDA w wysokości 1 153 mln zł będzie niezwykle trudna i oczekujemy korekty prognoz w dół przy okazji publikacji sprawozdania finansowego za 3Q19.

Ograniczony potencjał generowania wolnych przepływów pieniężnych w krótkim terminie. Naszym zdaniem Zarząd PKP Cargo może powiązać planowane w 2019P nakłady inwestycyjne z przewidywanym wynikiem EBITDA. W rezultacie widzimy ryzyko wygenerowania wolnych przepływów pieniężnych bliskich zeru w tym roku, co może również osłabić zdolność do regularnych wypłat dywidend.

Ryzyka i okazje. Chociaż prognozujemy, że jednostkowe przychody PKP Cargo osiągną w tym roku punkt kulminacyjny (baza kontraktowa została w dużej części stopniowo 'zrolowana' do końca 2018), kontynuacja modernizacji krajowej infrastruktury drogowej i kolejowej powinna przełożyć się na solidny popyt na transport kruszyw (potencjalnie 110 mln ton do końca 2023 r. na bazie szacunków PKP Cargo) w średnim terminie. W scenariuszu wystąpienia niskich temperatur w sezonie grzewczym (zwiększającym zapotrzebowanie na przewóz węgla energetycznego), PKP Cargo mogłoby ponownie cieszyć się ponadprzeciętnym wykorzystaniem taboru. Wśród kluczowych czynników ryzyka wskazujemy na (1) presję na płace i (2) nieefektywną infrastrukturę (zawyżone nakłady kapitałowe).

Wycena i rekomendacja. Średnia ważona z wyceny DCF i porównawczej implikuje 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN40,1 / akcję (38% potencjał wzrostowy). W związku z tym aktualizujemy naszą rekomendację do Kupuj.

Prognozy finansowe

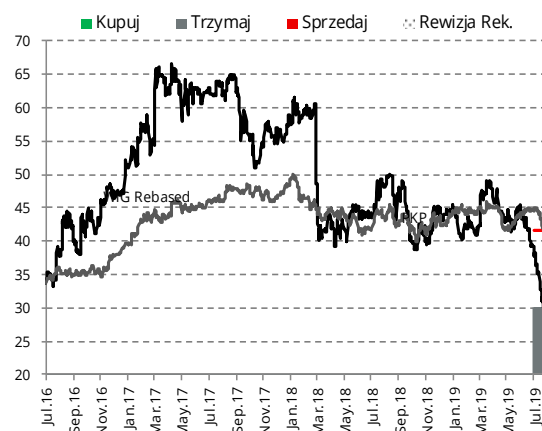
PLNmln	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sprzedaż	4 411	4 739	5 237	5 128	5 419	5 317
EBITDA	490	702	907	1 046	1 099	1 070
EBITDA skor.*	553	702	907	928	981	952
EBIT	-132	155	278	356	387	346
Zysk netto	-134	82	184	237	258	226
C/Z (x)	n.a.	43,7	13,3	5,2	4,8	5,5
EV/EBITDA (x)**	5,7	5,0	3,2	2,9	2,7	2,6
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	0,0%	0,0%

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

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa (PLN, 12M)	40,1
Cena (16 sierpnia, 2019)	29,15
Kapitalizacja (mln zł)	1 306
Akcje w wolnym obrocie (%)	67
Liczba akcji (mln)	44,8

Co się zmieniło:

- Obniżone założenia dotyczące wolumenów przewozowych w obecnym roku obrotowym, przy jednoczesnym podwyższeniu perspektyw dla popytu na kolejowy transport masowy w latach 2020-23P;
- Nieznaczne zmniejszenie dynamiki r/r przychodów jednostkowych w bieżącym roku obrotowym;
- Obniżenie prognozowanego wolumenu transportu kruszyw i materiałów budowlanych do 112 mln ton w latach 2019-23P (poprzednio 115 mln ton).



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).

Analitik

Michał Sopieli, Analityk akcji

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

PKP Cargo w pigułce

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Założenia modelowe									
Masa towarowa (mln t)	119	122	115	119	116	114	111	112	113
Paliwa stałe	58	57	54	54	53	52	52	51	50
w tym węgiel kamienny	51,8	51,2	49,0	48,1	47,7	47,0	46,2	45,5	44,7
Kruszywa i mat. budowlane	22,2	26,0	22,3	25,2	23,8	21,5	18,9	18,8	18,8
Metale i rudy	13	13	11	12	12	10	9	9	9
Produkty chemiczne	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Paliwa płynne	5	4	4	4	4	4	4	4	4
Drewno i płody rolne	4,5	4,0	4,0	4,0	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2
Przewozy intermodalne	8	9	10	11	11	13	14	15	16
Pozostałe	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Praca przewozowa (mld tkm)	31	31	29	31	30	30	29	30	30
Paliwa stałe	12	11	10	10	10	10	10	10	10
w tym węgiel kamienny	10	9	9	9	9	9	9	9	8
Kruszywa i mat. budowlane	6	7	6	7	6	6	5	5	5
Metale i rudy	4	4	3	4	3	3	3	3	3
Produkty chemiczne	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Paliwa płynne	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Drewno i płody rolne	2	1	1	1	1	1	1	2	2
Przewozy intermodalne	3	4	4	4	5	5	6	6	6
Pozostałe	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Średni dystans (km)	260	258	252	256	259	263	264	265	267
Liczba pracowników (k)	23,3	23,6	23,6	23,4	23,0	22,6	22,2	21,7	21,2
Capex (PLNmld)	562,0	894,1	880,9	855,0	646,3	689,4	595,6	623,9	755,3
RACHUNEK Z&S (PLNmld)									
Przychody	4 739	5 237	5 128	5 419	5 317	5 236	5 032	5 060	5 116
EBITDA	702	907	1 046	1 099	1 070	1 015	877	898	946
EBIT	155	278	356	387	346	291	155	179	223
Zysk netto	82	184	237	258	226	183	74	95	139
BILANS (PLNmld)									
Gotówka i ekwiwalenty	517	447	269	326	440	486	488	479	373
Suma Aktywa	6 642	6 806	7 630	8 028	8 172	8 285	8 233	8 249	8 308
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	3 654	3 911	4 137	4 320	4 346	4 419	4 532
Dług netto / gotówka	921	776	1 675	1 704	1 522	1 411	1 347	1 297	1 347
RACH. PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (PLNmld)									
DZ. OPERACYJNA	547	1,052	931	973	955	916	818	810	854
DZ. INWESTYCYJNA	-561	-875	-963	-1,002	-773	-805	-705	-738	-878
DZ. FINANSOWA	-225	-247	-146	86	-69	-65	-111	-80	-83
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	-239	-69	-178	57	113	46	2	-9	-106
WSKAŹNIKI FINANSOWE									
EBIT r/r	-217,4%	79,1%	28,4%	8,6%	-10,6%	-16,0%	-46,7%	15,6%	24,3%
EPS r/r	-161,1%	125,1%	28,9%	8,8%	-12,4%	-19,0%	-59,3%	27,7%	46,0%
ROE	2,5%	5,4%	7,0%	7,1%	5,9%	4,6%	2,0%	2,4%	3,3%
WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA									
Dług netto / EBITDA (x)	1,3	0,9	1,6	1,6	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Dług netto / (Dł. netto + Equity)	21,6%	18,2%	31,4%	30,3%	26,9%	24,6%	23,7%	22,7%	22,9%
WSKAŹNIKI WYCENOWE									
C/Z (x)	22,1	8,1	5,3	4,9	5,5	6,8	15,2	12,3	8,7
EV/EBITDA (x)	4,0	3,0	3,9	3,7	3,6	3,7	4,3	4,1	3,9
STOPA DYWIDENDY (%)	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	3,7	1,6	2,0
WSKAŹNIK NA AKCJE									
ZYSK (PLN)	1,82	4,11	5,29	5,76	5,04	4,08	1,66	2,12	3,10
SKOR. ZYSK (PLN)	1,33	3,61	5,56	6,03	5,31	4,35	1,93	2,39	3,37
DYWIDENDA (PLN)	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	1,09	0,48	0,60
WK (PLN)	74,46	77,78	81,58	87,34	92,38	96,46	97,04	98,68	101,18

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Wycena

PKP Cargo: Wycena DCF

Fig. 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

Fig. 2. PKP Cargo: Zmiany prognoz

PLNmIn	2019E			2020E			2021E		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	5 128	5 320	-4%	5 419	5 384	1%	5 317	5 199	2%
EBITDA	1 046	1 072	-2%	1 099	1 068	3%	1 070	977	10%
Skor. EBITDA*	928	954	-3%	981	950	3%	952	859	11%
EBIT	356	368	-3%	387	343	13%	346	244	42%
Zysk netto	237	245	-3%	258	221	17%	226	143	58%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, *skorygowane o wpływ MSSF16

Fig. 3. PKP Cargo: Wycena DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Sprzedaż netto	5 128	5 419	5 317	5 236	5 032	5 060	5 116	5 150	5 192	5 233
EBIT	356	387	346	291	155	179	223	247	294	346
Podatek pieniężny od EBIT	55	55	30	44	9	35	43	48	57	67
NOPAT	301	333	316	247	146	144	180	199	237	279
Deprecjacja	689	712	724	724	722	719	723	733	736	734
Zmiany w kapitale obrotowym	-9	1	-6	-9	-22	4	7	4	8	9
Nakłady kapitałowe	881	855	646	689	596	624	755	761	618	653
Inwestycje netto	183	144	-84	-44	-149	-91	40	32	-110	-72
Wolne przepływy pieniężne**	118	188	400	291	294	235	140	168	347	352
PV FCF	1 629									
Wzrost terminalny	1,0%									
TV	3 702									
PV TV	1 656									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	3 285									
Dług netto na YE18***	1 569									
Udziały mniejszości	0									
Prowizje*	591									
Wartość kapitału	1 125									
Miesiąc	8									
Bieżąca wartość na akcję	1 202									
Liczba akcji (mln)	44,8									
Wartość na akcję (PLN)****	25,3									
12M Cena Docelowa (PLN)	27,9									

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

Fig. 4. PKP Cargo: Wycena porównawcza

	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Rynki rozwinięte	103,3	98,5	77,5	199,0	188,8	178,2
Rynki rozwijające się	43,6	44,7	39,4	79,8	81,1	74,5

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 5. PKP Cargo: Wycena porównawcza- średnia sektora

	Waga	C/Z (x) 2019-21P	EV/EBITDA (x) 2019-21P	Średnia 2018-21P
Rynki rozwinięte	20%	93,10	188,63	140,87
Rynki rozwijające się	80%	42,56	78,46	60,51
Średnia ważona	100%	52,67	100,49	76,58

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

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

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	27,9	31,4	-11%
Wycena porównawcza (oparta na 2019-21P)	76,6	72,7	5%
Średnia ważona (DCF: 75%; CV: 25%)	40,1	41,7	-4%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Wycena oparta na modelu DCF wskazuje na cenę PLN27,9 za akcję (waga 75%), a wycena porównawcza wycenia PKP Cargo na PLN76,6 za akcję (waga 25%). W związku z powyższym ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie PLN40,1.

Prognozy finansowe

Fig. 7. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLNmłn	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody operacyjne	4554	4411	4739	5237	5128	5419	5317
Koszty operacyjne	4498	4543	4584	4960	4772	5032	4970
Amortyzacja	649	622	547	629	689	712	724
Zużycie materiałów	697	675	706	781	775	864	836
Usługi obce	1501	1573	1573	1725	1399	1480	1408
Świadczenie pracownicze	1485	1442	1509	1651	1733	1779	1807
Pozostałe	166	231	248	174	176	198	195
EBITDA	705	490	702	907	1046	1099	1070
EBITDA skorygowana*	637	553	702	907	928	981	952
Zysk operacyjny (EBIT)	56	-132	155	278	356	387	346
EBIT skorygowany	165	-33	128	250	339	370	329
Przychody/koszty finansowe netto	-52	-22	-39	-42	-75	-76	-75
Przychody finansowe	15	39	20	16	14	13	15
Koszty finansowe	66	61	60	58	88	89	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	290	319	280
PBT skorygowany*	120	-52	89	216	273	302	263
Podatek dochodowy	-20	-17	35	60	53	61	54
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	30	-134	82	184	237	258	226
Zysk netto skorygowany*	107	-110	59	162	249	270	238

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

Fig. 8. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Marża EBITDA	15,5%	11,1%	14,8%	17,3%	20,4%	20,3%	20,1%
Marża EBIT	1,2%	-3,0%	3,3%	5,3%	7,0%	7,1%	6,5%
Marża zysku netto	0,7%	-3,0%	1,7%	3,5%	4,6%	4,8%	4,2%
Dynamika sprzedaży (r/r)	6,5%	-3,1%	7,4%	10,5%	-2,1%	5,7%	-1,9%
Dynamika EBITDA (r/r)	39,9%	-30,6%	43,4%	29,2%	15,3%	5,1%	-2,6%
Dynamika EBIT (r/r)	-53,8%	-336,2%	-217,4%	79,1%	28,4%	8,6%	-10,6%
Dynamika zysku netto (r/r)	-61,6%	-544,7%	-161,1%	125,1%	28,9%	8,8%	-12,4%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 9. Prognozy Santander vs. konsensus

PLNmłn	2019E			2020E			2021E		
	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica
Przychody	5 128	5 348	-4%	5 419	5 497	-1%	5 317	5 336	0%
EBITDA	1 046	1 032	1%	1 099	1 055	4%	1 070	1 008	6%
EBIT	356	333	7%	387	341	14%	346	288	20%
Zysk netto	237	230	3%	258	220	17%	226	173	31%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Fig. 10. PKP Cargo: Bilans

PLNmIn	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa obrotowe	1.089,1	1.547,9	1.694,2	1.619,0	1.368,5	1.476,4	1.572,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	276,2	755,9	516,8	447,3	269,0	326,1	439,6
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	31,9	33,7	33,1
Zapasy	128,5	121,2	148,5	161,6	158,3	167,3	164,1
Należności handlowe	664,3	639,9	729,5	684,6	702,6	742,4	728,4
Należności z tytułu podatku dochodowego	2,7	2,8	0,1	3,0	3,0	3,1	3,1
Aktywa trwałe	4.979,5	4.942,9	4.947,4	5.187,2	6.261,1	6.552,0	6.600,4
Rzeczowe aktywa trwałe	4.719,7	4.700,6	4.688,0	4.946,8	6.007,2	6.290,0	6.341,2
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	14,8	15,6	15,3
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	104,6	107,6	133,6	135,6	128,2	135,5	132,9
Aktywa przeznaczane 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	7.629,7	8.028,5	8.172,4
Zobowiązania krótkoterminowe	1.172,7	1.171,8	1.213,1	1.353,7	1.276,7	1.463,2	1.431,6
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	875,8	923,6	912,3
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	27,9	29,5	29,0
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	2.699,4	2.653,8	2.603,6
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	107,8	113,6	112,2
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	3.653,6	3.911,5	4.137,3
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	830,1	1.088,0	1.313,8
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	7 629,7	8 028,5	8 172,4

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Fig. 11. PKP Cargo: Rachunek przepływów pieniężnych

PLNmIn	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy z działalności operacyjnej	387,5	305,5	547,0	1051,9	931,0	973,5	954,7
Zysk netto	30,1	-133,8	81,7	183,9	237,1	257,9	225,8
Rezerwy	-37,1	-240,4	68,2	20,8	-29,0	1,6	-0,6
Amortyzacja aktywów trwałych	649,0	621,6	546,9	629,4	689,1	712,0	723,9
Zmiany w kapitale obrotowym	5,9	-52,1	-37,5	302,8	-53,4	4,8	4,5
-zapasy	-13,2	7,3	-27,3	-13,2	3,4	-9,0	3,2
-należności	-138,2	24,5	-89,7	44,9	-18,0	-39,9	14,1
-zobowiązania	157,3	-83,9	79,4	271,0	-38,7	53,6	-12,7
Pozostałe przepływy netto	-260,4	110,1	-112,3	-84,9	87,2	-2,8	1,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-515,2	-551,7	-561,2	-874,9	-963,2	-1002,1	-772,6
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-1358,8	-547,7	-522,4	-879,0	-970,7	-994,8	-775,1
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	7,4	-7,3	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	-178,3	57,1	113,5
Początkowe saldo gotówki	429,2	276,2	755,9	516,8	447,3	269,0	326,1
Końcowe saldo gotówki	276,2	755,9	516,8	447,3	269,0	326,1	439,6

Źródło: Dane spółki, 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 zobowiązany 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 raportach 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 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 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 wagi 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 znaczenia 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/r/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 Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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 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, świadczyć 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 następnym 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 sporządzone 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.