

## Model biznesowy wymaga zmiany?

**Rekomendacja obniżona do Sprzedaj. Cena docelowa w dół do 12,0 zł**  
Obniżamy rekomendację dla PKP Cargo do Sprzedaj i redukujemy 12-miesięczną cenę docelową do 12,0 zł z 14,2 zł poprzednio. PKP Cargo mierzy się z załamaniem popytu na kolejowe masowe przewozy towarowe. W samym kwietniu spodziewamy się, że PKP Cargo odnotuje spadek pracy przewozowej w przedziale  $-(25-30\%)$  r/r. Niekorzystne tendencje mogą się utrzymywać również w kolejnych miesiącach m.in. z uwagi na niższe zużycie energii elektrycznej w Polsce  $(-8,4\%)$  r/r w 2 kw. 2020r. (na bazie aktualnych danych), przekładające się negatywnie na wolumen transportu węgla energetycznego. Zasadniczo nie ma zwiastunów rychłego odwrócenia negatywnych tendencji rynkowych. Dodatkowo istnieje istotne ryzyko spadku przychodów jednostkowych r/r w latach 2020-21P. Wsparcie rządowe w wysokości 105 mln zł w ramach pakietu antykrzysowego może dać PKP Cargo chwilę wytchnienia jedynie w krótkim terminie. W takim otoczeniu, 'napięty' bilans powinien skutkować koniecznością ograniczenia nakładów inwestycyjnych (osłabiając potencjał operacyjny firmy w dłuższym horyzoncie). Podsumowując, nadal uważamy, że baza aktywów spółki ma swoją zauważalną wartość godziwą, ale niestety może ona zostać zdewaluowana przez przedłużające się nadmierne obciążenie jej kosztami stałymi. W efekcie postrzegamy profil ryzyko / nagrody dla PKP Cargo jako niekorzystny.

**Trudne otoczenie rynkowe się utrzymuje.** PKP Cargo stoi w obliczu silnego załamania popytu na usługi masowego transportu kolejowego. 8 maja 2020 r. firma poinformowała, że może zaraportować 25% spadek r/r przewozów w kwietniu (wobec  $-20\%$  r/r w I kw. 2020r.) z opcją utrzymania się negatywnych trendów w najbliższych miesiącach. Szacujemy, że w samym kwietniu PKP Cargo odnotuje spadek pracy przewozowej w przedziale  $-(25-30\%)$  r/r. W rezultacie uważamy, że spółka może nadal radzić sobie gorzej niż cały rynek. W kontekście wyników w przekroju segmentowym w 1 kw. 2020r., nie dostrzegamy zwiastunów odwrócenia negatywnych tendencji, jako że wszystkie kluczowe kategorie odnotowały znaczny spadek r/r (metale i rudy oraz kruszywa wypadły szczególnie źle).

**Obraz pandemii jeszcze nie został odzwierciedlony w wynikach.** Spadające wolumeny w połączeniu z płaskimi przychodami jednostkowymi r/r (jak dotąd) powinny przełożyć się na zauważalny spadek przychodów r/r w nadchodzących miesiącach (o ok. 105-125 mln zł /mc). W rezultacie szacujemy miesięczne odpływy gotówki ('cash burn') na działalności operacyjnej (z uwagi na duży udział kosztów stałych) w przedziale ok. 45-55 mln zł. W takim świetle rządowe wsparcie w wysokości ok. 105 mln zł w ramach pakietu antykrzysowego mogłoby dać firmie chwilę wytchnienia jedynie w krótkim okresie. W średnim terminie dostrzegamy dużą potrzebę działań oszczędnościowych / optymalizacyjnych.

**Konieczność cięcia nakładów inwestycyjnych.** Biorąc pod uwagę niekorzystne otoczenie rynkowe, oczekujemy, że wydatki na aktywa trwałe wyraźnie spadną w nadchodzących kwartałach. Takie wsparcie, choć krótkoterminowe (z perspektywy przepływów pieniężnych), może skutkować wyższymi nakładami kapitałowymi w przyszłości (zgodnie ze schematem zaobserwowanym w latach 2018-19).

**Perspektywy.** Niestety, w tym momencie widzimy więcej zagrożeń niż szans. W perspektywie krótkoterminowej obawiamy się, że na horyzoncie nie ma konkretnego planu działania łagodzącego negatywne skutki spadku popytu. Znamienne jest fakt, że spółka oczekuje, że tarcza antykrzysowa będzie inicjatywą dającą najwyższe nominalne wsparcie finansowe w tym trudnym okresie. Malejący popyt może również przełożyć się na obniżenie cen usług transportowych (w oparciu o obserwowane w przeszłości trendy). W dłuższym horyzoncie baza niedoinwestowanych aktywów może skutkować zmniejszeniem potencjału operacyjnego spółki. Wśród kluczowych szans wskazujemy działania mające na celu dostosowanie struktury firmy do zmieniającego się rynku oraz wsparcie państwa mające na celu obniżenie kosztów operacyjnych (np. koszty dostęp do infrastruktury kolejowej).

**Wycena i rekomendacja.** Ustalamy cenę docelową jako średnią ważoną DCF (75%) i wyceny porównawczej (25%) na poziomie 12,0 zł za akcję (potencjał wzrostu o 6%). Obniżamy rekomendację do Sprzedaj.

### Podsumowanie finansowe

PLNmłn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	4 739	5 237	4 866	4 170	4 453	4 533
EBITDA	702	907	860	583	705	774
EBITDA skor.*	702	907	742	360	587	656
EBIT	155	278	143	-130	16	101
Zysk netto	82	184	36	-151	-33	37
C/Z (x)	43,7	13,3	33,2	n.a.	n.a.	11,6
EV/EBITDA (x)**	5,8	3,9	5,0	5,5	4,5	3,9
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, \*wyluczając wpływ MSSF16 (2019r.),

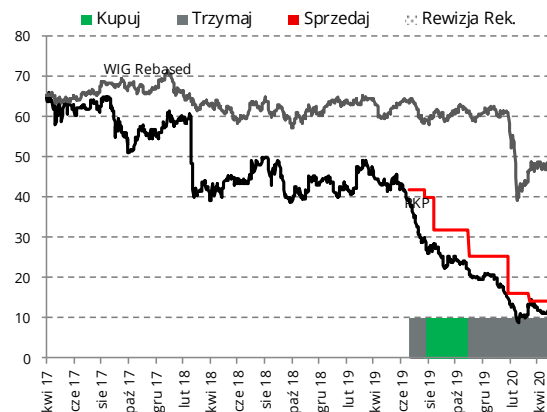
\*\*kalkulacja 2016-19 w oparciu o średnie ceny historyczne

Rekomendacja	Sprzedaj (poprzednio Trzymaj)
Cena docelowa (zł, 12M)	12,0 zł

Cena (27 maja, 2020; zł)	12,58
Kapitalizacja (mln zł)	563
Akcje w wolnym obrocie (%)	67
Liczba akcji (mln)	44,8

### Co się zmieniło:

- Obniżenie prognozy wolumenu w średnim terminie;
- Nieznaczne przesunięcie w dół krzywej przychodów jednostkowych;
- Uwzględnienie oczekiwanych przepływów z tytułu wsparcia rządowego w ramach tarczy antykrzysowej oraz zakładanych oszczędności w wyniku ograniczenia czasu pracy;
- Obniżenie prognozy nakładów inwestycyjnych (do 470 mln zł w roku 2020P względem 581 mln zł poprzednio).



Wykres przedstawia notowania PKP Cargo na tle indeksu WIG.

Główni udziałowcy	% głosów
PKP S.A.	33,01
NN PTE	17,31
Aviva Santander PTE	5,22

Źródło: gpw.pl

### Opis spółki

Grupa PKP Cargo jest największym w Polsce dostawcą usług kolejowych oraz rozwiązań logistycznych. Firma prowadzi działalność w kraju i za granicą (głównie Czechy).

### Analityk

Michał Sopieli, Analityk akcji

+48 22 586 82 33 [michal.sopiel@santander.pl](mailto:michal.sopiel@santander.pl)

## PKP Cargo w pigułce

Rys. 1. PKP Cargo: podsumowanie danych operacyjnych i finansowych

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Założenia modelowe</b>									
Masa towarowa (mln t)	119	122	109	91	104	105	103	102	102
Paliwa stałe	58	57	53	41	47	46	45	45	44
w tym węgiel kamienny	51,8	51,2	47,9	35,6	41,0	40,4	39,8	39,1	38,5
Kruszywa i mat, budowlane	22,2	26,0	20,5	21,2	23,0	21,9	20,2	19,2	19,2
Metale i rudy	13	13	9	7	10	10	9	9	9
Produkty chemiczne	7	7	6	6	6	7	7	7	7
Paliwa płynne	5	4	4	3	4	4	4	4	4
Drewno i płody rolne	4,5	4,0	3,6	3,1	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7
Przewozy intermodalne	8	9	10	8	9	11	12	12	13
Pozostałe	3	3	2	2	2	2	2	2	2
Praca przewozowa (mld tkm)	31	31	27	23	26	27	26	26	26
Paliwa stałe	12	11	10	8	9	9	9	8	8
w tym węgiel kamienny	10	9	9	6	7	7	7	7	7
Kruszywa i mat, budowlane	6	7	5	6	6	6	5	5	5
Metale i rudy	4	4	3	2	3	3	3	3	3
Produkty chemiczne	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Paliwa płynne	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Drewno i płody rolne	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Przewozy intermodalne	3	4	4	3	4	4	5	5	5
Pozostałe	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Średni dystans (km)	260	258	248	254	251	254	255	256	257
Liczba pracowników (k)	23,3	23,6	23,6	23,0	22,5	21,8	21,2	20,4	19,7
Capex (PLNmłn)	562,0	894,1	1 112,7	470,0	502,0	469,9	509,7	537,9	696,9
<b>RACHUNEK Z&amp;S (PLNmłn)</b>									
Przychody	4 739	5 237	4 866	4 170	4 453	4 533	4 456	4 395	4 417
EBITDA	702	907	860	583	705	774	761	747	791
EBIT	155	278	143	-130	16	101	102	96	140
Zysk netto	82	184	36	-151	-33	37	39	35	88
<b>BILANS (PLNmłn)</b>									
Gotówka i ekwiwalenty	517	447	550	542	505	565	573	539	381
Suma Aktywa	6 642	6 806	7 991	7 658	7 574	7 529	7 472	7 419	7 429
Suma Dług	1 701	1 427	2 623	2 536	2 452	2 370	2 292	2 216	2 143
Suma Kapitał	3 335	3 484	3 423	3 272	3 239	3 276	3 315	3 350	3 437
Dług netto / gotówka	921	776	2 072	1 994	1 947	1 805	1 719	1 678	1 763
<b>RACH. PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (PLNmłn)</b>									
DZ. OPERACYJNA	557	1 063	835	542	649	715	697	686	730
DZ. INWESTYCYJNA	-573	-884	-1 124	-463	-602	-573	-611	-645	-815
DZ. FINANSOWA	-223	-248	393	-87	-84	-81	-78	-76	-73
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	-239	-69	103	-9	-37	61	7	-34	-158
<b>WSKAŹNIKI FINANSOWE</b>									
EBIT r/r	-217,4%	79,1%	-48,3%	-190,8%	-112,0%	546,8%	1,1%	-6,0%	46,0%
EPS r/r	-161,1%	125,1%	-80,4%	-520,8%	-78,4%	-212,0%	6,5%	-10,1%	149,8%
<b>WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA</b>									
Dług netto / EBITDA (x)	1,3	0,9	2,4	3,4	2,8	2,3	2,3	2,2	2,2
Dług netto / (Dł. netto + Equity)	21,6%	18,2%	37,7%	37,9%	37,5%	35,5%	34,2%	33,4%	33,9%
<b>WSKAŹNIKI WYCENOWE</b>									
C/Z (x)	43,7	13,3	33,2	-2,5	-27,2	11,6	11,0	12,0	5,7
EV/EBITDA (x)	5,8	3,9	5,0	5,5	4,5	3,9	3,9	3,9	3,8
STOPA DYWIDENDY (%)	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>WSKAŹNIK NA AKCJE</b>									
ZYSK (PLN)	1,82	4,11	0,80	-3,38	-0,73	0,82	0,87	0,78	1,95
SKOR, ZYSK (PLN)	1,33	3,61	1,07	-4,99	-0,46	1,09	1,14	1,05	2,22
DYWIDENDA (PLN)	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
WK (PLN)	74,46	77,78	76,44	73,05	72,32	73,14	74,01	74,79	76,75

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

## Wycena

### PKP Cargo: Wycena DCF

#### Rys. 2. PKP Cargo: kalkulacja ważonego kosztu kapitału (WACC)

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Beta nielewarowana	1,1
Beta lewarowana	1,7
Premia za ryzyko	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,4%</b>
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za ryzyko	1,5%
Stopa podatkowa	19%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>3,6%</b>
%KO	39%
%KW	61%
<b>WACC</b>	<b>8,5%</b>

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

#### Rys. 3. PKP Cargo: Zmiany prognoz

PLNmIn	2020P			2021P			2022P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	4 170	4 451	-6%	4 453	4 722	-6%	4 533	4 755	-5%
EBITDA	583	652	-11%	705	826	-15%	774	851	-9%
Skor. EBITDA*	360	534	-33%	587	708	-17%	656	733	-11%
EBIT	-130	-67	n.a.	16	122	-87%	101	157	-36%
Zysk netto	-151	-101	n.a.	-33	53	n.a.	37	81	-55%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \*skorygowane o wpływ MSSF16

#### Rys. 4. PKP Cargo: Wycena DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Sprzedaż netto</b>	<b>4 170</b>	<b>4 453</b>	<b>4 533</b>	<b>4 456</b>	<b>4 395</b>	<b>4 417</b>	<b>4 443</b>	<b>4 459</b>	<b>4 476</b>	<b>4 493</b>
EBIT	-130	16	101	102	96	140	188	240	299	356
Podatek pieniężny od EBIT	-27	4	10	-10	-12	1	10	20	53	64
<b>NOPAT</b>	<b>-103</b>	<b>11</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>107</b>	<b>139</b>	<b>178</b>	<b>220</b>	<b>246</b>	<b>292</b>
Deprecjacja	713	689	673	659	651	651	658	657	651	650
Zmiany w kapitale obrotowym	14	9	-6	0	-2	8	9	10	11	10
<b>Nakłady kapitałowe</b>	<b>470</b>	<b>502</b>	<b>470</b>	<b>510</b>	<b>538</b>	<b>697</b>	<b>681</b>	<b>521</b>	<b>551</b>	<b>597</b>
Inwestycje netto	-229	-178	-209	-150	-114	54	32	-127	-89	-42
<b>Wolne przepływy pieniężne**</b>	<b>126</b>	<b>189</b>	<b>300</b>	<b>262</b>	<b>222</b>	<b>85</b>	<b>146</b>	<b>346</b>	<b>336</b>	<b>334</b>
PV FCF	1 485									
Wzrost terminalny	1,0%									
TV	3 819									
PV TV	1 696									
<b>Całkowita wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>3 181</b>									
Dług netto na YE19	2 072									
Udziały mniejszości	0									
Prowizje*	657									
<b>Wartość kapitału</b>	<b>452</b>									
Miesiąc	5									
<b>Bieżąca wartość na akcję</b>	<b>474</b>									
Liczba akcji (mln)	44,8									
<b>Wartość na akcję (PLN)</b>	<b>10,6</b>									
<b>12M Cena Docelowa (PLN)</b>	<b>11,8</b>									

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \*głównie przypadający świadczeniom po okresie zatrudnienia, \*\*zwiększone o skumulowaną stratę netto

## PKP Cargo: Wycena porównawcza

**Rys. 5. PKP Cargo: Wycena porównawcza (PLN)**

	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
Rynki rozwinięte	n.a.	n.a.	13.6	110.1	125.8	136.7
Rynki rozwijające się	n.a.	n.a.	6.3	10.9	18.8	26.1

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 6. PKP Cargo: Wycena porównawcza – średnia sektora (PLN)**

		C/Z (x)	EV/EBITDA (x)	Średnia
	Waga	2020-22P	2020-22P	2020-22P
Rynki rozwinięte	0%	13.60	124.19	68.89
Rynki rozwijające się	100%	6.33	18.57	12.45
<b>Średnia ważona</b>	<b>100%</b>	<b>6.33</b>	<b>18.57</b>	<b>12.45</b>

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 7. PKP Cargo: Wycena na akcję (PLN)**

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	11,8	13,2	-10%
Wycena porównawcza (oparta na 2020-22P)*	12,5	17,2	-27%
<b>Średnia ważona (DCF: 75%; CV: 25%)</b>	<b>12,0</b>	<b>14,2</b>	<b>-15%</b>

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \*wartości zaokrąglone

Wycena oparta na modelu DCF wskazuje na cenę 11,8 zł za akcję (waga 75%), a wycena porównawcza wycenia PKP Cargo na 12,5 zł za akcję (waga 25%). W związku z powyższym ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 12,0 zł.

## Prognozy finansowe

Rys. 8. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody operacyjne</b>	<b>4 411</b>	<b>4 739</b>	<b>5 237</b>	<b>4 866</b>	<b>4 170</b>	<b>4 453</b>	<b>4 533</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>4 543</b>	<b>4 584</b>	<b>4 960</b>	<b>4 722</b>	<b>4 300</b>	<b>4 438</b>	<b>4 433</b>
Amortyzacja	622	547	629	717	713	689	673
Zużycie materiałów	675	706	781	748	652	666	674
Usługi obce	1 573	1 573	1 725	1 345	1 090	1 200	1 207
Świadczenie pracownicze	1 442	1 509	1 651	1 737	1 695	1 722	1 717
Pozostałe	231	248	174	188	150	160	162
<b>EBITDA</b>	<b>490</b>	<b>702</b>	<b>907</b>	<b>860</b>	<b>583</b>	<b>705</b>	<b>774</b>
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>553</b>	<b>702</b>	<b>907</b>	<b>742</b>	<b>360</b>	<b>587</b>	<b>656</b>
<b>Zysk operacyjny (EBIT)</b>	<b>-132</b>	<b>155</b>	<b>278</b>	<b>143</b>	<b>-130</b>	<b>16</b>	<b>101</b>
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>-33</b>	<b>128</b>	<b>250</b>	<b>126</b>	<b>-252</b>	<b>-1</b>	<b>84</b>
<b>Przychody/koszty finansowe netto</b>	<b>-22</b>	<b>-39</b>	<b>-42</b>	<b>-72</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-62</b>
Przychody finansowe	39	20	16	8	10	10	10
Koszty finansowe	61	60	58	79	73	72	72
Udział w wyniku jednostek zależnych	3	1	4	2	2	2	2
Wynik ze sprzedaży jednostek zależnych	0	0	4	0	0	0	0
<b>Zysk przed opodatkowaniem (PBT)</b>	<b>-151</b>	<b>116</b>	<b>244</b>	<b>73</b>	<b>-191</b>	<b>-45</b>	<b>41</b>
<b>PBT skorygowany*</b>	<b>-52</b>	<b>89</b>	<b>216</b>	<b>56</b>	<b>-313</b>	<b>-62</b>	<b>24</b>
Podatek dochodowy	-17	35	60	38	-40	-12	4
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>-134</b>	<b>82</b>	<b>184</b>	<b>36</b>	<b>-151</b>	<b>-33</b>	<b>37</b>
<b>Zysk netto skorygowany*</b>	<b>-110</b>	<b>59</b>	<b>162</b>	<b>48</b>	<b>-223</b>	<b>-21</b>	<b>49</b>

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \*wyłączając wpływ MSSF16 (2019r.) i zdarzenia jednorazowe (2015-18)

Rys. 9. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Marża EBITDA	11%	15%	17%	18%	14%	16%	17%
Marża EBIT	-3%	3%	5%	3%	-3%	0%	2%
Marża zysku netto	-3%	2%	4%	1%	-4%	-1%	1%
Dynamika sprzedaży (r/r)	-3%	7%	11%	-7%	-14%	7%	2%
Dynamika EBITDA (r/r)	-31%	43%	29%	-5%	-32%	21%	10%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 10. Prognozy Santander vs. konsensus

PLN mln	2020P			2021P			2022P		
	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica
Przychody	4 170	4 324	-4%	4 453	4 663	-4%	4 533	4 802	-6%
EBITDA	583	564	3%	705	760	-7%	774	860	-10%
EBIT	-130	-138	-5%	16	84	-81%	101	137	-27%
Zysk netto	-151	-192	-21%	-33	-36	-9%	37	51	-28%

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 11. PKP Cargo: Bilans**

<b>PLN mln</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 548</b>	<b>1 694</b>	<b>1 619</b>	<b>1 488</b>	<b>1 412</b>	<b>1 411</b>	<b>1 466</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	756	517	447	550	542	505	565
Pozostałe aktywa finansowe	1	264	204	0	0	0	0
Pozostałym aktywa	27	36	119	133	104	111	113
Zapasy	121	148	162	161	138	147	150
Należności handlowe	640	730	685	592	584	601	589
Należności z tytułu podatku dochodowego	3	0	3	51	44	47	48
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>4 943</b>	<b>4 947</b>	<b>5 187</b>	<b>6 504</b>	<b>6 246</b>	<b>6 162</b>	<b>6 063</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4 701	4 688	4 947	5 202	4969	4875	4773
Pozostałe rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	1 079	1079	1079	1079
Prawo do użytkowania aktywów	41	54	47	40	40	40	40
Wartość firmy	0	0	0	3	3	3	3
Pozostałe aktywa finansowe	2	2	1	11	11	11	11
Pozostałe aktywa	92	70	57	55	47	50	51
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	108	134	136	114	97	104	106
<b>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Aktywa Razem</b>	<b>6 491</b>	<b>6 642</b>	<b>6 806</b>	<b>7 991</b>	<b>7 658</b>	<b>7 574</b>	<b>7 529</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 172</b>	<b>1 213</b>	<b>1 354</b>	<b>1 452</b>	<b>1 350</b>	<b>1 358</b>	<b>1 339</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	257	298	271	421	400	380	361
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	790	752	911	858	781	806	805
Rezerwy na świadczenie pracownicze	99	104	116	127	127	127	127
Pozostałe rezerwy	25	60	57	46	42	45	45
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 076</b>	<b>2 094</b>	<b>1 969</b>	<b>3 116</b>	<b>3 036</b>	<b>2 976</b>	<b>2 914</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	1 415	1 404	1 157	2 201	2135	2071	2009
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2	2	112	157	143	148	147
Rezerwy na świadczenie pracownicze	526	559	591	657	657	657	657
Pozostałe rezerwy	134	130	109	100	100	100	100
<b>Kapitał własny</b>	<b>3 243</b>	<b>3 335</b>	<b>3 484</b>	<b>3 423</b>	<b>3 272</b>	<b>3 239</b>	<b>3 276</b>
Kapitał zakładowy	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239
Kapitał zapasowy	619	619	628	781	781	781	781
Pozostałe	71	416	540	0	0	0	0
Zyski zatrzymane	313	60	76	403	251	219	255
<b>Udziały mniejszości</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Pasywa Razem</b>	<b>6 491</b>	<b>6 642</b>	<b>6 806</b>	<b>7 991</b>	<b>7 658</b>	<b>7 574</b>	<b>7 529</b>

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

**Rys. 12. PKP Cargo: Rachunek przepływów pieniężnych**

<b>PLN mln</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>314</b>	<b>557</b>	<b>1063</b>	<b>835</b>	<b>542</b>	<b>649</b>	<b>715</b>
Zysk netto	-134	82	184	36	-151	-33	37
Rezerwy	-240	68	21	57	-4	3	1
Amortyzacja aktywów trwałych	622	547	629	717	713	689	673
Zmiany w kapitale obrotowym	62	-156	301	86	-59	3	8
-zapasy	7	-27	-13	1	23	-9	-3
-należności	24	-90	45	93	8	-17	12
-zobowiązania	31	-39	270	-8	-91	30	-1
Pozostałe przepływy netto	4	16	-72	-61	44	-13	-4
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-562</b>	<b>-573</b>	<b>-884</b>	<b>-1124</b>	<b>-463</b>	<b>-602</b>	<b>-573</b>
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-558	-534	-888	-1150	-479	-595	-571
Wydatki z tytułu nabycia jednostek zew.	-1	-13	6	7	0	0	0
Pozostałe przepływy netto	-3	-26	-2	19	16	-7	-2
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>728</b>	<b>-223</b>	<b>-248</b>	<b>393</b>	<b>-87</b>	<b>-84</b>	<b>-81</b>
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (długoterm.)	763	-10	-246	135	-66	-64	-62
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (krótkoterm.)	-62	40	-27	151	-21	-20	-19
Zmiany kapitałów własnych	23	10	-35	-29	0	0	0
Dywidendy wypłacone	0	0	0	-67	0	0	0
Pozostałe przepływy netto	3	-263	60	204	0	0	0
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>480</b>	<b>-239</b>	<b>-69</b>	<b>103</b>	<b>-9</b>	<b>-37</b>	<b>61</b>
Początkowe saldo gotówki	276	756	517	447	550	542	505
Końcowe saldo gotówki	756	517	447	550	542	505	565

Źródło: Santander Biuro Maklerskie

# Santander Biuro Maklerskie

Al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa  
fax. (+48) 22 586 81 09

## Equity Research Department

Kamil Stolarski, CFA, *Head of Equity Research Strategy, Financials*

tel. (+48) 22 586 81 00

kamil.stolarski@santander.pl

Paweł Puchalski, CFA, *Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power*

tel. (+48) 22 586 80 95

pawel.puchalski@santander.pl

Tomasz Krukowski, CFA, *Equity Analyst Oil&Gas, CEE Non-Financials*

tel. (+48) 22 586 81 55

tomasz.krukowski@santander.pl

Adrian Kyrzcz, *Equity Analyst Construction, Real Estate, IT*

tel. (+48) 22 586 81 59

adrian.kyrzcz@santander.pl

Tomasz Sokołowski, *Equity Analyst Consumer Goods, Retail*

tel. (+48) 22 586 82 36

tomasz.sokolowski@santander.pl

Michał Sopieli, *Equity Analyst Industrials, Oil&Gas, Chemicals, Quantitative Analysis*

tel. (+48) 22 586 82 33

michal.sopiel@santander.pl

## Sales & Trading Department

Kamil Kalemba, *Head of Institutional Equities*

tel. (+48) 22 586 80 84

kamil.kalemba@santander.pl

Mateusz Choromański, CFA, *Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor*

tel. (+48) 22 586 80 82

mateusz.choromanski@santander.pl

Robert Chudala

tel. (+48) 22 586 85 14

robert.chudala@santander.pl

Alex Kamiński

tel. (+48) 22 586 80 63

alex.kaminski@santander.pl

Błażej Leśków, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 83

blazej.leskow@santander.pl

Michał Stępkowski, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 85 15

michal.stepkowski@santander.pl

Marek Wardzyński, *Securities Broker*

tel. (+48) 22 586 80 87

marek.wardzynski@santander.pl



## ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piłkna 20, 00-549 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie [www.santander.pl/inwestor](http://www.santander.pl/inwestor) w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfolio mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfolio, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

### Definicje rekomendacji:

**Kupuj** – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

**Trzymaj** – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

**Sprzedaj** – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

**Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Metoda porównawcza** opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

**Metoda mnożników średniocyklicznych** opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

**Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)** bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

**Metoda wartości rezydualnej** jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

**Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV)** jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

**Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP)** jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

**Metoda wartości likwidacyjnej** – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jej prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: [https://www.inwestoronline.pl/res/wykaz\\_tabel/wykaz\\_rekomendacji.pdf](https://www.inwestoronline.pl/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf)

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

## UJAWNIEŃ

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **PKP Cargo S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Emitenta, w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośrednicząc w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależy od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.