



Dom Maklerski BDM S.A.

PKP CARGO

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 52,0 PLN

27 MARZEC 2019, 15:00 CEST

EBITDA spółki w 2018 roku była najwyższa od 2011 roku (zarówno w ujęciu raportowanym, jak i oczyszczonym). Zarządowi, pomimo słabych dynamik przewozów w końcówce roku, udało się zrealizować roczną prognozę (pomógł wzrost średnich stawek przewozowych). Na 2019 rok zarząd zakłada dalszą poprawę EBITDA do 1,04 mld PLN (1,15 mld PLN wg MSSF16), co jest poziomem sporo wyższym od konsensusu (0,96 mld PLN). Dodatkowy, jednorazowy pozytywny wpływ na marżę mogą potencjalnie mieć rekompensaty z tytułu wzrostu cen energii. Przypominamy, że w opublikowanej pod koniec 2018 roku strategii na 2019-23 spółka zarysowała dość ambitną ścieżkę poprawy rentowności w długim terminie, której obecna wycena wydaje się nie uwzględniać. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów PKP Cargo. Minimalnie podnosimy cenę docelową do poziomu 52,0 PLN. Ostatni wzrost kursu akcji spółki implikuje jednocześnie obniżenie zalecenia do Akumuluj (poprzednio Kupuj).

Opublikowane w marcu końcowe wyniki za 4Q'18 były zaskakująco dobre w środowisku wzrostu kosztów pracowniczych oraz słabszych dynamik wolumenów przewozów w końcówce roku. Pomógł głównie dalszy wyraźny wzrost stawek przewozowych, który powinien być kontynuowany w 2019 roku. Spółce udało się w całym 2018 roku minimalnie przekroczyć poziom EBITDA z prognozy zarządu (907 vs 905 mln PLN). W samym 4Q'18 EBITDA wzrosła o 21% r/r (przy czym 4Q'17 był dość rozczarowujący w swoim czasie). Pozytywną niespodzianką jest deklaracja wypłaty dywidendy za 2018 roku na poziomie 1,5 PLN/akcję (zakładaliśmy 1,0 PLN/akcję).

Na 2019 rok zarząd zakłada dalszą poprawę EBITDA do 1,04 mld PLN według danych porównywalnych (1,15 mld PLN wg MSSF16), co jest poziomem sporo wyższym od obecnego konsensusu (wg Bloomberg 0,96 mld PLN). Taki poziom implikowałby też otarcie się o granicę 5% rentowności netto, który zakładano w strategii (od 2023 celem ma być 8%). Jednorazowy pozytywny czynnik w 2019 roku mogą potencjalnie stanowić rekompensaty (nie ujmowane w prognozie) z tytułu wzrostu cen energii (szacujemy, że koszty na poziomie jednostkowym z tego tytułu mogą być o ok. 100 mln PLN wyższe r/r).

Początek 2019 roku pod względem dynamiki przewozów przynosi kontynuację spadkowego trendu z końcówki ubiegłego roku. Zwracamy jednak uwagę na wysoką bazę (w 1Q'18 o ponad 100% r/r rosły przewozy kruszywa). Zakładamy, że wyraźniejsza niż rok temu będzie sezonowość przewozów i łatwiej o dodatnie dynamiki będzie w 2H'19. W naszych prognozach podchodzimy do wyników nieco ostrożniej niż zarząd. Zakładamy 984 mln PLN EBITDA (1 102 mln PLN wg MSSF16). Podtrzymujemy nasze założenia, że wsparciem dla rentowności może być dalszy wzrost stawek przewozowych, korzystniejsze stawki za dostęp do linii czy podejmowane próby wzrostu efektywności (m.in. zwiększenie elementu motywacyjnego w wynagrodzeniach).

Dług netto po 4Q'18 wyniósł 779 mln PLN (wg MSSF16 byłby wyższy o dodatkowe 809 mln PLN z tytułu leasingów operacyjnych). Przy czym należy brać pod uwagę, że część płatności dotycząca CAPEX-u z 2018 roku została przesunięta na 1Q'19 (po 4Q'18 spółka miała krótkoterminowe zobowiązania inwestycyjne na 178 mln PLN). Zarząd nie podał prognozy CAPEX-u na 2019 roku, wspominając jedynie, że jego wielkość będzie dopasowana do potrzeb zgłaszanych przez rynek (zakładamy, że bez przesuniętych płatności będzie to kwota ok. 800-850 mln PLN). W kolejnych latach przyjmujemy utrzymanie rocznych wydatków inwestycyjnych na poziomie wyższym od amortyzacji. Nie uwzględniamy w modelu akwizycji (obecny zarząd ich nie wyklucza).

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	4 372,0	4 692,7	5 183,0	5 475,1	5 569,4	5 509,1
EBITDA skoryg.* [mln PLN]	561,8	778,3	962,3	1 013,8	1 026,3	985,3
EBITDA [mln PLN]	489,5	701,9	907,0	984,1	996,6	961,5
EBITDA MSSF16 [mln PLN]**	-	-	-	1 102,1	1 114,6	1 079,5
EBIT [mln PLN]	-132,1	155,0	277,6	379,2	392,2	357,2
Zysk netto [mln PLN]	-133,8	81,7	179,4	269,8	279,6	251,2
Dług netto [mln PLN]	1 035,9	931,1	778,6	973,5	972,4	996,0
Dług netto MSSF16 [mln PLN]	-	-	1 587,7	1 782,6	1 781,5	1 805,1
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	-	25,6	11,7	7,8	7,5	8,3
EV/EBITDA skoryg.	5,6	3,9	3,0	3,0	3,0	3,1
EV/EBITDA	6,4	4,3	3,2	3,1	3,1	3,2
EV/EBITDA MSSF16	-	-	-	3,5	3,5	3,6
EV/EBIT	-	19,5	10,3	8,1	7,8	8,6
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	1,50	1,50	1,56

*wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej, programy pracownicze oraz zmianę rezerw na świadczenia pracownicze, **wyniki według implementacji MSSF16 – wg szacunków spółki w skali roku efekt wprowadzenia nowego standardu do wzrost EBITDA o 118 mln PLN, a EBIT o 17 mln PLN, natomiast w przypadku wyniku brutto spadek powinien wynieść 12 mln PLN. Wzrost zadłużenia netto szacowany jest na 809 mln PLN.

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Wycena DCF [PLN]	50,4
Wycena porównawcza [PLN]	55,6
Wycena końcowa [PLN]	52,0
Potencjał do wzrostu / spadku	11%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	46,70
Kapitalizacja [mln PLN]	2 091,5
Ilość akcji [mln. szt.]	44,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	48,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	38,6

Stopa zwrotu za 3 mc	8,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	4,9%

Struktura akcjonariatu:	
PKP S.A.	33,0%
N-N OFE	17,3%
OFE Aviva	8,5%
MetLife OFE	5,1%
Pozostali	36,1%

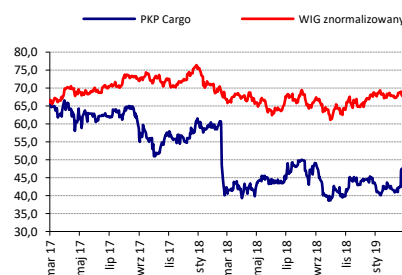
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	3
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
STRATEGIA 2019-23	7
OTOCZENIE RYNKOWE	8
WYNIKI FINANSOWE	10
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	12
DANE FINANSOWE	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki PKP Cargo opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 50,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych towarowych przewoźników kolejowych, oparta na prognozach wyników na lata 2019 – 2021, dała wartość 1 akcji na poziomie 55,6 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% dla wyceny porównawczej. Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 52,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	50,4
Wycena metodą porównawczą	30%	55,6
Wycena 1 akcji PKP Cargo [PLN]		52,0

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia w modelu:

- Podtrzymujemy wcześniejsze założenia o dalszej poprawie wyników w 2019 roku. Obecnie nasza prognoza EBITDA to 984 mln PLN (1,102 mld PLN przy implementacji MSSF16). Wzrost o 9% r/r wynika głównie ze wzrostu stawek przewozowych, które powinny zrekomensować wyższe koszty energii (prognozy nie uwzględniają możliwych rekompensat z tego tytułu) oraz wynagrodzeń. Jednocześnie prognoza zarządu na poziomie 1,035 mld PLN EBITDA (wg danych porównywalnych, wg nowego standardu MSSF16 jest to 1,135 mld PLN) jest w naszej ocenie dość ambitna i jej wykonanie byłoby pozytywną niespodzianką. W 2020 zakładamy stabilizację EBITDA, natomiast w 2021 przyjmujemy ujemną dynamikę, m.in. z powodu spodziewanego wyhamowania koniunktury z branży budowlanej (przewóz kruszyw).
- Zakładamy, że praca przewozowa w 2019 roku wyniesie ok. 31,8 mld tkm. W długim terminie przyjmujemy poziom ok. 31 mld tkm. M.in. zakładamy systematyczny spadek przewozów węgla oraz niższe niż w okresie 2018-19 przewozy kruszyw. Spodziewamy się natomiast wzrostu znaczenia przewozów intermodalnych a także transportu produktów chemicznych/paliw płynnych. Zmiana struktury przewozów powinna skutkować wzrostem średnich stawek przewozowych (w przeliczeniu na tkm) - przewozy węgla mają dość niskie stawki ze względu na standaryzację i prostotę usługi.
- Po stronie kosztowej zakładamy powolną redukcję zatrudnienia od 2020 roku (stabilizacja poziomu pracy przewozowej, wzrost efektywności ze względu na wzrost prędkości handlowej, naturalne odejścia ze względu na wiek). Zwracamy uwagę, że, mimo historycznie silnej pozycji związków zawodowych, w długim terminie obszar efektywności pracy w spółce ma bardzo wysoki potencjał do poprawy. Wskaźniki takie jak marża EBITDA, przychód/pracownika czy EBITDA/pracownika są wyraźnie poniżej danych charakterystycznych dla spółek z zarówno z Europy Zachodniej jak i rynków rozwijających się.
- W naszym modelu średnia marża netto w okresie 2019-22 wynosi 4,8%, natomiast w okresie 2023-28 5,6%. W strategii spółki na lata 2019-23 zapisano, że marża netto w okresie 2019-22 ma wynosić minimum 5%, natomiast od 2023 minimum 8%.
- W 2019 roku zakładamy, że CAPEX wyniesie 821 mln PLN plus ujmujemy także wydanie kwoty równej wartości krótkoterminowych zobowiązań inwestycyjnych wykazana na koniec 2018 roku (177,6 mln PLN – kwota przesuniętych płatności z 2018 roku). W 2020 roku spodziewamy się nakładów na poziomie ok. 817 mln PLN. W kolejnych latach przyjmujemy poziom rocznych wydatków inwestycyjnych na poziomie wyższym od amortyzacji (średnio o ok. 0,15 mld PLN w okresie 2021-28). W okresie rezydualnym zakładamy poziom nakładów równy amortyzacji.
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Wskaźniki dotyczące rotacji kapitału obrotowego przyjęto na poziomach z końca 2018 roku (historycznie spółka ma lekką nadwyżkę zobowiązań handlowych nad należnościami handlowymi, zapasy w stosunku do przychodów mają niewielką skalę. Zmiana kapitału obrotowego uwzględnia także wykorzystania netto rezerw pracowniczych (pochodna spadku zatrudnienia w długim terminie).
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Stopę podatku przyjęto w długim terminie na poziomie 19%.
- Wycena została sporządzona na dzień 27.03.2019 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2,26 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 50,4 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 475,1	5 569,4	5 509,1	5 507,4	5 510,6	5 566,7	5 620,3	5 695,3	5 774,0	5 849,0
EBIT [mln PLN]	379,2	392,2	357,2	370,8	385,4	422,0	432,2	439,5	446,2	446,7
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	72,0	74,5	67,9	70,5	73,2	80,2	82,1	83,5	84,8	84,9
NOPLAT [mln PLN]	307,1	317,7	289,4	300,3	312,2	341,8	350,1	356,0	361,4	361,8
Amortyzacja [mln PLN]	604,9	604,4	604,3	604,1	603,8	603,5	603,0	602,5	601,7	600,8
CAPEX [mln PLN]*	-998,9	-817,1	-790,2	-771,9	-754,3	-743,7	-732,5	-723,6	-714,6	-704,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,5	0,6	-18,3	-24,1	-27,9	-24,3	-13,6	-9,0	-6,3	-5,4
FCF [mln PLN]	-93,4	105,5	85,1	108,5	133,8	177,3	207,0	225,9	242,2	252,5
DFCF [mln PLN]	-88,0	92,0	68,6	80,9	92,3	112,9	121,8	122,6	121,2	116,4
Suma DFCF [mln PLN]	840,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	4 764,9		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 196,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 037,4									
Dług netto 2018 [mln PLN]	778,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 258,8									
Ilość akcji [mln szt.]	44,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	50,4									

Przychody zmiana r/r	5,6%	1,7%	-1,1%	0,0%	0,1%	1,0%	1,0%	1,3%	1,4%	1,3%
EBIT zmiana r/r	36,6%	3,4%	-8,9%	3,8%	3,9%	9,5%	2,4%	1,7%	1,5%	0,1%
FCF zmiana r/r	-	-	-19,3%	27,5%	23,4%	32,5%	16,8%	9,1%	7,2%	4,2%
Marża EBITDA	18,0%	17,9%	17,5%	17,7%	18,0%	18,4%	18,4%	18,3%	18,1%	17,9%
Marża EBIT	6,9%	7,0%	6,5%	6,7%	7,0%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%
Marża NOPLAT	5,6%	5,7%	5,3%	5,5%	5,7%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%	6,2%
CAPEX / Przychody	18,2%	14,7%	14,3%	14,0%	13,7%	13,4%	13,0%	12,7%	12,4%	12,0%
CAPEX / Amortyzacja	165,1%	135,2%	130,8%	127,8%	124,9%	123,2%	121,5%	120,1%	118,8%	117,3%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,0%	0,3%	0,4%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,2%	-0,6%	-30,3%	-	869,7%	43,3%	25,4%	12,0%	8,0%	7,2%

Źródło: BDM S.A., * w 2019 ujęta także wartość krótkoterminowych zobowiązań inwestycyjnych wykazana na koniec 2018 roku

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	79,2%	79,9%	80,3%	80,9%	81,7%	83,0%	84,5%	86,3%	88,2%	90,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	20,8%	20,1%	19,7%	19,1%	18,3%	17,0%	15,5%	13,7%	11,8%	9,8%
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,7	42,0	46,7	52,5	60,0	69,8	83,5	103,7	136,4	198,9
	0,8	38,4	42,5	47,6	54,1	62,4	73,8	90,0	115,0	159,0
	0,9	35,2	38,8	43,3	48,9	56,0	65,5	78,8	98,4	130,8
	1,0	32,2	35,5	39,4	44,3	50,4	58,5	69,4	85,2	109,8
	1,1	29,5	32,4	35,9	40,2	45,5	52,4	61,5	74,3	93,5
	1,2	27,0	29,6	32,7	36,5	41,1	47,0	54,8	65,3	80,7
	1,3	24,7	27,0	29,8	33,1	37,2	42,3	48,9	57,7	70,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Premia za ryzyko	3%	45,9	51,3	58,0	66,7	78,4	95,1	120,7	164,9	259,6
	4%	38,4	42,5	47,6	54,1	62,4	73,8	90,0	115,0	159,0
	5%	32,2	35,5	39,4	44,3	50,4	58,5	69,4	85,2	109,8
	6%	27,0	29,6	32,7	36,5	41,1	47,0	54,8	65,3	80,7
	7%	22,5	24,6	27,1	30,1	33,7	38,1	43,8	51,3	61,5
	8%	18,7	20,5	22,5	24,8	27,7	31,1	35,4	40,8	48,0
	9%	15,4	16,9	18,5	20,4	22,7	25,4	28,6	32,7	38,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	3%	98,0	90,8	84,3	78,4	73,1	68,3	63,8	59,8	56,0
	4%	82,3	74,8	68,3	62,4	57,3	52,6	48,4	44,6	41,1
	5%	69,8	62,4	56,0	50,4	45,5	41,1	37,2	33,7	30,5
	6%	59,8	52,6	46,4	41,1	36,5	32,4	28,8	25,5	22,7
	7%	51,5	44,6	38,7	33,7	29,3	25,5	22,2	19,3	16,7
	8%	44,6	37,9	32,4	27,7	23,6	20,1	17,0	14,3	11,9
	9%	38,7	32,4	27,1	22,7	18,9	15,6	12,8	10,3	8,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta na wskaźnikach wybranych towarowych przewoźników kolejowych. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT – dla każdego z nich przypisaliśmy równe wagi. Względem poprzedniej rekomendacji rozszerzyliśmy zestaw wskaźników porównawczych o EV/EBIT, co pozwala w szerszym stopniu porównać poszczególne pozycje finansowe pomiędzy spółkami. PKP Cargo historycznie na wskaźniku EV/EBITDA jest handlowane z dyskontem do mediany grupy porównawczej (licząc od początku 2014 roku średnio wynosiło ono 17% dla prognoz na kolejny rok według konsensusu Bloomberg). Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2019-21), dla każdego roku przyjęto wagę 33%.

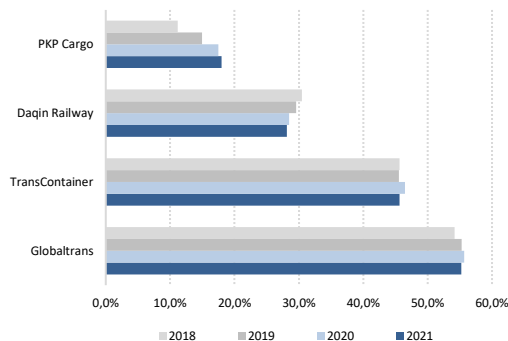
Porównując wyniki PKP Cargo ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 2,49 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 55,6 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Daqin Railway	8,1	8,1	7,7	5,1	4,9	4,6	6,7	7,0	6,4
TransContainer	9,0	8,6	8,0	5,8	5,1	4,7	8,0	7,0	6,3
Globaltrans	6,4	5,6	5,4	3,9	3,6	3,3	4,8	4,4	4,0
mediana	8,1	8,1	7,7	5,1	4,9	4,6	6,7	7,0	6,3
PKP Cargo	11,7	7,8	7,5	3,2	3,1	3,1	10,3	8,1	7,8
Premia / dyskonto	43,2%	-4,1%	-2,8%	-38,1%	-37,0%	-33,2%	54,0%	16,3%	24,3%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	49,1	50,5	43,2	90,7	88,4	76,6	35,1	39,2	27,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		47,6			85,2			34,1	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	55,6								

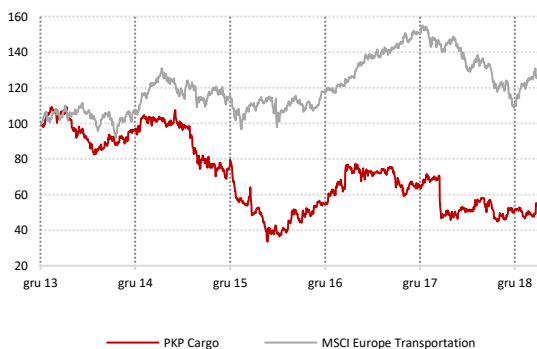
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, Bloomberg

Porównanie marży EBITDA



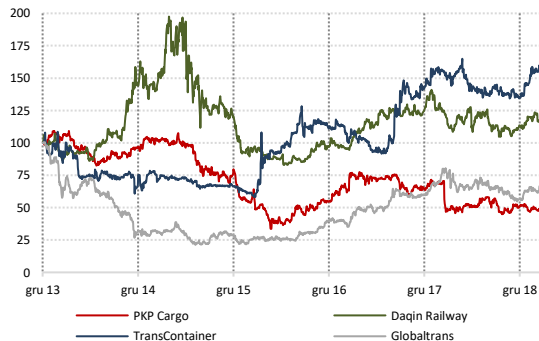
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu PKP Cargo na tle indeksu MSCI Europe Transportation



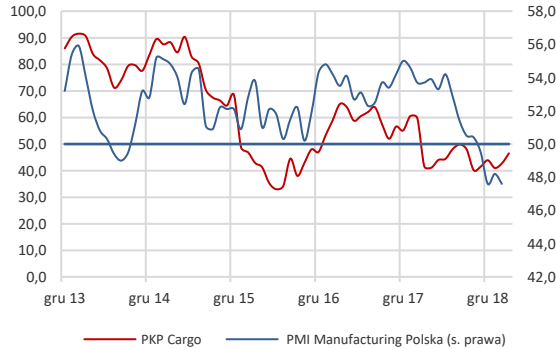
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, koniec 2013=100

Porównanie kursów spółek z grupy porównawczej od początku 2014 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, koniec 2013=100

Kurs PKP Cargo na tle PMI Manufacturing Poland



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, Markit

STRATEGIA 2019-23

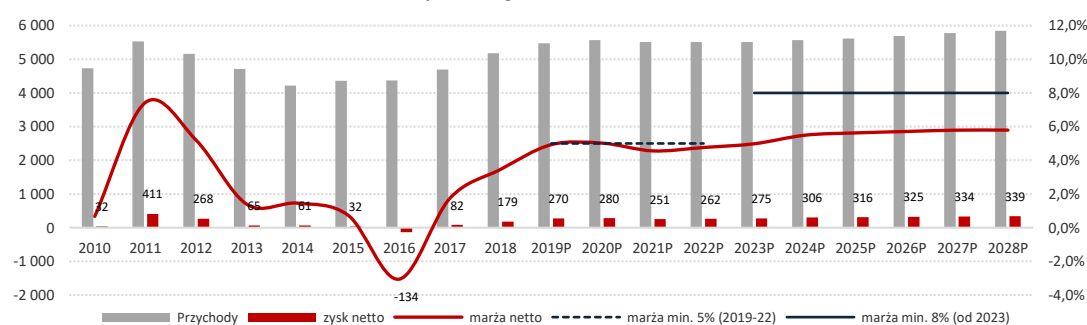
Rada Nadzorcza spółki zatwierdziła pod koniec listopada 2018 strategię grupy na lata 2019-2023. Główne założenia to:

- pozycja nr 1 w obszarze "Trójmorza" i na trasach Nowego Jedwabnego Szlaku na obszarze Unii Europejskiej pod względem pracy przewozowej oraz przewiezionej masy do 2023 roku i wzmacnianie pozycji w latach 2023-2038,
- 65% udział w polskim rynku towarowych przewozów kolejowych do 2023 roku mierzony pracą przewozową,
- coroczny wzrost efektywności operacyjnej mierzony wskaźnikami KPI,
- utrzymanie tempa wzrostu ceny akcji wyższego od wzrostu wartości WIG30,
- coroczny zysk netto na poziomie minimum 5% przychodów od 2019 roku i minimum 8% przychodów od 2023 roku.

Osiągnięcie celów strategicznych ma być oparte na realizacji 13 inicjatyw strategicznych uszeregowanych w trzech filarach:

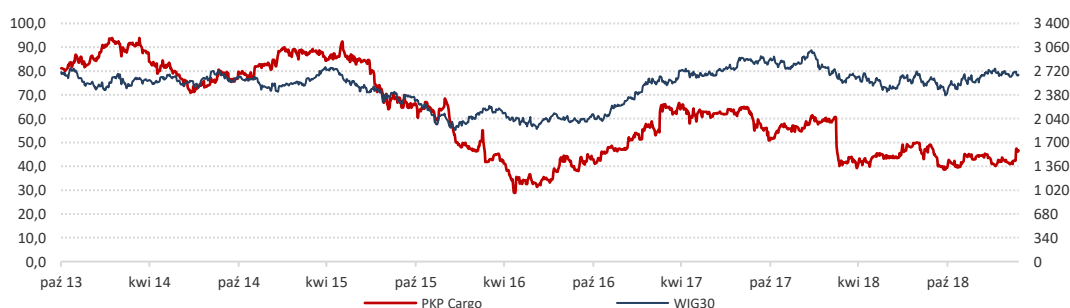
- wzrost (m.in. organiczny i nieorganiczny na rynku krajowym, skoordynowana ekspansja zagraniczna),
- efektywność operacyjna (m.in. optymalizacja procesów przewozowych oraz zarządzania majątkiem + modernizacja i optymalizacja zasobów taborowych i procesów utrzymaniowych),
- efektywność organizacyjna (m.in. optymalizacja procesów decyzyjnych).

Marża netto założona w modelu vs założenia dot. marży ze strategii do 2023 roku



Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kurs PKP Cargo na tle WIG30



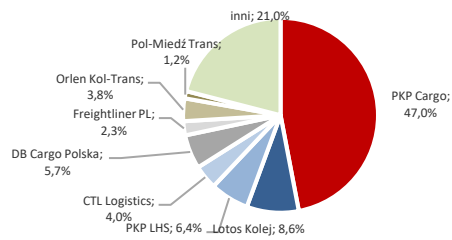
Źródło: DM BDM S.A.

W naszej ocenie cele wynikowe zawarte w strategii są ambitne. Marżę netto na poziomie 5% spółka była poprzednio w stanie osiągnąć w latach 2011-12. W 2018 zamknęła się ona w okolicach 3,5%. Działalność PKP Cargo jest dość podatna na cykl koniunkturalny. Realizacja celów byłaby zapewne pozytywnie odebrana przez rynek - obecny konsensus zakłada rentowność netto w 2019 roku na poziomie 4,2% a w 2020 roku na poziomie 3,6%.

Dojście do 8% rentowności netto jak rozumiemy ma być możliwe m.in. dzięki wzrostowi organicznemu i akwizycjom (które mają też umożliwić wzrost udziałów rynkowych) oraz zwiększeniu efektywności (m.in. modernizacja taboru). Spółka nie podała w strategii jednak założeń dotyczących nakładów inwestycyjnych oraz kapitałowych. Zakładamy, że część efektów optymalizacyjnych uda się osiągnąć po prowadzonej obecnie modernizacji głównych szlaków kolejowych (która powinna zakończyć się właśnie w okolicach 2023 roku, biorąc pod uwagę, że spora część przetargów z obecnej perspektywy unijnej nie została jeszcze rozstrzygnięta).

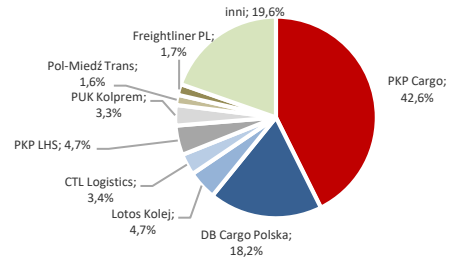
OTOCZENIE RYNKOWE

Praca przewozowa - udziały rynkowe w I'19



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

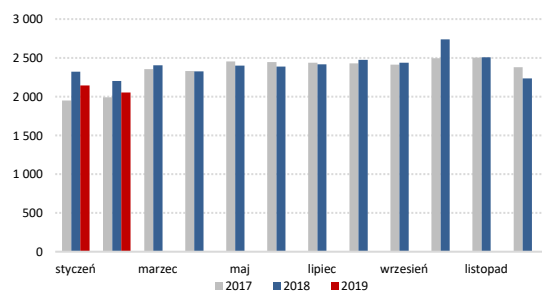
Przewieziona masa - udziały rynkowe w I'19



Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

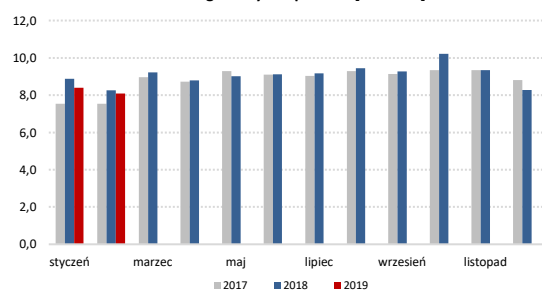
Poziom udziałów rynkowych PKP Cargo w ostatnich miesiącach podlegają sporym wahaniom. W końcówce 2018 roku oraz na początku bieżącego były one relatywnie niskie. Ogólnie początek 2019 roku nie był zbyt udany dla branży transportu kolejowego. W lutym wolumen kurczył się r/r trzeci miesiąc z rzędu (-2,8% r/r) – nie pomaga wysoka baza (w styczniu/lutym'18 dynamiki wzrostu były dwucyfrowe). Dynamika przewozów PKP Cargo w lutym była nieco lepsza niż rynek (-2,0% r/r vs -5,4% r/r w styczniu). Kolejne miesiące mają już zdecydowanie niższą bazę dynamik r/r (jednocześnie było one dość wysokie w 2017 roku)

Praca przewozowa PKP Cargo na rynku polskim [mln tkm]



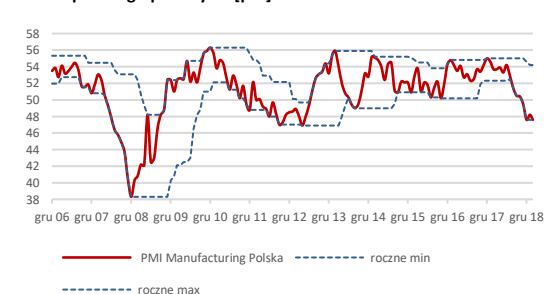
Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa PKP Cargo na rynku polskim [mln tkm]



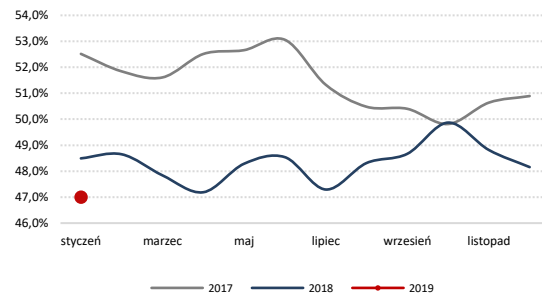
Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

PMI dla polskiego przemysłu [pkt]



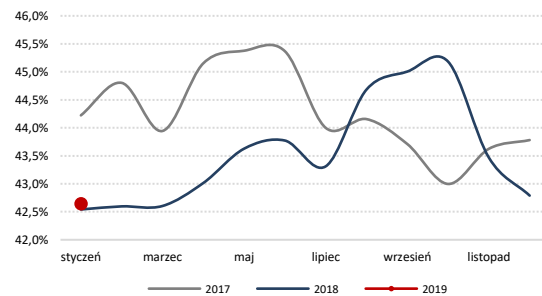
Źródło: BDM S.A., Markit, Bloomberg

Praca przewozowa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim



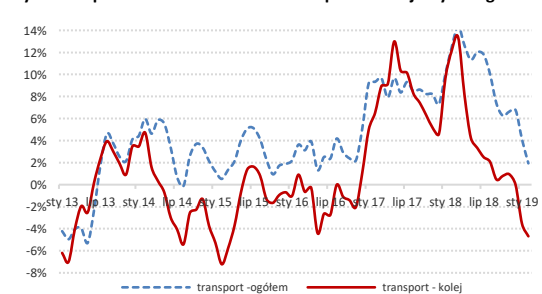
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim

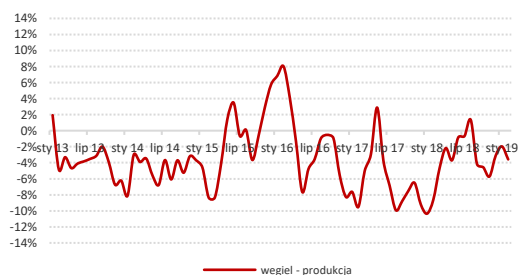


Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

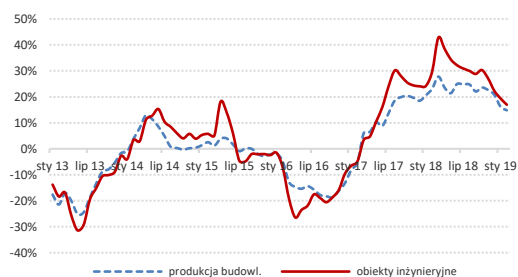
Dynamika przewozów ładunków w transporcie kolejowym i ogółem*



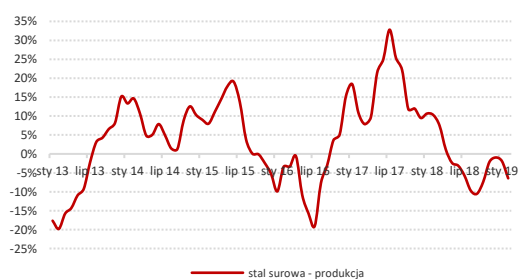
Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Dynamika produkcji węgla kamiennego w Polsce*

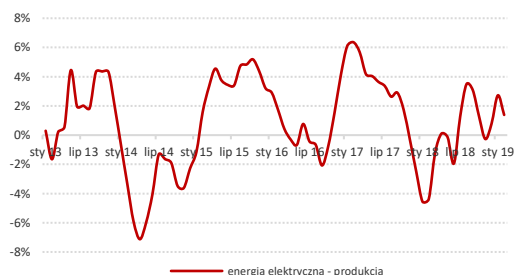
Źródło: BDM S.A., ARP, GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Produkcja budowlana w Polsce w zakresie obiektów inżynieryjnych*

Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Produkcja stali surowej w Polsce*

Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Dynamika produkcji energii elektrycznej w Polsce*

Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Dynamika produkcji cementu w Polsce*

Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Ładunki w portach morskich w Polsce*

Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

WYNIKI FINANSOWE

Wyniki finansowe [mln PLN] oraz podstawowe dane operacyjne

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18
Przychody ze sprzedaży netto	1 023	1 080	1 086	1 184	1 088	1 157	1 187	1 261	1 205	1 282	1 318	1 378
Usługi i wyroby	1 014	1 075	1 077	1 176	1 078	1 149	1 176	1 239	1 193	1 268	1 305	1 353
usługi kolejowe	841	885	899	988	909	978	1 011	1 048	1 023	1 070	1 101	1 147
inne usługi okołokolejowe	128	133	126	131	119	124	115	132	130	142	148	148
pozostałe	46	57	52	57	49	47	50	58	40	56	56	59
Towary i materiały	9	5	9	8	10	8	11	23	12	14	14	24
Amortyzacja	142	182	146	151	144	144	142	118	137	152	137	203
Wynagrodzenia	385	368	353	337	371	382	358	397	399	416	385	452
Koszty znormalizowane	367	360	354	366	350	351	353	399	375	380	391	436
PDO/PGP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana rezerw	18	7	-1	-30	22	31	4	-2	24	36	-6	16
Usługi obce	367	408	383	416	372	388	411	448	394	426	428	477
Materiały i energia	163	164	166	183	171	171	173	192	186	192	196	207
Pozostałe	27	30	29	28	31	31	31	43	27	31	32	44
Zysk na sprzedaży	-61	-71	9	69	-1	42	73	62	62	66	140	-5
Saldo PPO/PKO	-1	-62	-1	-15	4	0	-16	-9	1	4	2	7
EBIT	-62	-132	8	54	3	42	57	53	63	71	142	2
EBITDA	81	49	154	205	147	186	199	170	200	222	279	205
EBITDA skoryg	99	118	153	191	164	217	219	178	223	254	271	214
Saldo finansowe	-14	-23	-8	23	-5	-11	-13	-10	-10	-9	-10	-13
Zysk brutto	-74	-155	0	78	0	30	44	42	50	63	132	-1
Zysk netto	-66	-129	-6	66	-1	21	32	30	36	54	105	-10
dług netto	1 145	1 173	1 174	1 036	1 040	985	941	931	935	919	834	779
zatrudnienie średnie [osoby]	23 715	23 552	23 386	23 218	23 213	23 326	23 305	23 246	23 259	23 259	23 384	23 579
wynagrodzenie średnie [PLN/m-c]	5 163	5 101	5 047	5 261	5 021	5 017	5 056	5 726	5 370	5 444	5 576	6 168
zmiana r/r	19,5%	15,9%	1,2%	-1,8%	-2,8%	-1,7%	0,2%	8,8%	7,0%	8,5%	10,3%	7,7%
lokomotywy [szt]	2 589	2 571	2 576	2 571	2 472	2 476	2 472	2 334	2 341	2 339	2 350	2 352
wagony [szt]	66 436	66 286	66 024	65 686	65 342	65 164	65 128	64 760	66 070	66 254	64 458	64 151
Przychód z usług kolejowych [PLN/tkm]	0,129	0,128	0,122	0,128	0,129	0,123	0,128	0,130	0,135	0,138	0,139	0,142
zmiana r/r	2,9%	5,0%	-3,8%	2,4%	0,0%	-3,6%	4,3%	1,3%	5,3%	11,8%	8,6%	9,0%
Praca przewozowa [mln tkm]	6 540	6 934	7 340	7 708	7 076	7 946	7 914	8 074	7 561	7 781	7 936	8 105
zmiana r/r	2%	-6%	-7%	-6%	8%	15%	8%	5%	7%	-2%	0%	0%
Węgiel kamienny	2 824	2 576	2 698	2 971	2 774	2 458	2 333	2 589	2 405	2 260	2 212	2 437
zmiana r/r	6%	-12%	-15%	-19%	-2%	-5%	-14%	-13%	-13%	-8%	-5%	-6%
Kruszywa	630	1 154	1 484	1 368	764	1 596	1 878	1 644	1 561	1 822	2 041	1 760
zmiana r/r	-34%	-18%	-10%	9%	21%	38%	27%	20%	104%	14%	9%	7%
Pozostałe	3 086	3 205	3 158	3 369	3 538	3 892	3 703	3 841	3 595	3 699	3 683	3 908
zmiana r/r	10%	6%	2%	3%	15%	21%	17%	14%	2%	-5%	-1%	2%
Przewieziona masa [mln ton]	25,4	26,8	28,7	30,6	27,4	30,2	30,4	31,1	29,4	30,1	31,1	31,2
zmiana r/r	5%	-4%	-10%	-5%	8%	13%	6%	2%	7%	0%	2%	0%
Węgiel kamienny	13,2	12,6	13,3	14,5	13,5	12,6	12,4	13,2	12,8	12,5	12,8	13,1
zmiana r/r	10%	-4%	-14%	-15%	2%	0%	-7%	-9%	-5%	-1%	3%	-1%
Kruszywa	2,6	4,4	5,7	5,5	3,1	5,9	6,9	6,3	5,5	6,6	7,5	6,4
zmiana r/r	-24%	-15%	-10%	9%	20%	33%	22%	14%	81%	11%	8%	3%
Pozostałe	9,7	9,7	9,6	10,6	10,8	11,7	11,1	11,6	11,1	11,0	10,8	11,7
zmiana r/r	9%	1%	-2%	4%	12%	21%	15%	9%	3%	-6%	-2%	1%
Średnia odległość [km]	257	259	256	252	258	263	260	260	257	258	255	260
zmiana r/r	-3%	-2%	3%	0%	0%	2%	2%	3%	0%	-2%	-2%	0%
Węgiel kamienny	214	204	203	205	205	195	188	196	188	180	173	186
zmiana r/r	-3%	-9%	-1%	-4%	-4%	-4%	-7%	-4%	-8%	-7%	-8%	-5%
Kruszywa	246	260	260	250	250	270	270	263	282	277	272	275
zmiana r/r	-13%	-4%	0%	0%	1%	4%	4%	5%	13%	3%	1%	4%
Pozostałe	319	330	328	317	327	332	334	331	324	335	341	333
zmiana r/r	0%	5%	5%	-1%	3%	1%	2%	4%	-1%	1%	2%	1%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

PKP Cargo wyniki skonsolidowane 4Q'18 [mln PLN]

	4Q'17	4Q'18	zmiana r/r	4Q'18 wstępne	odchylenie	4Q'18P BDM**	odchylenie	2017	2018	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 261	1 378	9,3%	1 432	-3,8%	1 383	-0,4%	4 693	5 183	10,4%
EBITDA	170	205	20,5%	205	0,0%	175	17,4%	702	907	29,2%
EBITDA skoryg.*	178	214	-	-	-	195	9,9%	778	962	23,6%
EBIT	53	2	-96,4%	2	0,0%	36	-94,8%	155	278	79,1%
Zysk (strata) brutto	42	-1	-	-	-	20	-	116	244	109,4%
Zysk (strata) netto	30	-10	-134,6%	-10	0,0%	16	-	82	184	125,2%
Marża EBITDA	13,5%	14,9%		14,3%		12,7%		15,0%	17,5%	
Marża EBIT	4,2%	0,1%		0,1%		2,6%		3,3%	5,4%	
Marża zysku netto	2,4%	-0,8%		-0,7%		1,2%		1,7%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej, programy pracownicze oraz zmianę rezerw na świadczenia pracownicze, ** prognoza z „Prognoz wyników 4Q'18” z 23/01/2019

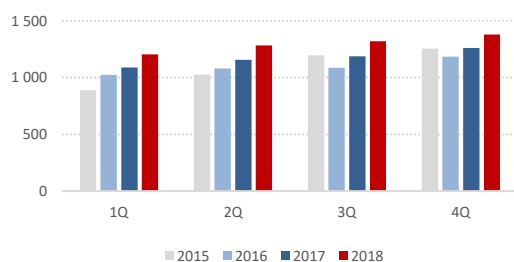
Opublikowane w marcu końcowe wyniki za 4Q'18 były zgodne z prezentowanymi wcześniej wstępnymi szacunkami (które z kolei były wyższe od naszych założeń na poziomie EBITDA, natomiast na niższych szczeblach rachunku wyników obciążone były przez odpis na aktywach AWT na 51 mln PLN brutto). W samym 4Q'18 spółka wypracowała 205 mln PLN raportowanej EBITDA. Po korekcie o saldo pozostałej działalności operacyjnej i zmianę stanu rezerw pracowniczych EBITDA wyniosła 214 mln PLN. Odpis na AWT ujęty został w amortyzacji (stąd duży jej wzrost q/q i r/r).

Praca przewozowa w 4Q'18 wypadła bez zmian r/r (dalszy spadek na węglu, hamowania dynamiki na kruszywach). Wzrost wynagrodzeń w 4Q'18 podyktowany był przez podwyżki oraz wypłaty nagród i premii. Jednocześnie udało się ich efekt z nawiązką zniwelować przez wzrost stawek przewozowych (+9% r/r w 4Q'18).

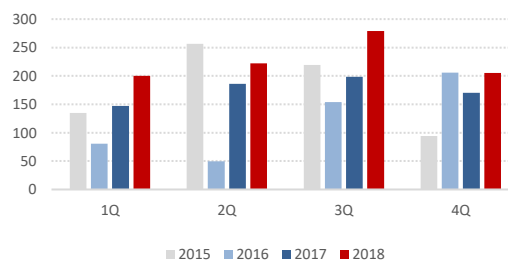
Dług netto po 4Q'18 wyniósł 779 mln PLN. Przy czym należy brać pod uwagę, że część płatności dotycząca CAPEX-u z 2018 roku została przesunięta na 1Q'19 (nakłady wg przepływów inwestycyjnych wyniosły 720 mln PLN, natomiast w bilansie spółka ma jeszcze krótkoterminowe zobowiązania inwestycyjne na 178 mln PLN).

EBITDA spółki w 2018 roku była najwyższa od 2011 roku (zarówno w ujęciu raportowanym, jak i nominalnym). Zarządowi, pomimo słabych dynamik przewozów w końcówce roku, udało się zrealizować roczną prognozę (pomógł wzrost średnich stawek przewozowych), która wynosiła 905 mln PLN na poziomie skonsolidowanej EBITDA

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]

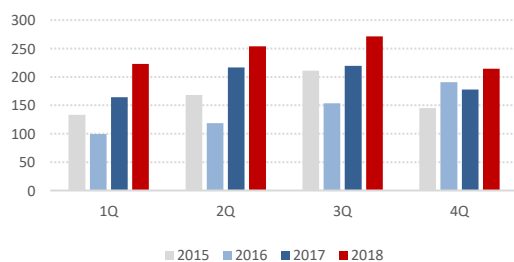


EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

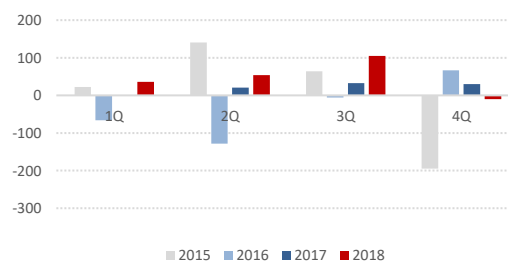
Skorygowana EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

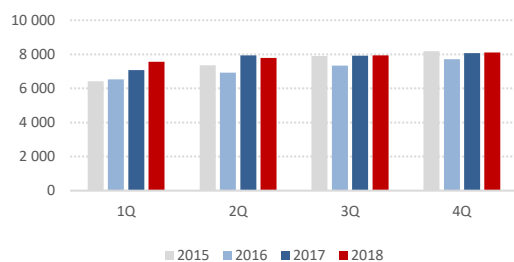
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



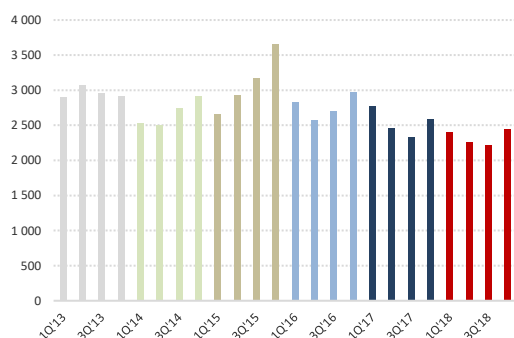
Źródło: BDM S.A., spółka

Praca przewozowa [mln tkm]



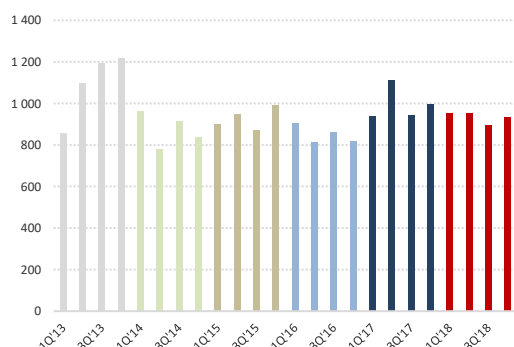
Źródło: BDM S.A., spółka

Węgiel kamienny – praca przewozowa [mln tkm] - grupa PKP Cargo*



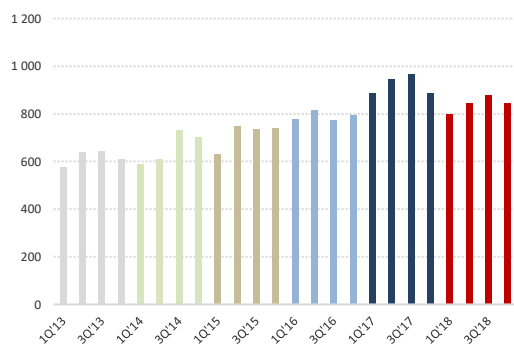
Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Metale i rudy – praca przewozowa [mln tkm] – grupa PKP Cargo*



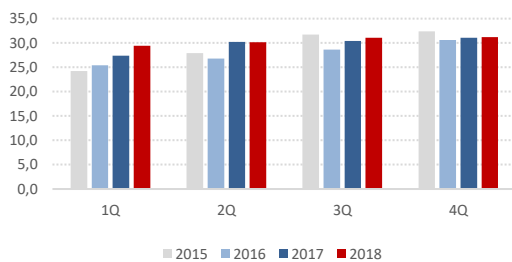
Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Chemia i paliwa płynne – praca przewozowa [mln tkm] – grupa PKP Cargo*



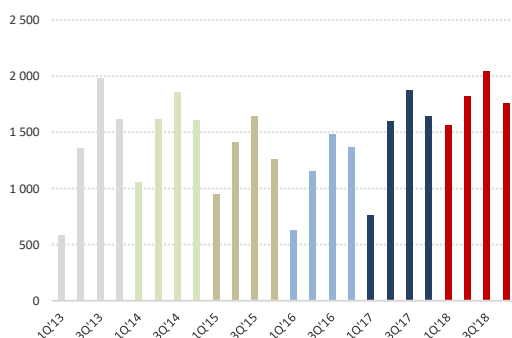
Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Przewieziona masa [mln t]



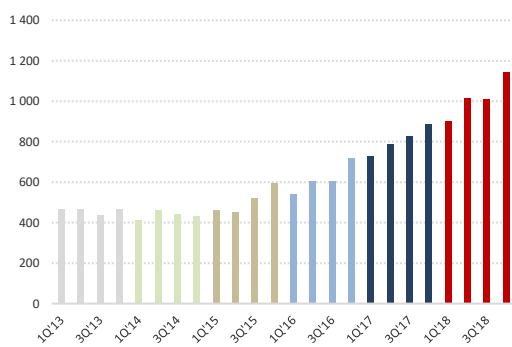
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Kruszywa i mat. budowlane – praca przewozowa [mln tkm] – grupa PKP Cargo*



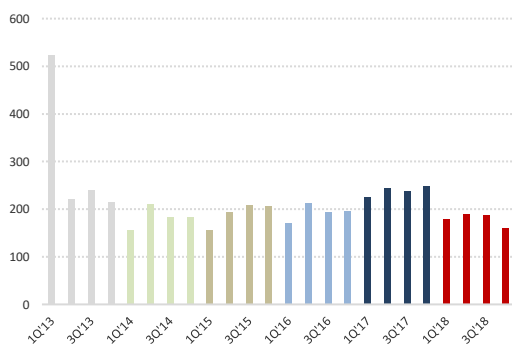
Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Przewozy intermodalne – praca przewozowa [mln tkm] – grupa PKP Cargo*



Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Pozostałe – praca przewozowa [mln tkm] – grupa PKP Cargo*



Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy finansowe i operacyjne na okres 2019-28 [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży netto	4 372	4 693	5 183	5 475	5 569	5 509	5 507	5 511	5 567	5 620	5 695	5 774	5 849
Usługi i wyroby	4 342	4 641	5 118	5 410	5 505	5 444	5 443	5 446	5 502	5 556	5 631	5 709	5 784
usługi kolejowe	3 613	3 946	4 341	4 582	4 662	4 611	4 610	4 613	4 660	4 705	4 769	4 836	4 899
inne usługi okotokolejowe	518	490	567	599	609	603	602	603	609	615	623	632	640
pozostałe	211	205	210	229	233	231	230	231	233	235	238	242	245
Towary i materiały	30	52	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Amortyzacja	622	547	629	605	604	604	604	604	603	603	602	602	601
Wynagrodzenia	1 442	1 509	1 651	1 700	1 762	1 764	1 736	1 711	1 694	1 701	1 723	1 754	1 795
Koszty znormalizowane	1 448	1 453	1 582	1 671	1 732	1 740	1 724	1 699	1 682	1 689	1 711	1 742	1 783
PDO/PGP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana rezerw	-6	55	69	30	30	24	12	12	12	12	12	12	12
Usługi obce	1 573	1 619	1 725	1 748	1 756	1 739	1 745	1 750	1 769	1 787	1 810	1 828	1 845
Materiały i energia	675	706	781	905	915	906	914	922	939	957	979	1 001	1 017
Pozostałe	114	136	134	138	139	138	138	138	139	140	142	143	144
Zysk na sprzedaży	-54	176	264	379	392	357	371	385	422	432	440	446	447
Saldo PPO/PKO	-78	-21	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-132	155	278	379	392	357	371	385	422	432	440	446	447
EBITDA	490	702	907	984	997	962	975	989	1 025	1 035	1 042	1 048	1 047
EBITDA skoryg	562	778	962	1 014	1 026	985	987	1 001	1 037	1 047	1 054	1 060	1 059
EBITDA MSSF16	-	-	-	1 102	1 115	1 080	1 093	1 107	1 143	1 153	1 160	1 166	1 165
Saldo finansowe	-22	-39	-42	-46	-47	-47	-47	-46	-45	-42	-38	-33	-28
Zysk brutto	-151	116	244	333	345	310	324	339	377	390	402	413	418
Zysk netto	-134	82	184	270	280	251	262	275	306	316	325	334	339
dług netto	1036	931	779	974	972	996	988	958	885	787	670	536	389
zatrudnienie średnie [osoby]	23 469	23 258	23 386	23 249	22 959	22 223	21 573	20 860	20 233	19 894	19 752	19 708	19 771
wynagrodzenie średnie [PLN/m-c]	5 121	5 406	5 885	6 094	6 395	6 613	6 706	6 836	6 976	7 124	7 270	7 417	7 567
zmiana r/r	0,8%	5,6%	8,9%	3,6%	4,9%	3,4%	1,4%	1,9%	2,0%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
lokomotywy [szt]	2 577	2 439	2 346	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352	2 352
wagony [szt]	66 108	65 099	65 233	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151	64 151
Przychód z usług kolejowych [PLN/tkm]	0,127	0,127	0,138	0,144	0,147	0,149	0,150	0,151	0,152	0,153	0,154	0,155	0,156
zmiana r/r	1,5%	0,5%	8,7%	4,2%	2,1%	1,4%	0,6%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
	2 016	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Praca przewozowa [mln tkm]	28 522	31 010	31 383	31 795	31 675	30 896	30 688	30 494	30 619	30 731	30 951	31 189	31 444
zmiana r/r	-5%	9%	1%	1%	0%	-2%	-1%	-1%	0%	0%	1%	1%	1%
Węgiel kamienny	11 069	10 154	9 314	9 091	8 798	8 505	8 212	7 919	7 626	7 332	7 039	6 746	6 453
zmiana r/r	-11%	-8%	-8%	-2%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Kruszywa	4 636	5 882	7 184	7 186	6 741	5 714	5 361	5 029	5 029	5 029	5 155	5 285	5 417
zmiana r/r	-12%	27%	22%	0%	-6%	-15%	-6%	-6%	0%	0%	3%	3%	3%
Pozostałe	12 818	14 974	14 885	15 518	16 135	16 677	17 116	17 546	17 965	18 369	18 757	19 158	19 574
zmiana r/r	5%	17%	-1%	4%	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Przewieziona masa [mln ton]	111,5	119,1	121,9	122,8	121,4	118,0	116,4	114,8	114,3	113,7	113,5	113,3	113,2
zmiana r/r	-4%	7%	2%	1%	-1%	-3%	-1%	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%
Węgiel kamienny	53,7	51,8	51,2	50,8	49,2	47,6	45,9	44,3	42,6	41,0	39,4	37,7	36,1
zmiana r/r	-7%	-4%	-1%	-1%	-3%	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
Kruszywa	18,2	22,2	26,0	26,0	24,7	21,6	20,5	19,5	19,5	19,5	19,9	20,3	20,7
zmiana r/r	-9%	22%	17%	0%	-5%	-13%	-5%	-5%	0%	0%	2%	2%	2%
Pozostałe	39,6	45,2	44,7	45,9	47,5	48,8	49,9	51,0	52,1	53,2	54,2	55,3	56,4
zmiana r/r	3%	14%	-1%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2017	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2019P
Przychody ze sprzedaży	1 088	1 157	1 187	1 261	4 693	1 205	1 282	1 318	1 378	5 183	1 240	1 366	1 414	1 456	5 475
EBITDA skoryg.	164	217	219	178	778	223	254	271	214	962	223	268	287	236	1 014
EBITDA	147	186	199	170	702	200	222	279	205	907	223	238	287	236	984
EBITDA MSSF 16	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	252	268	317	265	1 102
EBIT	3	42	57	53	155	63	71	142	2	278	72	87	136	85	379
Zysk (strata) brutto	0	30	44	42	116	50	63	132	-1	244	60	75	125	73	333
Zysk (strata) netto	-1	21	32	30	82	36	54	105	-10	184	49	61	101	59	270
Marża EBITDA skoryg.	15,1%	18,8%	18,5%	14,1%	16,6%	18,5%	19,8%	20,6%	15,6%	18,6%	18,0%	19,6%	20,3%	16,2%	18,5%
Marża EBITDA	13,5%	16,1%	16,7%	13,5%	15,0%	16,6%	17,3%	21,2%	14,9%	17,5%	18,0%	17,4%	20,3%	16,2%	18,0%
Marża EBIT	0,3%	3,7%	4,8%	4,2%	3,3%	5,2%	5,5%	10,8%	0,1%	5,4%	5,8%	6,4%	9,6%	5,8%	6,9%
Marża zysku netto	-0,1%	1,8%	2,7%	2,4%	1,7%	3,0%	4,2%	7,9%	-0,8%	3,5%	3,9%	4,5%	7,1%	4,1%	4,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. spółka

Perspektywa 2019 roku

Przy okazji publikacji wyników za 2018 zarząd przedstawił prognozę na 2019 rok. Tym razem estymowana jest tylko EBITDA (rok temu przedstawiono także mocną ambitne założenia dotyczące CAPEX-u, które przestraszyły mocno rynek). Na 2019 rok zarząd zakłada poprawę EBITDA do 1 035 mln PLN według danych porównywalnych (1 153 mld PLN wg MSSF16), co jest poziomem sporo wyższym od obecnego konsensusu (wg Bloomberg - 959 mld PLN). Taki poziom implikowałby też otarcie się o granicę 5% rentowności netto, który zakładano w strategii (od 2023 celem ma być 8%).

Poprawa wyników w naszej opinii będzie możliwa m.in. dzięki wzrostowi stawek przewozowych (zwracamy uwagę, że w 2018 roku nowe stawki wchodziły stopniowo do backlogu i nie widać było jeszcze ich pełnego efektu), które powinny zrekompensować wyższe koszty energii oraz wynagrodzeń.

W kontekście cen energii, na początku października spółka zawarła umowę w PKP Energetyka na zakup energii trakcyjnej w latach 2019-20. Szacunkowa wartość umowy w tym okresie to 987 mln PLN netto. Poprzednią umowę zawierano pod koniec 2016 roku, wtedy na 2-letni okres jest szacunkowa wartość wynosiła 700 mln PLN netto. Nominalny wzrost wartości kontraktu wynosi więc ok. 41% (287 mln PLN). Przy czym należy brać pod uwagę, że praca przewozowa zwiększy się o przynajmniej kilka procent w tym okresie. Na poziomie jednostkowym w 2018 roku koszt zużycia energii trakcyjnej wyniósł 390 mln PLN. Szacunkowo więc koszty wg nowej umowy są w skali roku o ok. 100 mln PLN wyższe niż dotychczas. W przypadku wejścia w życie rekompensat z tytułu wzrostu cen energii tego rzędu kwota mogłaby trafić do spółki (zdaniem zarządu ten czynnik nie jest ujęty w prognozie).

Początek 2019 roku pod względem dynamiki przewozów przynosi kontynuację spadkowego trendu z końcówki ubiegłego roku. Zwracamy jednak uwagę na wysoką bazę (w 1Q'18 o ponad 100% r/r rosty przewozy kruszyw). Zakładamy, że wyraźniejsza niż rok temu będzie sezonowość przewozów i łatwiej o dodatnie dynamiki będzie w 2H'19. Zakładamy, że praca przewozowa w 2019 roku wyniesie ok. 31,8 mld tkm (+1% r/r).

W naszych prognozach podchodzimy do wyników nieco ostrożniej niż zarząd. Zakładamy 984 mln PLN EBITDA (1 102 mln PLN wg MSSF16). Podtrzymujemy nasze założenia, że wsparciem dla rentowności może być dalszy wzrost stawek przewozowych, korzystniejsze stawki za dostęp do linii (średnia spadek jednostkowy w 2019 roku implikowany z umowy z PKP PLK to ok. -3%) czy podejmowane próby wzrostu efektywności (m.in. zwiększenie elementu motywacyjnego w wynagrodzeniach).

Dług netto po 4Q'18 wyniósł 779 mln PLN (wg MSSF16 byłby wyższy o dodatkowe 809 mln PLN z tytułu leasingów operacyjnych). Przy czym należy brać pod uwagę, że część płatności dotycząca CAPEX-u z 2018 roku została przesunięta na 1Q'19 (po 4Q'18 spółka miała krótkoterminowe zobowiązania inwestycyjne na 178 mln PLN). Zarząd nie podał prognozy CAPEX-u na 2019 roku, wspominając jedynie, że jego wielkość będzie dopasowana do potrzeb zgłaszanych przez rynek (zakładamy, że bez przesuniętych płatności będzie to kwota ok. 800-850 mln PLN). Główne pozycje dotyczące nakładów w najbliższych latach to umowy na: dostawę 936 wagonów intermodalnych (368 mln PLN w okresie 2019-22), modernizację 60 lokomotyw (388 mln PLN w latach 2018-21, z tego 261 mln PLN na 2019-21), naprawę 38 lokomotyw (176 mln PLN w latach 2019-20), naprawę okresową 21 tys wagonów (630 mln PLN w latach 2019-20).

Dłuższa perspektywa/strategia

W 2020 przyjmujemy nieznaczny wzrost EBITDA r/r, natomiast spadek zakładamy w 2021 roku m.in. z powodu spodziewanego wyhamowania koniunktury z branży budowlanej (przewóz kruszyw). Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze założenie jedynie w ograniczonym stopniu uwzględniają potencjał wewnętrznej poprawy efektywności działalności spółki.

Zakładamy, że praca przewozowa w 2019 roku wyniesie ok. 31,8 mld tkm (+1% r/r) i w kolejnych latach nie będzie rosta. M.in. zakładamy systematyczny spadek przewozów węgla oraz niższe niż w okresie 2018-19 przewozy kruszyw. Spodziewamy się natomiast wzrostu znaczenia przewozów intermodalnych a także transportu produktów chemicznych/paliw płynnych. Zmiana struktury przewozów powinna skutkować wzrostem średnich stawek przewozowych (w przeliczeniu na tkm) - przewozy węgla mają dość niskie stawki ze względu na standaryzację i prostotę usługi.

Po stronie kosztowej zakładamy powolną redukcję zatrudnienia od 2020 roku (stabilizacja poziomu pracy przewozowej, wzrost efektywności ze względu na wzrost prędkości handlowej, naturalne odejścia ze względu na wiek). Zwracamy uwagę, że, mimo historycznie silnej pozycji związków zawodowych, w długim terminie obszar efektywności pracy w spółce ma bardzo wysoki potencjał do poprawy. Wskaźniki takie jak marża EBITDA, przychód/pracownika czy EBITDA/pracownika są wyraźnie poniżej danych charakterystycznych dla spółek z zarówno z Europy Zachodniej jak i rynków rozwijających się.

Zwracamy uwagę, że w naszym modelu średnia marża netto w okresie 2019-22 wynosi 4,8%, natomiast w okresie 2023-27 5,6%. W strategii spółki na lata 2019-23 zapisano, że marża netto w okresie 2019-22 ma wynosić minimum 5%, natomiast od 2023 minimum 8%.

Prognozy DM BDM na tle konsensusu [mln PLN]

	2019P	2019P	odchylenie	2020P	2020P	odchylenie	2021P	2021P	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	5 475	5 423	1%	5 569	5 519	1%	5 509	5 238	5%
EBITDA skoryg.	1 014	-	-	1 026	-	-	985	-	-
EBITDA	984	959	3%	997	941	6%	962	-	-
EBIT	379	341	11%	392	303	30%	357	-	-
Zysk (strata) netto	270	229	18%	280	197	42%	251	-	-
Marża EBITDA skoryg.	18,5%	-	-	18,4%	-	-	17,9%	-	-
Marża EBITDA	18,0%	17,7%	-	17,9%	17,1%	-	17,5%	-	-
Marża EBIT	6,9%	6,3%	-	7,0%	5,5%	-	6,5%	-	-
Marża zysku netto	4,9%	4,2%	-	5,0%	3,6%	-	4,6%	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Skorygowane prognozy wyników na lata 2019-2020 rok [mln PLN]

	2018P	2018P	odchyl.	2019P	2019P	zmiana	2020P	2020P	zmiana
	poprzednio	raport		poprzednio	obecnie		poprzednio	obecnie	
Przychody	5 208	5 183	0%	5 599	5 475	-2%	5 614	5 569	-1%
EBITDA skoryg.	954	962	1%	985	1 014	3%	969	1 026	6%
EBITDA	907	907	0%	955	984	3%	939	997	6%
EBIT	343	278	-19%	388	379	-2%	367	392	7%
Zysk (strata) netto	236	179	-24%	271	270	0%	254	280	10%
Dług netto	928	779	-16%	973	974	0%	1 019	972	-5%
Marża EBITDA skoryg.	18,3%	18,6%	-	17,6%	18,5%	-	17,3%	18,4%	-
Marża EBITDA	18,3%	18,6%	-	17,6%	18,5%	-	17,3%	18,4%	-
Marża EBIT	6,6%	5,4%	-	6,9%	6,9%	-	6,5%	7,0%	-
Marża zysku netto	4,5%	3,5%	-	4,8%	4,9%	-	4,5%	5,0%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 5.12.2019

MSSF 16

Od 2019 roku spółka będzie prezentować sprawozdanie z uwzględnieniem nowego MSSF16, który dotyczy m.in. ujęcia leasingu operacyjnego. Po 4Q'18 spółka oszacowała, że w wyniku implementacji nowych zasad, nastąpi wzrost wartości aktywów o ok. 792,5 mln PLN oraz wzrost wartości zobowiązań z tytułu zadłużenia o 809,1 mln PLN (wg stanu na koniec 2018 roku). W kontekście rachunku zysków i strat spółka szacuje, że w 2019 roku nastąpi wzrost EBIT w kwocie 17,0 mln PLN, EBITDA w kwocie 118,0 mln PLN (równocześnie spadną koszty usług obcych) oraz spadek wyniku brutto w kwocie 12,0 mln PLN (dodatkowe koszty odsetkowe).

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	4 947	5 187	5 404	5 616	5 802	5 970	6 121	6 261	6 390	6 511	6 624	6 728
Wartości niematerialne i prawne	44	35	28	24	22	20	20	20	19	20	20	20
Rzeczowe aktywa trwałe	4 688	4 947	5 170	5 387	5 575	5 744	5 895	6 036	6 165	6 286	6 399	6 503
Pozostałe aktywa trwałe	215	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206	206
Aktywa obrotowe	1 694	1 619	1 472	1 488	1 455	1 452	1 453	1 466	1 472	1 481	1 488	1 497
Zapasy	148	162	171	174	172	172	172	174	175	178	180	182
Należności krótkoterminowe	730	685	723	736	728	727	728	735	742	752	763	773
Inwestycje krótkoterminowe	780	648	453	455	431	429	429	432	430	427	421	418
-środki pieniężne i ekwiwalenty	517	447	252	254	230	227	228	231	229	225	220	217
-lokaty	254	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201	201
Pozostałe aktywa obrotowe	36	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
Aktywa razem	6 642	6 806	6 875	7 105	7 257	7 422	7 574	7 726	7 862	7 992	8 113	8 225
Kapitał (fundusz) własny	3 335	3 484	3 686	3 899	4 080	4 279	4 488	4 725	4 965	5 211	5 464	5 719
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3 307	3 323	3 189	3 206	3 178	3 143	3 086	3 001	2 897	2 781	2 648	2 506
Rezerwy na zobowiązania	852	873	876	879	859	835	807	785	773	766	762	759
Zobowiązania długoterminowe	1 405	1 269	1 269	1 269	1 269	1 259	1 229	1 159	1 059	939	799	649
- w tym dług oprocentowany	1 404	1 157	1 157	1 157	1 157	1 147	1 117	1 047	947	827	687	537
Zobowiązania krótkoterminowe	1 049	1 181	1 045	1 058	1 050	1 050	1 050	1 058	1 066	1 076	1 087	1 098
- w tym dług oprocentowany	298	271	271	271	271	271	271	271	271	271	271	271
Pasywa razem	6 642	6 806	6 875	7 105	7 257	7 422	7 574	7 726	7 862	7 992	8 113	8 225

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	4 693	5 183	5 475	5 569	5 509	5 507	5 511	5 567	5 620	5 695	5 774	5 849
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 516	4 920	5 096	5 177	5 152	5 137	5 125	5 145	5 188	5 256	5 328	5 402
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 509	1 651	1 700	1 762	1 764	1 736	1 711	1 694	1 701	1 723	1 754	1 795
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	97	106	109	110	109	109	109	110	111	111	112	113
Zysk (strata) na sprzedaży	176	264	379	392	357	371	385	422	432	440	446	447
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-21	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA skorygowana	778	962	1 014	1 026	985	987	1 001	1 037	1 047	1 054	1 060	1 059
EBITDA	702	907	984	997	962	975	989	1 025	1 035	1 042	1 048	1 047
EBIT	155	278	379	392	357	371	385	422	432	440	446	447
Saldo działalności finansowej	-39	-42	-46	-47	-47	-47	-46	-45	-42	-38	-33	-28
Pozostałe zyski/straty	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) brutto	116	239	333	345	310	324	339	377	390	402	413	418
Zysk (strata) netto mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto	82	179	270	280	251	262	275	306	316	325	334	339

CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	601	863	916	931	883	888	896	929	947	956	963	962
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-740	-612	-994	-813	-786	-768	-751	-740	-729	-720	-711	-701
Przepływy z działalności finansowej	-99	-323	-117	-117	-120	-123	-145	-186	-221	-240	-257	-264
Przepływy pieniężne netto	-239	-72	-195	1	-24	-2	1	3	-3	-3	-5	-3
Środki pieniężne na początek okresu	756	517	447	252	254	230	227	228	231	229	225	220
Środki pieniężne na koniec okresu	517	447	252	254	230	227	228	231	229	225	220	217

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	10,4%	5,6%	1,7%	-1,1%	0,0%	0,1%	1,0%	1,0%	1,3%	1,4%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	29,2%	8,5%	1,3%	-3,5%	1,4%	1,5%	3,7%	0,9%	0,7%	0,6%	0,0%
EBIT zmiana r/r	79,1%	36,6%	3,4%	-8,9%	3,8%	3,9%	9,5%	2,4%	1,7%	1,5%	0,1%
Zysk netto zmiana r/r	119,7%	50,4%	3,6%	-10,2%	4,4%	4,7%	11,3%	3,5%	2,9%	2,8%	1,3%
Marża brutto na sprzedaży	31,9%	31,1%	31,6%	32,0%	31,5%	31,1%	30,4%	30,3%	30,3%	30,4%	30,7%
Marża EBITDA	17,5%	18,0%	17,9%	17,5%	17,7%	18,0%	18,4%	18,4%	18,3%	18,1%	17,9%
Marża EBIT	5,4%	6,9%	7,0%	6,5%	6,7%	7,0%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,6%
Marża brutto	4,6%	6,1%	6,2%	5,6%	5,9%	6,2%	6,8%	6,9%	7,1%	7,1%	7,2%
Marża netto	3,5%	4,9%	5,0%	4,6%	4,8%	5,0%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,8%
COGS / przychody	94,9%	93,1%	93,0%	93,5%	93,3%	93,0%	92,4%	92,3%	92,3%	92,3%	92,4%
SG&A / przychody	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
SG&A / COGS	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
ROE	5,1%	7,3%	7,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,5%	6,4%	6,2%	0,0%	0,0%
ROA	2,6%	3,9%	3,9%	3,5%	3,5%	3,6%	4,0%	4,0%	4,1%	0,0%	0,0%
Dług	1 427,0	1 427,0	1 427,0	1 427,0	1 417,0	1 387,0	1 317,0	1 217,0	1 097,0	957,0	807,0
D / (D+E)	21,0%	20,8%	20,1%	19,7%	19,1%	18,3%	17,0%	15,5%	13,7%	11,8%	9,8%
D / E	26,5%	26,2%	25,1%	24,5%	23,6%	22,4%	20,5%	18,3%	15,9%	13,4%	10,9%
Odsetki / EBIT	-15,1%	-12,1%	-12,0%	-13,2%	-12,7%	-12,0%	-10,6%	-9,7%	-8,6%	-7,5%	-6,4%
Dług / kapitał własny	41,0%	38,7%	36,6%	35,0%	33,1%	30,9%	27,9%	24,5%	21,1%	17,5%	14,1%
Dług netto	778,6	973,5	972,4	996,0	988,4	957,7	884,7	787,4	670,5	535,8	389,2
Dług netto / kapitał własny	22,4%	26,4%	24,9%	24,4%	23,1%	21,3%	18,7%	15,9%	12,9%	9,8%	6,8%
Dług netto / EBITDA	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
Dług netto / EBIT	2,8	2,6	2,5	2,8	2,7	2,5	2,1	1,8	1,5	1,2	0,9
EV	2 870,1	3 065,1	3 063,9	3 087,5	3 080,0	3 049,3	2 976,3	2 878,9	2 762,0	2 627,4	2 480,8
Dług / EV	49,7%	46,6%	46,6%	46,2%	46,0%	45,5%	44,3%	42,3%	39,7%	36,4%	32,5%
CAPEX / Przychody	13,9%	14,7%	14,3%	14,0%	13,7%	13,4%	13,0%	12,7%	12,4%	12,0%	10,3%
CAPEX / Amortyzacja	114,3%	135,2%	130,8%	127,8%	124,9%	123,2%	121,5%	120,1%	118,8%	117,3%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	12,1%	11,0%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	10,8%	10,7%	10,6%	10,4%	10,3%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	0,1%	0,0%	0,3%	0,4%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11,9%	2,2%	-0,6%	-30,3%	-	869,7%	43,3%	25,4%	12,0%	8,0%	7,2%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	11,7	7,8	7,5	8,3	8,0	7,6	6,8	6,6	6,4	6,3	6,2
P/BV*	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/CE*	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2
EV/EBITDA*	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,1	2,9	2,8	2,7	2,5	2,4
EV/EBIT*	10,3	8,1	7,8	8,6	8,3	7,9	7,1	6,7	6,3	5,9	5,6
EV/S*	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
BVPS	77,8	82,3	87,0	91,1	95,5	100,2	105,5	110,9	116,4	122,0	127,7
EPS	4,0	6,0	6,2	5,6	5,9	6,1	6,8	7,1	7,3	7,5	7,6
CEPS	18,1	19,5	19,7	19,1	19,3	19,6	20,3	20,5	20,7	20,9	21,0
DPS	0,00	1,50	1,50	1,56	1,40	1,46	1,53	1,71	1,77	1,82	1,87
Payout ratio	0,0%	37,4%	24,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 46,70 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa, strategia

Krystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	52,0	kupuj	51,6	27.03.2019	15:00 CEST	46,70	60 132
kupuj	51,6	kupuj	75,0	05.12.2018	11:48 CEST	44,35	59 093
kupuj	75,0	akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05 CEST	62,70	60 441
akumuluj	63,2	kupuj	42,6	28.02.2017	11:48 CEST	57,27	58 300
kupuj	42,6	-	-	16.06.2016	-	32,8	44 084

* autorem raportu analitycznego na temat PKP Cargo z dnia 16.06.2016 był Marek Jurzec od 27.02.2017 autorem raportów jest Krzysztof Pado

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	21%	0	0%
Akumuluj	3	21%	0	0%
Trzymaj	2	14%	0	0%
Redukuj	6	43%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 27.03.2019 roku (15:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 01.04.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 27.03.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.

- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.

- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.

- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.

- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).

- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.

- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.

- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.