

środa, 26 lutego 2020 | raport analityczny

PKP Cargo: trzymaj (podwyższona)

PKP PW; PKP.WA | Transport, Polska

Wycena zdyskontowała ryzyka

Od naszej negatywnej rekomendacji z listopada 2019 r. kurs PKP Cargo spadł o ponad 35% notując historyczne minima. W międzyczasie miesięczne dane przewozowe potwierdziły spadek wolumenów i udziałów rynkowych spółki również i w 4Q'19. Niskie dane przewozowe, presja kosztowa (płace i energia), ciepła zima źle rokująca na 1Q'20, słaby sentyment do rynku węglowego – te wszystkie aspekty skłoniły nas do dalszego obniżenia prognoz na rok 2019 i lata kolejne, którego dokonaliśmy w lutym *Przeglądzie miesięcznym*. Notowania Grupy w ostatnich tygodniach były również pod presją doniesień o chęci wprowadzenia przez Niemcy wymogu cichych hamulców jeszcze w tym roku oraz groźby strajku związku zawodowego NSZZ „Solidarność”. Niemniej jednak, naszym zdaniem potencjał spadku kursu obecnie wyczerpał się i w związku z tym podnosimy naszą rekomendację do trzymaj, zaś cenę docelową aktualizujemy o wycenę porównawczą i wyznaczamy na poziomie 13,89 PLN/akcja (16,40 PLN poprzednio).

Z drugiej strony, na horyzoncie pojawiają się także pierwsze pozytywne informacje dla Grupy: zapowiedzi powrotu do pracy wielkiego pieca w Krakowie, prasowe „przypomnienia” o rekordowo wysokich inwestycjach infrastrukturalnych zaplanowanych na najbliższe lata, zapowiedź wprowadzenia programu budowy 100 obwodnic czy też propozycja uchwalenia ustawy o czasie pracy maszynistów, która może poprawić sytuację konkurencyjną Grupy PKP Cargo. Katalizatorem do zmiany sentymentu wobec spółki mogłoby być również odniesienie się przez Zarząd do trudnej sytuacji bieżącej i zaproponowanie środków zaradczych w postaci na przykład zwiększonej dyscypliny wydatkowej i kosztowej.

Publikacja słabych danych finansowych za 4Q'19 przed nami

Według danych UTK, w 4Q'19 praca przewozowa wykonana przez PKP Cargo spadła r/r o 21,4% (vs. rynek -10,1%), a przewieziona masa o 17,1% (vs. rynek -7,4%). W konsekwencji spadły także udziały rynkowe PKP: wg pracy 42,8% (vs. 49% w 4Q'18) i wg masy 39,3% (vs. 43,9%). Naszym zdaniem, tak słabe dane przewozowe przełożą się niskie wyniki finansowe ubiegłego kwartału. W 4Q'19 oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 145,2 mln PLN (wyłączając MSSF16 114,5 mln PLN, -44,2% r/r) i straty netto 45,9 mln PLN.

Inwestycje infrastrukturalne

Kluczowym pytaniem pozostaje, kiedy nadejdzie realizacja górki w inwestycjach infrastrukturalnych. PKP PLK zapowiada, że w tym roku podpisze umowy inwestycyjne o wartości 13,7 mld PLN, GDDKiA mówi o przetargach na nowe drogi za 12,2 mld PLN i na modernizację istniejących za 3,6 mld PLN. Na początku lutego Ministerstwo Infrastruktury ogłosiło program budowy 100 obwodnic na lata 2020-30 o wartości 28 mld PLN. Po prawie 30% spadku przewozów kruszywa w 2019 r. (jedna z kategorii przewozowych, która sрубowała wyniki w 2018 r.), pozytywne informacje o dużych inwestycjach infrastrukturalnych mogą wpłynąć na zmianę sentymentu do spółki. Należy jednak mieć też na uwadze, że od ogłoszenia przetargów do prac budowlanych często mija kilka-kilkanaście miesięcy, więc naszym zdaniem na realizację górki przyjdzie nam jeszcze poczekać.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 689,1	5 183,0	4 790,2	4 948,8	5 227,1
EBITDA (skor.)	693,4	901,2	833,9	764,4	785,3
marża EBITDA	14,8%	17,4%	17,4%	15,4%	15,0%
EBIT (skor.)	121,2	341,0	121,6	7,5	-12,5
Zysk netto (skor.)	49,5	242,3	28,4	-45,5	-61,9
P/E (skor.)	12,4	2,5	21,5	-	-
P/CE	1,0	0,8	0,8	0,9	0,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (skor.)	2,2	1,5	2,9	3,4	3,5
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	11,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	13,66 PLN
Cena docelowa	13,89 PLN
Kapitalizacja	612 mln PLN
Free float	353 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,9 mln PLN

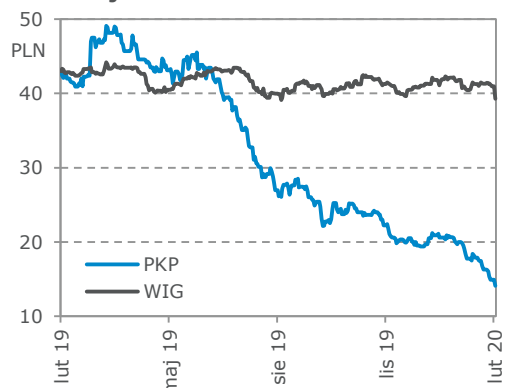
Akcjonariat

Skarb Państwa	33,0%
OFE NN	17,0%
OFE Aviva	9,1%
Pozostali	40,9%

Profil spółki

Grupa PKP Cargo jest największym w Polsce i jednym z największych w UE operatorem kolejowych przewozów towarowych. Przewoźnik posiada 2,35 tys. lokomotyw, 64 tys. wagonów, a zatrudnia 23,7 tys. osób. Grupa głównie przewozi paliwa stałe (w tym węgiel kamienny), kruszywa, przesyłki intermodalne, metale i rudy. Udział PKP Cargo w rynku przewozów kolejją w Polsce wynosi poniżej 50%.

Kurs akcji PKP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKP Cargo	13,89	16,40	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKP Cargo	13,66	13,89	+1,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA skor.	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Praca przewozowa	0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm	0,0%	0,0%	0,0%

Analitycy:

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 lutego 2020 o godzinie 08:23.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 lutego 2020 o godzinie 08:23.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Słabe i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	17,50	20,00	22,40

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl