

Masa trudności

Rekomendacja Trzymaj. Cena docelowa w dół do 16,1 zł

Redukujemy 12-miesięczną cenę docelową dla PKP Cargo do 16,1 zł z 25,3 zł, pozostawiając rekomendację Trzymaj. Ostatnie dwa miesiące 2019 przyniosły wyraźny spadek wolumenu (-18% r/r wobec naszych szacunków na poziomie -10% r/r). (1) Wysokie temperatury w Polsce (średnio +2,2°C w okresie 11.2019-02.2020), które przełożyły się na niższe zapotrzebowanie na węgiel energetyczny (co znalazło odzwierciedlenie w niedawnym komunikacie Bogdanki) oraz (2) mgliste perspektywy odbicia popytu na transport kruszyw ograniczają szansę na wzrost przewozu wolumenu r/r w FY20P. Przewidujemy, że na przychody może negatywnie wpłynąć także spadek jednostkowych przychodów (-1,7% r/r). Przed wszystkim jednak, wyższe koszty energii elektrycznej i wynagrodzeń (+ ok. 100 mln zł r/r, *ceteris paribus*) mogą obciążyć dodatkowo marżę operacyjną. W rezultacie, korygujemy w dół nasze prognozy w średnim terminie. Potencjalny spadek nakładów inwestycyjnych r/r (FY20P na poziomie 726 mln PLN vs. ok. 997 mln PLN w 2019P) częściowo powinien zrównoważyć niesprzyjające trendy operacyjne, ale może okazać się niewystarczający, by umożliwić trwałą poprawę generowanych wolnych przepływów pieniężnych. Zadłużenie PKP Cargo (blisko 2 mld PLN na koniec 2019P) wydaje się problematyczne. Podsumowując, cały czas postrzegamy stosunek ryzyka do zysku dla firmy jako nieatrakcyjny.

Trudne otoczenie rynkowe. Naszym zdaniem otoczenie biznesowe dla PKP Cargo uległo w ostatnich miesiącach dalszemu pogorszeniu. Perspektywy dynamiki oraz momentu oczekiwanego odbicia wolumenu przewozowego kruszyw pozostają mgliste. Dodatkowo wskazujemy na silny spadek krajowego popytu na energię elektryczną w styczniu, co przełożyło się na spadek jej produkcji w jednostkach węglowych Polsce (-13.7% r/r). Mając powyższe na uwadze oraz ogłoszone w ostatnim czasie plany cięcia produkcji przez Bogdankę (PKP Cargo ma kontrakty na przewóz węgla energetycznego ze spółki na ok. 5,5 mln t w 2020P), można założyć, że założenie widocznego r/r odbicia wolumenów PKP Cargo (pomimo planu ponownego uruchomienia pieca Arcelor Mittal w Krakowie) jest dość optymistyczne.

Wzrost kosztów operacyjnych wydaje się nieunikniony w FY20P. (1) Wzrost płacy minimalnej, (2) wprowadzenie PPK oraz (3) polityka podnoszenia wynagrodzeń mogą przełożyć się na wzrost (r/r) kosztów pracy w wysokości 73 mln zł w FY20P, *ceteris paribus*. Dodatkowo, wyższe ceny energii elektrycznej powinny dodatkowo przełożyć się na ekspansję kosztów operacyjnych o ok. 35 mln zł. W tej sytuacji, nawet potencjalny spadek nakładów inwestycyjnych (do ok. 726 mln zł w 2020P) może nie pozwolić na znaczącą poprawę generowania wolnej gotówki w krótkim terminie, pozostawiając kwestię zadłużenia nierozwiązaną.

Aktualizacja prognoz 4Q19P. Po widocznym spadku wolumenu przewozów w listopadzie i grudniu 2019 r., korygujemy w dół nasze prognozy przychodów w 4Q19P o ok. 83 mln zł do 1 187 mln zł, co przekłada się na obniżenie szacunków EBITDA do poziomu 172 mln zł (poprzednio 221 mln zł).

Szanse i zagrożenia. Odbicie popytu na usługi PKP Cargo jest kluczową szansą dla spółki. Presja płacowa (relatywnie duża udział kosztów stałych w kosztach ogółem) oraz spadek przychodów jednostkowych to naszym zdaniem główne zagrożenia w średnim terminie.

Wycena i rekomendacja. Ustalamy cenę docelową jako średnią ważoną DCF (75%) i wyceny porównawczej (25%) na poziomie 16,1 zł/akcję (potencjalny wzrost o 5%). Biorąc pod uwagę niejasne perspektywy wolumenu i przeciętny stosunek ryzyka do nagrody, utrzymujemy rekomendację Trzymaj.

Podsumowanie finansowe

PLNmln	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	4 411	4 739	5 237	4 803	4 833	4 899
EBITDA	490	702	907	885	821	870
EBITDA skor.*	553	702	907	767	703	752
EBIT	-132	155	278	170	103	152
Zysk netto	-134	82	184	83	26	64
C/Z (x)	n.a.	43,7	13,3	16,8	18,1	9,0
EV/EBITDA (x)**	6,8	5,8	3,9	4,6	3,9	3,7
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, *wyłączając wpływ MSSF16 (2019r.) i zdarzenia jednorazowe, **kalkulacja 2016-19P w oparciu o średnie ceny historyczne

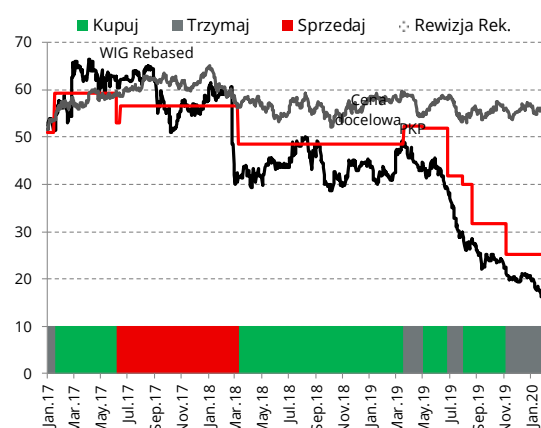
Rekomendacja

Trzymaj (bez zmian)

Cena docelowa (zł, 12M)	16,1 zł
Cena (19 lutego, 2020; zł)	15,3
Kapitalizacja (mln zł)	685
Akcje w wolnym obrocie (%)	67
Liczba akcji (mln)	44,8

Co się zmieniło:

- Obniżone założenia dotyczące wielkości przewozów węgla energetycznego i sumy wolumenów transportu w krótkim i długim terminie;
- Zmniejszona dynamika przychodów jednostkowych w 2019P, razem ze spadkiem r/r w FY20P;
- Zwiększenie założeń dot. nakładów inwestycyjnych do 1 mld zł.



Wykres przedstawia notowania PKP Cargo na tle indeksu WIG.

Główni udziałowcy

% głosów

PKP S.A.	33,01
NN PTE	17,31
Aviva Santander PTE	5,22

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

Rys. 1. PKP Cargo: podsumowanie danych operacyjnych i finansowych

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Założenia modelowe									
Masa towarowa (mln t)	119	122	108	110	110	110	107	107	108
Paliwa stałe	58	57	52	50	50	49	48	48	47
w tym węgiel kamienny	51,8	51,2	47,0	45,0	44,3	43,6	42,9	42,2	41,6
Kruszywa i mat, budowlane	22,2	26,0	20,5	21,3	22,0	21,5	18,9	18,9	18,9
Metale i rudy	13	13	9	10	11	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	4,1	4,0	4,1	4,2	4,2	4,3
Przewozy intermodalne	8	9	9	10	11	12	13	13	14
Pozostałe	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Praca przewozowa (mld tkm)	31	31	27	28	28	29	28	28	28
Paliwa stałe	12	11	10	10	10	10	9	9	9
w tym węgiel kamienny	10	9	9	8	8	8	8	8	8
Kruszywa i mat, budowlane	6	7	5	6	6	6	5	5	5
Metale i rudy	4	4	3	3	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	2	2	2
Przewozy intermodalne	3	4	4	4	4	5	5	5	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	250	253	257	261	262	263	264
Liczba pracowników (k)	23,3	23,6	23,6	23,3	23,0	22,5	21,9	21,2	20,4
Capex (PLNmłn)	562,0	894,1	996,9	724,9	656,1	660,8	569,4	594,8	746,1
RACHUNEK Z&S (PLNmłn)									
Przychody	4 739	5 237	4 803	4 833	4 899	4 947	4 771	4 771	4 774
EBITDA	702	907	885	821	870	897	814	833	855
EBIT	155	278	170	103	152	183	109	136	159
Zysk netto	82	184	83	26	64	89	30	53	83
BILANS (PLNmłn)									
Gotówka i ekwiwalenty	517	447	125	143	92	66	118	192	139
Suma Aktywa	6 642	6 806	7 503	7 653	7 670	7 714	7 704	7 783	7 898
Suma Dług	1 701	1 427	2 206	2 311	2 259	2 210	2 192	2 225	2 261
Suma Kapitał	3 335	3 484	3 499	3 525	3 589	3 678	3 708	3 761	3 843
Dług netto / gotówka	921	776	1 877	1 964	1 964	1 940	1 870	1 829	1 918
RACH, PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (PLNmłn)									
DZ. OPERACYJNA	547	1,052	863	758	775	798	743	744	774
DZ. INWESTYCYJNA	-561	-875	-1,097	-846	-775	-775	-674	-703	-863
DZ. FINANSOWA	-225	-247	-88	105	-51	-49	-18	33	36
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	-239	-69	-322	17	-51	-25	52	74	-53
WSKAŹNIKI FINANSOWE									
EBIT r/r	-217,4%	79,1%	-38,7%	-39,4%	47,4%	20,4%	-40,5%	25,0%	16,9%
EPS r/r	-161,1%	125,1%	-55,1%	-68,7%	149,5%	38,2%	-66,5%	76,8%	56,6%
ROE	2,5%	5,4%	2,7%	1,1%	2,1%	2,7%	1,1%	1,7%	2,4%
WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA									
Dług netto / EBITDA (x)	1,3	0,9	2,1	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,2
Dług netto / (Dł. netto + Equity)	21,6%	18,2%	34,9%	35,8%	35,4%	34,5%	33,5%	32,7%	33,3%
WSKAŹNIKI WYCENOWE									
C/Z (x)	43,7	13,3	16,8	18,1	9,0	6,8	16,4	10,6	7,2
EV/EBITDA (x)	5,8	3,9	4,6	3,9	3,7	3,6	3,9	3,7	3,7
STOPA DYWIDENDY (%)	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
WSKAŹNIK NA AKCJE									
ZYSK (PLN)	1,82	4,11	1,84	0,58	1,44	1,99	0,67	1,18	1,84
SKOR, ZYSK (PLN)	1,33	3,61	2,11	0,84	1,70	2,25	0,93	1,45	2,11
DYWIDENDA (PLN)	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WK (PLN)	74,46	77,78	78,13	78,70	80,14	82,13	82,79	83,97	85,81

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Wycena

PKP Cargo: Wycena DCF

Rys. 2. PKP Cargo: WACC calculation

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Beta nielewarowana	1,1
Beta lewarowana	1,4
Premia za ryzyko	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,1%
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za ryzyko	1,5%
Stopa podatkowa	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%
%KO	26%
%KW	74%
WACC	8,4%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 3. PKP Cargo: Zmiany prognoz

PLNmln	2019P			2020P			2021P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	4 803	4 886	-2%	4 833	5 030	-4%	4 899	5 065	-3%
EBITDA	885	934	-5%	821	944	-13%	870	960	-9%
Skor. EBITDA*	767	816	-6%	703	826	-15%	752	842	-11%
EBIT	170	221	-23%	103	223	-54%	152	232	-35%
Zysk netto	83	124	-33%	26	123	-79%	64	129	-50%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, *skorygowane o wpływ MSSF16

Rys. 4. PKP Cargo: Wycena DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Sprzedaż netto	4 833	4 899	4 947	4 771	4 771	4 774	4 798	4 810	4 824	4 838
EBIT	103	152	183	109	136	159	198	241	293	345
Podatek pieniężny od EBIT	2	-7	23	1	27	31	39	47	57	66
NOPAT	101	158	159	107	109	128	160	194	236	278
Deprecjacja	718	718	714	706	697	696	703	702	696	692
Zmiany w kapitale obrotowym	-13	8	5	-10	5	4	7	8	9	9
Nakłady kapitałowe	725	656	661	569	595	746	750	580	612	621
Inwestycje netto	-6	-55	-48	-146	-97	54	54	-114	-75	-62
Wolne przepływy pieniężne**	107	213	208	253	206	74	106	309	311	340
PV FCF	1 335									
Wzrost terminalny	1,0%									
TV	3 685									
PV TV	1 648									
Całkowita wartość przedsiębiorstwa	2 983									
Dług netto na YE19***	1 877									
Udziały mniejszości	0									
Prowizje*	591									
Wartość kapitału	515									
Miesiąc	2									
Bieżąca wartość na akcję	523									
Liczba akcji (mln)	44,8									
Wartość na akcję (PLN)	11,7									
12M Cena Docelowa (PLN)	12,9									

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, *głównie przypadający świadczeniom po okresie zatrudnienia, **zwiększone o skumulowaną stratę netto, ***skorygowany o leasing operacyjny

PKP Cargo: Wycena porównawcza

Rys. 5. PKP Cargo: Wycena porównawcza

	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Rynki rozwinięte	44,5	16,3	30,0	197,7	158,1	164,9
Rynki rozwijające się	16,4	6,3	12,6	40,8	33,9	43,5

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 6. PKP Cargo: Wycena porównawcza – średnia sektora

	Waga	C/Z (x) 2019-21P	EV/EBITDA (x) 2019-21P	Średnia 2019-21P
Rynki rozwinięte	0%	30,25	173,57	101,91
Rynki rozwijające się	100%	11,76	39,42	25,59
Średnia ważona	100%	11,76	39,42	25,59

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Począwszy od tego raportu, z uwagi na trudne warunki rynkowe i określone kwestie związane z sektorem (miks transportowy, przedłużający się czas trwania modernizacji infrastruktury kolejowej etc.) redukujemy grupę spółek porównawczych jedynie do krajów rozwijających się.

Rys. 7. PKP Cargo: Wycena na akcję (PLN)

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	12,9	15,0	-14%
Wycena porównawcza (oparta na 2019-21P)	25,6	56,1	-54%
Średnia ważona (DCF: 75%; CV: 25%)	16,1	25,3	-37%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Wycena oparta na modelu DCF wskazuje na cenę 12,9 PLN za akcję (waga 75%), a wycena porównawcza wycenia PKP Cargo na 25,6 PLN za akcję (waga 25%). W związku z powyższym ustaliśmy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 16,1 PLN.

Wyniki kwartalne

Prognoza wyników za IV kw. 2019P - aktualizacja

Spodziewamy się, że PKP Cargo odnotuje w 4 kw. 2019P przychody na poziomie 1 187 mln zł (bez zmian), co oznacza spadek o 15,1% r/r. Zmianę zawdzięczamy głównie gwałtownym spadkom wolumenu transportu PKP Cargo w listopadzie i grudniu 2019 (-19% r/r w porównaniu do naszych prognoz w wysokości -10% r/r). Uważamy, że kluczowe negatywne czynniki wpływające na wyniki to niezmiennie: (1) spadek pracy przewozowej r/r i (2) wzrost przychodów jednostkowych r/r.

Rys. 8. PKP Cargo: 4Q19E prognoza wyników - aktualizacja

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	y/y	q/q	4Q19P (stan na 12.2019)
Sprzedaż	1 278	1 216	1 294	1 329	1 398	1 261	1 164	1 191	1 187	-15,1%	-0,4%	1 270
EBITDA	170	200	222	279	205	259	192	263	172	-16,4%	-34,8%	221
Marża EBITDA	13,3%	16,5%	17,2%	21,0%	14,7%	20,5%	16,5%	22,1%	14,5%	-0,2	-7,6	17,4%
EBIT	53	63	71	142	2	87	15	81	-13	n.a.	n.a.	38
Marża EBIT	4,1%	5,2%	5,5%	10,7%	0,1%	6,9%	1,3%	6,8%	-1,1%	n.a.	n.a.	3,0%
Zysk netto	30	36	54	105	-15	53	-5	51	-16	n.a.	n.a.	25
Marża netto	2,3%	2,9%	4,2%	7,9%	-1,1%	4,2%	-0,4%	4,3%	-1,4%	n.a.	n.a.	2,0%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Spadkowa rewizja przychodów zmusiła nas również do zmniejszenia naszych prognoz EBITDA/EBIT kolejno do 172 mln zł (-16,4 r/r)/-13 mln zł (nominalnie 15 mln zł gorzej niż w 4Q18). Wreszcie, przewidujemy stratę netto w wysokości 16 mln zł. Trzymamy się poglądu, że PKP Cargo może mieć do czynienia z dalszym wzrostem stosunku zadłużenia netto do LTM EBITDA w nadchodzących miesiącach. Generalnie, przewidujemy, że wskaźnik zadłużenia pozostanie powyżej 2,0x w najbliższych kwartałach.

Prognozy finansowe

Rys. 9. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody operacyjne	4554	4411	4739	5237	4803	4833	4899
Koszty operacyjne	4498	4543	4584	4960	4633	4730	4747
Amortyzacja	649	622	547	629	715	718	718
Zużycie materiałów	697	675	706	781	676	723	726
Usługi obce	1501	1573	1573	1725	1327	1337	1325
Świadczenie pracownicze	1485	1442	1509	1651	1745	1776	1800
Pozostałe	166	231	248	174	171	175	177
EBITDA	705	490	702	907	885	821	870
EBITDA skorygowana*	637	553	702	907	767	703	752
Zysk operacyjny (EBIT)	56	-132	155	278	170	103	152
EBIT skorygowany	165	-33	128	250	153	86	135
Przychody/koszty finansowe netto	-52	-22	-39	-42	-75	-78	-80
Przychody finansowe	15	39	20	16	13	11	11
Koszty finansowe	66	61	60	58	88	89	90
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	103	33	80
PBT skorygowany*	120	-52	89	216	86	16	63
Podatek dochodowy	-20	-17	35	60	20	7	16
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	30	-134	82	184	83	26	64
Zysk netto skorygowany*	107	-110	59	162	95	38	76

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

Rys. 10. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Marża EBITDA	15%	11%	15%	17%	18%	17%	18%
Marża EBIT	1%	-3%	3%	5%	4%	2%	3%
Marża zysku netto	1%	-3%	2%	4%	2%	1%	1%
Dynamika sprzedaży (r/r)	7%	-3%	7%	11%	-8%	1%	1%
Dynamika EBITDA (r/r)	40%	-31%	43%	29%	-2%	-7%	6%
Dynamika EBIT (r/r)	-54%	-336%	-217%	79%	-39%	-39%	47%
Dynamika zysku netto (r/r)	-62%	-545%	-161%	125%	-55%	-69%	149%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 11. Prognozy Santander vs. konsensus

PLN mln	2019P			2020P			2021P		
	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica
Przychody	4 803	4 857	-1%	4 833	5 049	-4%	4 899	5 181	-5%
EBITDA	885	901	-2%	821	914	-10%	870	977	-11%
EBIT	170	193	-12%	103	169	-39%	152	232	-35%
Zysk netto	83	92	-10%	26	77	-67%	64	110	-42%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 12. PKP Cargo: Bilans

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa obrotowe	1089	1548	1694	1619	1134	1157	1117
Środki pieniężne i ekwiwalenty	276	756	517	447	125	143	92
Pozostałe aktywa finansowe	4	1	264	204	204	204	204
Pozostałym aktywa	13	27	36	119	30	30	30
Zapasy	129	121	148	162	148	149	151
Należności handlowe	664	640	730	685	624	628	637
Należności z tytułu podatku dochodowego	3	3	0	3	3	3	3
Aktywa trwałe	4980	4943	4947	5187	6368	6496	6553
Rzeczowe aktywa trwałe	4720	4701	4688	4947	6123	6250	6306
Aktywa niematerialne	66	56	44	35	56	56	56
Inwestycje w jednostki stowarzyszone	40	41	54	47	47	47	47
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa finansowe	10	9	11	8	8	8	8
Pozostałe aktywa	39	29	18	15	14	14	14
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	105	108	134	136	120	121	122
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	44	0	0	0	0	0	0
Aktywa Razem	6113	6491	6642	6806	7503	7653	7670
Zobowiązania krótkoterminowe	1173	1172	1213	1354	1249	1404	1388
Kredyty bankowe i pożyczki	254	198	250	249	236	324	308
Leasing	65	60	48	22	21	70	66
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	730	670	750	910	850	868	871
Rezerwy na świadczenie pracownicze	100	99	104	116	116	116	116
Pozostałe rezerwy	18	25	60	57	26	26	27
Pozostałe zobowiązania finansowe	2	119	0	0	0	0	0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	3	1	2	0	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	1586	2076	2094	1969	2754	2724	2693
Kredyty bankowe i pożyczki	461	1274	1313	1083	1083	1051	1019
Leasing	194	141	91	73	866	866	866
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	26	2	2	112	105	107	107
Rezerwy na świadczenie pracownicze	604	526	559	591	591	591	591
Pozostałe rezerwy	302	134	130	109	109	109	109
Kapitał własny	3354	3243	3335	3484	3499	3525	3589
Kapitał zakładowy	2239	2239	2239	2239	2239	2239	2239
Kapitał zapasowy	619	619	619	628	628	628	628
Pozostałe	-3	11	5	-44	-44	-44	-44
Zyski zatrzymane	498	373	471	660	676	701	766
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa Razem	6113	6491	6642	6806	7503	7653	7670

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 13. PKP Cargo: Rachunek przepływów pieniężnych

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy z działalności operacyjnej	388	305	547	1052	863	758	775
Zysk netto	30	-134	82	184	83	26	64
Rezerwy	-37	-240	68	21	-31	0	0
Amortyzacja aktywów trwałych	649	622	547	629	715	718	718
Zmiany w kapitale obrotowym	6	-52	-37	303	6	15	-7
-zapasy	-13	7	-27	-13	13	-1	-2
-należności	-138	24	-90	45	60	-4	-9
-zobowiązania	157	-84	79	271	-67	20	4
Pozostałe przepływy netto	-260	110	-112	-85	90	0	-1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-515	-552	-561	-875	-1097	-846	-775
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-1359	-548	-522	-879	-1112	-845	-774
Wydatki z tytułu nabycia jednostek zew.	-5	-1	-13	6	0	0	0
Pozostałe przepływy netto	848	-3	-26	-2	16	-1	-2
Przepływy z działalności finansowej	-25	726	-225	-247	-88	105	-51
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (długoterm.)	251	762	-13	-244	-8	-32	-32
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (krótkoterm.)	99	-62	40	-27	-14	137	-20
Zmiany kapitałów własnych	55	23	10	-35	0	0	0
Dywidendy wypłacone	-110	0	0	0	-67	0	0
Pozostałe przepływy netto	-321	3	-263	60	0	0	0
Zmiana stanu gotówki	-153	480	-239	-69	-322	17	-51
Początkowe saldo gotówki	429	276	756	517	447	125	143
Końcowe saldo gotówki	276	756	517	447	125	143	92

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Al. Jana Pawła II 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, ul. Piękna 20, 00-549 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 2018 r., poz. 2286 – 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 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – 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, świadcząc 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 udzieleniu zachował należyłą 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.santander.pl/inwestor 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 rekomendacji 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 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 szczytzie 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 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.

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://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

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 rekomendację dotyczącą 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 zależy 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.