

Ryzyko dalszego spadku przychodów jednostkowych

Michał Sopieli, Analityk akcji

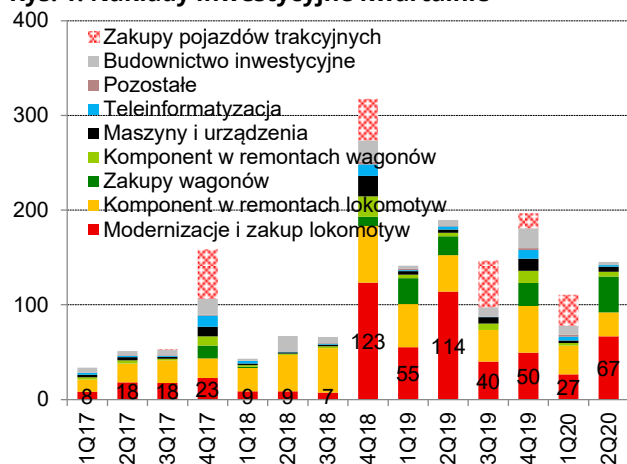
+48 22 586 8233, michal.sopiel@santander.pl

Komentarz do wyników za II kw. 2020 r

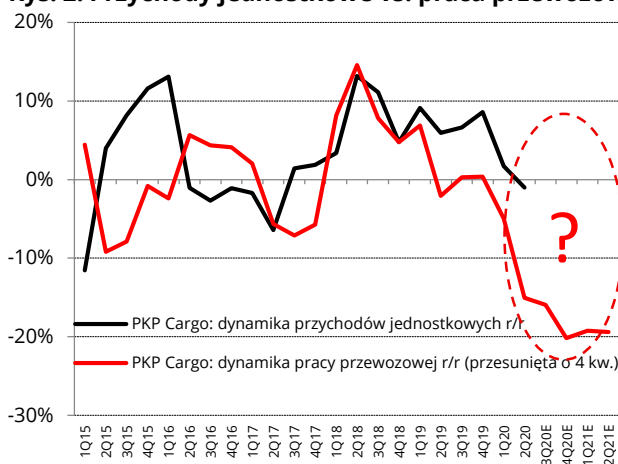
Wyniki przewozowe. PKP Cargo odnotowała spadek pracy przewozowej o blisko 19% r/r w 2 kw. 2020 r., zgodnie z oczekiwaniami. Szacujemy wzrost średniej pokonanej odległości o 2,6% r/r, co prawdopodobnie wynika ze zmiany miksu transportowego. Jeśli chodzi o wyniki segmentów, jedynie przewozy intermodalne wyróżniły się pozytywnie, podczas gdy dynamika przewozów metali i rud (co nie powinno stanowić zaskoczenia) wypadła szczególnie negatywnie r/r.

RZIS. Zaraportowane wyniki 2 kw. 2020r. były zgodne z oficjalnymi danymi szacunkowymi. Z perspektywy kosztów operacyjnych, PKP Cargo zdołała widocznie zmniejszyć wydatki związane z zatrudnieniem (o ok. 30 mln zł kw/kw). W tym samym okresie liczba zatrudnionych spadła o ok. 286 pracowników, a całkowita liczba pracowników na koniec czerwca wyniosła blisko 23 tys. Marże operacyjne za 2 kw. 2020 były wsparte przez mającą charakter jednorazowy dopłatę z rządowego funduszu antykrzysowego (34 mln zł). Szacujemy, że przychody jednostkowe w 2 kw. 2020 spadły o 1% r/r (+1,7% r/r w 1 kw. 2020), a po korekcie o subsydia, dynamika ukształtowała się na poziomie -4,6%.

Rys. 1. Nakłady inwestycyjne kwartalnie



Rys. 2. Przychody jednostkowe vs. praca przewozowa



Źródło: Dane spółki, Santander Dom Maklerski Polska (dla obu wykresów)

Nakłady inwestycyjne. Nakłady inwestycyjne (skorygowane o MSSF 16) utrzymały się na relatywnie wysokim poziomie i wyniosły blisko 187 mln zł (181 mln zł w 1 kw. 2020). Są one wyraźnie powyżej kwartalnej EBITDA. Według komentarza CEO, PKP Cargo ma zamiar utrzymać nakłady inwestycyjne na poziomie 0,8x EBITDA w roku 2020.

Rachunek przepływów pieniężnych. Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 115 mln zł w porównaniu do 193 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. Warto zauważyć, że przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej uległy znacznemu obniżeniu kw/kw (do poziomu 108 mln zł z 243 mln zł w 1 kw. 2020r.). Wybiegając w

przyszłość, widzimy ryzyko zwiększonych odpływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej w związku z możliwym opóźnieniem płatności z tytułu bieżących nakładów inwestycyjnych.

Dług netto pozostał stabilny kw/kw (2 290 mln zł na koniec 1 połowy 2020, jak wynika z naszych obliczeń), co implikuje wskaźnik długu netto / EBITDA za ostatnie 12 miesięcy na poziomie ok. 3,71x na koniec czerwca 2020 w porównaniu z 3,32x na koniec marca 2020.

Rys. 3. PKP Cargo: komentarz do wyników 2 kw. 20

PLNm	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	r/r	kw/kw	2Q20W	% odch.
Przychody	1 261	1 164	1 191	1 165	1 036	929	-20,2%	-10,3%	929	0,0%
EBITDA	258,5	191,6	263,0	146,8	90,0	116,7	-39,1%	29,7%	116,8	-0,1%
EBITDA %	20,5%	16,5%	22,1%	12,6%	8,7%	12,6%	-3,9	3,9	12,6%	0,0
EBIT	86,9	15,0	80,9	-39,4	-105,6	-76,4	n.a.	n.a.	-76,3	0,1%
EBIT %	6,9%	1,3%	6,8%	-3,4%	-10,2%	-8,2%	n.a.	n.a.	-8,2%	0,0
Zysk / strata netto	53,1	-5,2	50,8	-62,7	-114,4	-77,5	n.a.	n.a.	-77,5	0,0%
Zysk / strata netto %	4,2%	-0,4%	4,3%	-5,4%	-11,0%	-8,3%	n.a.	n.a.	-8,3%	0,0
Praca przewozowa (mld tkm)	7,2	6,6	6,7	6,5	5,8	5,3	-19,4%	-8,2%	5,2	2,0%
Przychody jednostkowe	0,175	0,176	0,179	0,180	0,178	0,174	-1,0%	-2,3%	0,178	-2,0%
Zmiana r/r	9,1%	5,9%	6,6%	8,6%	1,7%	-1,0%	n.a.	n.a.	1,0%	n.a.
Nakłady inwestycyjne	250	302	250	230	181	189	-37,6%	4,1%	130	45,1%

Źródło: Dane spółki. Santander Dom Maklerski Polska

Po publikacji wyników miała dodatkowo miejsce telekonferencja PKP Cargo dla inwestorów. Oto najważniejsze konkluzje:

- CEO jest zadowolony z wyniku operacyjnego, jaki osiągnęła spółka w burzliwych i wyjątkowo niekorzystnych warunkach biznesowych spowodowanych przez pandemię Covid-19 w 2 kw. 2020;
- PKP Cargo podjęła aktywne (a czasami nawet agresywne) inicjatywy sprzedażowe (szczególnie na rynku 'spotowym') nakierowane na ochronę swojej pozycji i udziałów rynkowych, a także w celu wsparcia wyniku finansowego w 2 kw. 2020;
- Według CEO, głównymi konkurentami PKP Cargo w Polsce są firmy operujące poza ramami organizacyjnymi dużych (zarówno prywatnych jak i państwowych) grup kapitałowych;
- Skupienie się na rynku paliw kopalnych należy do głównych wyzwań strategicznych, które spółka musi zaadresować;
- Krajowe ceny usług masowych przewozów kolejowych mogą pozostać pod presją z powodu obniżonego popytu; rynek pozostaje konkurencyjny;
- Marże operacyjne w 3 kw. 2020P powinny być dalej wspierane przez zdarzenia jednorazowe powiązane z rządową tarczą antykryzysową włączając w to środki na CargoTabor i Cargo Connect (mają zostać w pełni zaraportowane w 3 kw. 2020);
- CEO nie przewiduje 'spektakularnego' odbicia wolumenu rynku w niedalekiej przyszłości;
- Nakłady inwestycyjne na koniec roku 2020 nie powinny przekroczyć 80% EBITDA;
- PKP Cargo zredukowało swoje wydatki inwestycyjne na modernizację taboru kolejowego, ale ich dalsze obniżki mogą się okazać nieodpowiedzialne;

- CEO nie wyklucza działalności M&A; jednak ostatnie rozmowy dotyczące zakupu aktywów w Rumunii zostały zamrożone z powodu niekorzystnego otoczenia rynkowego;
- Liczba zatrudnionych może dalej spadać (zarówno kw/kw jak i r/r) w nadchodzących kwartałach z powodu naturalnych odejść.

Komentarz: Uważamy, że zaprezentowane pełne dane finansowe za 2 kw. 2020 nie zawierają ani pozytywnych ani też negatywnych zaskoczeń (ani nawet nieoczekiwanych elementów). Wybiegając w przyszłość, pozostajemy zaniepokojeni spadającą r/r dynamiką przychodów jednostkowych (-4.6% r/r w 2 kw. 2020 po skorygowaniu o wpływ tarczy antykryzysowej) oraz rosnącymi szansami na intensyfikację presji konkurencyjnej na rynku. Niemniej jednak wskazujemy, że marże operacyjne w 3 kw. 2020P powinny być wsparte przez ok. 90 mln zł środków antykryzysowych (blisko 70 mln zł już wypłaconych PKP Cargo oraz ok. 15-20 mln zł potencjalnie należnych CargoTabor / Cargo Connect). Mając powyższe na uwadze oraz wspomnianą wcześniej spadającą liczbą pracowników i oczekiwane, chociaż powolne, odbicie rynku, 2 połowa 2020P może okazać się znacznie lepsza dla spółki, jeżeli chodzi o wynik na działalności operacyjnej i finansowej. Podtrzymujemy naszą aktualną prognozę EBITDA w roku 2020P na poziomie bliskim 600 mln zł (po skorygowaniu o ok. 20 mln zł dodatkowych subsydiów do ujęcia przez CargoTabor oraz Cargo Connect). Niestety uważamy, że cel Zarządu zakładający osiągnięcie wydatków inwestycyjnych na poziomie 80% EBITDA na koniec 2020P może okazać się zbyt ambitny do spełnienia, szczególnie biorąc pod uwagę 418 mln zł wydatków inwestycyjnych (lub 370 mln zł po skorygowaniu o MSSF 16) zaraportowanych na koniec czerwca 2020. W efekcie oczekujemy, że dług netto pozostanie względnie stabilny w perspektywie do końca roku (ok. 2,3 mld zł na koniec czerwca 2020), przekierowując uwagę na zarządzanie płynnością. Krótko-/średniookresowy potencjał do generacji wolnych przepływów pieniężnych również nie wygląda atrakcyjnie w naszej ocenie. Szacujemy, że wskaźnik długu netto / EBITDA za ostatnie 12 miesięcy może wynieść ok. 3,65x (nieskorygowane o MSSF 16) na koniec roku 2020P.

Podsumowując, utrzymujemy w mocy nasze zdanie przedstawione przy okazji publikacji sprawozdania finansowego za I kwartał 2020 r. i oceniamy, że aktywa PKP Cargo mają nadal zauważalną wartość wewnętrzną, ale może ona ulec dewaluacji przy nadmiernie przedłużającym się ich obciążeniu kosztami stałymi. Na ten moment nadal oceniamy stosunek ryzyka / nagrody dla inwestycji w PKP Cargo, jako nieatrakcyjny. Niemniej jednak, niektóre działania / komentarze Spółki dotyczące dostosowania / optymalizacji bazy aktywów (w tym liczby pracowników) do zmienionego otoczenia biznesowego postrzegamy w kontekście nieuniknionych kroków do podjęcia, które mogą zaowocować w przyszłości. Ponadto mroźna zima, ożywienie produkcji stali czy też większa skłonność strony społecznej do udziału w transformacji firmy mogą zaskoczyć pozytywnie.

Rys. 4. PKP Cargo: praca przewozowa w ujęciu kwartalnym

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	r/r	kw/kw
Paliwa stałe	2,7	2,4	2,4	2,5	2,4	1,7	-28%	-30%
Paliwa stałe (węgiel kamienny)	2,3	1,9	2,1	2,1	2,0	1,4	-26%	-27%
Kruszywa i materiały budowlane	1,4	1,4	1,3	1,2	0,9	1,1	-18%	26%
Metale i rudy	0,9	0,8	0,7	0,4	0,5	0,5	-33%	10%
Produkty chemiczne	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	-21%	-8%
Paliwa płynne	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	-33%	-37%
Drewno i płody rolne	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	-4%	-8%
Przewozy intermodalne	1,0	0,9	1,1	1,0	0,9	1,0	11%	19%
Pozostałe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-18%	-17%
Suma	7,2	6,6	6,7	6,5	5,8	5,3	-19%	-8%
r/r	-5%	-15%	-16%	-20%	-19%	-19%	n.a.	n.a.
kw/kw	-11%	-8%	1%	-3%	-10%	-8%	n.a.	n.a.

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 5. PKP Cargo: dane finansowe

PLNm	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	4 554	4 411	4 739	5 237	4 866	4 170	4 453	4 533
EBITDA	705	490	702	907	860	583	705	774
Zysk operacyjny	56	-132	155	278	143	-130	16	101
Zysk netto	30	-134	82	184	36	-151	-33	37
C/Z (x)	32,9	n.a.	43,7	13,3	33,2	n.a.	n.a.	12,0
Wart. przed./EBITDA (x)	6,8	6,8	5,8	3,9	5,0	5,6	4,5	3,9
Stopa dywidendy	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%

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
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 Sokołowski, <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

DISCLAIMER

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. Zaden 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 pośrednicząc 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.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 przeciwstawnych 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 zalecenia inwestycyjnego. 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 Damodara). 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 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 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.