

Programu Wsparcia Analitycznego GPW

Bloomberg: PKP PW, Reuters: PKPP.WA

CEE Equity Research

Przemysł, Polska

07 listopada 2019, 15:35 CET

**Solidna dynamika przychodów jednostkowych;
marże wyższe dzięki zdarzeniom jednorazowym**

Michał Sopieli, *Analityk akcji*

+48 22 586 8233, michal.sopieli@santander.pl

Przegląd szacunków wyników za III kw. 2019 r.

PKP Cargo podało szacunkowe wybrane dane finansowe za 9M19. Implikowane dane za 3 kw. 19 prezentują się następująco: przychody w wysokości 1,19 mld zł (-10,4% r/r), wynik EBITDA na poziomie 263 mln zł (-5,7% r/r), a zysk netto w kwocie 50,8 mln zł (dynamiki są zawarte w tabeli nr. 1). Przy okazji publikacji szacunków 9M19, PKP Cargo obniżyło prognozę EBITDA na rok 2019 do 925 mln zł z 1 151 mln zł poprzednio (prognoza z marca 2019 r.), co implikuje spadek o ok. 20%.

Komentarz: Szacunkowe marże operacyjne za 3 kw. 19 przekroczyły oczekiwania rynku. Zwracamy jednak uwagę, że EBITDA za 3 kw. 19P została zawyżona o (1) zdarzenie jednorazowe w wysokości 24,4 mln zł z tytułu rozwiązania rezerwy na zobowiązania wynikające z rozliczeń VAT i (2) wpływ MSSF 16 (plus 34 mln zł w 3 kw. 19 w porównaniu do analogicznego okresu w roku poprzednim). Biorąc pod uwagę dwie wyżej wymienione pozycje, skorygowana EBITDA za 3 kwartały 19 r. wyniosła ok. 204 mln PLN (-27% r/r). Warto jednak wskazać, że mimo ok. 17% spadku r/r pracy przewozowej PKP Cargo w 3Q19 (na podstawie danych UTK), przychody ukształtowały się 'tylko' 10% poniżej tych zaraportowanych w 3 kw. 18. W naszej opinii może to świadczyć o utrzymujących się pozytywnych tendencjach dotyczących zmiany przychodów jednostkowych r/r. Szacujemy, że roczna dynamika tych ostatnich wyniosła blisko +7% w okresie lipiec-wrzesień 2019 (średnio + 7,5% r/r w I półroczu 19). Fakt ten, naszym zdaniem, można interpretować pozytywnie. Z punktu widzenia miksu transportowego, uważamy, że PKP Cargo mogło odczuwać spowolnienie popytu na przewozy masowe z tytułu niższych wolumenów transportowych paliw kopalnych, kruszyw oraz metali i rud w 3 kw. 19 (trendy zaobserwowane już w 2 kw. 19).

Obniżenie prognozy EBTIDA na rok obrotowy 2019 było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Szacunek wypada jednak nieco poniżej naszych prognoz, ponieważ nasza aktualna estymacja EBITDA w wysokości 926 mln zł w 2019P nie uwzględnia zdarzenia jednorazowego z tytułu rozwiązania rezerwy na zobowiązania podatkowe (24,4 mln zł).

Pełne sprawozdanie finansowe zostanie opublikowane 21 listopada 2019 r.

Rys. 1. PKP Cargo: 3Q19* szacunek wyników 3 kw. 19

PLNmn	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	y/y	q/q	SANp	Kons.
Przychody	1 278	1 216	1 294	1 329	1 344	1 261	1 164	1 191	-10,4%	2,3%	1 233	1 229
EBITDA	170,4	200,3	222,3	279,0	205,4	258,5	191,6	263,0	-5,7%	37,3%	221,0	230,9
marża EBITDA	13,3%	16,5%	17,2%	21,0%	15,3%	20,5%	16,5%	22,1%	1,1	5,6	17,9%	18,8%
EBIT	52,5	63,3	70,7	141,8	1,9	86,9	15,0	80,9	-42,9%	439,3%	49,0	52,6
marża EBIT	4,1%	5,2%	5,5%	10,7%	0,1%	6,9%	1,3%	6,8%	-3,9	5,5	4,0%	4,3%
Zysk netto	42,2	35,6	53,9	104,7	-10,3	53,1	-5,2	50,8	-51,5%	n.a.	25,3	32,9
marża ZN	3,3%	2,9%	4,2%	7,9%	-0,8%	4,2%	-0,4%	4,3%	-3,6	n.a.	2,1%	2,7%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, *dane 3Q19P nie skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Rys. 2. PKP Cargo: rewizja prognoz rocznych

	PKP Cargo (Listopad '19)	PKP Cargo (Marzec '19)	% zmiana	SANe	% odch.	Konsensus	% odch.
Przychody	n.a.	n.a.	n.a.	5 019	n.a.	5 244	n.a.
EBITDA	925	1 151	-20%	926	0%	954	-3,1%
marża EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	18,4%	n.a.	18,2%	n.a.
Capex	n.a.	n.a.	n.a.	869	n.a.	937	n.a.

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 3. PKP Cargo: podsumowanie mnożników wyceny porównawczej

PLNmnn	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E (x)	32,9	n.a.	43,7	13,3	7,1	4,5	5,3
EV/EBITDA (x)	6,8	6,8	5,8	3,9	3,7	3,3	3,2
Stopa dywidendy	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Prognozy finansowe

Rys. 4. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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. 5. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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. 6. PKP Cargo: Bilans

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa obrotowe	1 089	1 547	1 694	1 619	1 285	1 363	1 426
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	4 942	4 947	5 187	6 246	6 536	6 581
	4	4	4	4	5	6	6
Rzeczowe aktywa trwałe	719,7	700,6	688,0	946,8	995,8	274,9	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	6 490	6 641	6 806	7 532	7 899	8 007
Zobowiązania krótkoterminowe	1 172	1 171	1 213	1 353	1 277	1 463	1 432
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	2 076	2 093	1 969	2 699	2 653	2 603
		1	1	1	1		
Kredyty bankowe i pożyczki	460,6	273,6	312,6	083,2	029,1	977,6	928,7
Leasing	193,5	140,9	91,1	73,3	862,1	862,1	862,1
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	3 242	3 334	3 483	3 554	3 781	3 971
	2	2	2	2	2	2	2
Kapitał zakładowy	239,3	239,3	239,3	239,3	239,3	239,3	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
							1
Zyski zatrzymane	497,9	373,4	471,3	660,2	731,4	958,4	148,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa Razem	6 112	6 490	6 641	6 806	7 532	7 899	8 007

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 7. PKP Cargo: Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
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

LIMITATION OF LIABILITY

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 jakkolwiek 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 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 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” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „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” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„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 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 szczytach 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 księgową = (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 instrumentumie 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, 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 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.