



Dom Maklerski BDM S.A.

## PKP CARGO

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 63,2 PLN**

28 LUTY 2017, 11:48 CEST

Opóznienia w realizacji kontraktów infrastrukturalnych (przewozy kruszyw) oraz trudna sytuacja w obszarze węgla kamiennego przez sporą część 2016 roku przełożyły się w ubiegłym roku na spadek wyników PKP Cargo do poziomów najniższych od 7 lat. Jednocześnie spodziewamy się, że baza jest już na tyle niska, że od raportu za 4Q'16 spółka ma szansę wejść na trwałą, wzrostową ścieżkę oczyszczonej EBITDA (na wynik raportowany mogą naszym zdaniem wpłynąć zmiany w wieku emerytalnym, poziomie stopie dyskonta do kalkulacji rezerw i ewentualne uzupełnienie odpisów na należności w AWT). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane dotyczące styczeniowych wolumenów wykazały pierwszy od czerwca 2015 roku wzrost udziałów rynkowych PKP Cargo w ujęciu r/r. Kurs akcji od 2Q'16 dyskontuje już poprawę sytuacji w spółce. Dostrzegamy jednak nadal potencjał do wzrostu kursu przy odbudowie wyników w kolejnych okresach. Przy naszej prognozie EBITDA na poziomie 665 mln PLN w 2017 roku i 847 mln PLN w 2018 roku, spółka jest handlowana przy EV/EBITDA odpowiednio 5,2x i 3,9x. Podwyższamy cenę docelową dla PKP Cargo z 42,6 PLN do 63,2 PLN. Nasze obecne zalecenie brzmi Akumuluj (poprzednio Kupuj). Główne ryzyka dla naszych założeń stanowią koszty pracy (zwracamy przy tym uwagę, że spółka ma nadal duży potencjał do poprawy efektywności) oraz ewentualne szybkie wprowadzenie w UE tzw. dyrektywy hałasowej (przyspieszenie wymiany taboru w stosunku do potrzeb odtworzeniowych i planowanego wzrostu efektywności).

Od czasu naszej poprzedniej rekomendacji Kupuj z czerwca 2016 roku kurs PKP Cargo zyskał ponad 70% (do historycznych szczytów z czerwca 2015 pozostaje nadal blisko 66% luki). Należy jednocześnie brać pod uwagę, że spadek kapitalizacji w 2Q'16 do <1,3 mld PLN dla spółki, która posiada nadal >50% rynku, zadłużenie netto stanowi 1/5 posiadanych środków trwałych, a w szczycie koniunktury powinna wypracowywać około 1,0 mld PLN EBITDA, był swego rodzaju ekstremum strachu. W ostatnich miesiącach impet wzrostu nieco wyhamował – od początku grudnia walory zyskały 17%, w czasie, gdy WIG30 (w składzie, którego znajduje się spółka i wiele jej dużych kontrahentów) wzrósł o 22%. Dostrzegamy jednak nadal potencjał do wzrostu kursu na bazie odbudowy wyników.

Zakładamy lepszy r/r 4Q'16 na poziomie oczyszczonej EBITDA. Raportowane wyniki mogą być naszym zdaniem ewentualnie obciążone przez zmiany w rezerwach na świadczenia emerytalne (w 4Q'16 uchwalono ustawę o obniżeniu wieku emerytalnego) oraz niewielkie odpisy związane z należnościami w AWT (w 2Q'16 odpisano kwotę netto, na ok. 13 mln PLN VAT nie tworzone rezerwy). Z drugiej strony w 2H'16 wyraźnie wzrosła rentowność obligacji, która wpływa na poziom stopy dyskontowej, używanej przy kalkulacji rezerw. Styczeniowe dane o wolumenach (11% wzrost pracy przewozowej) dają szansę na lepszy r/r 1Q'17, w 2Q'17 spółka ma niską bazę m.in. w przewozach metali/rud, w kolejnych kwartałach spodziewamy się odbudowy na rynku budowlanym. W 2018 i 2019 rok zakładamy dynamiczną kontynuację odbicia w przewozach kruszyw, do odzyskania są także kontrakty na przewóz węgla, które spółka utraciła w 2015 roku.

Według założeń z IPO spółka miała mieć charakter dywidendowy - zakładamy powrót do wypłat w 2019 roku. Główne ryzyko dla naszych założeń w średnim terminie stanowią koszty pracy (na razie spółka nie powinna odczuwać w tym obszarze presji ze względu na jeszcze słabe wyniki) oraz ewentualne szybkie wprowadzenie w tzw. unijnej dyrektywy hałasowej (z punktu widzenia spółki do przyjęcia jest rozłożenie procesu na ok. 20 lat, nakłady wpiszą się w naturalną wymianę taboru oraz wzrost efektywności - zamiast na 4-8 lat, jak pada w propozycjach). W dłuższym terminie dostrzegamy szansę na budowanie wartości na bazie poprawy stanu infrastruktury kolejowej (przesunięcie ciężaru wydatków w obecnej perspektywie budżetu unijnego na kolej; jednocześnie mocno rozbudowana w ostatnich latach sieć drogowa będzie naszym zdaniem wymagała wzrostu kosztów jej obsługi, finansowanych ze wzrostu stawek za dostęp) oraz rozszerzeniu ekspansji międzynarodowej (przyczółek w postaci AWT).

|                      | 2014    | 2015    | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody [mln PLN]  | 4 217,1 | 4 363,5 | 4 365,7 | 4 660,8 | 5 032,0 | 5 279,5 |
| EBITDA skoryg.       | 695,3   | 632,6   | 487,7   | 665,5   | 847,2   | 917,7   |
| EBITDA [mln PLN]     | 444,3   | 704,9   | 424,6   | 665,5   | 847,2   | 917,7   |
| EBIT [mln PLN]       | 77,1    | 55,9    | -190,0  | 95,2    | 276,9   | 346,9   |
| Zysk netto [mln PLN] | 61,3    | 31,6    | -210,5  | 30,4    | 178,1   | 239,6   |
| P/BV                 | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,7     |
| P/E                  | 41,9    | 81,3    | -       | 84,5    | 14,4    | 10,7    |
| EV/EBITDA skoryg.    | 3,5     | 5,4     | 7,3     | 5,3     | 4,0     | 3,5     |
| EV/EBITDA            | 5,5     | 4,8     | 8,4     | 5,3     | 4,0     | 3,5     |
| EV/EBIT              | 31,8    | 61,1    | -       | 37,1    | 12,1    | 9,2     |

|                                      |               |
|--------------------------------------|---------------|
| Wycena DCF [PLN]                     | 61,3          |
| Wycena porównawcza [PLN]             | 67,5          |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>63,2</b>   |
| <b>Potencjał do wzrostu / spadku</b> | <b>+10,3%</b> |
| Koszt kapitału                       | 9,0%          |

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cena rynkowa [PLN]      | 57,27   |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 2 564,9 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 44,8    |

|                               |      |
|-------------------------------|------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 57,8 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 38,0 |

|                      |       |
|----------------------|-------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | 25,3% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 33,9% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 66,4% |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu: |       |
| PKP S.A.                | 33,0% |
| N-N OFE                 | 15,7% |
| OFE Aviva               | 7,6%  |
| MetLife OFE             | 7,2%  |
| Pozostali               | 36,5% |

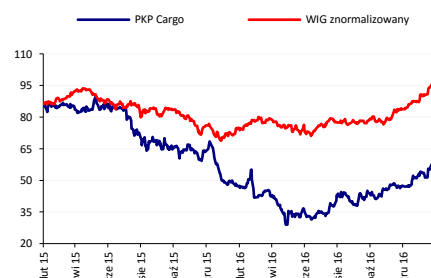
Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

**SPIS TREŚCI:**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....     | 3  |
| WYCENA DCF .....                | 3  |
| WYCENA PORÓWNAWCZA .....        | 6  |
| OTOCZENIE RYNKOWE.....          | 8  |
| WYNIKI FINANSOWE.....           | 10 |
| PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY..... | 17 |
| DYREKTYWA HAŁASOWA.....         | 20 |
| DANE FINANSOWE .....            | 21 |

## 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 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 61,3 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych towarowych przewoźników kolejowych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019, dała wartość 1 akcji na poziomie 67,5 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 63,2 PLN.

### Podsumowanie wyceny

|                                       | Waga | Wycena      |
|---------------------------------------|------|-------------|
| Wycena DCF                            | 70%  | 61,3        |
| Wycena metodą porównawczą             | 30%  | 67,5        |
| <b>Wycena 1 akcji PKP Cargo [PLN]</b> |      | <b>63,2</b> |

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:

- Zakładamy, że od 2017 roku spółka zanotuje systematyczną poprawę wyniku EBITDA. Spodziewamy się, że głównym motorem napędowym wzrostu przewozów w najbliższych 3 latach powinien być obszar kruszyw i materiałów budowlanych. Okres 2H'16 był przełomowy pod względem procedowania przetargów kolejowych, w 2017 spodziewamy się, że ożywienie pod tym względem w branży drogowej. Wyższe niż średnia, podobnie jak w poprzednich latach, dynamiki zakładamy w obszarze intermodalu. W przypadku głównego segmentu, jakim jest przewóz węgla kamiennego, spodziewamy się lekkiej poprawy w 2017 roku (dobry 1Q'17), stabilizacji w 2018 (możliwe pozytywne zaskoczenie w przypadku odzyskania części utraconych kontraktów), w dłuższym terminie zakładamy powolny spadek pracy przewozowej w tym obszarze (stopniowa redukcja produkcji w Polsce, szanse na ewentualne pozytywne zaskoczenia dostrzegamy np. we wzroście przewozów z polskich portów). Spadek udziału węgla oraz wzrost kruszyw i intermodalu powinien 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 dalszą powolną redukcję zatrudnienia (naturalne odejścia ze względu na wiek). Zakładamy 2% wzrost średniej płacy w 2017 roku, po 5% w latach 2018-19 oraz średnio 2% wzrost w długim terminie (powyżej podwyżek cennika usług). 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 grupy porównawczej, zarówno z Europy Zachodniej jak i z Rosji czy Chin (także w okresie rezydującym przyjmujemy niższe wartości wymienionych wyżej wskaźników niż dla tych spółek w 2016 roku).
- W 2016 roku CAPEX był większy r/r ze względu na zakupy lokomotyw, w 2017 roku wydatki z tego tytułu będą wyraźnie mniejsze, pojawią się natomiast większe wydatki na okresowe remonty wagonów. W kolejnych latach przyjmujemy poziom rocznych wydatków inwestycyjnych na poziomie zbliżonym do lat 2016-17 (co daje ok. 10-11% rocznych przychodów i poziom zbliżony do amortyzacji). Ryzykiem dla naszych założeń jest ewentualne szybkie (np. w perspektywie 5 letniego okresu dostosowawczego) wprowadzenie w życie przez UE tzw. dyrektywy hałasowej (piszemy o tym szerzej w rozdziale dotyczącym wyników i prognoz; rozłożenie ewentualnego procesu na ok. 20 lat nie powinno zachwiać CAPEX-em; w spółce będzie następować naturalna modernizacja i wymiana taboru, rosnąć ma też efektywność majątku – inwestycje w sieć kolejową PKP PLK mają zwiększyć średnią prędkość pociągów towarowych o 1/3 do 2023 roku).
- Wskaźniki dotyczące rotacji kapitału obrotowego przyjęto na poziomach z 2015 roku (historycznie spółka ma lekką nadwyżkę zobowiązań handlowych nad należnościami handlowymi, zapasy w stosunku do przychodów mają niewielką skalę).
- Nie uwzględniamy w modelu akwizycji czy zbycia aktywów.
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych (FCF) po okresie szczegółowej prognozy ustaliliśmy na poziomie 1,0%.
- Stopę podatku przyjęto na poziomie 19%.
- Wycena została sporządzona na dzień 27.02.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2,75 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 61,3 PLN.

#### Model DCF

|                                          | 2017P          | 2018P   | 2019P                                            | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|------------------------------------------|----------------|---------|--------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 4 660,8        | 5 032,0 | 5 279,5                                          | 5 471,5 | 5 509,8 | 5 287,1 | 5 246,3 | 5 312,8 | 5 364,2 | 5 422,4 |
| EBIT [mln PLN]                           | 95,2           | 276,9   | 346,9                                            | 428,4   | 443,2   | 324,1   | 325,6   | 386,1   | 416,6   | 435,8   |
| 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]                | 18,1           | 52,6    | 65,9                                             | 81,4    | 84,2    | 61,6    | 61,9    | 73,4    | 79,1    | 82,8    |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 77,1           | 224,3   | 281,0                                            | 347,0   | 359,0   | 262,5   | 263,7   | 312,7   | 337,4   | 353,0   |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 570,3          | 570,3   | 570,9                                            | 571,7   | 572,2   | 572,5   | 572,5   | 572,5   | 572,7   | 572,9   |
| CAPEX [mln PLN]                          | -574,6         | -570,5  | -574,5                                           | -571,5  | -572,2  | -572,6  | -572,4  | -573,0  | -572,8  | -572,8  |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | -7,0           | -8,8    | -5,9                                             | -4,6    | -0,9    | 5,3     | 1,0     | -1,6    | -1,2    | -1,4    |
| FCF [mln PLN]                            | 65,8           | 215,2   | 271,5                                            | 342,6   | 358,1   | 267,6   | 264,7   | 310,7   | 336,1   | 351,7   |
| DFCF [mln PLN]                           | 61,6           | 186,3   | 216,9                                            | 252,4   | 243,0   | 167,2   | 152,1   | 164,0   | 162,9   | 156,4   |
| Suma DFCF [mln PLN]                      | 1 762,7        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             | 4 438,7        |         | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0% |         |         |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 1 973,3        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               | 3 736,1        |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Dług netto 2016P [mln PLN]               | 988,6          |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        | <b>2 747,5</b> |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln szt.]                   | 44,8           |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   | <b>61,3</b>    |         |                                                  |         |         |         |         |         |         |         |

|                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 6,8%   | 8,0%   | 4,9%   | 3,6%   | 0,7%   | -4,0%  | -0,8%  | 1,3%   | 1,0%   | 1,1%   |
| EBIT zmiana r/r               | -      | 190,9% | 25,3%  | 23,5%  | 3,4%   | -26,9% | 0,5%   | 18,6%  | 7,9%   | 4,6%   |
| FCF zmiana r/r                | -      | 227,2% | 26,1%  | 26,2%  | 4,5%   | -25,3% | -1,1%  | 17,3%  | 8,2%   | 4,7%   |
| Marża EBITDA                  | 14,3%  | 16,8%  | 17,4%  | 18,3%  | 18,4%  | 17,0%  | 17,1%  | 18,0%  | 18,4%  | 18,6%  |
| Marża EBIT                    | 2,0%   | 5,5%   | 6,6%   | 7,8%   | 8,0%   | 6,1%   | 6,2%   | 7,3%   | 7,8%   | 8,0%   |
| Marża NOPLAT                  | 1,7%   | 4,5%   | 5,3%   | 6,3%   | 6,5%   | 5,0%   | 5,0%   | 5,9%   | 6,3%   | 6,5%   |
| CAPEX / Przychody             | 12,3%  | 11,3%  | 10,9%  | 10,4%  | 10,4%  | 10,8%  | 10,9%  | 10,8%  | 10,7%  | 10,6%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 100,8% | 100,0% | 100,6% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,1% | 100,0% | 100,0% |
| Zmiana KO / Przychody         | 0,2%   | 0,2%   | 0,1%   | 0,1%   | 0,0%   | -0,1%  | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   | 2,4%   |

Źródło: BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2017P       | 2018P       | 2019P       | 2020P       | 2021P       | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2025P       | 2026P       |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 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               | 81,1%       | 81,9%       | 85,3%       | 87,8%       | 90,0%       | 92,0%       | 94,2%       | 96,4%       | 98,6%       | 100,0%      |
| 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                 | 18,9%       | 18,1%       | 14,7%       | 12,2%       | 10,0%       | 8,0%        | 5,8%        | 3,6%        | 1,4%        | 0,0%        |
| <b>WACC</b>                            | <b>8,1%</b> | <b>8,2%</b> | <b>8,3%</b> | <b>8,4%</b> | <b>8,5%</b> | <b>8,6%</b> | <b>8,7%</b> | <b>8,8%</b> | <b>8,9%</b> | <b>9,0%</b> |

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 | 56,5                                      | 60,7   | 66,0   | 72,6  | 81,4  | 93,2  | 110,4 | 137,4 | 185,9 |
|      | 0,8 | 52,5                                      | 56,2   | 60,7   | 66,4  | 73,7  | 83,5  | 97,1  | 117,6 | 151,7 |
|      | 0,9 | 48,8                                      | 52,1   | 56,0   | 60,9  | 67,1  | 75,2  | 86,3  | 102,2 | 127,3 |
|      | 1,0 | 45,5                                      | 48,4   | 51,8   | 56,1  | 61,3  | 68,1  | 77,2  | 89,9  | 108,9 |
|      | 1,1 | 42,4                                      | 45,0   | 48,0   | 51,7  | 56,2  | 62,0  | 69,5  | 79,8  | 94,6  |
|      | 1,2 | 39,6                                      | 41,9   | 44,6   | 47,8  | 51,7  | 56,6  | 62,9  | 71,4  | 83,2  |
|      | 1,3 | 37,0                                      | 39,1   | 41,4   | 44,3  | 47,7  | 51,9  | 57,2  | 64,2  | 73,8  |

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% | 60,9                                      | 65,8   | 71,9   | 79,8  | 90,3  | 105,0 | 127,0 | 163,8 | 237,2 |
|                  | 4% | 52,5                                      | 56,2   | 60,7   | 66,4  | 73,7  | 83,5  | 97,1  | 117,6 | 151,7 |
|                  | 5% | 45,5                                      | 48,4   | 51,8   | 56,1  | 61,3  | 68,1  | 77,2  | 89,9  | 108,9 |
|                  | 6% | 39,6                                      | 41,9   | 44,6   | 47,8  | 51,7  | 56,6  | 62,9  | 71,4  | 83,2  |
|                  | 7% | 34,6                                      | 36,4   | 38,5   | 41,0  | 44,0  | 47,7  | 52,3  | 58,1  | 66,0  |
|                  | 8% | 30,3                                      | 31,8   | 33,5   | 35,4  | 37,7  | 40,5  | 43,9  | 48,2  | 53,7  |
|                  | 9% | 26,6                                      | 27,8   | 29,1   | 30,7  | 32,5  | 34,7  | 37,3  | 40,4  | 44,4  |

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% | 110,7 | 103,1 | 96,4 | 90,3 | 84,8 | 79,7 | 75,2 | 71,0 | 67,1 |
|                  | 4% | 94,3  | 86,5  | 79,7 | 73,7 | 68,4 | 63,6 | 59,2 | 55,3 | 51,7 |
|                  | 5% | 81,4  | 73,7  | 67,1 | 61,3 | 56,2 | 51,7 | 47,7 | 44,0 | 40,7 |
|                  | 6% | 71,0  | 63,6  | 57,2 | 51,7 | 46,9 | 42,7 | 38,9 | 35,5 | 32,5 |
|                  | 7% | 62,4  | 55,3  | 49,2 | 44,0 | 39,5 | 35,5 | 32,0 | 28,9 | 26,1 |
|                  | 8% | 55,3  | 48,4  | 42,7 | 37,7 | 33,5 | 29,8 | 26,5 | 23,6 | 21,0 |
|                  | 9% | 49,2  | 42,7  | 37,2 | 32,5 | 28,5 | 25,0 | 22,0 | 19,3 | 16,9 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta na wskaźnikach wybranych towarowych przewoźników kolejowych. Analizę oparto na wskaźniku EV/EBITDA. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (2017-19), dla których przyjęto równe wagi.

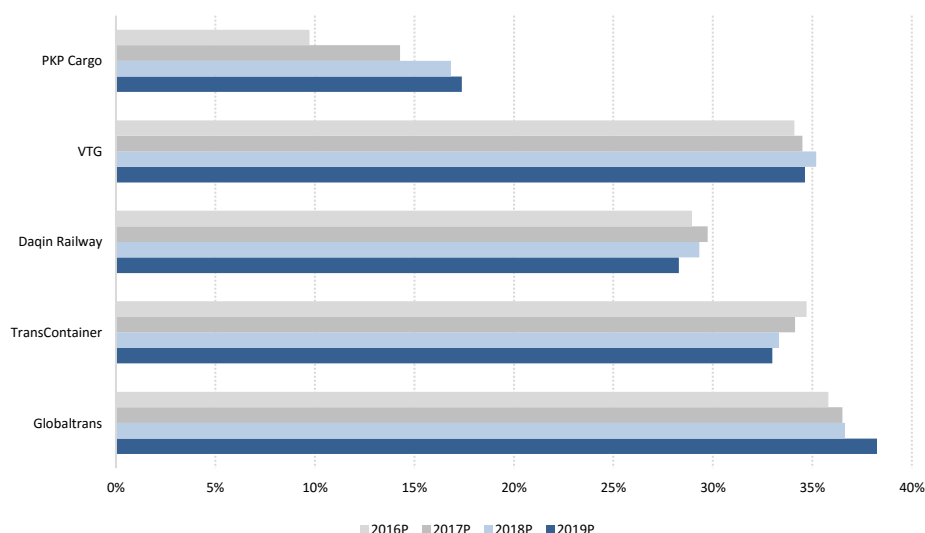
Porównując wyniki PKP Cargo ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 3,02 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 67,5 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie.

### Wycena porównawcza

|                                           | P/E         |             |       | EV/EBITDA |             |        |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------|-----------|-------------|--------|
|                                           | 2017P       | 2018P       | 2019P | 2017P     | 2018P       | 2019P  |
| VTG                                       | 15,7        | 12,9        | 12,6  | 7,3       | 6,9         | 6,8    |
| Daqin Railway                             | 12,8        | 12,5        | 11,9  | 7,3       | 7,1         | 6,8    |
| TransContainer                            | 10,2        | 9,3         | 8,5   | 6,2       | 5,8         | 5,4    |
| Globaltrans                               | 13,2        | 11,0        | 9,6   | 4,4       | 3,9         | 3,7    |
| mediana                                   | 13,0        | 11,7        | 10,7  | 6,7       | 6,3         | 6,1    |
| PKP Cargo                                 | 84,5        | 14,4        | 10,7  | 5,3       | 4,0         | 3,5    |
| Premia / dyskonto                         | 550,1%      | 22,7%       | -0,1% | -21,1%    | -37,5%      | -43,3% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]         | 8,8         | 46,7        | 57,3  | 78,4      | 102,3       | 111,5  |
| Waga roku                                 | 33%         | 33%         | 33%   | 33%       | 33%         | 33%    |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> |             | <b>37,6</b> |       |           | <b>97,4</b> |        |
| Waga wskaźnika                            |             | 50%         |       |           | 50%         |        |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>67,5</b> |             |       |           |             |        |

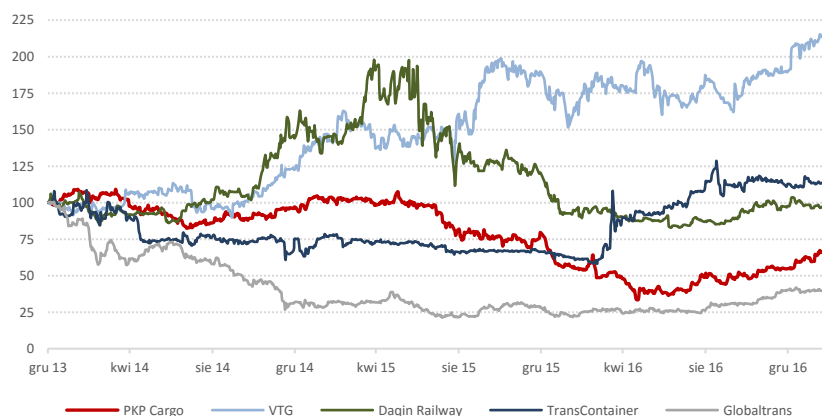
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, Bloomberg

### Porównanie marży EBITDA



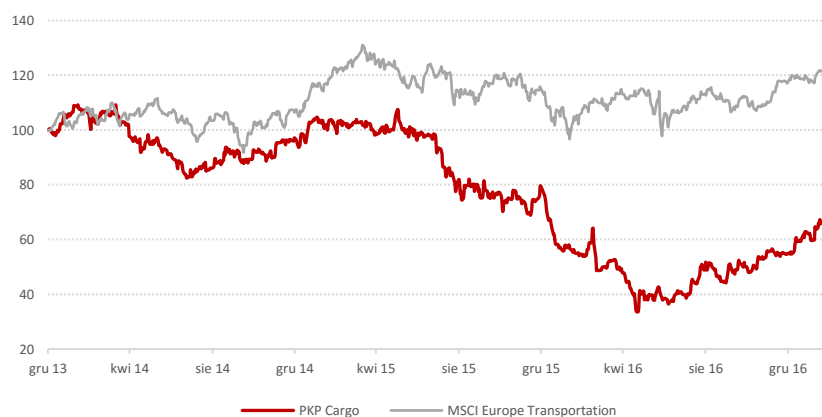
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Porównanie kursów spółek z grupy porównawczej od początku 2014 roku



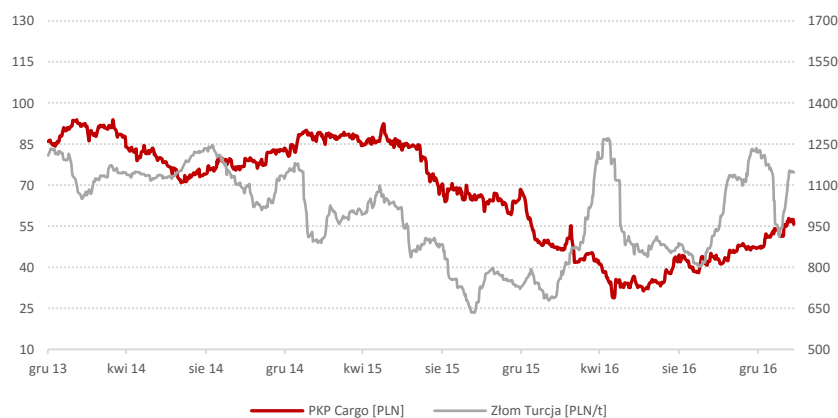
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, początek 2014=100

### Zachowanie kursu PKP Cargo na tle indeksu MSCI Europe Transportation od początku 2014 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, początek 2014=100

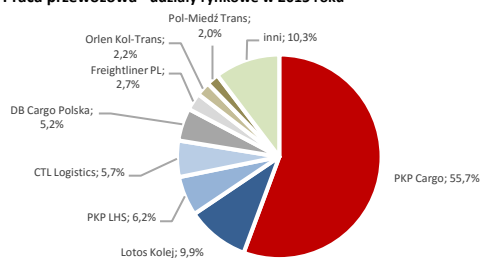
### Kurs PKP Cargo na tle cen złomu



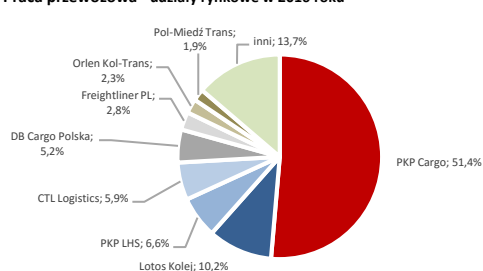
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## OTOCZENIE RYNKOWE

Praca przewozowa - udziały rynkowe w 2015 roku

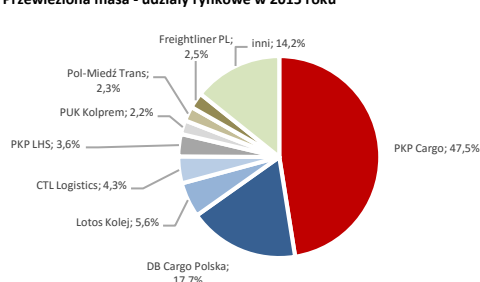


Praca przewozowa - udziały rynkowe w 2016 roku



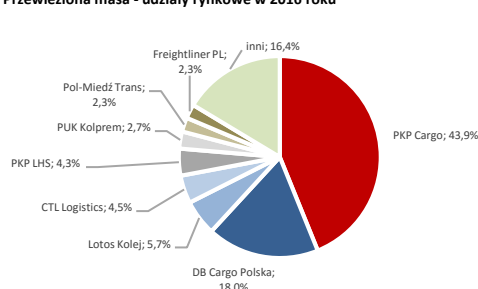
Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa - udziały rynkowe w 2015 roku



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa - udziały rynkowe w 2016 roku



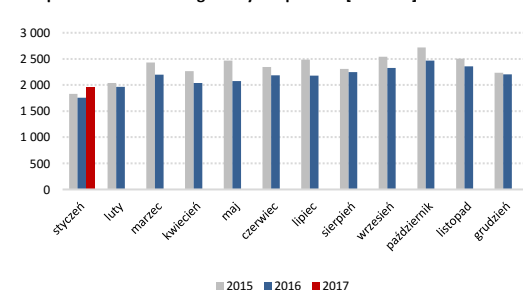
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

Przez połowę 2015 roku i cały 2016 rok udziały PKP Cargo w rynku systematycznie spadały w ujęciu r/r (zarówno pod względem pracy przewozowej, jak i przewiezionej masy). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane dotyczące styczniowych wolumenów wykazały pierwszy od czerwca 2015 roku wzrost udziałów rynkowych spółki w ujęciu r/r. W oparciu o dane GUS (publikowane z nieznacznym opóźnieniem dane UTK wykazują zwykle minimalne odchylenia), PKP Cargo styczniu 2017 roku miało 53,6% udziału w rynku pod względem pracy przewozowej (+2,4 pkt. proc. r/r) i 45,1% pod względem masy towarowej (+0,5 pkt. proc. r/r).

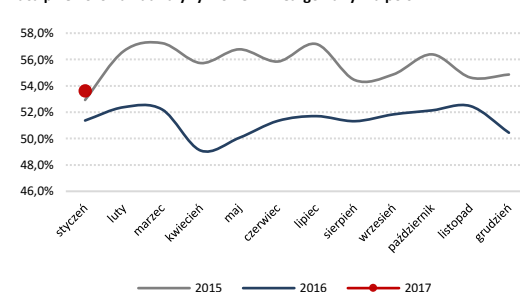
Był to także pierwszy od końca 2015 roku miesiąc, w którym spółka zanotowała wzrost samej pracy przewozowej (+11% r/r, rynek wzrósł o 6% r/r) oraz drugi z rzędu wzrost przewiezionej masy (+8% r/r, wcześniej notowano spadki od lipca 2015 do listopada 2016). W styczniu PKP Cargo zwiększyły przewozy w zdecydowanej większości grup towarowych: kamienia (wzrost przewozów na budowę kilku obwodnic), kontenerów (m.in. wzrost przewozów z/do portów oraz Chin), pozostałych ładunków (m.in. przewozy dla NATO, pozyskania kontraktów na przewozy samochodów), innych artykułów chemicznych (przewóz gazów w imporcie), ropy (przewozy paliw z importu) i węgla kamiennego (m.in. wzrost produkcji energii, przejęcie kontraktu od konkurenta, wzrost eksportu węgla, intensyfikacja przewozów ze względu na planowane zamknięcie linii kolejowej).

Praca przewozowa PKP Cargo na rynku polskim [mln tkm]



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

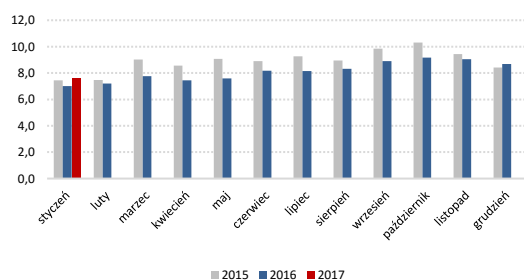
Praca przewozowa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim



Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

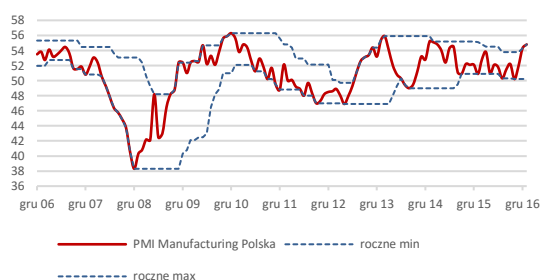


Przewieziona masa PKP Cargo na rynku polskim [mln tkm]



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

PMI dla polskiego przemysłu [pkt]



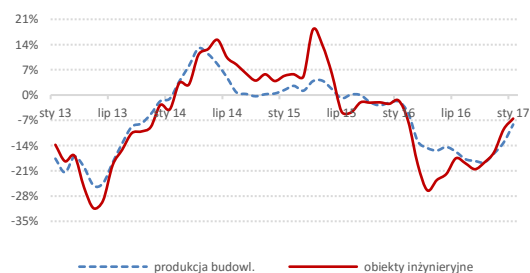
Źródło: BDM S.A., Markit, Bloomberg

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 inżynierskich\*



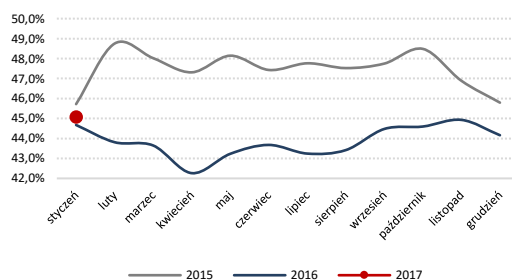
Źródło: BDM S.A., GUS, \*dynamika r/r na bazie średniej 3M

Produkcja stali surowej w Polsce\*



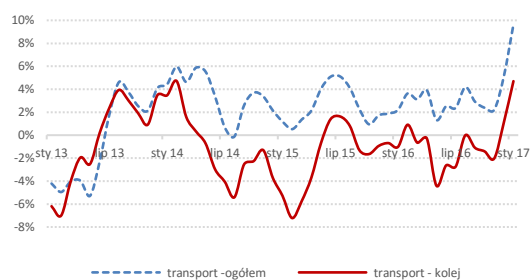
Źródło: BDM S.A., GUS, \*dynamika r/r na bazie średniej 3M

Przewieziona masa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim



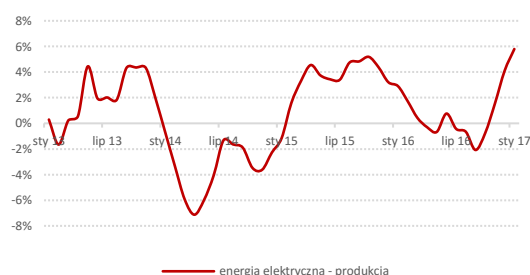
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

Dynamika przewozów ładunków w transporcie kolejowym i ogółem\*



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

Dynamika produkcji 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

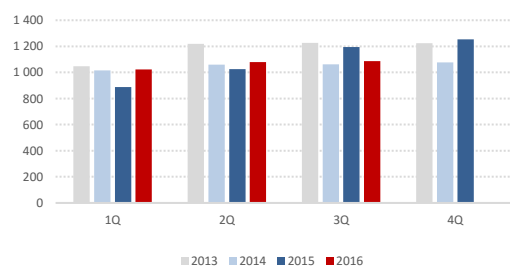
## WYNIKI FINANSOWE

### Wyniki finansowe [mln PLN] oraz podstawowe dane operacyjne

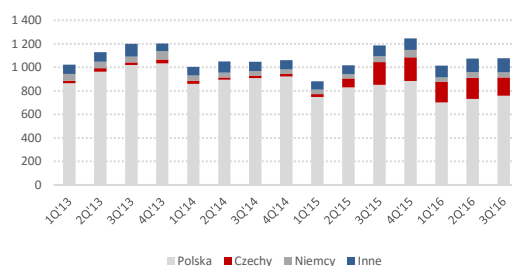
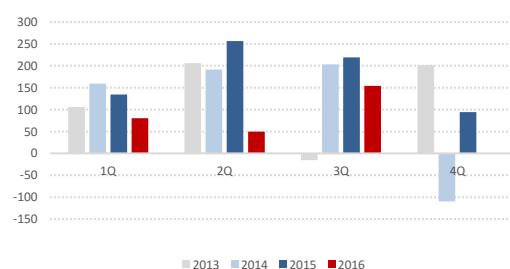
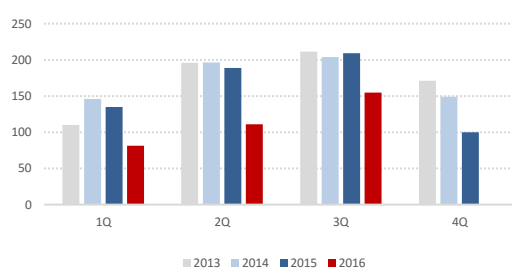
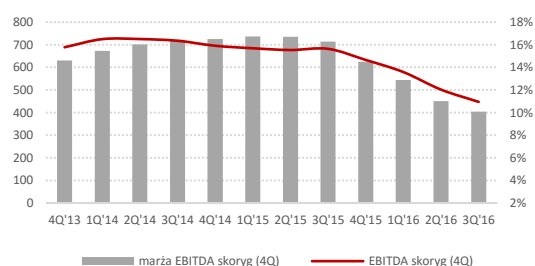
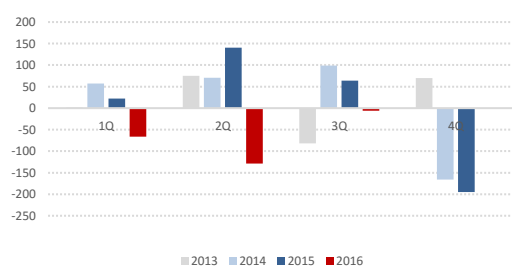
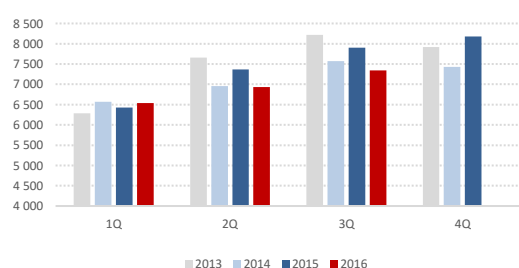
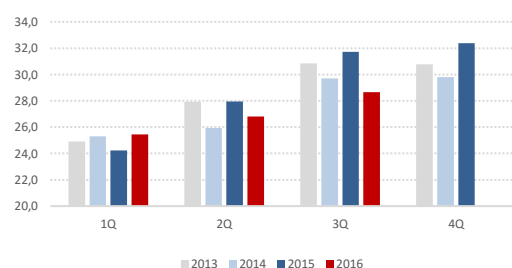
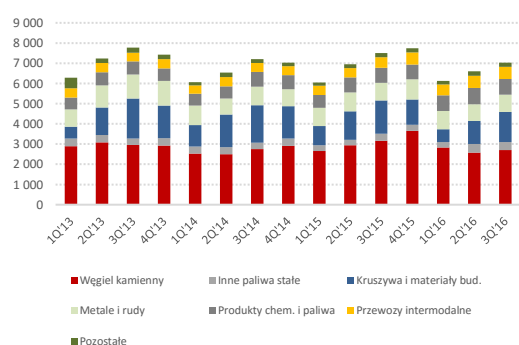
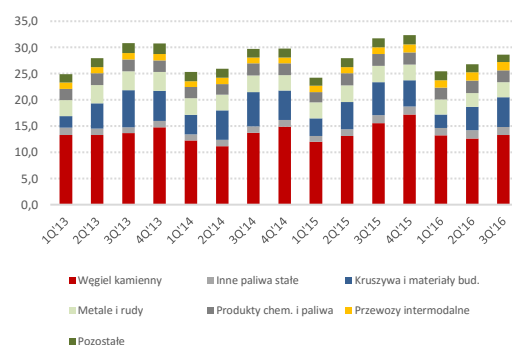
|                                       | 3Q'13        | 4Q'13        | 1Q'14        | 2Q'14        | 3Q'14        | 4Q'14        | 1Q'15        | 2Q'15        | 3Q'15        | 4Q'15        | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16        |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży netto</b>   | <b>1 226</b> | <b>1 225</b> | <b>1 017</b> | <b>1 060</b> | <b>1 063</b> | <b>1 077</b> | <b>889</b>   | <b>1 025</b> | <b>1 195</b> | <b>1 254</b> | <b>1 023</b> | <b>1 080</b> | <b>1 086</b> |
| Usługi i wyroby                       | 1 199        | 1 202        | 1 004        | 1 049        | 1 047        | 1 062        | 881          | 1 016        | 1 187        | 1 246        | 1 014        | 1 075        | 1 077        |
| usługi kolejowe                       | 1 089        | 1 092        | 909          | 966          | 955          | 962          | 803          | 895          | 1 006        | 1 024        | 803          | 923          | 899          |
| inne usługi okołokolejowe             | 88           | 98           | 82           | 72           | 81           | 82           | 68           | 95           | 126          | 129          | 166          | 95           | 126          |
| pozostałe                             | 21           | 12           | 14           | 12           | 11           | 17           | 10           | 27           | 56           | 93           | 46           | 57           | 52           |
| Towary i materiały                    | 27           | 23           | 12           | 11           | 16           | 15           | 8            | 10           | 8            | 8            | 9            | 5            | 9            |
| Amortyzacja                           | 94           | 109          | 91           | 91           | 91           | 95           | 102          | 108          | 127          | 311          | 142          | 182          | 146          |
| Wynagrodzenia                         | 588          | 387          | 364          | 361          | 348          | 672          | 320          | 375          | 363          | 426          | 385          | 368          | 353          |
| Koszty znormalizowane                 | 357          | 369          | 349          | 350          | 343          | 377          | 322          | 326          | 361          | 381          | 367          | 360          | 354          |
| PDO/PGP                               | 209          | 0            | 0            | 0            | 0            | 265          | 0            | 70           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Zmiana rezerw                         | 21           | 18           | 14           | 11           | 6            | 30           | -2           | -21          | 2            | 45           | 18           | 7            | -1           |
| Usługi obce                           | 400          | 440          | 320          | 318          | 328          | 353          | 270          | 338          | 408          | 486          | 367          | 408          | 383          |
| Materiały i energia                   | 190          | 186          | 159          | 155          | 154          | 135          | 142          | 165          | 182          | 208          | 163          | 164          | 166          |
| Pozostałe                             | 46           | 42           | 29           | 30           | 29           | 33           | 22           | 29           | 33           | 34           | 27           | 30           | 29           |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>              | <b>-92</b>   | <b>62</b>    | <b>55</b>    | <b>106</b>   | <b>113</b>   | <b>-211</b>  | <b>32</b>    | <b>10</b>    | <b>82</b>    | <b>-211</b>  | <b>-61</b>   | <b>-71</b>   | <b>9</b>     |
| Saldo PPO/PKO                         | -18          | 31           | 13           | -5           | -1           | 7            | 0            | 138          | 10           | -6           | -1           | -62          | -1           |
| EBIT                                  | -109         | 93           | 68           | 100          | 113          | -205         | 32           | 148          | 92           | -217         | -62          | -132         | 8            |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>-15</b>   | <b>202</b>   | <b>159</b>   | <b>191</b>   | <b>203</b>   | <b>-110</b>  | <b>135</b>   | <b>257</b>   | <b>219</b>   | <b>94</b>    | <b>81</b>    | <b>49</b>    | <b>154</b>   |
| <b>EBITDA skoryg</b>                  | <b>212</b>   | <b>171</b>   | <b>146</b>   | <b>196</b>   | <b>204</b>   | <b>149</b>   | <b>135</b>   | <b>189</b>   | <b>209</b>   | <b>100</b>   | <b>81</b>    | <b>111</b>   | <b>155</b>   |
| Saldo finansowe                       | 7            | 5            | -4           | -1           | 9            | -8           | -6           | -11          | -16          | -18          | -14          | -23          | -8           |
| Zysk brutto                           | -102         | 86           | 74           | 90           | 122          | -211         | 27           | 142          | 76           | -234         | -74          | -155         | 0            |
| <b>Zysk netto</b>                     | <b>-82</b>   | <b>70</b>    | <b>58</b>    | <b>71</b>    | <b>99</b>    | <b>-166</b>  | <b>22</b>    | <b>140</b>   | <b>64</b>    | <b>-195</b>  | <b>-66</b>   | <b>-129</b>  | <b>-6</b>    |
| <b>dług netto</b>                     | <b>-157</b>  | <b>-244</b>  | <b>-126</b>  | <b>-18</b>   | <b>-56</b>   | <b>-108</b>  | <b>229</b>   | <b>963</b>   | <b>1 038</b> | <b>853</b>   | <b>1 145</b> | <b>1 173</b> | <b>1 174</b> |
| zatrudnienie średnie [osoby]          | 26 662       | 26 685       | 26 519       | 26 373       | 26 176       | 25 525       | 24 809       | 24 658       | 24 146       | 23 720       | 23 715       | 23 552       | 23 386       |
| wynagrodzenie średnie [PLN/m-c]       | 4 463        | 4 610        | 4 390        | 4 423        | 4 364        | 4 921        | 4 321        | 4 402        | 4 988        | 5 359        | 5 163        | 5 101        | 5 047        |
| zmiana r/r                            |              |              | -2,4%        | -0,3%        | -2,2%        | 6,8%         | -1,6%        | -0,5%        | 14,3%        | 8,9%         | 19,5%        | 15,9%        | 1,2%         |
| lokomotywy [szt]                      | 2 459        | 2 460        | 2 460        | 2 461        | 2 462        | 2 462        | 2 462        | 2 630        | 2 618        | 2 602        | 2 589        | 2 571        | 2 576        |
| wagony [szt]                          | 63 347       | 63 105       | 62 958       | 63 010       | 62 657       | 62 086       | 61 996       | 66 529       | 66 915       | 66 775       | 66 436       | 66 286       | 66 024       |
| Przychód z usług kolejowych [PLN/tkm] | 0,133        | 0,138        | 0,138        | 0,139        | 0,126        | 0,130        | 0,125        | 0,122        | 0,127        | 0,125        | 0,123        | 0,133        | 0,122        |
| zmiana r/r                            |              |              | -6,5%        | 3,3%         | -4,9%        | -6,0%        | -9,7%        | -12,5%       | 0,9%         | -3,4%        | -1,8%        | 9,5%         | -3,8%        |
|                                       | 3Q'13        | 4Q'13        | 1Q'14        | 2Q'14        | 3Q'14        | 4Q'14        | 1Q'15        | 2Q'15        | 3Q'15        | 4Q'15        | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16        |
| <b>Praca przewoźowa [mln tkm]</b>     | <b>8 219</b> | <b>7 918</b> | <b>6 567</b> | <b>6 955</b> | <b>7 570</b> | <b>7 428</b> | <b>6 424</b> | <b>7 364</b> | <b>7 902</b> | <b>8 178</b> | <b>6 540</b> | <b>6 934</b> | <b>7 340</b> |
| zmiana r/r                            |              |              | 4%           | -9%          | -8%          | -6%          | -2%          | 6%           | 4%           | 10%          | 2%           | -6%          | -7%          |
| Węgiel kamienny                       | 2 953        | 2 919        | 2 525        | 2 495        | 2 747        | 2 908        | 2 658        | 2 934        | 3 166        | 3 656        | 2 824        | 2 576        | 2 698        |
| zmiana r/r                            |              |              | -13%         | -19%         | -7%          | 0%           | 5%           | 18%          | 15%          | 26%          | 6%           | -12%         | -15%         |
| Kruszywa                              | 1 982        | 1 618        | 1 058        | 1 616        | 1 856        | 1 607        | 948          | 1 412        | 1 645        | 1 257        | 630          | 1 154        | 1 484        |
| zmiana r/r                            |              |              | 81%          | 19%          | -6%          | -1%          | -10%         | -13%         | -11%         | -22%         | -34%         | -18%         | -10%         |
| Pozostałe                             | 3 284        | 3 381        | 2 985        | 2 843        | 2 967        | 2 913        | 2 818        | 3 018        | 3 091        | 3 265        | 3 086        | 3 205        | 3 158        |
| zmiana r/r                            |              |              | 7%           | -12%         | -10%         | -14%         | -6%          | 6%           | 4%           | 12%          | 10%          | 6%           | 2%           |
| <b>Przewieziona masa [mln ton]</b>    | <b>30,8</b>  | <b>30,8</b>  | <b>25,3</b>  | <b>25,9</b>  | <b>29,7</b>  | <b>29,8</b>  | <b>24,2</b>  | <b>27,9</b>  | <b>31,7</b>  | <b>32,4</b>  | <b>25,4</b>  | <b>26,8</b>  | <b>28,7</b>  |
| zmiana r/r                            |              |              | 2%           | -7%          | -4%          | -3%          | -4%          | 8%           | 7%           | 9%           | 5%           | -4%          | -10%         |
| Węgiel kamienny                       | 13,6         | 14,8         | 12,2         | 11,2         | 13,7         | 14,9         | 12,0         | 13,1         | 15,5         | 17,2         | 13,2         | 12,6         | 13,3         |
| zmiana r/r                            |              |              | -8%          | -16%         | 0%           | 1%           | -2%          | 17%          | 13%          | 16%          | 10%          | -4%          | -14%         |
| Kruszywa                              | 7,1          | 5,7          | 3,7          | 5,6          | 6,5          | 5,6          | 3,4          | 5,2          | 6,3          | 5,0          | 2,6          | 4,4          | 5,7          |
| zmiana r/r                            |              |              | 66%          | 17%          | -7%          | -1%          | -10%         | -7%          | -3%          | -11%         | -24%         | -15%         | -10%         |
| Pozostałe                             | 10,1         | 10,3         | 9,3          | 9,1          | 9,5          | 9,3          | 8,9          | 9,6          | 9,9          | 10,2         | 9,7          | 9,7          | 9,6          |
| zmiana r/r                            |              |              | 0%           | -7%          | -7%          | -10%         | -5%          | 5%           | 4%           | 10%          | 9%           | 1%           | -2%          |
| <b>Średnia odległość [km]</b>         | <b>267</b>   | <b>257</b>   | <b>260</b>   | <b>268</b>   | <b>255</b>   | <b>249</b>   | <b>265</b>   | <b>264</b>   | <b>249</b>   | <b>253</b>   | <b>257</b>   | <b>259</b>   | <b>256</b>   |
| zmiana r/r                            |              |              | 3%           | -2%          | -4%          | -3%          | 2%           | -2%          | -2%          | 1%           | -3%          | -2%          | 3%           |
| Węgiel kamienny                       | 217          | 198          | 206          | 223          | 201          | 196          | 221          | 223          | 204          | 213          | 214          | 204          | 203          |
| zmiana r/r                            |              |              | -5%          | -4%          | -7%          | -1%          | 7%           | 0%           | 2%           | 9%           | -3%          | -9%          | -1%          |
| Kruszywa                              | 281          | 283          | 284          | 287          | 284          | 285          | 282          | 270          | 261          | 251          | 246          | 260          | 260          |
| zmiana r/r                            |              |              | 9%           | 2%           | 1%           | 1%           | -1%          | -6%          | -8%          | -12%         | -13%         | -4%          | 0%           |
| Pozostałe                             | 324          | 328          | 320          | 312          | 313          | 314          | 318          | 314          | 313          | 321          | 319          | 330          | 328          |
| zmiana r/r                            |              |              | 7%           | -5%          | -3%          | -4%          | -1%          | 1%           | 0%           | 2%           | 0%           | 5%           | 5%           |

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Przychody ze sprzedaży wg krajów [mln PLN]


Źródło: BDM S.A., spółka  
EBITDA [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka  
Skorygowana EBITDA [mln PLN]

Źródło: DM BDM S.A., spółka  
Skorygowana EBITDA [mln PLN] i marża – narastająco 4Q

Źródło: BDM S.A., spółka  
Zys netto [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka  
Praca przewozowa [mln tkm]

Źródło: BDM S.A., spółka  
Przewieziona masa [mln t]

Źródło: BDM S.A., spółka  
Praca przewozowa [mln tkm]

Źródło: DM BDM S.A., spółka  
Przewieziona masa [mln t]


Źródło: BDM S.A., spółka

Źródło: DM BDM S.A., spółka

## Podsumowanie głównych obszarów działalności i oczekiwań spółki na bazie prezentacji wyników

|                             | Węgiel                                                                                                                                                                          | Kruszywa i mat budowlane                                                                                                                           | Rudy i metale                                                                                                                                                 | Intermodal                                                                                         |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2015</b>                 | -spadek produkcji węgla w Polsce (strajki w JSW i KW);<br>-spadki cen węgla;<br>-malejące, ale nadal wysokie zapasy węgla;                                                      | -spowolnienie inwestycji infrastrukturalnych i niski stopień zaawansowania przetargów;                                                             | -wzrost produkcji stali w Polsce;<br>-spadek cen rudy żelaza;                                                                                                 | -rozwój Jedwabnego Szlaku;<br>-rozbudowa terminalu HUB Franowo;<br>-rozwój pociągów operatorskich; |
| <b>perspektywy na 2016+</b> | -restrukturyzacja polskiego górnictwa;<br>-rosnąca rola OZE w Polsce;<br>-prognozowane dalsze spadki cen węgla;                                                                 | -realizacja inwestycji infrastrukturalnych;<br>-spodziewany wzrost zużycia kruszyw w inwestycjach kolejowych vs poprzednia perspektywa unijna;     | -wzrost produkcji stali w Polsce;<br>-reindustrializacja Polski;<br>-wysoka nadpodaż metali przemysłowych na świecie;                                         | -wzrost przewozów intermodalnych;<br>-pozyskanie nowych klientów;<br>-wzrost roli polskich portów; |
| <b>1Q'16</b>                | -wzrost produkcji węgla w Polsce;<br>-wzrost produkcji energii elektrycznej z węgla kam.;<br>-PGG szansą na poprawę w górnictwie;<br>-malejące, ale nadal wysokie zapasy węgla; | -przesunięcia inwestycji infrastrukturalnych;<br>-spadek produkcji budowlanej;                                                                     | -spadek produkcji stali w Polsce i w UE;<br>-wzrost cen rudy żelaza;<br>-cła importowe w UE na wyroby z Chin i Rosji;                                         | -rozwój Jedwabnego Szlaku;<br>-porównywalna masa kontenerów przeładowanych w polskich portach      |
| <b>2Q'16</b>                | -wzrost ceny węgla;<br>-wzrost produkcji energii z węgla kam.;<br>-spadek zapasów węgla kam. w PL;<br>-PGG szansą na poprawę w górnictwie;                                      | -przesunięcia inwestycji infrastrukturalnych;<br>-spadek produkcji budowlanej;<br>-mała skala inwestycji samorządowych;                            | -remont pieca u kluczowego klienta;<br>-spadek produkcji stali w Polsce;<br>-wzrost cen stali i rudy żelaza;<br>-cła importowe w UE na wyroby z Chin i Rosji; | -rozwój Jedwabnego Szlaku;<br>-wzrost masy kontenerów przeładowanych w polskich portach;           |
| <b>3Q'16</b>                | -wzrost ceny węgla;<br>-spadek produkcji energii z węgla kam.;<br>-spadek produkcji węgla kam.;<br>-spadek zapasów węgla kam. w Polsce                                          | -przesunięcia inwestycji na 2017/18;<br>-spadek produkcji budowl.;<br>-mała skala inwestycji samorządowych;<br>-pobudzenie w projektach drogowych; | -spadek produkcji stali w Polsce;<br>-cła importowe w UE na wyroby z Chin i Rosji;<br>-wzrost cen rudy żelaza;                                                | -rozwój Jedwabnego Szlaku;<br>-wzrost masy kontenerów przeładowanych w polskich portach;           |

Źródło: BDM S.A., spółka

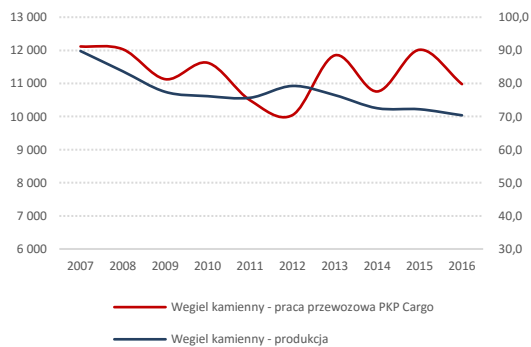
## Wyniki PKP Cargo na tle konsensusu w poprzednich kwartałach [mln PLN]

|                   | 4Q'13        | 1Q'14        | 2Q'14       | 3Q'14       | 4Q'14    | 1Q'15        | 2Q'15       | 3Q'15        | 4Q'15         | 1Q'16         | 2Q'16*   | 3Q'16       |
|-------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|----------|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|----------|-------------|
| <b>konsensus</b>  |              |              |             |             |          |              |             |              |               |               |          |             |
| Przychody         | 1 213        | 1 029        | 1 097       | 1 125       | 1 064    | 906          | 1 037       | 1 172        | 1 192         | 1 029         | -        | 1 144       |
| EBITDA            | 150          | 145          | 182         | 190         | -113     | 121          | 237         | 192          | 167           | 98            | -        | 146         |
| EBIT              | 49           | 48           | 91          | 99          | -205     | 25           | 138         | 77           | 46            | -40           | -        | 2           |
| <b>raport</b>     |              |              |             |             |          |              |             |              |               |               |          |             |
| Przychody         | 1 225        | 1 017        | 1 060       | 1 063       | 1 077    | 889          | 1 025       | 1 195        | 1 254         | 1 023         | 1 080    | 1 086       |
| EBITDA            | 202          | 159          | 191         | 203         | -110     | 135          | 257         | 219          | 94            | 81            | 49       | 154         |
| EBITDA skoryg.    | 171          | 146          | 196         | 204         | 149      | 135          | 189         | 209          | 100           | 81            | 111      | 155         |
| EBIT              | 93           | 68           | 100         | 113         | -205     | 32           | 148         | 92           | -217          | -62           | -132     | 8           |
| <b>odchylenie</b> |              |              |             |             |          |              |             |              |               |               |          |             |
| Przychody         | 1,0%         | -1,2%        | -3,4%       | -5,5%       | 1,2%     | -1,9%        | -1,1%       | 2,0%         | 5,2%          | -0,6%         | -        | -5,1%       |
| <b>EBITDA</b>     | <b>35,0%</b> | <b>10,0%</b> | <b>5,1%</b> | <b>7,3%</b> | <b>-</b> | <b>11,7%</b> | <b>8,5%</b> | <b>14,2%</b> | <b>-43,5%</b> | <b>-17,8%</b> | <b>-</b> | <b>5,3%</b> |
| EBIT              | 89,6%        | 43,2%        | 11,0%       | 14,2%       | -        | 29,0%        | 7,6%        | 19,9%        | -             | -             | -        | 275,2%      |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PAP, \*raport opóźniony oraz odpisy

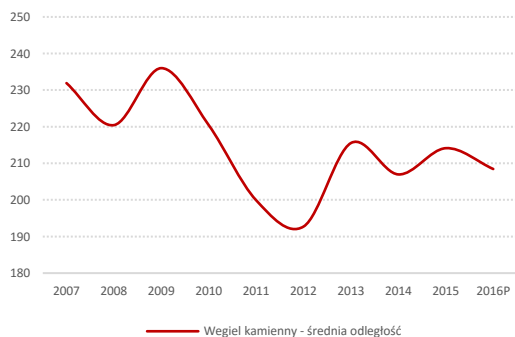
## PRZEWÓZ WĘGLA KAMIENNEGO

Praca przewozowa PKP Cargo w Polsce [mln tkm] vs produkcja węgla w Polsce [mln t]



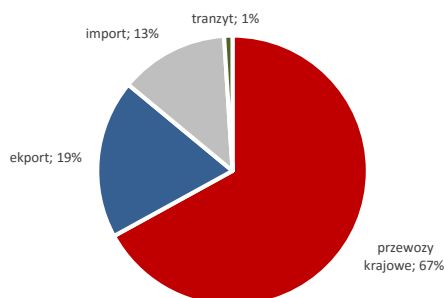
Źródło: BDM S.A., spółka, ARP

Średnia długość trasy PKP Cargo w obszarze przewozu węgla kamiennego [km]



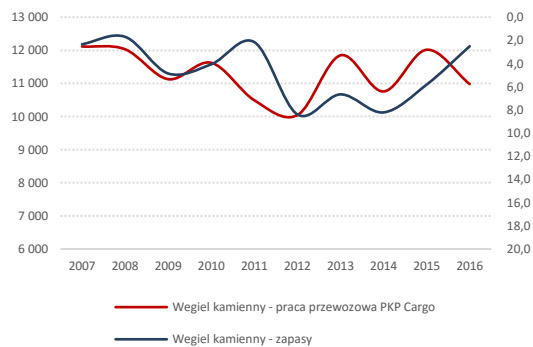
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przewozów węgla w Polsce - PKP Cargo w 1-3Q'16



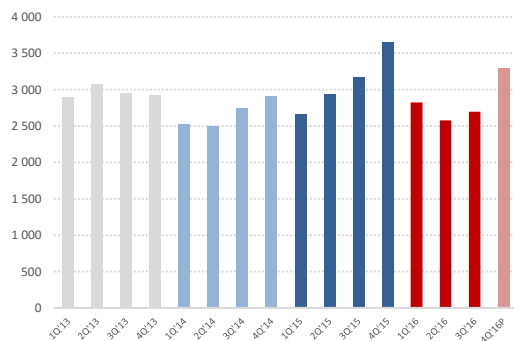
Źródło: BDM S.A., spółka

Praca przewozowa w Polsce [mln tkm] vs zapasy węgla w Polsce [skala odwróć., mln t]



Źródło: BDM S.A., spółka, ARP

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

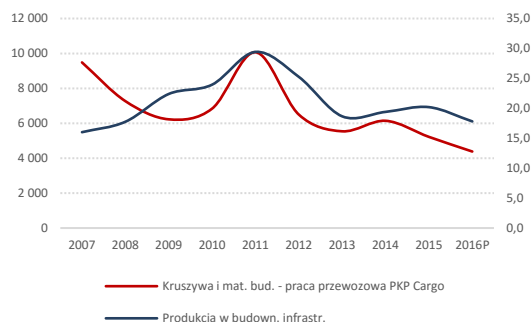


Źródło: BDM S.A., spółka, \*razem z AWT

Największa część pracy przewozowej PKP Cargo jest generowana dzięki realizacji dostaw paliw stałych (44% w 1-3Q'16), wśród których zdecydowaną większość stanowi węgiel kamienny (88%). PKP Cargo jest zdecydowanym liderem rynku (udział w okresie 2013-15 wynosił 70-80%). Stawki przewozowe w tym obszarze są relatywnie niskie – duże wolumeny i standaryzacji usługi. Popyt na przewozy węgla jest wypadkową kilku czynników. Długoterminowy spadek produkcji węgla w Polsce działa negatywnie, jednocześnie planowana budowa nowych elektrowni węglowych w kraju może docelowo zwiększyć popyt na węgiel z importu. Ponad 2/3 pracy przewozowej w 1-3Q'16 w obszarze transportu węgla było realizowane na rynku krajowym. Sezonowo największe wolumeny generowane są w ostatnich miesiącach roku (rozpoczęcie sezonu zimowego). Ostrzejsza zima przekłada się wprost na wzrost popytu krótkoterminowego.

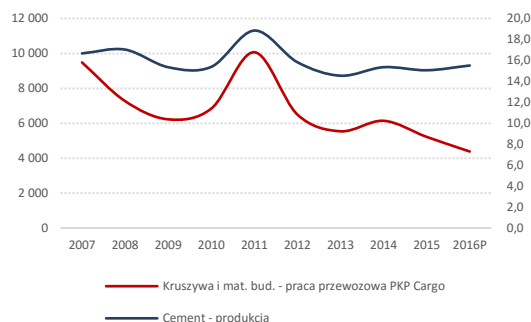
## PRZEWOZ KRUSZYW I MATERIAŁÓW BUDOWLANYCH

Praca przewoz. PKP Cargo w PL [mln tkm] vs prod. w budown. infrastr.\* [mld PLN]



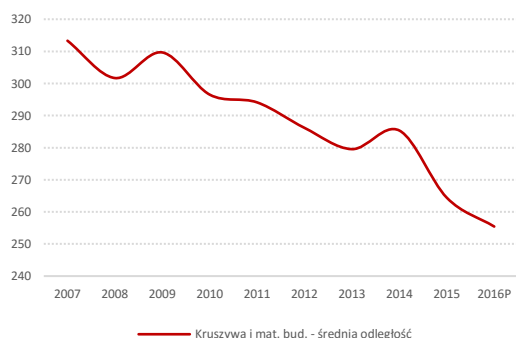
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS, \*drogi + transport szynowy (wg GUS)

Praca przewoz. PKP Cargo w PL [mln tkm] vs produkcja cementu w Polsce [mln t]



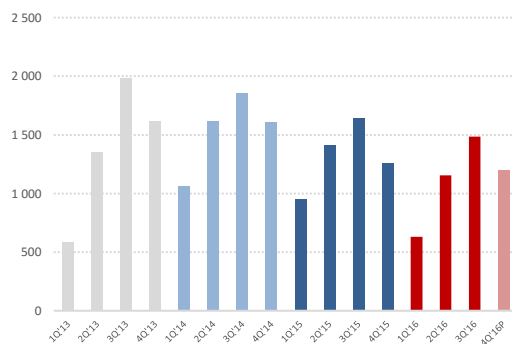
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Średnia długość trasy w obszarze przewozu kruszyw i materiałów bud. [km]



Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

Segment jest drugim w kolejności pod względem zarówno przewiezionej masy, jak i pracy przewozowej. Dwa główne obszary, które generują popyt na transport kolejowy w budownictwie to infrastruktura drogowa oraz kolejowa (korelacja z produkcją cementu jest nieco niższa – ma on zastosowanie ogólnobudowlane). Rok 2016 był pod względem pracy przewozowej w tym obszarze najniższy od wielu lat – przede wszystkim spadł popyt w obszarze kolejowym. Okres 2H'16 przyniósł mocne odbicie w procedowaniu przetargów ze strony PKP PLK, co powinno zaowocować stopniowym wzrostem popytu na przewozy kruszyw od 2H'17.

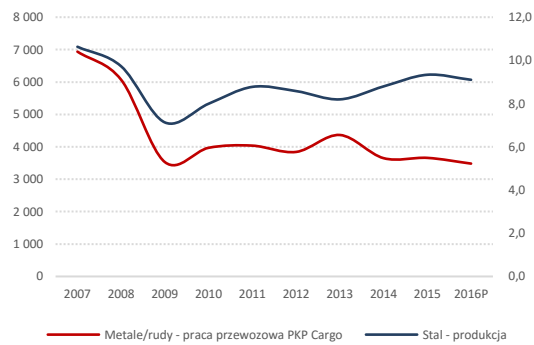
Segment cechuje się wyraźną sezonowością – największy popyt generowany jest w okresie letnim, w miesiącach zimowych przewozy są najniższe (sympie materiały trudno transportować, gdy zamarzają).

Ostatnie lata przyniosły systematyczny spadek średniej długości trasy przewozu. Wiązać to można z rozwojem w tym czasie sieci wytwórców kruszyw i materiałów, co skróciło odległości między dostawcami i odbiorcami.

Spadał także systematycznie udział PKP Cargo w rynku. W 2011 roku wynosił on w pracy przewozowej 78%, by w 2015 roku (ostatnie pełne dane UTK) spaść do 63%.

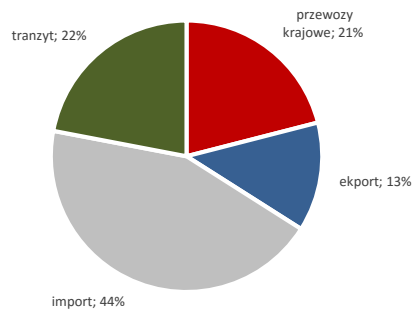
## PRZEWÓZ METALI I RUD

Praca przewozowa PKP Cargo w Polsce [mln tkm] vs produkcja stali w Polsce [mln t]



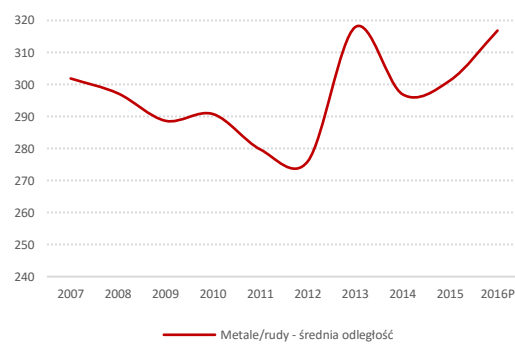
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Struktura przewozów metali i rud w Polsce - PKP Cargo w 1-3Q'16



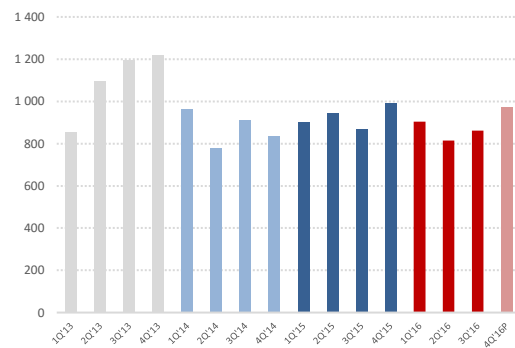
Źródło: BDM S.A., spółka

Średnia długość trasy PKP Cargo w obszarze przewozu metali i rud [km]



Źródło: BDM S.A., spółka

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

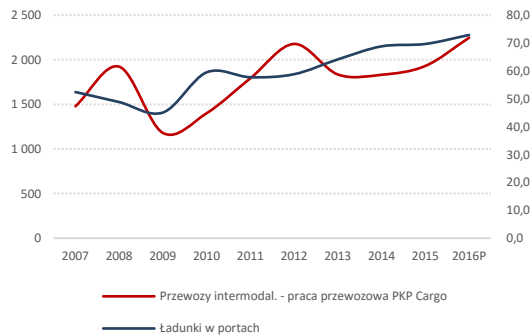


Źródło: BDM S.A., spółka, \*razem z AWT

Segment jest trzecim w kolejności pod względem zarówno przewiezionej masy, jak i pracy przewozowej. Jednocześnie w ostatnich latach, po mocnym spadku w okresie 2007-09, jednym z bardziej stabilnych jeśli chodzi o dynamiki. Relatywnie duże znaczenie w jego przypadku ma import oraz tranzyt.

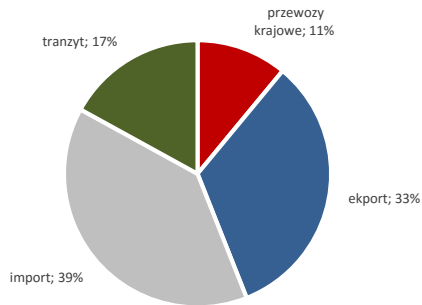
## PRZEWOZY INTERMODALNE

Praca przewoz. PKP Cargo w Polsce [mln tkm] vs przeładunki w portach w Polsce [mln t]



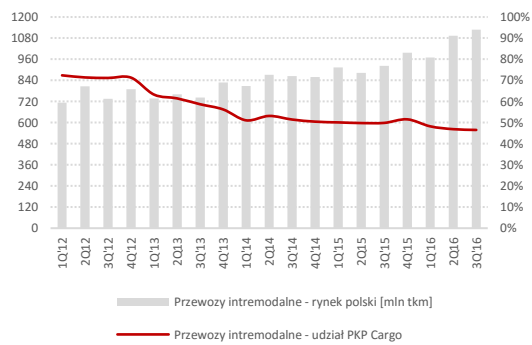
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Struktura przewozów intermodalnych w Polsce - PKP Cargo w 1-3Q'16



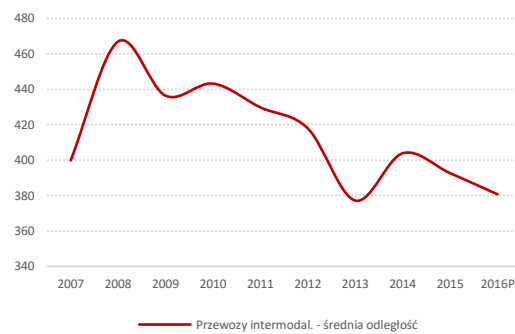
Źródło: BDM S.A., spółka

PKP Cargo – udział w rynku przewozów intermodalnych w Polsce



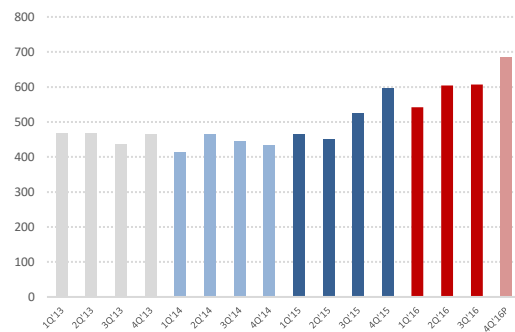
Źródło: BDM S.A., UTK

Średnia długość trasy PKP Cargo w obszarze intermodalu [km]



Źródło: BDM S.A., spółka

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



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

Obecnie czwarty pod względem wielkości obszar działalności, czyli, przewozy intermodalne, są segmentem rynku, w którym PKP Cargo upatruje największych szans na rozwój, jednocześnie rokrocznie obniżają się udziały rynkowe spółki w Polsce (konkurencja rozwija się dynamicznie). W tym segmencie koncentrowany w ostatnich okresach jest CAPEX rozwojowy (np. zakupu platform intermodalnych czy 15 lokomotyw wielosystemowych). Strategia spółki na lata 2016 – 2020 przewiduje rozwój dzięki przewozom kontenerów między portami na południu i północy Europy oraz obsłudze nowego Jedwabnego Szlaku.



## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Z danych UTK za 4Q'16, że PKP Cargo nadal zanotowało spadek udziałów rynkowych oraz wolumenów r/r (jedynie grudzień przyniósł wzrost przewiezionej masy). Wolumen pracy w przewozowej spółce w Polsce spadł o blisko 6% r/r. W grupie spadek może być nieznacznie mniejszy. Na poziomie oczyszczonej EBITDA baza z 4Q'15 jest bardzo niska. Zakładamy, że spółce (nawet pomimo wypłaty jednorazowej nagrody dla pracowników w ramach porozumienia zbiorowego) uda się poprawić ubiegłoroczny rezultat (zakładamy lepszy r/r przychód/tkm oraz oszczędności po stronie kosztowej). Oczyszczona EBITDA w 4Q'15 wynosiła 100 mln PLN, w 4Q'16 zakładamy 141 mln PLN.

Raportowane wyniki mogą być naszym zdaniem ewentualnie obciążone przez zmiany w rezerwach na świadczenia emerytalne. W 4Q'16 uchwalono ustawę o obniżeniu wieku emerytalnego – poziom zmian rezerw będzie zależał od przyjętych przez spółkę założeń – trudno nam je wiarygodnie oszacować. Mogą naszym zdaniem pojawić się także niewielkie odpisy związane z należnościami w AWZ z OKD - w 2Q'16 odpisano kwotę netto a na ok. 13 mln PLN z tytułu VAT nie tworzono rezerwy. Z drugiej strony w 2H'16 mocno wzrosła rentowność polskich obligacji, która wpływa na poziom stopy dyskontowej, używanej przy kalkulacji rezerw. Na koniec 2015 roku przyjmowano stopę na poziomie 3,1%, na koniec 2015 i 1H'16 rentowność 10-letnich obligacji wynosiła 2,9%, na koniec 2016 roku było to już 3,6%, a obecnie ok. 3,8%. Według raportu rocznego za 2015 wzrost stopy dyskontowej o 0,3 pp oznacza obniżenie rezerw na świadczenia pracownicze o ok. 17 mln PLN. W poniższych prognozach przyjmujemy „zerowe” saldo z tytułu wymienionych wyżej trzech pozycji, jednak należy brać pod uwagę, że mogą one mieć wpływ na ostateczne raportowane wyniki.

Raport roczny ma zostać opublikowany 17 marca 2017.

### Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

|                        | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15  | 2015  | 1Q'16 | 2Q'16  | 3Q'16 | 4Q'16P | 2016P | 1Q'17P | 2Q'17P | 3Q'17P | 4Q'17P | 2017P |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 889   | 1 025 | 1 195 | 1 254  | 4 363 | 1 023 | 1 080  | 1 086 | 1 177  | 4 366 | 1 090  | 1 132  | 1 180  | 1 258  | 4 661 |
| EBITDA skoryg.         | 135   | 189   | 209   | 100    | 633   | 81    | 111    | 155   | 141    | 488   | 123    | 140    | 204    | 198    | 665   |
| EBITDA                 | 135   | 257   | 219   | 94     | 705   | 81    | 49     | 154   | 141    | 425   | 123    | 140    | 204    | 198    | 665   |
| EBIT                   | 32    | 148   | 92    | -217   | 56    | -62   | -132   | 8     | -4     | -190  | -19    | -2     | 61     | 56     | 95    |
| Zysk (strata) brutto   | 27    | 142   | 76    | -234   | 12    | -74   | -155   | 0     | -13    | -242  | -34    | -17    | 47     | 41     | 37    |
| Zysk (strata) netto    | 22    | 140   | 64    | -195   | 32    | -66   | -129   | -6    | -10    | -211  | -27    | -14    | 38     | 33     | 30    |
| Marża EBITDA skoryg.   | 15,2% | 18,4% | 17,5% | 8,0%   | 14,5% | 7,9%  | 10,3%  | 14,3% | 11,9%  | 11,2% | 11,3%  | 12,4%  | 17,3%  | 15,8%  | 14,3% |
| Marża EBITDA           | 15,2% | 25,0% | 18,3% | 7,5%   | 16,2% | 7,9%  | 4,6%   | 14,2% | 11,9%  | 9,7%  | 11,3%  | 12,4%  | 17,3%  | 15,8%  | 14,3% |
| Marża EBIT             | 3,6%  | 14,5% | 7,7%  | -17,3% | 1,3%  | -6,0% | -12,3% | 0,7%  | -0,3%  | -4,4% | -1,8%  | -0,2%  | 5,2%   | 4,4%   | 2,0%  |
| Marża zysku netto      | 2,5%  | 13,7% | 5,4%  | -15,6% | 0,7%  | -6,5% | -11,9% | -0,5% | -0,9%  | -4,8% | -2,5%  | -1,2%  | 3,2%   | 2,7%   | 0,7%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognozy wyników na 4Q'2016 oraz lata 2017+

|                      | 4Q'15  | 4Q'16P | zmiana r/r | 2015  | 2016P | zmiana r/r | 2017P | zmiana r/r | 2018P | 2019P | 2020P | ... | 2026P |
|----------------------|--------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|-------|-------|-------|-----|-------|
| Przychody            | 1 254  | 1 177  | -6,1%      | 4 363 | 4 366 | 0,1%       | 4 661 | 6,8%       | 5 032 | 5 280 | 5 472 |     | 5 422 |
| EBITDA skoryg.       | 94     | 141    | 49,3%      | 705   | 425   | -39,8%     | 665   | 56,7%      | 847   | 918   | 1 000 |     | 1 009 |
| EBITDA               | 100    | 141    | 40,5%      | 633   | 488   | -22,9%     | 665   | 36,5%      | 847   | 918   | 1 000 |     | 1 009 |
| EBIT                 | -217   | -4     | -          | 56    | -190  | -          | 95    | -          | 277   | 347   | 428   |     | 436   |
| Zysk brutto          | -234   | -13    | -          | 12    | -242  | -          | 37    | -          | 220   | 296   | 386   |     | 433   |
| Zysk netto           | -195   | -10    | -          | 32    | -211  | -          | 30    | -          | 178   | 240   | 313   |     | 350   |
| Marża EBITDA skoryg. | 7,5%   | 11,9%  |            | 16,2% | 9,7%  |            | 14,3% |            | 16,8% | 17,4% | 18,3% |     | 18,6% |
| Marża EBITDA         | 8,0%   | 11,9%  |            | 14,5% | 11,2% |            | 14,3% |            | 16,8% | 17,4% | 18,3% |     | 18,6% |
| Marża EBIT           | -17,3% | -0,3%  |            | 1,3%  | -4,4% |            | 2,0%  |            | 5,5%  | 6,6%  | 7,8%  |     | 8,0%  |
| Marża zysku netto    | -15,6% | -0,9%  |            | 0,7%  | -4,8% |            | 0,7%  |            | 3,5%  | 4,5%  | 5,7%  |     | 6,5%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, że w 2017 roku spółce uda się podtrzymać wzrostową ścieżkę wyników, którą naszym zdaniem zobaczymy od 4Q'16 – oczyszczona EBITDA była w trendzie spadkowym w zasadzie od 3Q'14 (z nieznaczną przerwą w 3Q'15). Baza wynikowa jest już bardzo niska, liczymy na wzrost przewozów m.in. węgla czy intermodalu na początku r/r (co widać już w styczniowych odczytach udziałów rynkowych), w 2Q'17 spółka ma niską bazę w przewozach metali/rud (w 2Q'16 przeprowadzany był remont pieca w Mittalu), w kolejnych kwartałach spodziewamy się odbicia na rynku budowlanym.

Właśnie w obszarze kruszyw upatrujemy głównego motoru napędowego wzrostu przewozów w najbliższych 3 latach. Okres 2H'16 był przełomowy pod względem procedowania przetargów kolejowych, w 2017 spodziewamy się, że ożywienie pod tym względem w branży drogowej. Wyższe niż średnia, podobnie jak w

poprzednich latach, dynamiki zakładamy w obszarze intermodalu. W przypadku głównego segmentu, jakim jest przewóz węgla kamiennego, spodziewamy się lekkiej poprawy w 2017 roku (dobry 1Q'17), stabilizacji w 2018/19 (możliwe pozytywne zaskoczenie w przypadku odzyskania części utraconych kontraktów), w dłuższym terminie zakładamy powolny spadek pracy przewozowej w tym obszarze (stopniowa redukcja produkcji w Polsce, szansy na ewentualne pozytywne zaskoczenia dostrzegamy np. we wzroście przewozów z polskich portów). Spadek udziału węgla oraz wzrost kruszyw i intermodalu powinien 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 dalszą powolną redukcję zatrudnienia (naturalne odejścia ze względu na wiek). Zakładamy 2% wzrost średniej płacy w 2017 roku, po 5% w latach 2018-19 oraz średnio 2% wzrost w długim terminie (powyżej podwyżek cennika usług). 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 grupy porównawczej, zarówno z Europy Zachodniej jak i z Rosji czy Chin (także w okresie rezydualnym przyjmujemy niższe wartości wymienionych wyżej wskaźników niż dla tych spółek w 2016 roku).

Według założeń z IPO spółka miała mieć charakter dywidendowy. W 2016 dywidendy nie było, zakładamy powrót do wypłat w 2019 roku. Główne ryzyko dla naszych założeń w średnim terminie stanowią koszty pracy (na razie spółka nie powinna odczuwać w tym obszarze presji ze względu na jeszcze słabe wyniki) oraz ewentualne szybkie wprowadzenie w tzw. unijnej dyrektywy hałasowej (piszemy o tym w kolejnym rozdziale). W dłuższym terminie dostrzegamy szansę na budowanie wartości na bazie poprawy stanu infrastruktury kolejowej (przesunięcie ciężaru wydatków w obecnej perspektywie budżetu unijnego na kolej; jednocześnie mocno rozbudowana w ostatnich latach sieć drogowa będzie naszym zdaniem wymagał wzrostu kosztów jej obsługi, finansowanych ze wzrostu stawek za dostęp) – wzrost średniej prędkości pociągów towarowych o 1/3 (jaki zakłada Krajowy Program Kolejowy pomiędzy 2017 a 2023 rokiem), daje bardzo duże pole do restrukturyzacji majątku i zatrudnienia (mniejsza liczba składów i pracowników potrzebna do obsłużenia takiego samego ruchu). Celem spółki jest także rozszerzeniu ekspansji międzynarodowej (przyczółek w postaci AWT).

Nasze prognozy na lata 2017-19 nie odbiegają znacząco od konsensusu (różnice wynoszą kilka procent na poziomie EBITDA).

#### Prognozy DM BDM na tle konsensusu [mln PLN]

|                      | 2017P | 2017P     | odchylenie | 2018P | 2018P     | odchylenie | 2019P | 2019P     | odchylenie |
|----------------------|-------|-----------|------------|-------|-----------|------------|-------|-----------|------------|
|                      | BDM   | konsensus |            | BDM   | konsensus |            | BDM   | konsensus |            |
| Przychody            | 4 661 | 4 565     | 2%         | 5 032 | 4 873     | 3%         | 5 280 | 5 008     | 5%         |
| EBITDA skoryg.       | 665   | -         | -          | 847   | -         | -          | 918   | -         | -          |
| EBITDA               | 665   | 680       | -2%        | 847   | 828       | 2%         | 918   | 979       | -6%        |
| EBIT                 | 95    | 92        | 4%         | 277   | 240       | 15%        | 347   | 343       | 1%         |
| Zysk (strata) netto  | 30    | 37        | -17%       | 178   | 154       | 16%        | 240   | 235       | 2%         |
| Marża EBITDA skoryg. | 14,3% | -         |            | 16,8% | -         |            | 17,4% | -         |            |
| Marża EBITDA         | 14,3% | 14,9%     |            | 16,8% | 17,0%     |            | 17,4% | 19,5%     |            |
| Marża EBIT           | 2,0%  | 2,0%      |            | 5,5%  | 4,9%      |            | 6,6%  | 6,8%      |            |
| Marża zysku netto    | 0,7%  | 0,8%      |            | 3,5%  | 3,2%      |            | 4,5%  | 4,7%      |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

| Data rekomendacji | 2017P | 2018P | 2019P |
|-------------------|-------|-------|-------|
| 2017-02-21        | 685   | 846   | 962   |
| 2017-01-23        | 707   | 803   | -     |
| 2017-01-09        | 717   | 944   | 995   |
| 2016-12-08        | 634   | 763   | -     |
| 2016-11-18        | 656   | 784   | -     |

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Prognozy finansowe i operacyjne na okres 2016-26 [mln PLN]**

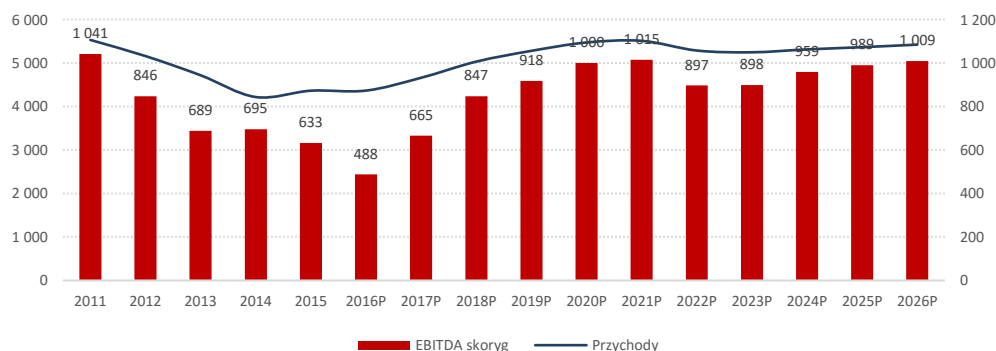
|                                     | 2014         | 2015         | 2016P        | 2017P        | 2018P        | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży netto</b> | <b>4 217</b> | <b>4 363</b> | <b>4 366</b> | <b>4 661</b> | <b>5 032</b> | <b>5 280</b> | <b>5 472</b> | <b>5 510</b> | <b>5 287</b> | <b>5 246</b> | <b>5 313</b> | <b>5 364</b> | <b>5 422</b> |
| Usługi i wyroby                     | 4 162        | 4 330        | 4 336        | 4 631        | 5 002        | 5 249        | 5 441        | 5 480        | 5 257        | 5 216        | 5 283        | 5 334        | 5 392        |
| usługi kolejowe                     | 3 792        | 3 728        | 3 619        | 3 886        | 4 198        | 4 407        | 4 568        | 4 600        | 4 412        | 4 377        | 4 433        | 4 476        | 4 525        |
| inne usługi okołokolejowe           | 317          | 417          | 512          | 551          | 594          | 622          | 645          | 649          | 624          | 620          | 628          | 634          | 641          |
| pozostałe                           | 54           | 186          | 204          | 194          | 210          | 220          | 228          | 230          | 221          | 219          | 222          | 224          | 226          |
| Towary i materiały                  | 55           | 33           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           | 30           |
| Amortyzacja                         | 367          | 649          | 615          | 570          | 570          | 571          | 572          | 572          | 572          | 572          | 573          | 573          | 573          |
| Wynagrodzenia                       | 1 745        | 1 485        | 1 518        | 1 514        | 1 560        | 1 629        | 1 653        | 1 655        | 1 643        | 1 614        | 1 584        | 1 567        | 1 565        |
| Koszty znormalizowane               | 1 419        | 1 390        | 1 469        | 1 454        | 1 500        | 1 569        | 1 593        | 1 595        | 1 583        | 1 554        | 1 524        | 1 507        | 1 505        |
| PDO/PGP                             | 265          | 70           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Zmiana rezerw                       | 61           | 25           | 49           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           | 60           |
| Usługi obce                         | 1 319        | 1 501        | 1 564        | 1 625        | 1 709        | 1 770        | 1 817        | 1 827        | 1 772        | 1 762        | 1 780        | 1 798        | 1 818        |
| Materiały i energia                 | 604          | 697          | 678          | 732          | 784          | 826          | 860          | 870          | 839          | 836          | 853          | 871          | 890          |
| Pozostałe                           | 120          | 118          | 118          | 124          | 132          | 137          | 141          | 142          | 137          | 136          | 138          | 139          | 140          |
| <b>Zysk na sprzedaży</b>            | <b>63</b>    | <b>-87</b>   | <b>-127</b>  | <b>95</b>    | <b>277</b>   | <b>347</b>   | <b>428</b>   | <b>443</b>   | <b>324</b>   | <b>326</b>   | <b>386</b>   | <b>417</b>   | <b>436</b>   |
| Saldo PPO/PKO                       | 14           | 142          | -63          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>77</b>    | <b>56</b>    | <b>-190</b>  | <b>95</b>    | <b>277</b>   | <b>347</b>   | <b>428</b>   | <b>443</b>   | <b>324</b>   | <b>326</b>   | <b>386</b>   | <b>417</b>   | <b>436</b>   |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>444</b>   | <b>705</b>   | <b>425</b>   | <b>665</b>   | <b>847</b>   | <b>918</b>   | <b>1 000</b> | <b>1 015</b> | <b>897</b>   | <b>898</b>   | <b>959</b>   | <b>989</b>   | <b>1 009</b> |
| <b>EBITDA skoryg</b>                | <b>695</b>   | <b>633</b>   | <b>488</b>   | <b>665</b>   | <b>847</b>   | <b>918</b>   | <b>1 000</b> | <b>1 015</b> | <b>897</b>   | <b>898</b>   | <b>959</b>   | <b>989</b>   | <b>1 009</b> |
| Saldo finansowe                     | -4           | -50          | -54          | -58          | -57          | -51          | -42          | -35          | -28          | -22          | -15          | -9           | -3           |
| Zysk brutto                         | 74           | 12           | -242         | 37           | 220          | 296          | 386          | 408          | 296          | 304          | 371          | 408          | 433          |
| <b>Zysk netto</b>                   | <b>61</b>    | <b>32</b>    | <b>-211</b>  | <b>30</b>    | <b>178</b>   | <b>240</b>   | <b>313</b>   | <b>331</b>   | <b>240</b>   | <b>246</b>   | <b>300</b>   | <b>330</b>   | <b>350</b>   |
| <b>dług netto</b>                   | <b>-112</b>  | <b>851</b>   | <b>989</b>   | <b>967</b>   | <b>794</b>   | <b>620</b>   | <b>429</b>   | <b>256</b>   | <b>231</b>   | <b>143</b>   | <b>6</b>     | <b>-125</b>  | <b>-257</b>  |
| zatrudnienie średnie [osoby]        | 26 070       | 24 343       | 23 479       | 22 992       | 22 592       | 22 292       | 22 092       | 21 892       | 21 692       | 21 492       | 21 292       | 21 092       | 20 892       |

|                                    | 2014          | 2015          | 2016P         | 2017P         | 2018P         | 2019P         | 2020P         | 2021P         | 2022P         | 2023P         | 2024P         | 2025P         | 2026P         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Praca przewoźowa [mln tkm]</b>  | <b>28 520</b> | <b>29 868</b> | <b>28 601</b> | <b>30 038</b> | <b>31 734</b> | <b>32 977</b> | <b>33 846</b> | <b>33 746</b> | <b>32 050</b> | <b>31 485</b> | <b>31 649</b> | <b>31 852</b> | <b>32 093</b> |
| zmiana r/r                         | -5%           | 5%            | -4%           | 5%            | 6%            | 4%            | 3%            | 0%            | -5%           | -2%           | 1%            | 1%            | 1%            |
| Węgiel kamienny                    | 10 675        | 12 414        | 11 388        | 11 765        | 11 765        | 11 647        | 11 531        | 11 415        | 11 330        | 11 245        | 11 160        | 11 077        | 10 994        |
| zmiana r/r                         | -10%          | 16%           | -8%           | 3%            | 0%            | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           |
| Kruszywa                           | 6 137         | 5 262         | 4 462         | 5 010         | 6 313         | 7 324         | 8 021         | 7 772         | 5 906         | 5 183         | 5 183         | 5 215         | 5 281         |
| zmiana r/r                         | 11%           | -14%          | -15%          | 12%           | 26%           | 16%           | 10%           | -3%           | -24%          | -12%          | 0%            | 1%            | 1%            |
| Pozostałe                          | 11 708        | 12 192        | 12 751        | 13 263        | 13 657        | 14 006        | 14 294        | 14 559        | 14 814        | 15 057        | 15 306        | 15 560        | 15 819        |
| zmiana r/r                         | -8%           | 4%            | 5%            | 4%            | 3%            | 3%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            |
| <b>Przewieziona masa [mln ton]</b> | <b>110,7</b>  | <b>116,3</b>  | <b>111,4</b>  | <b>116,8</b>  | <b>121,8</b>  | <b>125,1</b>  | <b>127,4</b>  | <b>126,8</b>  | <b>121,6</b>  | <b>119,7</b>  | <b>120,0</b>  | <b>120,4</b>  | <b>121,0</b>  |
| zmiana r/r                         | -3%           | 5%            | -4%           | 5%            | 4%            | 3%            | 2%            | 0%            | -4%           | -2%           | 0%            | 0%            | 0%            |
| Węgiel kamienny                    | 52,0          | 57,8          | 54,6          | 56,4          | 56,4          | 55,8          | 55,3          | 54,7          | 54,3          | 53,9          | 53,5          | 53,1          | 52,7          |
| zmiana r/r                         | -5%           | 11%           | -6%           | 3%            | 0%            | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           | -1%           |
| Kruszywa                           | 21,5          | 19,9          | 17,5          | 19,6          | 23,5          | 26,5          | 28,5          | 27,7          | 22,2          | 20,0          | 20,0          | 20,1          | 20,3          |
| zmiana r/r                         | 9%            | -8%           | -12%          | 12%           | 20%           | 13%           | 7%            | -2%           | -20%          | -10%          | 0%            | 0%            | 1%            |
| Pozostałe                          | 37,2          | 38,5          | 39,3          | 40,8          | 41,8          | 42,8          | 43,6          | 44,4          | 45,1          | 45,8          | 46,5          | 47,2          | 48,0          |
| zmiana r/r                         | -6%           | 4%            | 2%            | 4%            | 3%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            | 2%            |

Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Prognozowane przychody (skala lewa) i oczyszczona EBITDA (skala prawa) [mln PLN]**



Źródło: DM BDM S.A.

## DYREKTYWA HAŁASOWA

Według ostatnich doniesień z początku lutego 2017 roku na forum UE (zagadnieniem zajmuje się European Union Agency for Railways - ERA) nadal dyskutowana jest kwestia kształtu tzw. dyrektywy hałasowej. Mogłaby ona obligować do stosowania kompozytowych (zamiast żeliwnych) wkładek hamulcowych oraz wymiany kół na monoblokowe do 2021 roku w wagonach towarowych pociągów na trasach międzynarodowych oraz do 2025 na trasach krajowych.

Należy pamiętać, że problem hałasu kolejowego dotyczy przede wszystkim części gęsto zaludnionych krajów Europy Zachodniej (Benelux i okolice). Transport kolejowy w Polsce (poza relatywnie niewielką częścią obszaru, gdzie rozwiązaniem problemu są ekrany akustyczne) prowadzony jest głównie przez słabo zamieszkane tereny. Na forum unijny został też podniesiony argument kolei skandynawskich o wydłużonej drodze hamowania z wkładkami kompozytowymi w warunkach zimowych oraz producentów wagonów - przyspieszone zużywanie się kół.

W jednym z wywiadów prezes PKP Cargo powiedział, że wkładki kompozytowe nie mogą być stosowane w większości taboru spółki (nie mają one kół monoblokowych), a koszt dostosowania taboru do ewentualnych nowych wymagań może wynieść do 2 mld PLN. PKP Cargo posiada 66 tys. wagonów (średni wiek to 30 lat), wg UTK w Polsce 2% wagonów ma „ciche” wkładki, a ok. ¼ kół monoblokowe. Szacuje się, że koszt modernizacji do standardów ewentualnej dyrektywy to obecnie ok. 1,5-12,5 tys. EUR/wagon, w zależności od zakresu koniecznej wymiany: sama wkładka lub także koła. Koszt nowego wagonu węglowego to ok. 60 tys. EUR.

Ze styczniowej wypowiedzi prezesa PKP Cargo, wynika, że odroczenie konieczności modernizacji dla przewozów krajowych do roku 2035 byłoby dla spółki optymalnym rozwiązaniem (spółka i tak musi modernizować i wymieniać wagony ze względu na ich wiek).

Jeżeli doszłoby do konieczności przyspieszonej modernizacji wagonów i ewentualnej kalkulacji kosztów, należy pamiętać o dwóch kwestiach. Według prospektu z 2013 roku tylko 2/3 wagonów PKP Cargo (z 63,5 tys. wtedy na stanie) posiadało ważne świadectwo sprawności technicznej, więc spółka ma potencjał zwiększenia efektywności majątku i ograniczenia posiadanego taboru. Dodatkowo duży program modernizacji i budowy sieci kolejowej, który zaplanowano na najbliższe lata ma wyraźnie podnieść średnią prędkość pociągów towarowych w Polsce (według zapisu z Krajowego Programu Kolejowego z 30 km/h w 2017 roku do 40 km/h w 2023 roku), co proporcjonalnie powinno ograniczyć konieczny do obsługi połączeń tabor.

## DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN]                       | 2015  | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa trwałe                          | 5 024 | 4 951 | 4 955 | 4 955 | 4 959 | 4 959 | 4 959 | 4 959 | 4 959 | 4 959 | 4 959 | 4 959 |
| Wartości niematerialne i prawne        | 66    | 65    | 65    | 67    | 69    | 72    | 74    | 74    | 74    | 74    | 75    | 75    |
| Rzeczowe aktywa trwałe                 | 4 720 | 4 648 | 4 652 | 4 651 | 4 652 | 4 650 | 4 648 | 4 647 | 4 647 | 4 647 | 4 647 | 4 646 |
| Pozostałe aktywa trwałe                | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   | 237   |
| Aktywa obrotowe                        | 1 089 | 952   | 1 028 | 1 268 | 1 272 | 1 358 | 1 398 | 1 242 | 1 183 | 1 198 | 1 208 | 1 261 |
| Zapasy                                 | 129   | 129   | 137   | 148   | 155   | 161   | 162   | 156   | 155   | 156   | 158   | 160   |
| Należności krótkoterminowe             | 667   | 667   | 713   | 769   | 807   | 836   | 842   | 808   | 802   | 812   | 820   | 829   |
| Inwestycje krótkoterminowe             | 280   | 142   | 164   | 337   | 296   | 347   | 380   | 265   | 213   | 216   | 217   | 259   |
| -środki pieniężne i ekwiwalenty        | 277   | 140   | 162   | 335   | 293   | 344   | 378   | 262   | 210   | 213   | 214   | 257   |
| Pozostałe aktywa obrotowe              | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  | 13,3  |
| Aktywa razem                           | 6 113 | 5 903 | 5 983 | 6 223 | 6 231 | 6 316 | 6 357 | 6 201 | 6 142 | 6 157 | 6 167 | 6 221 |
| Kapitał (fundusz) własny               | 3 354 | 3 143 | 3 174 | 3 352 | 3 533 | 3 726 | 3 900 | 3 921 | 4 009 | 4 147 | 4 279 | 4 412 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 2 759 | 2 759 | 2 809 | 2 871 | 2 698 | 2 591 | 2 457 | 2 279 | 2 133 | 2 010 | 1 888 | 1 809 |
| Rezerwy na zobowiązania                | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   | 869   |
| Zobowiązania długoterminowe            | 835   | 835   | 835   | 835   | 835   | 695   | 555   | 415   | 275   | 142   | 26    | 26    |
| - w tym dług oprocentowany             | 809   | 809   | 809   | 809   | 809   | 669   | 529   | 389   | 249   | 116   | 0     | 0     |
| Zobowiązania krótkoterminowe           | 1 054 | 1 055 | 1 105 | 1 167 | 994   | 1 026 | 1 033 | 995   | 988   | 999   | 993   | 914   |
| - w tym dług oprocentowany             | 319   | 319   | 319   | 319   | 104   | 104   | 104   | 104   | 104   | 104   | 89    | 0     |
| Pasywa razem                           | 6 113 | 5 903 | 5 983 | 6 223 | 6 231 | 6 316 | 6 357 | 6 201 | 6 142 | 6 157 | 6 167 | 6 221 |

| Rachunek zysków i strat [mln PLN]         | 2015  | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody netto ze sprzedaży              | 4 363 | 4 366 | 4 661 | 5 032 | 5 280 | 5 472 | 5 510 | 5 287 | 5 246 | 5 313 | 5 364 | 5 422 |
| Koszty produktów, tow. i materiałów       | 4 450 | 4 493 | 4 566 | 4 755 | 4 933 | 5 043 | 5 067 | 4 963 | 4 921 | 4 927 | 4 948 | 4 987 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży         | 1 485 | 1 518 | 1 514 | 1 560 | 1 629 | 1 653 | 1 655 | 1 643 | 1 614 | 1 584 | 1 567 | 1 565 |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu       | 80    | 79    | 82    | 87    | 90    | 92    | 93    | 90    | 90    | 90    | 91    | 92    |
| Zysk (strata) na sprzedaży                | -87   | -127  | 95    | 277   | 347   | 428   | 443   | 324   | 326   | 386   | 417   | 436   |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 142   | -63   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA skorygowana                        | 633   | 488   | 665   | 847   | 918   | 1 000 | 1 015 | 897   | 898   | 959   | 989   | 1 009 |
| EBITDA                                    | 705   | 425   | 665   | 847   | 918   | 1 000 | 1 015 | 897   | 898   | 959   | 989   | 1 009 |
| EBIT                                      | 56    | -190  | 95    | 277   | 347   | 428   | 443   | 324   | 326   | 386   | 417   | 436   |
| Saldo działalności finansowej             | -50   | -54   | -58   | -57   | -51   | -42   | -35   | -28   | -22   | -15   | -9    | -3    |
| Zysk (strata) brutto                      | 6     | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Zysk (strata) netto mniejszości           | 12    | -242  | 37    | 220   | 296   | 386   | 408   | 296   | 304   | 371   | 408   | 433   |
| Zysk (strata) netto                       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |

| CF [mln PLN]                           | 2015 | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|----------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 388  | 453   | 652   | 798   | 855   | 921   | 934   | 841   | 838   | 885   | 908   | 923   |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -515 | -538  | -574  | -569  | -572  | -569  | -569  | -570  | -571  | -571  | -571  | -571  |
| Przepływy z działalności finansowej    | -29  | -54   | -56   | -56   | -325  | -302  | -332  | -386  | -319  | -310  | -337  | -309  |
| Przepływy pieniężne netto              | -157 | -138  | 22    | 173   | -41   | 50    | 34    | -116  | -52   | 3     | 1     | 43    |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 429  | 276   | 138   | 160   | 333   | 292   | 343   | 376   | 261   | 209   | 212   | 213   |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 276  | 138   | 160   | 333   | 292   | 343   | 376   | 261   | 209   | 212   | 213   | 255   |

### Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe                | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody zmiana r/r          | 0,1%    | 6,8%    | 8,0%    | 4,9%    | 3,6%    | 0,7%    | -4,0%   | -0,8%   | 1,3%    | 1,0%    | 1,1%    |
| EBITDA zmiana r/r             | -39,8%  | 56,7%   | 27,3%   | 8,3%    | 9,0%    | 1,5%    | -11,7%  | 0,2%    | 6,7%    | 3,2%    | 2,0%    |
| EBIT zmiana r/r               | -       | -       | 190,9%  | 25,3%   | 23,5%   | 3,4%    | -26,9%  | 0,5%    | 18,6%   | 7,9%    | 4,6%    |
| Zysk netto zmiana r/r         | -       | -       | 486,6%  | 34,5%   | 30,6%   | 5,7%    | -27,5%  | 2,6%    | 22,1%   | 10,0%   | 6,1%    |
| Marża brutto na sprzedaży     | 34,8%   | 32,5%   | 31,0%   | 30,8%   | 30,2%   | 30,0%   | 31,1%   | 30,8%   | 29,8%   | 29,2%   | 28,9%   |
| Marża EBITDA                  | 9,7%    | 14,3%   | 16,8%   | 17,4%   | 18,3%   | 18,4%   | 17,0%   | 17,1%   | 18,0%   | 18,4%   | 18,6%   |
| Marża EBIT                    | -4,4%   | 2,0%    | 5,5%    | 6,6%    | 7,8%    | 8,0%    | 6,1%    | 6,2%    | 7,3%    | 7,8%    | 8,0%    |
| Marża brutto                  | -5,5%   | 0,8%    | 4,4%    | 5,6%    | 7,1%    | 7,4%    | 5,6%    | 5,8%    | 7,0%    | 7,6%    | 8,0%    |
| Marża netto                   | -4,8%   | 0,7%    | 3,5%    | 4,5%    | 5,7%    | 6,0%    | 4,5%    | 4,7%    | 5,7%    | 6,2%    | 6,5%    |
| COGS / przychody              | 102,9%  | 98,0%   | 94,5%   | 93,4%   | 92,2%   | 92,0%   | 93,9%   | 93,8%   | 92,7%   | 92,2%   | 92,0%   |
| SG&A / przychody              | 1,8%    | 1,8%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    | 1,7%    |
| SG&A / COGS                   | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    | 1,8%    |
| ROE                           | -6,7%   | 1,0%    | 5,3%    | 6,8%    | 8,4%    | 8,5%    | 6,1%    | 6,1%    | 7,2%    | 7,7%    | 7,9%    |
| ROA                           | -3,6%   | 0,5%    | 2,9%    | 3,8%    | 5,0%    | 5,2%    | 3,9%    | 4,0%    | 4,9%    | 5,4%    | 5,6%    |
| Dług                          | 1 128,3 | 1 128,3 | 1 128,3 | 913,3   | 773,3   | 633,3   | 493,3   | 353,3   | 219,8   | 89,0    | 0,0     |
| D / (D+E)                     | 19,1%   | 18,9%   | 18,1%   | 14,7%   | 12,2%   | 10,0%   | 8,0%    | 5,8%    | 3,6%    | 1,4%    | 0,0%    |
| D / E                         | 23,6%   | 23,2%   | 22,1%   | 17,2%   | 14,0%   | 11,1%   | 8,6%    | 6,1%    | 3,7%    | 1,5%    | 0,0%    |
| Odsetki / EBIT                | 28,5%   | -60,6%  | -20,6%  | -14,7%  | -9,9%   | -7,9%   | -8,7%   | -6,7%   | -4,0%   | -2,1%   | -0,7%   |
| Dług / kapitał własny         | 35,9%   | 35,6%   | 33,7%   | 25,9%   | 20,8%   | 16,2%   | 12,6%   | 8,8%    | 5,3%    | 2,1%    | 0,0%    |
| Dług netto                    | 988,6   | 966,5   | 793,7   | 619,9   | 429,4   | 255,6   | 231,2   | 142,9   | 6,4     | -124,9  | -256,7  |
| Dług netto / kapitał własny   | 31,4%   | 30,5%   | 23,7%   | 17,5%   | 11,5%   | 6,6%    | 5,9%    | 3,6%    | 0,2%    | -2,9%   | -5,8%   |
| Dług netto / EBITDA           | 2,3     | 1,5     | 0,9     | 0,7     | 0,4     | 0,3     | 0,3     | 0,2     | 0,0     | -0,1    | -0,3    |
| Dług netto / EBIT             | -5,2    | 10,2    | 2,9     | 1,8     | 1,0     | 0,6     | 0,7     | 0,4     | 0,0     | -0,3    | -0,6    |
| EV                            | 3 553,5 | 3 531,5 | 3 358,7 | 3 184,8 | 2 994,4 | 2 820,5 | 2 796,2 | 2 707,9 | 2 571,3 | 2 440,1 | 2 308,3 |
| Dług / EV                     | 31,8%   | 31,9%   | 33,6%   | 28,7%   | 25,8%   | 22,5%   | 17,6%   | 13,0%   | 8,5%    | 3,6%    | 0,0%    |
| CAPEX / Przychody             | 12,4%   | 12,3%   | 11,3%   | 10,9%   | 10,4%   | 10,4%   | 10,8%   | 10,9%   | 10,8%   | 10,7%   | 10,6%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 88,2%   | 100,8%  | 100,0%  | 100,6%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,0%  | 100,1%  | 100,0%  | 100,0%  |
| Amortyzacja / Przychody       | 14,1%   | 12,2%   | 11,3%   | 10,8%   | 10,4%   | 10,4%   | 10,8%   | 10,9%   | 10,8%   | 10,7%   | 10,6%   |
| Zmiana KO / Przychody         | 0,0%    | 0,2%    | 0,2%    | 0,1%    | 0,1%    | 0,0%    | -0,1%   | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    | 2,4%    |
| Wskaźniki rynkowe             | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
| MC/S*                         | 0,6     | 0,6     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     |
| P/E*                          | -       | 84,5    | 14,4    | 10,7    | 8,2     | 7,8     | 10,7    | 10,4    | 8,5     | 7,8     | 7,3     |
| P/BV*                         | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,7     | 0,6     | 0,6     | 0,6     | 0,6     |
| P/CE*                         | 6,3     | 4,3     | 3,4     | 3,2     | 2,9     | 2,8     | 3,2     | 3,1     | 2,9     | 2,8     | 2,8     |
| EV/EBITDA*                    | 8,4     | 5,3     | 4,0     | 3,5     | 3,0     | 2,8     | 3,1     | 3,0     | 2,7     | 2,5     | 2,3     |
| EV/EBIT*                      | -       | 37,1    | 12,1    | 9,2     | 7,0     | 6,4     | 8,6     | 8,3     | 6,7     | 5,9     | 5,3     |
| EV/S*                         | 0,8     | 0,8     | 0,7     | 0,6     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,4     |
| BVPS                          | 70,2    | 70,9    | 74,8    | 78,9    | 83,2    | 87,1    | 87,6    | 89,5    | 92,6    | 95,5    | 98,5    |
| EPS                           | -4,7    | 0,7     | 4,0     | 5,3     | 7,0     | 7,4     | 5,4     | 5,5     | 6,7     | 7,4     | 7,8     |
| CEPS                          | 9,0     | 13,4    | 16,7    | 18,1    | 19,7    | 20,2    | 18,1    | 18,3    | 19,5    | 20,2    | 20,6    |
| DPS                           | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 1,31    | 2,67    | 3,49    | 4,87    | 3,53    | 3,62    | 4,42    | 4,87    |
| Payout ratio                  | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 33,0%   | 50,0%   | 50,0%   | 66,0%   | 66,0%   | 66,0%   | 66,0%   | 66,0%   |

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 57,27 PLN

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Maciek Bobrowski**  
Dyrektor Wydziału  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-412  
e-mail: bobrowski@bdm.pl  
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

**Krzysztof Pado**  
Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel

**Marek Jurzec**  
Makler Papierów Wartościowych  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: jurzec@bdm.pl  
IT

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Dariusz Wareluk**  
Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-100  
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

**Leszek Mackiewicz**  
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  | 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 28.02.2017 autorem raportów jest Krzysztof Pado

## Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

|          |   |     |
|----------|---|-----|
| Kupuj    | 5 | 56% |
| Akumuluj | 3 | 33% |
| Trzymaj  | 0 | 0%  |
| Redukuj  | 1 | 11% |
| Sprzedaj | 0 | 0%  |

**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;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

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

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.



#### Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 obciążona 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 uwzględnić, 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 jakiegokolwiek strategii 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 28.02.2017 roku, 11:48 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 02.03.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 rekomendacje 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 6 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 częstotliwości 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 28.02.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.