



Dom Maklerski BDM S.A.

PKP CARGO

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

WYCENA 75,0 PLN

20 MARZEC 2017, 09:05 CEST

PKP Cargo pokazało w piątek wyraźnie przekraczające konsensus wyniki za 4Q'16. Zwracamy uwagę na sporą skalę poprawy oczyszczonej EBITDA w ujęciu r/r, w sytuacji gdy ostatni kwartał 2016 roku był nadal słaby pod względem pracy przewozowej (-6% r/r). Uważamy, że zaprezentowane rezultaty oraz optymistyczne akcenty płynące z listu prezesa do akcjonariuszy, powinny stanowić dobry sygnał przed 1Q'17 i całym 2017 rokiem. Działalność spółki charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną, co przy odbudowie wolumenów (pozytywne dane na początku 2017 roku) oraz utrzymywaniu w ryzach strony kosztowej, powinno przekładać się na kontynuację odbudowy wyników w najbliższych okresach. Mimo mocnego piątkowego zachowania kursu oraz osiągnięcia poziom docelowego z naszej lutowej rekomendacji (Akumuluj, 63,2 PLN), dostrzegamy nadal miejsce do utrzymania naszego pozytywnego nastawienia do akcji PKP Cargo. Podwyższenie prognoz finansowych w naszym modelu implikuje wzrost ceny docelowej do 75,0 PLN, a tym samym podniesienie zalecenie z Akumuluj na Kupuj.

Opóźnienia 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 rocznych wyników PKP Cargo do poziomów najsłabszych od 7 lat. Jednocześnie wyniki za sam 4Q'16 wskazują na wyraźną szansę wejścia na trwałą, wzrostową ścieżkę oczyszczonej EBITDA.

W 4Q'16 spółka zaraportowała 205 mln PLN EBITDA (vs 153 mln PLN konsensus i 141 mln PLN nasze oczekiwania). Oczyszczona EBITDA to według naszych kalkulacji 191 mln PLN (wynik raportowany korygujemy o 30 mln PLN dodatniego salda na rezerwach pracowniczych oraz dodajemy 15 mln PLN ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej, w której był ujęty m.in. dodatkowy odpis na VAT z OKD). Na skorygowanych wynikach jest to poziom porównywalny z 4Q'13 (przy czym w całym 2013 roku spółka miała 763 mln PLN oczyszczonej EBITDA, a przez słaby okres 1-3Q'16 w 2016 było to tylko 562 mln PLN). Zwracamy uwagę, że w 4Q'16 spółka nadal notowała spadki pracy przewozowej (-6% r/r). Dopiero dane dotyczące styczniowych wolumenów (+11% r/r w pracy przewozowej wg danych UTK) wykazały pierwszy od czerwca 2015 roku wzrost udziałów rynkowych w obszarze pracy przewozowej PKP Cargo w ujęciu r/r. W 2Q'17 i 4Q'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 transport węgla, które spółka utraciła w 2015 roku.

Przy naszej prognozie EBITDA na poziomie 730 mln PLN w 2017 roku i 913 mln PLN w 2018 roku, spółka jest handlowana przy EV/EBITDA odpowiednio 5,2x i 3,9x. Główne ryzyka dla naszych założeń stanowią koszty pracy (zwracamy przy tym uwagę na 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).

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4 217,1	4 363,5	4 372,0	4 656,7	5 036,7	5 291,6
EBITDA skoryg.*	756,0	657,3	561,8	729,6	912,9	984,2
EBITDA [mln PLN]	444,3	704,9	489,5	729,6	912,9	984,2
EBIT [mln PLN]	77,1	55,9	-132,1	147,2	335,1	410,3
Zysk netto [mln PLN]	61,3	31,6	-133,8	55,5	216,2	284,8
P/BV	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E	45,8	89,0	-	50,6	13,0	9,9
EV/EBITDA skoryg.	3,6	5,6	6,8	5,2	3,9	3,4
EV/EBITDA	6,1	5,2	7,9	5,2	3,9	3,4
EV/EBIT	35,0	65,5	-	25,7	10,7	8,2

*wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej, programy pracownicze oraz zmianę rezerw na świadczenia pracownicze (w poprzednim raporcie analitycznym skorygowana EBITDA nie była oczyszczona o ten ostatni czynnik – obecnie dokonaliśmy także takiej korekty)

Wycena DCF [PLN]	74,4
Wycena porównawcza [PLN]	76,4
Wycena końcowa [PLN]	75,0
Potencjał do wzrostu / spadku	20%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	62,70
Kapitalizacja [mln PLN]	2 808,1
Ilość akcji [mln. szt.]	44,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	62,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	38,0

Stopa zwrotu za 3 mc	35,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	59,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	75,1%

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

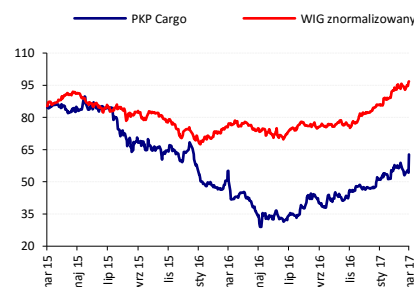
Krzysztof Pado

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.....	19
DANE FINANSOWE	20

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 74,4 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych towarowych przewoźników kolejowych, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019, dała wartość 1 akcji na poziomie 76,4 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 75,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	74,4
Wycena metodą porównawczą	30%	76,4
Wycena 1 akcji PKP Cargo [PLN]		75,0

Źródło: DM BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia w modelu:

- 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, także na rynki zagraniczne). 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 rezydualitywnym przyjmujemy niższe wartości wymienionych wyżej wskaźników niż dla tych spółek w 2016 roku).
- Wyższa zrealizowana EBITDA w 2016 roku (oczyszczony 4Q'16 był o ok. 50 mln PLN lepszy niż w naszym poprzednim modelu, który był bardzo konserwatywny m.in. na 2017 rok), stanowi dla nas punkt wyjścia do podniesienia prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji.
- W 2016 roku CAPEX był większy r/r ze względu na zakupy lokomotyw, w 2017 roku wydatki z tego tytułu będą wyraźnie mniejsze, pojawiają 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. 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 2016 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 20.03.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 3,33 mld PLN, a w przeliczeniu na 1 akcję 74,4 PLN.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 656,7	5 036,7	5 291,6	5 489,0	5 526,7	5 292,6	5 247,6	5 314,8	5 366,9	5 426,2
EBIT [mln PLN]	147,2	335,1	410,3	496,9	510,7	384,9	383,9	444,3	475,0	494,5
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]	28,0	63,7	78,0	94,4	97,0	73,1	72,9	84,4	90,2	93,9
NOPLAT [mln PLN]	119,2	271,4	332,3	402,5	413,7	311,8	310,9	359,9	384,7	400,5
Amortyzacja [mln PLN]	582,4	577,8	573,9	572,6	573,6	574,1	574,3	574,5	574,8	575,2
CAPEX [mln PLN]	-579,5	-575,6	-574,7	-575,3	-575,9	-575,7	-575,5	-576,0	-576,4	-576,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-6,4	-11,6	-7,8	-6,0	-1,2	7,2	1,4	-2,1	-1,6	-1,8
FCF [mln PLN]	115,6	262,0	323,7	393,7	410,2	317,4	311,1	356,3	381,6	397,1
DFCF [mln PLN]	108,9	228,3	260,8	292,7	281,1	200,3	180,6	190,1	186,9	178,4
Suma DFCF [mln PLN]	2 108,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	5 033,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 261,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 369,5									
Dług netto 2016 [mln PLN]*	1 035,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	3 333,6									
Ilość akcji [mln szt.]	44,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	74,4									

Przychody zmiana r/r	6,5%	8,2%	5,1%	3,7%	0,7%	-4,2%	-0,8%	1,3%	1,0%	1,1%
EBIT zmiana r/r	-	127,6%	22,4%	21,1%	2,8%	-24,6%	-0,3%	15,8%	6,9%	4,1%
FCF zmiana r/r	-	126,5%	23,6%	21,6%	4,2%	-22,6%	-2,0%	14,5%	7,1%	4,1%
Marża EBITDA	15,7%	18,1%	18,6%	19,5%	19,6%	18,1%	18,3%	19,2%	19,6%	19,7%
Marża EBIT	3,2%	6,7%	7,8%	9,1%	9,2%	7,3%	7,3%	8,4%	8,9%	9,1%
Marża NOPLAT	2,6%	5,4%	6,3%	7,3%	7,5%	5,9%	5,9%	6,8%	7,2%	7,4%
CAPEX / Przychody	12,4%	11,4%	10,9%	10,5%	10,4%	10,9%	11,0%	10,8%	10,7%	10,6%
CAPEX / Amortyzacja	99,5%	99,6%	100,1%	100,5%	100,4%	100,3%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,3%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%

Źródło: BDM S.A., *uwzględnia wartość opcji put na udziały mniejszości w AWT (119 mln PLN)

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	76,2%	79,3%	82,6%	85,6%	88,4%	90,9%	93,7%	96,4%	98,4%	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	23,8%	20,7%	17,4%	14,4%	11,6%	9,1%	6,3%	3,6%	1,6%	0,0%
WACC	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	68,7	73,5	79,6	87,2	97,1	110,7	130,3	161,2	216,7
	0,8	64,2	68,4	73,6	80,1	88,5	99,6	115,3	138,7	177,7
	0,9	60,0	63,8	68,3	73,9	81,0	90,3	102,9	121,2	149,8
	1,0	56,3	59,6	63,5	68,4	74,4	82,2	92,6	107,1	128,9
	1,1	52,8	55,7	59,2	63,4	68,6	75,2	83,9	95,6	112,6
	1,2	49,6	52,2	55,3	59,0	63,5	69,1	76,4	86,1	99,6
	1,3	46,7	49,0	51,7	55,0	58,9	63,8	69,9	77,9	88,9

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								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	73,7	79,3	86,2	95,2	107,2	124,0	149,2	191,1	275,1
	4%	64,2	68,4	73,6	80,1	88,5	99,6	115,3	138,7	177,7
	5%	56,3	59,6	63,5	68,4	74,4	82,2	92,6	107,1	128,9
	6%	49,6	52,2	55,3	59,0	63,5	69,1	76,4	86,1	99,6
	7%	43,9	46,0	48,4	51,3	54,8	59,0	64,2	71,0	80,0
	8%	39,0	40,7	42,7	44,9	47,6	50,8	54,7	59,6	65,9
	9%	34,8	36,1	37,7	39,5	41,6	44,1	47,1	50,8	55,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	130,4	121,8	114,1	107,2	101,0	95,3	90,1	85,4	81,0
	4%	111,8	103,0	95,3	88,5	82,4	77,0	72,0	67,6	63,5
	5%	97,1	88,5	81,0	74,4	68,6	63,5	58,9	54,8	51,0
	6%	85,4	77,0	69,7	63,5	58,0	53,2	48,9	45,1	41,6
	7%	75,7	67,6	60,7	54,8	49,6	45,1	41,1	37,5	34,3
	8%	67,6	59,8	53,2	47,6	42,7	38,5	34,8	31,5	28,5
	9%	60,7	53,2	47,0	41,6	37,1	33,1	29,6	26,5	23,7

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 2017 roku przyjęto wagę 20%, dla pozostałych lat po 40%.

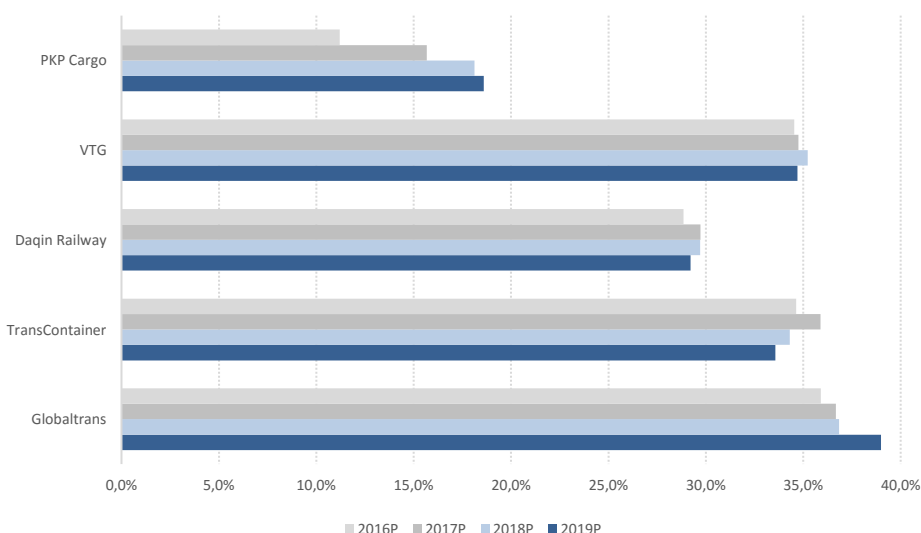
Porównując wyniki PKP Cargo ze wskaźnikami innych spółek uzyskaliśmy wycenę na poziomie 3,42 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 akcję daje 76,4 PLN. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 30% w końcowej wycenie.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
VTG	15,1	12,4	12,0	7,2	6,9	6,8
Daqin Railway	12,3	11,8	11,5	7,1	6,8	6,7
TransContainer	9,1	8,3	7,6	5,6	5,1	4,8
Globaltrans	11,7	9,6	8,8	4,1	3,5	3,2
mediana	12,0	10,7	10,2	6,3	5,9	5,8
PKP Cargo	50,6	13,0	9,9	5,2	3,9	3,4
Premia / dyskonto	321,7%	21,1%	-2,9%	-17,8%	-33,9%	-40,4%
Wycena 1 akcji wg wskaźnika [PLN]	14,9	51,8	64,6	81,0	103,6	113,8
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		49,5			103,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	76,4					

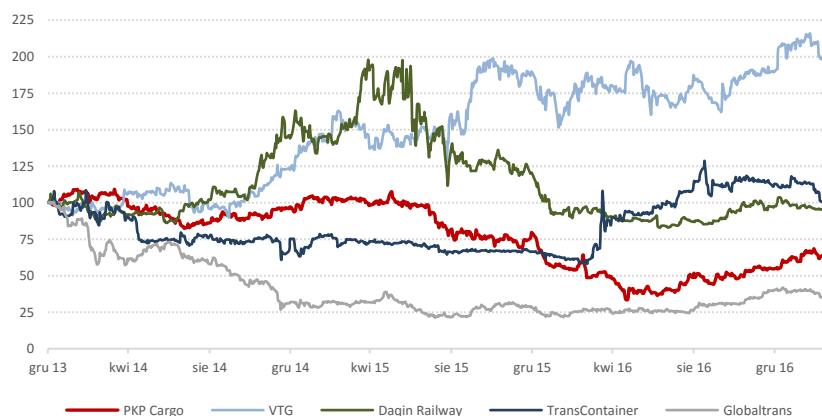
Źródło: DM BDM S.A., obliczenia własne, Bloomberg

Porównanie marży EBITDA



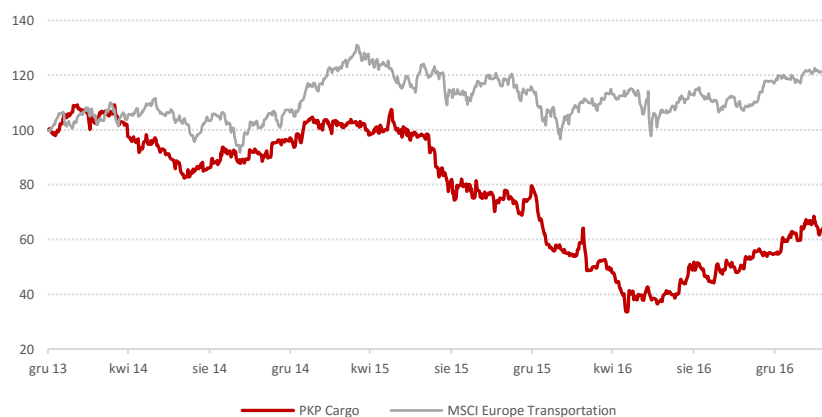
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie kursów spółek z grupy porównawczej od początku 2014 roku



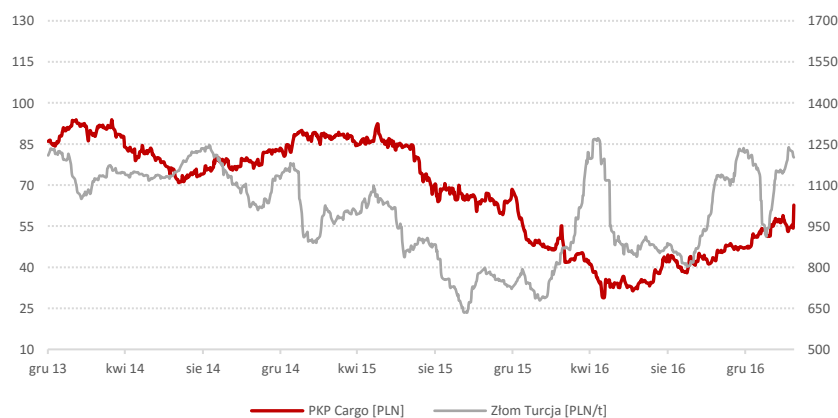
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, początek 2014=100

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



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

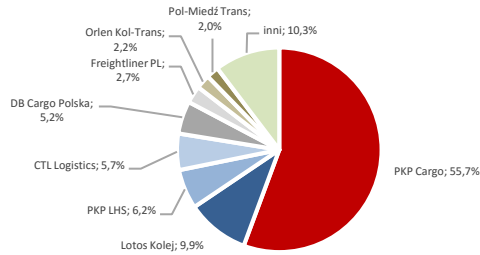
Kurs PKP Cargo na tle cen złomu



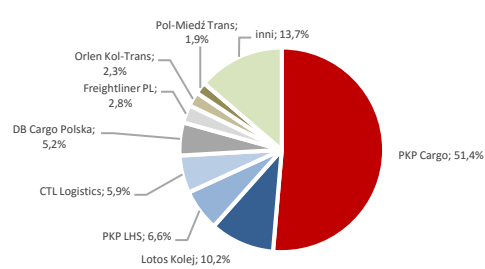
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OTOCZENIE RYNKOWE

Praca przewozowa - udziały rynkowe w 2015 roku

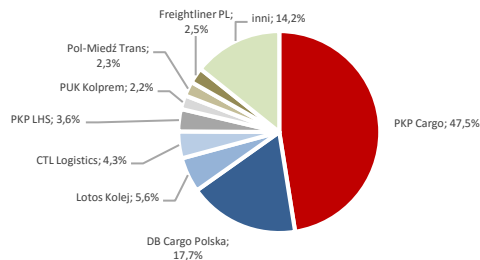


Praca przewozowa - udziały rynkowe w 2016 roku



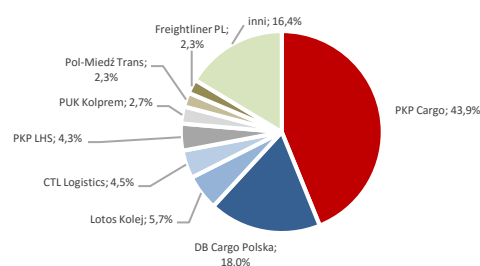
Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa - udziały rynkowe w 2015 roku



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa - udziały rynkowe w 2016 roku



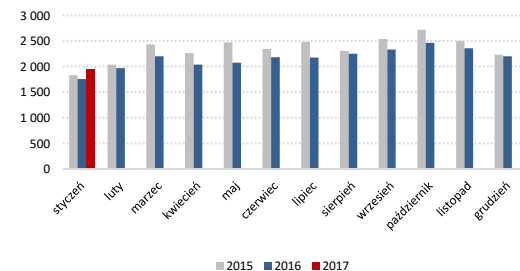
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

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 lutym dane UTK dotyczące styczniowych wolumenów wykazały pierwszy od czerwca 2015 roku wzrost udziałów rynkowych spółki w pracy przewozowej w ujęciu r/r. W kontekście przewiezionej masy spółka miała nadal minimalny spadek (publikowane wcześniej dane w oparciu o GUS wskazywały w tym miejscu natomiast minimalny wzrost udziału, ale UTK oszacował większy wzrost całego rynku). W oparciu o dane UTK (publikowane z nieznacznym opóźnieniem w stosunku do GUS), PKP Cargo styczniu 2017 roku miało 52,6% udziału w rynku pod względem pracy przewozowej (+1,2 pkt. proc. r/r) i 44,2% pod względem masy towarowej (-0,5 pkt. proc. r/r).

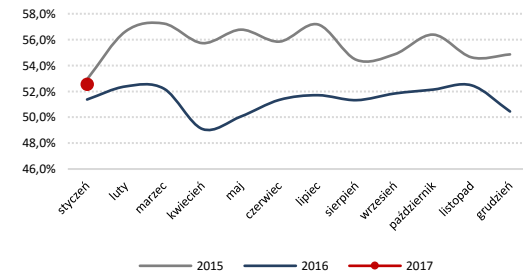
Był to także pierwszy od końca 2015 roku miesiąc, w którym spółka zanotowała wzrost samej pracy przewozowej (+11% r/r, rynek wzrósł o 8% r/r) oraz drugi z rzędu wzrost przewiezionej masy (+8% r/r, wcześniej notowano spadki od lipca 2015 do listopada 2016). W styczniu PKP Cargo zwiększyły przewozy w zdecydowanej 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]



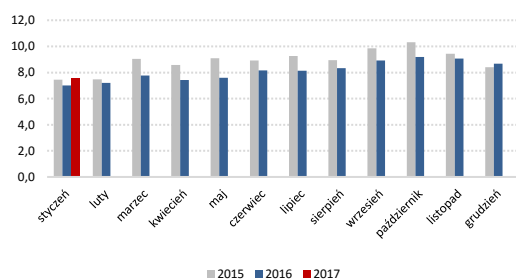
Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

Praca przewozowa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim



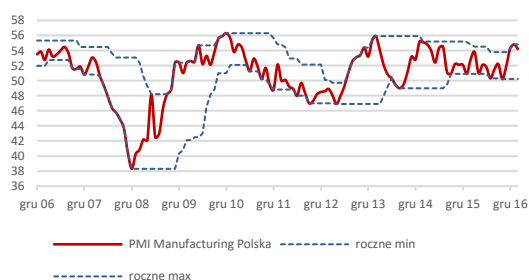
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

Przewieziona masa PKP Cargo na rynku polskim [mln tkm]



Źródło: BDM S.A., spółka, UTK

PMI dla polskiego przemysłu [pkt]



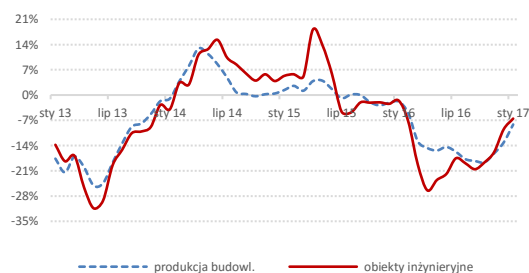
Źródło: BDM S.A., Markit, Bloomberg

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*



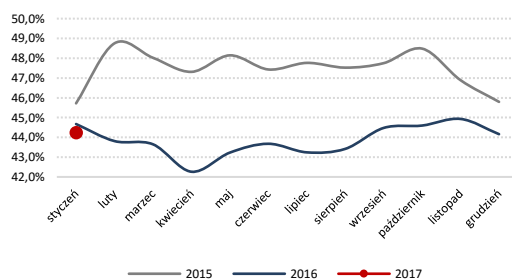
Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Produkcja stali surowej w Polsce*



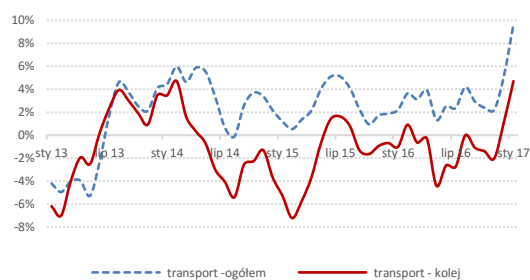
Źródło: BDM S.A., GUS, *dynamika r/r na bazie średniej 3M

Przewieziona masa - udziały rynkowe PKP Cargo na rynku polskim



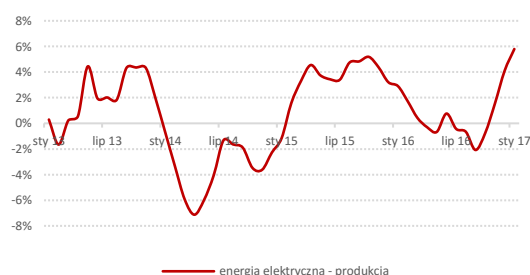
Źródło: DM BDM S.A., spółka, UTK

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

PKP Cargo wyniki skonsolidowane 4Q'16 [mln PLN]

	4Q'15	4Q'16	zmiana r/r	4Q'16P BDM	odchyl.	4Q'16P kons.	odchyl.	2015	2016	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	1 254	1 184	-5,6%	1 177	0,5%	1 145	3,4%	4 363	4 372	0,2%
EBITDA	94	205	118,2%	141	46,2%	153	34,0%	705	490	-30,6%
EBITDA skoryg.*	145	191	31,4%	141	35,7%	-	-	657	562	-14,5%
EBIT	-217	54	-	-4	-	9	502,1%	56	-132	-
Zysk (strata) brutto	-234	78	-	-13	-	-	-	12	-151	-
Zysk (strata) netto	-195	66	-	-10	-	-1	-	32	-134	-
Marża EBITDA	7,5%	17,4%		11,9%		13,4%		16,2%	11,2%	
Marża EBIT	-17,3%	4,6%		-0,3%		0,8%		1,3%	-3,0%	
Marża zysku netto	-15,6%	5,6%		-0,9%		0,0%		0,7%	-3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, **wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej, programy pracownicze oraz zmianę rezerw na świadczenia pracownicze (w poprzednim raporcie analitycznym skorygowana EBITDA nie była oczyszczona o ten ostatni czynnik – obecnie dokonaliśmy także takiej korekty)

Opublikowane w miniony piątek wyniki za 4Q'16 okazały się wyraźnie wyższe od naszych oczekiwań i konsensusu. EBITDA w 4Q'16 wyniosła 205 mln PLN. W wynikach uwzględnione jest rozwiązanie rezerw na świadczenia pracownicze na poziomie 30 mln PLN (w 4Q'15 było zawiązanie rezerw na 45 mln PLN). Zwracamy uwagę na zmianę danych w modelu do wyceny aktuarialnej rezerw – wzrosła m.in. stopa dyskontowa, powiązana z rentownością obligacji). Same koszty wynagrodzeń bezpośrednich + ZUS były nieco niższe r/r (351 mln PLN vs 354 mln PLN). Saldo pozostałej działalności operacyjnej w 4Q'16: -15 mln PLN vs -6 mln PLN rok temu. W 4Q'16 ujęto m.in. 10,4 mln PLN dodatkowe odpisu na należności od OKD (wcześniejszy odpis, który wynosił już 62,1 mln PLN powiększono o odpis na VAT). Skorygowana EBITDA to według naszych kalkulacji 191 mln PLN. Jest to wynik porównywalny z 4Q'13, kiedy oczyszczona EBITDA wynosiła 190 mln PLN.

Na saldo finansowe dodatni wpływ miała wycena opcji put na zakup 20% udziałów w AWT (+39,5 mln PLN dodatniego wpływu w samym kwartale oraz +36,5 mln PLN w skali całego 2016 roku). Wartość bilansowa opcji na koniec 2016 roku wynosiła 118,7 mln PLN (ujęta w zobowiązaniach krótkoterminowych). Zgodnie z umową zakupu AWT, od 2017 roku udziałowiec mniejszościowy (Minezit S.E.) może zrealizować opcję sprzedaży (PKP Cargo ma także opcję call) swoich pozostałych 20% udziałów. Wartość godziwa opcji uzależniona jest od wyników AWT, kursu EUR/PLN i stopy dyskontowej (jest to iloczyn EBITDA i określonego w umowie mnożnika, skorygowany o wysokość długu netto – w momencie realizacji opcji dane te mają pochodzić z ostatniego statutowego sprawozdania AWT).

Cash flow operacyjny w 4Q'16 wyniósł +248 mln PLN vs +304 mln PLN rok temu (przy czym przyrost sprzedaży 4Q vs 3Q jest wyższy niż rok temu). Dług netto na koniec 2016 roku wyniósł 1,036 mld PLN (z uwzględnieniem wartości opcji na udziały mniejszości w AWT).

Praca przewozowa w 4Q'16: -5,4% r/r (z danych UTK wynikało, że okres październik/listopad był jeszcze bardzo słaby r/r, w grudniu był niewielki spadek r/r, a mocny wzrost pojawił się dopiero w styczniu 2017). Spadek zanotowano na węglu kamiennym, metalach/rudach. Wzrosła natomiast praca przewozowa w obszarze intermodalu, kruszyw, chemii/paliw, drewna/płodów rolnych.

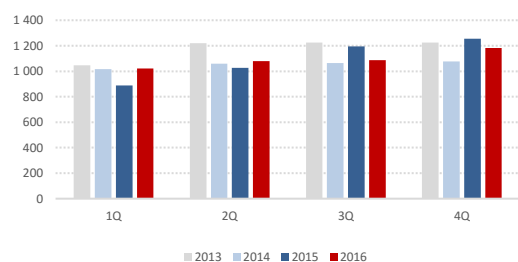
W liście do akcjonariuszy prezes zwrócił uwagę, że w 2016 roku ważnym posunięciem była zapowiedź końca wyniszczającej przewoźników wojny cenowej a stawki przewozowe w ostatnich kontraktach są zdecydowanie wyższe wobec poprzednich analogicznych umów. Podkreślił także, że PKP Cargo jest „firmą o ogromnym potencjale wzrostu”.

Wyniki finansowe [mln PLN] oraz podstawowe dane operacyjne

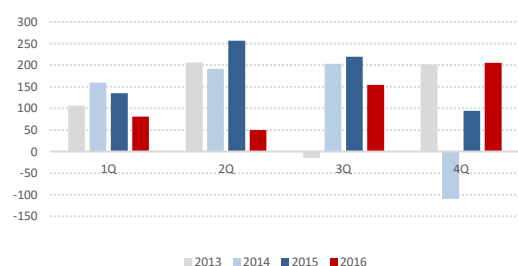
	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16
Przychody ze sprzedaży netto	1 226	1 225	1 017	1 060	1 063	1 077	889	1 025	1 195	1 254	1 023	1 080	1 086	1 184
Usługi i wyroby	1 199	1 202	1 004	1 049	1 047	1 062	881	1 016	1 187	1 246	1 014	1 075	1 077	1 176
usługi kolejowe	1 089	1 092	909	966	955	962	803	895	1 006	1 024	803	923	899	988
inne usługi okołokolejowe	88	98	82	72	81	82	68	95	126	129	166	95	126	131
pozostałe	21	12	14	12	11	17	10	27	56	93	46	57	52	57
Towary i materiały	27	23	12	11	16	15	8	10	8	8	9	5	9	8
Amortyzacja	94	109	91	91	91	95	102	108	127	311	142	182	146	151
Wynagrodzenia	588	387	364	361	348	672	320	375	363	426	385	368	353	337
Koszty znormalizowane	357	369	349	350	343	377	322	326	361	381	367	360	354	366
PDO/PGP	209	0	0	0	0	265	0	70	0	0	0	0	0	0
Zmiana rezerw	21	18	14	11	6	30	-2	-21	2	45	18	7	-1	-30
Usługi obce	400	440	320	318	328	353	270	338	408	486	367	408	383	416
Materiały i energia	190	186	159	155	154	135	142	165	182	208	163	164	166	183
Pozostałe	46	42	29	30	29	33	22	29	33	34	27	30	29	28
Zysk na sprzedaży	-92	62	55	106	113	-211	32	10	82	-211	-61	-71	9	69
Saldo PPO/PKO	-18	31	13	-5	-1	7	0	138	10	-6	-1	-62	-1	-15
EBIT	-109	93	68	100	113	-205	32	148	92	-217	-62	-132	8	54
EBITDA	-15	202	159	191	203	-110	135	257	219	90	81	49	154	205
EBITDA skoryg	212	171	146	196	204	149	135	189	209	100	99	118	153	191
Saldo finansowe	7	5	-4	-1	9	-8	-6	-11	-16	-18	-14	-23	-8	23
Zysk brutto	-102	86	74	90	122	-211	27	142	76	-234	-74	-155	0	78
Zysk netto	-82	70	58	71	99	-166	22	140	64	-195	-66	-129	-6	66
dług netto	-157	-244	-126	-18	-56	-108	229	963	1 038	853	1 145	1 173	1 174	1 036
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	23 218
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	5 261
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%	-1,8%
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	2 571
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	65 686
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	0,128
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%	2,4%
	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	4Q'16
Praca przewozowa [mln tkm]	8 219	7 918	6 567	6 955	7 570	7 428	6 424	7 364	7 902	8 178	6 540	6 934	7 340	7 708
zmiana r/r			4%	-9%	-8%	-6%	-2%	6%	4%	10%	2%	-6%	-7%	-6%
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	2 971
zmiana r/r			-13%	-19%	-7%	0%	5%	18%	15%	26%	6%	-12%	-15%	-19%
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	1 368
zmiana r/r			81%	19%	-6%	-1%	-10%	-13%	-11%	-22%	-34%	-18%	-10%	9%
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	3 369
zmiana r/r			7%	-12%	-10%	-14%	-6%	6%	4%	12%	10%	6%	2%	3%
Przewieziona masa [mln ton]	30,8	30,8	25,3	25,9	29,7	29,8	24,2	27,9	31,7	32,4	25,4	26,8	28,7	30,6
zmiana r/r			2%	-7%	-4%	-3%	-4%	8%	7%	9%	5%	-4%	-10%	-5%
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	14,5
zmiana r/r			-8%	-16%	0%	1%	-2%	17%	13%	16%	10%	-4%	-14%	-15%
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	5,5
zmiana r/r			66%	17%	-7%	-1%	-10%	-7%	-3%	-11%	-24%	-15%	-10%	9%
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	10,6
zmiana r/r			0%	-7%	-7%	-10%	-5%	5%	4%	10%	9%	1%	-2%	4%
Średnia odległość [km]	267	257	260	268	255	249	265	264	249	253	257	259	256	252
zmiana r/r			3%	-2%	-4%	-3%	2%	-2%	-2%	1%	-3%	-2%	3%	0%
Węgiel kamienny	217	198	206	223	201	196	221	223	204	213	214	204	203	205
zmiana r/r			-5%	-4%	-7%	-1%	7%	0%	2%	9%	-3%	-9%	-1%	-4%
Kruszywa	281	283	284	287	284	285	282	270	261	251	246	260	260	250
zmiana r/r			9%	2%	1%	1%	-1%	-6%	-8%	-12%	-13%	-4%	0%	0%
Pozostałe	324	328	320	312	313	314	318	314	313	321	319	330	328	317
zmiana r/r			7%	-5%	-3%	-4%	-1%	1%	0%	2%	0%	5%	5%	-1%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży [mln PLN]

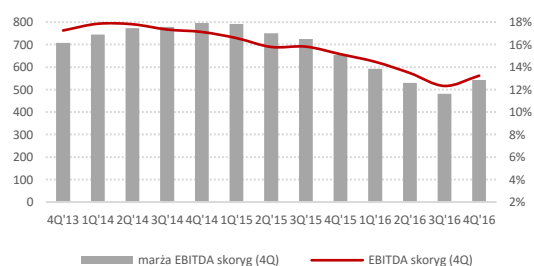


Źródło: BDM S.A., spółka
EBITDA [mln PLN]



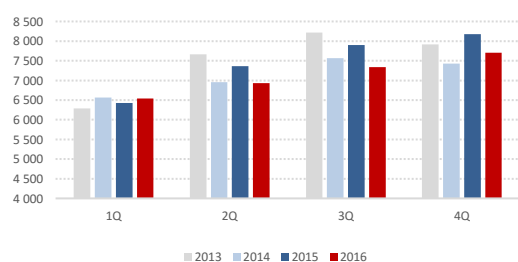
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA [mln PLN] i marża – narastająco 4Q



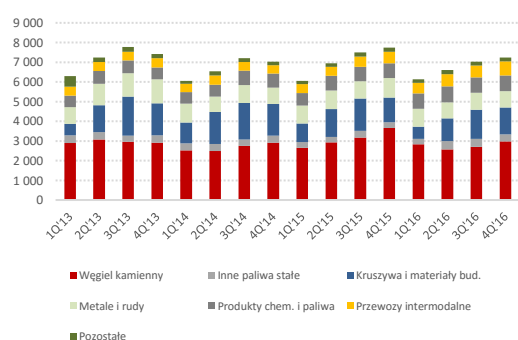
Źródło: BDM S.A., spółka

Praca przewozowa [mln tkm]



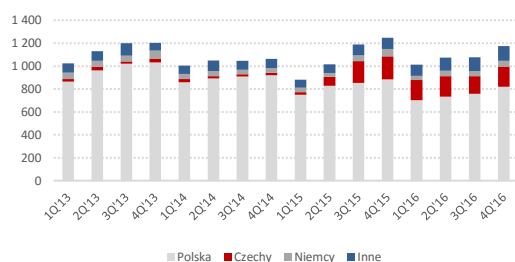
Źródło: BDM S.A., spółka

Praca przewozowa [mln tkm]



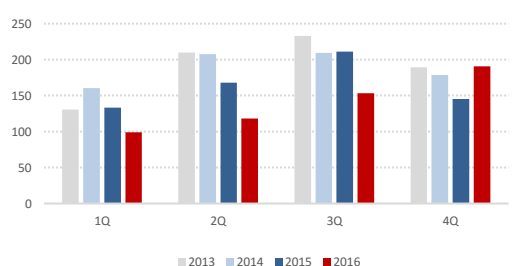
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży wg krajów [mln PLN]



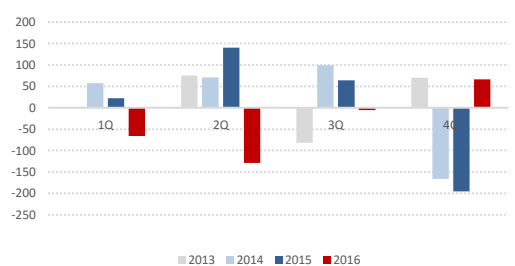
Źródło: BDM S.A., spółka

Skorygowana EBITDA [mln PLN]



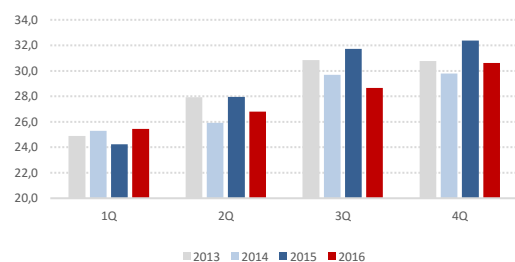
Źródło: BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



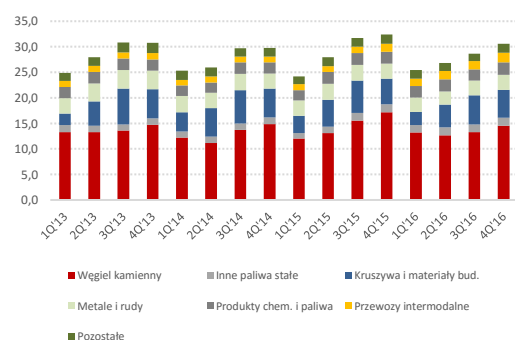
Źródło: BDM S.A., spółka

Przewieziona masa [mln t]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

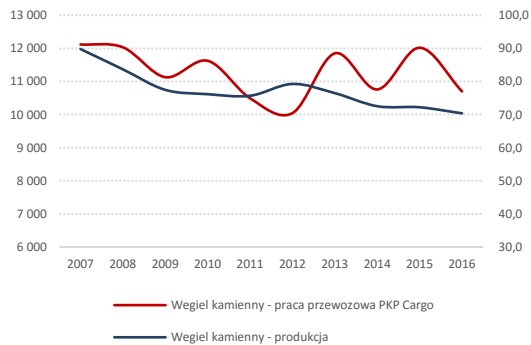
Przewieziona masa [mln t]



Źródło: DM BDM S.A., spółka

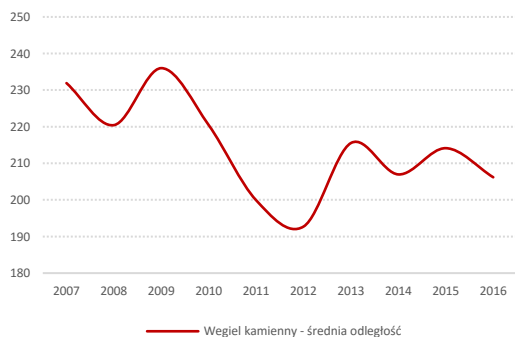
PRZEWÓZ WĘGLA KAMIENNEGO

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



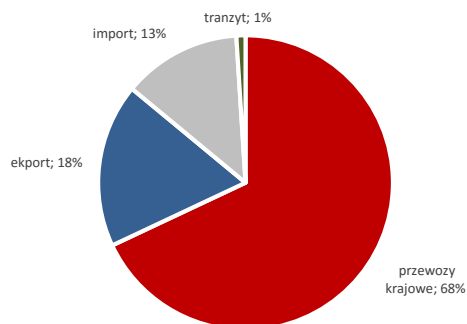
Źródło: BDM S.A., spółka, ARP

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



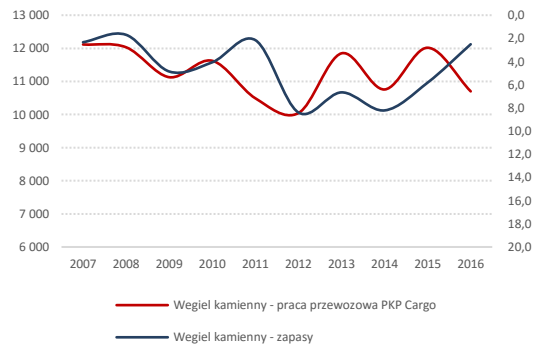
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przewozów węgla w Polsce - PKP Cargo w 2016



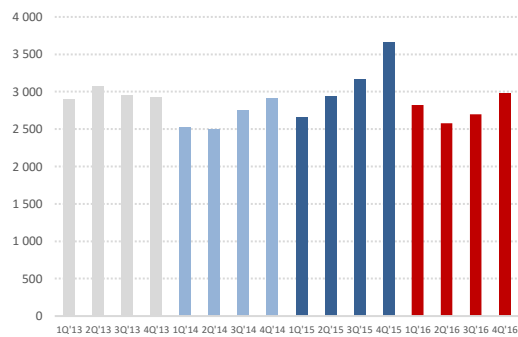
Źródło: BDM S.A., spółka

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*

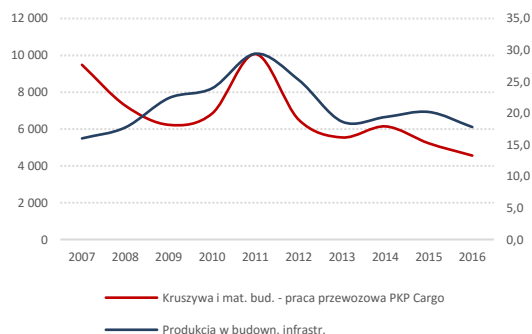


Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

Największa część pracy przewozowej PKP Cargo jest generowana dzięki realizacji dostaw paliw stałych (44% w 2016 roku), 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 2016 roku 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.

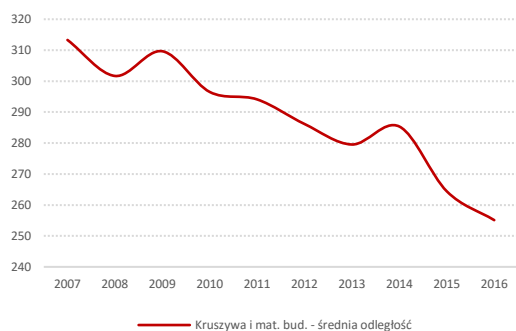
PRZEWOZ KRUSZYW I MATERIAŁÓW BUDOWLANYCH

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



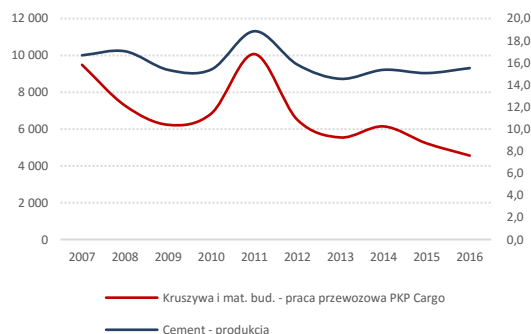
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS, *drogi + transport szynowy (wg GUS)

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



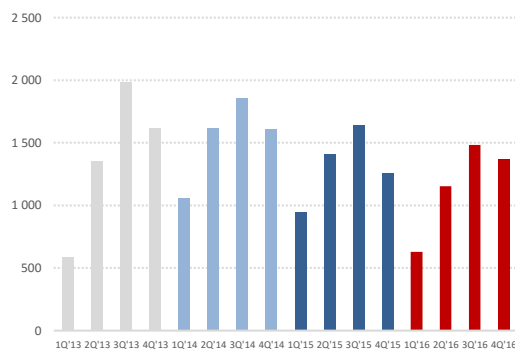
Źródło: BDM S.A., spółka

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



Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

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 (w 4Q'16 widoczny był większy popyt raczej z obszaru drogowego).

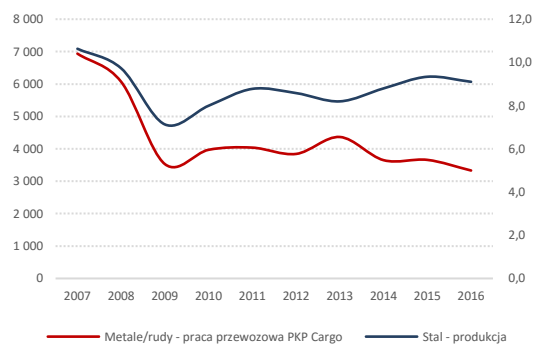
Segment cechuje się wyraźną sezonowością – największy popyt generowany jest w okresie letnim, w miesiącach zimowych przewozy są najniższe (sypkie materiały trudno transportować, gdy zamarzają).

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%.

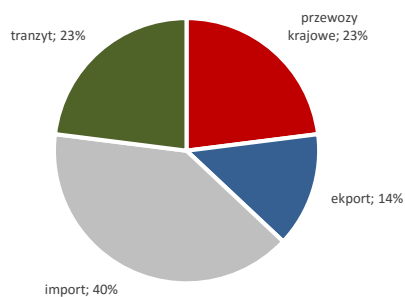
PRZEWÓZ METALI I RUD

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



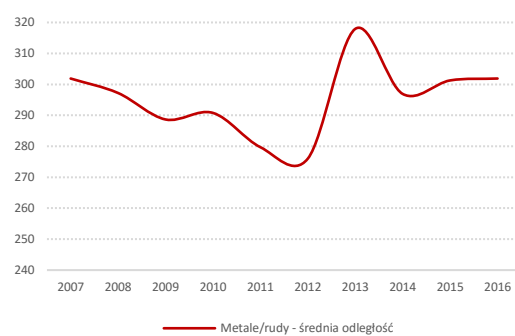
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Struktura przewozów metali i rud w Polsce - PKP Cargo w 2016 roku



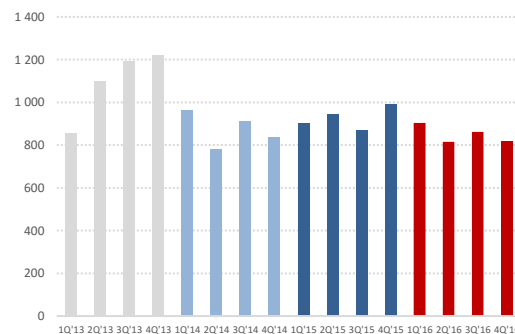
Źródło: BDM S.A., spółka

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*

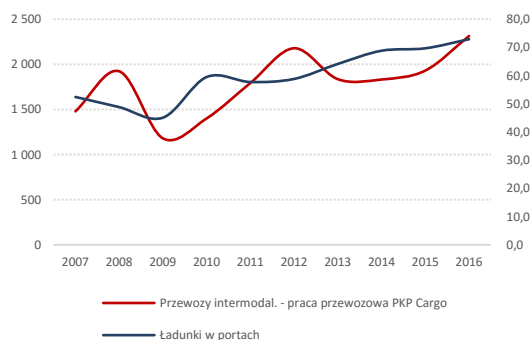


Źródło: BDM S.A., spółka, *razem z AWT

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.

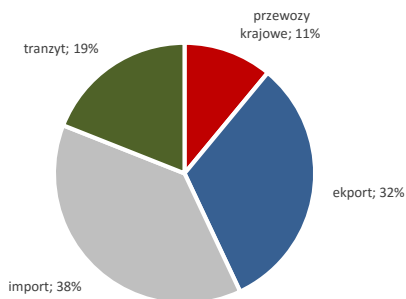
PRZEWozy INTERMODALNE

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



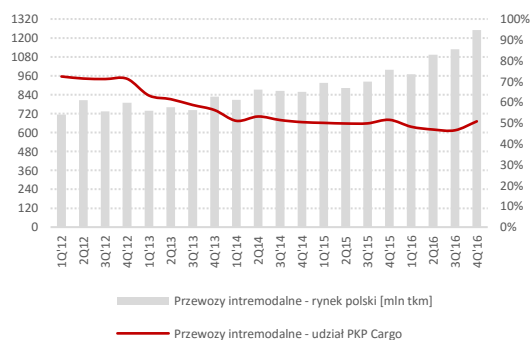
Źródło: BDM S.A., spółka, GUS

Struktura przewozów intermodalnych w Polsce - PKP Cargo w 2016 roku



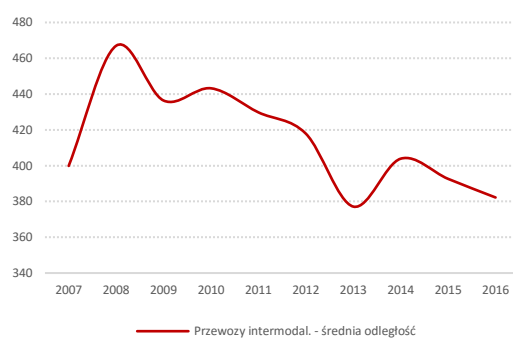
Źródło: BDM S.A., spółka

PKP Cargo – udział w rynku przewozów intermodalnych w Polsce



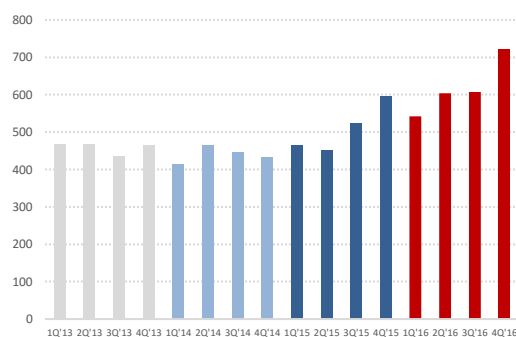
Źródło: BDM S.A., UTK

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

Wyższa zrealizowana EBITDA w 4Q'16 niż w naszym poprzednim raporcie analitycznym (oczyszczony 4Q'16 był o ok. 50 mln PLN lepszy niż w naszym poprzednim modelu, który był bardzo konserwatywny m.in. na 2017 rok), stanowi dla nas punkt wyjścia do podniesienia prognoz w stosunku do poprzedniej rekomendacji.

Na skorygowanej EBITDA 4Q'16 był porównywalny z 4Q'13 - przy czym w całym 2013 roku spółka miała 763 mln PLN oczyszczonej EBITDA, a przez słaby okres 1-3Q'16 w 2016 było to tylko 562 mln PLN. Dla przypomnienia w 2013 roku spółka miała następującą ścieżkę EBITDA (1Q'13: 130 mln PLN, 2Q'13: 210 mln PLN, 3Q'13: 230 mln PLN, 4Q'13: 190 mln PLN – 1Q'13 był wtedy bardzo słaby w kruszywach).

Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 4Q'16 spółka nadal notowała spadki pracy przewozowej (-6% r/r). Dopiero dane dotyczące styczniowych wolumenów (+11% r/r w pracy przewozowej wg danych UTK) wykazały pierwszy od czerwca 2015 roku wzrost udziałów rynkowych w obszarze pracy przewozowej PKP Cargo w ujęciu r/r. W perspektywie kolejnych kwartałów w 2Q'17 i 4Q'17 spółka ma niską bazę m.in. w przewozach metali/rud, w kolejnych kwartałach spodziewamy się także odbudowy na rynku budowlanym (spółka już za styczeń sygnalizuje większe przewozy kruszyw pod budowę dróg). 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.

Główne ryzyka dla naszych założeń stanowią koszty pracy (na razie z powodu słabych wyników w całym 2016 roku oraz wysokiego zadłużenia nie spodziewamy się w tym obszarze większej presji, zwracamy przy tym uwagę, że spółka ma nadal duży potencjał do poprawy efektywności – jak wspomniano na konferencji wynikowej po 4Q'16 – wzorzec może stanowić tu AWT). A także ewentualne szybkie wprowadzenie w UE tzw. dyrektywy hałasowej (szerszy opis w kolejnym rozdziale – powtarzamy go z poprzedniego raportu analitycznego, na konferencji wynikowej zarząd w zasadzie powtórzył wszystkie opisane w nim zagadnienia).

Nasze prognozy na poziomie EBITDA na lata 2017-18 są obecnie 8-11% powyżej konsensusu, na 2019 jesteśmy porównywalni z rynkiem.

Wyniki i prognozy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2015	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2016	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	1 184	4 372	1 096	1 132	1 169	1 260	4 657
EBITDA skoryg.	133	168	211	145	657	99	118	153	191	562	147	155	203	225	730
EBITDA	135	257	219	94	705	81	49	154	205	490	147	155	203	225	730
EBIT	32	148	92	-217	56	-62	-132	8	54	-132	2	9	57	79	147
Zysk (strata) brutto	27	142	76	-234	12	-74	-155	0	78	-151	-18	-10	38	59	69
Zysk (strata) netto	22	140	64	-195	32	-66	-129	-6	66	-134	-14	-8	30	48	56
Marża EBITDA skoryg.	15,0%	16,4%	17,7%	11,6%	15,1%	9,7%	11,0%	14,1%	16,1%	12,8%	13,5%	13,7%	17,3%	17,8%	15,7%
Marża EBITDA	15,2%	25,0%	18,3%	7,5%	16,2%	7,9%	4,6%	14,2%	17,4%	11,2%	13,5%	13,7%	17,3%	17,8%	15,7%
Marża EBIT	3,6%	14,5%	7,7%	-17,3%	1,3%	-6,0%	-12,3%	0,7%	4,6%	-3,0%	0,2%	0,8%	4,9%	6,3%	3,2%
Marża zysku netto	2,5%	13,7%	5,4%	-15,6%	0,7%	-6,5%	-11,9%	-0,5%	5,6%	-3,1%	-1,3%	-0,7%	2,6%	3,8%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana prognoz w stosunku do poprzedniego raportu analitycznego* [mln PLN]

	2016P	2016	różnica	2017P	2017P	różnica	2018P	2018P	różnica	2019P	2019P	różnica
	poprzednio	wykonanie		poprzednio	obecnie		poprzednio	obecnie		poprzednio	obecnie	
Przychody	4 366	4 372	0%	4 661	4 657	0%	5 032	5 037	0%	5 280	5 292	0%
EBITDA skoryg. **	488	562	15%	666	730	10%	847	913	8%	918	984	7%
EBITDA	425	490	15%	666	730	10%	847	913	8%	918	984	7%
EBIT	-190	-132	-	95	147	55%	277	335	21%	347	410	18%
Zysk (strata) netto	-211	-134	-	30	56	83%	178	216	21%	240	285	19%
Dług netto	989	1 036	5%	967	981	2%	794	771	-3%	620	563	-9%
Marża EBITDA skoryg.	11,2%	12,8%		14,3%	15,7%		16,8%	18,1%		17,4%	18,6%	
Marża EBITDA	11,2%	12,8%		14,3%	15,7%		16,8%	18,1%		17,4%	18,6%	
Marża EBIT	-4,4%	-3,0%		2,0%	3,2%		5,5%	6,7%		6,6%	7,8%	
Marża zysku netto	-4,8%	-3,1%		0,7%	1,2%		3,5%	4,3%		4,5%	5,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *raport z 28/02/2017, **wynik skorygowany o saldo pozostałej działalności operacyjnej, programy pracownicze oraz zmianę rezerw na świadczenia pracownicze (w poprzednim raporcie analitycznym skorygowana EBITDA nie była oczyszczona o ten ostatni czynnik – obecnie dokonaliśmy także takiej korekty)

Prognozy DM BDM na tle konsensusu [mln PLN]

	2017P BDM	2017P konsensus	odchylenie	2018P BDM	2018P konsensus	odchylenie	2019P BDM	2019P konsensus	odchylenie
Przychody	4 657	4 569	2%	5 037	4 873	3%	5 292	5 008	6%
EBITDA skoryg.	730	-	-	913	-	-	984	-	-
EBITDA	730	678	8%	913	825	11%	984	979	1%
EBIT	147	95	55%	335	246	36%	410	343	20%
Zysk (strata) netto	56	40	38%	216	188	15%	285	235	21%
Marża EBITDA skoryg.	15,7%	-	-	18,1%	-	-	18,6%	-	-
Marża EBITDA	15,7%	14,8%	-	18,1%	16,9%	-	18,6%	19,5%	-
Marża EBIT	3,2%	2,1%	-	6,7%	5,0%	-	7,8%	6,8%	-
Marża zysku netto	1,2%	0,9%	-	4,3%	3,9%	-	5,4%	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 2017-26 [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży netto	4 217	4 363	4 372	4 657	5 037	5 292	5 489	5 527	5 293	5 248	5 315	5 367	5 426
Usługi i wyroby	4 162	4 330	4 342	4 627	5 007	5 262	5 459	5 497	5 262	5 218	5 285	5 337	5 396
usługi kolejowe	3 792	3 728	3 613	3 876	4 196	4 410	4 576	4 608	4 410	4 372	4 428	4 472	4 521
inne usługi okołokolejowe	317	417	518	556	601	631	654	659	632	627	635	642	649
pozostałe	54	186	211	194	210	221	229	230	220	219	221	224	226
Towary i materiały	55	33	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Amortyzacja	367	649	622	582	578	574	573	574	574	574	574	575	575
Wynagrodzenia	1 745	1 485	1 442	1 441	1 490	1 561	1 585	1 588	1 575	1 547	1 516	1 500	1 498
Koszty znormalizowane	1 419	1 390	1 448	1 441	1 490	1 561	1 585	1 588	1 575	1 547	1 516	1 500	1 498
PDO/PGP	265	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana rezerw	61	25	-6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Usługi obce	1 319	1 501	1 573	1 637	1 723	1 786	1 836	1 845	1 787	1 776	1 794	1 813	1 833
Materiały i energia	604	697	675	730	784	827	862	872	839	836	852	871	891
Pozostałe	120	118	114	119	127	133	137	138	133	132	133	134	135
Zysk na sprzedaży	63	-87	-54	147	335	410	497	511	385	384	444	475	494
Saldo PPO/PKO	14	142	-78	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	77	56	-132	147	335	410	497	511	385	384	444	475	494
EBITDA	444	705	490	730	913	984	1 069	1 084	959	958	1 019	1 050	1 070
EBITDA skoryg	756	657	562	730	913	984	1 069	1 084	959	958	1 019	1 050	1 070
Saldo finansowe	-4	-50	-22	-79	-68	-59	-49	-40	-31	-23	-15	-8	-2
Zysk brutto	74	12	-151	69	267	352	448	471	354	361	429	467	493
Zysk netto	61	32	-134	56	216	285	363	381	286	292	348	379	399
dług netto	-108	853	1036	981	771	563	350	153	115	12	-140	-287	-433
	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Praca przewoźowa [mln tkm]	28 520	29 868	28 522	29 973	31 725	33 014	33 916	33 811	32 044	31 453	31 621	31 828	32 076
zmiana r/r	-5%	5%	-5%	5%	6%	4%	3%	0%	-5%	-2%	1%	1%	1%
Węgiel kamienny	10 675	12 414	11 069	11 429	11 429	11 315	11 202	11 090	11 007	10 924	10 842	10 761	10 680
zmiana r/r	-10%	16%	-11%	3%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Kruszywa	6 137	5 262	4 636	5 210	6 565	7 616	8 341	8 082	6 142	5 390	5 390	5 423	5 491
zmiana r/r	11%	-14%	-12%	12%	26%	16%	10%	-3%	-24%	-12%	0%	1%	1%
Pozostałe	11 708	12 192	12 818	13 333	13 731	14 083	14 373	14 639	14 895	15 139	15 389	15 644	15 904
zmiana r/r	-8%	4%	5%	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Przewieziona masa [mln ton]	110,7	116,3	111,5	116,9	122,1	125,6	128,0	127,4	122,0	120,0	120,3	120,7	121,3
zmiana r/r	-3%	5%	-4%	5%	4%	3%	2%	0%	-4%	-2%	0%	0%	0%
Węgiel kamienny	52,0	57,8	53,7	55,4	55,4	54,9	54,3	53,8	53,4	53,0	52,6	52,2	51,8
zmiana r/r	-5%	11%	-7%	3%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Kruszywa	21,5	19,9	18,2	20,4	24,5	27,6	29,6	28,9	23,1	20,8	20,8	20,9	21,1
zmiana r/r	9%	-8%	-9%	12%	20%	13%	8%	-2%	-20%	-10%	0%	0%	1%
Pozostałe	37,2	38,5	39,6	41,1	42,2	43,2	44,0	44,8	45,5	46,2	46,9	47,7	48,4
zmiana r/r	-6%	4%	3%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Źródło: DM BDM S.A., spółka

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 unijnym 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	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	5 024	4 943	4 940	4 938	4 939	4 941	4 944	4 945	4 946	4 948	4 950	4 951
Wartości niematerialne i prawne	66	56	59	63	66	70	72	73	73	74	75	75
Rzeczowe aktywa trwałe	4 720	4 701	4 695	4 689	4 686	4 685	4 685	4 686	4 686	4 688	4 688	4 689
Pozostałe aktywa trwałe	237	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
Aktywa obrotowe	1 089	1 548	1 356	1 458	1 505	1 573	1 596	1 414	1 328	1 322	1 347	1 406
Zapasy	129	121	129	140	147	152	153	147	145	147	149	150
Należności krótkoterminowe	667	643	682	738	775	804	810	775	769	778	786	795
Inwestycje krótkoterminowe	280	757	518	553	556	589	606	464	387	369	385	434
-środki pieniężne i ekwiwalenty	277	756	517	553	555	589	606	463	386	368	384	433
Pozostałe aktywa obrotowe	13,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Aktywa razem	6 113	6 491	6 296	6 396	6 444	6 514	6 540	6 359	6 275	6 270	6 297	6 358
Kapitał (fundusz) własny	3 354	3 243	3 298	3 515	3 728	3 948	4 149	4 183	4 286	4 441	4 590	4 740
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 759	3 248	2 998	2 881	2 715	2 566	2 392	2 176	1 989	1 828	1 707	1 618
Rezerwy na zobowiązania	869	783	783	783	783	783	783	783	783	783	783	783
Zobowiązania długoterminowe	835	1 417	1 242	1 067	892	712	532	352	172	2	2	2
- w tym dług oprocentowany	809	1 416	1 241	1 066	891	711	531	351	171	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 054	1 048	973	1 031	1 040	1 070	1 076	1 040	1 033	1 044	922	833
- w tym dług oprocentowany	321	376	258	258	228	228	228	228	228	228	98	0
Pasywa razem	6 113	6 491	6 296	6 396	6 444	6 514	6 540	6 359	6 275	6 270	6 297	6 358

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	4 363	4 372	4 657	5 037	5 292	5 489	5 527	5 293	5 248	5 315	5 367	5 426
Koszty produktów, tow. i materiałów	4 450	4 426	4 510	4 702	4 881	4 992	5 016	4 908	4 864	4 870	4 892	4 932
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 485	1 442	1 441	1 490	1 561	1 585	1 588	1 575	1 547	1 516	1 500	1 498
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	80	78	81	86	89	91	92	89	88	89	90	91
Zysk (strata) na sprzedaży	-87	-54	147	335	410	497	511	385	384	444	475	494
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	142	-78	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA skorygowana	657	562	730	913	984	1 069	1 084	959	958	1 019	1 050	1 070
EBITDA	705	490	730	913	984	1 069	1 084	959	958	1 019	1 050	1 070
EBIT	56	-132	147	335	410	497	511	385	384	444	475	494
Saldo działalności finansowej	-50	-22	-79	-68	-59	-49	-40	-31	-23	-15	-8	-2
Zysk (strata) brutto	6	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zysk (strata) netto mniejszości	12	-151	69	267	352	448	471	354	361	429	467	493
Zysk (strata) netto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	388	380	711	852	909	978	991	894	888	933	957	972
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-515	-569	-574	-571	-570	-570	-571	-571	-572	-573	-573	-573
Przepływy z działalności finansowej	-29	664	-376	-246	-337	-374	-404	-465	-393	-379	-367	-350
Przepływy pieniężne netto	-157	475	-239	36	2	34	17	-142	-77	-19	17	49
Środki pieniężne na początek okresu	429	276	756	517	553	555	589	606	463	386	368	384
Środki pieniężne na koniec okresu	276	756	517	553	555	589	606	463	386	368	384	433

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	0,2%	6,5%	8,2%	5,1%	3,7%	0,7%	-4,2%	-0,8%	1,3%	1,0%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	-30,6%	49,0%	25,1%	7,8%	8,7%	1,4%	-11,6%	-0,1%	6,3%	3,0%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-	-	127,6%	22,4%	21,1%	2,8%	-24,6%	-0,3%	15,8%	6,9%	4,1%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	289,5%	31,8%	27,4%	5,2%	-24,9%	1,9%	19,1%	8,9%	5,4%
Marża brutto na sprzedaży	33,0%	30,9%	29,6%	29,5%	28,9%	28,7%	29,8%	29,5%	28,5%	27,9%	27,6%
Marża EBITDA	11,2%	15,7%	18,1%	18,6%	19,5%	19,6%	18,1%	18,3%	19,2%	19,6%	19,7%
Marża EBIT	-3,0%	3,2%	6,7%	7,8%	9,1%	9,2%	7,3%	7,3%	8,4%	8,9%	9,1%
Marża brutto	-3,5%	1,5%	5,3%	6,6%	8,2%	8,5%	6,7%	6,9%	8,1%	8,7%	9,1%
Marża netto	-3,1%	1,2%	4,3%	5,4%	6,6%	6,9%	5,4%	5,6%	6,5%	7,1%	7,4%
COGS / przychody	101,2%	96,8%	93,3%	92,2%	90,9%	90,8%	92,7%	92,7%	91,6%	91,1%	90,9%
SG&A / przychody	1,8%	1,7%	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	-4,1%	1,7%	6,2%	7,6%	9,2%	9,2%	6,8%	6,8%	7,8%	8,2%	8,4%
ROA	-2,1%	0,9%	3,4%	4,4%	5,6%	5,8%	4,5%	4,7%	5,5%	6,0%	6,3%
Dług	1 791,8	1 498,1	1 323,1	1 118,1	938,1	758,1	578,1	398,1	227,6	97,8	0,0
D / (D+E)	27,6%	23,8%	20,7%	17,4%	14,4%	11,6%	9,1%	6,3%	3,6%	1,6%	0,0%
D / E	38,1%	31,2%	26,1%	21,0%	16,8%	13,1%	10,0%	6,8%	3,8%	1,6%	0,0%
Odsetki / EBIT	16,9%	-53,4%	-20,3%	-14,3%	-9,9%	-7,8%	-8,1%	-6,1%	-3,4%	-1,6%	-0,3%
Dług / kapitał własny	55,3%	45,4%	37,6%	30,0%	23,8%	18,3%	13,8%	9,3%	5,1%	2,1%	0,0%
Dług netto	1 035,9	981,1	770,6	563,1	349,5	152,6	114,6	12,0	-140,1	-286,5	-433,0
Dług netto / kapitał własny	31,9%	29,7%	21,9%	15,1%	8,9%	3,7%	2,7%	0,3%	-3,2%	-6,2%	-9,1%
Dług netto / EBITDA	2,1	1,3	0,8	0,6	0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
Dług netto / EBIT	-7,8	6,7	2,3	1,4	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,9
EV	3 844,0	3 789,3	3 578,7	3 371,3	3 157,7	2 960,7	2 922,8	2 820,1	2 668,1	2 521,6	2 375,1
Dług / EV	46,6%	39,5%	37,0%	33,2%	29,7%	25,6%	19,8%	14,1%	8,5%	3,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	13,5%	12,4%	11,4%	10,9%	10,5%	10,4%	10,9%	11,0%	10,8%	10,7%	10,6%
CAPEX / Amortyzacja	94,6%	99,5%	99,6%	100,1%	100,5%	100,4%	100,3%	100,2%	100,3%	100,3%	100,3%
Amortyzacja / Przychody	14,2%	12,5%	11,5%	10,8%	10,4%	10,4%	10,8%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%
Zmiana KO / Przychody	2,9%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1503,1%	2,3%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E*	-	50,6	13,0	9,9	7,7	7,4	9,8	9,6	8,1	7,4	7,0
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/CE*	5,8	4,4	3,5	3,3	3,0	2,9	3,3	3,2	3,0	2,9	2,9
EV/EBITDA*	7,9	5,2	3,9	3,4	3,0	2,7	3,0	2,9	2,6	2,4	2,2
EV/EBIT*	-	25,7	10,7	8,2	6,4	5,8	7,6	7,3	6,0	5,3	4,8
EV/S*	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
BVPS	72,4	73,6	78,5	83,2	88,2	92,6	93,4	95,7	99,2	102,5	105,8
EPS	-3,0	1,2	4,8	6,4	8,1	8,5	6,4	6,5	7,8	8,5	8,9
CEPS	10,9	14,2	17,7	19,2	20,9	21,3	19,2	19,3	20,6	21,3	21,8
DPS	0,00	0,00	0,00	1,59	3,18	4,05	5,62	4,22	4,30	5,12	5,58
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 62,70 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
kupuj	75,0	akumuluj	63,2	20.03.2017	09:05 CEST	62,70	60 441
akumuluj	63,2	kupuj	42,6	28.02.2017	11:48 CEST	57,27	58 300
kupuj	42,6	-	-	16.06.2016	-	32,8	44 084

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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17:

Kupuj	10	56%
Akumuluj	7	39%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	6%
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 20.03.2017 roku, 09:05 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.03.2017 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 20.03.2017 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.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

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 zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.