

## Wycena długiej krzywej oczekiwań

**Rekomendacja:** Trzymaj. **Cena docelowa:** 22,9 PLN

Niniejszym raportem wprowadzamy drobne korekty do naszego modelu oraz aktualizujemy komponent wyceny spółek porównawczych. Przekłada się to na utrzymanie rekomendacji Trzymaj i podwyższenie naszej dwunastomiesięcznej ceny docelowej do 22,9 PLN. W średnim terminie wyróżniamy następujące ryzyka dla PKP Cargo: (1) wysoka dźwignia finansowa, (2) stagnacja rynkowa w ostatnich latach, której towarzyszył spadek udziałów rynkowych, (3) widoczna presja cenowa oraz (4) silna pozycja związków zawodowych. Wśród pozytywnych zwracamy uwagę na (1) historyczne korelacje pokazujące, że dodatnia dynamika r/r wolumenu przewozów kolejowych przekładała się na odbicie cen biletów z opóźnieniem ok. 3-4 kwartałów. Ponadto w długim terminie szczególnym optymizmem napawa nas (2) potencjał do obniżenia dźwigni operacyjnej oraz (3) dalsze redukcje zatrudnienia w ramach potencjalnych inicjatyw legislacyjnych zmierzających do ujednolicenia rynkowych zasad czasu pracy głównych grup zawodowych kolejarzy w Polsce. Wymienione aspekty skłaniają nas jednak do zachowania ostrożnego podejścia do spółki. Zakres i tempo restrukturyzacji działalności zależą od decyzji zarządu i gotowości partnerów społecznych do partycypacji w zmianach.

**Imponujące ożywienie wolumenów, ale tylko w kategoriach względnych.** Marzec przyniósł odwrócenie negatywnych statystyk operacyjnych PKP Cargo w ujęciu r/r, zarówno w zakresie wolumenu przewozów, jak i pracy przewozowej. W kwietniu dynamika nabrała rozpędu (ok. 30% zmiana r/r w przypadku obu wskaźników), co przełożyło się na pozytywny odbiór zaprezentowanych danych. Zwracamy jednak uwagę, że taki wynik to w dużej mierze efekt niskiej bazy porównawczej w 2020 roku oraz struktury przewozów PKP Cargo nastawionej na bardziej tradycyjne segmenty rynku. Na chwilę obecną podtrzymujemy opinię, że PKP Cargo pomimo solidnej dynamiki r/r może zbliżyć się, co najwyżej do wolumenu / pracy przewozowej z 2019 roku w ujęciu nominalnym. W związku z tym, ogólny obraz sytuacji spółki nie wygląda już tak dobrze. W perspektywie długoterminowej, szanse rynkowe wiążemy z impulsem fiskalnym, jednak terminy i szczegółowe plany inwestycyjne pozostają wciąż nieznane. Na podstawie dotychczasowych doświadczeń (2019) skłaniamy się do konserwatywnego podejścia do kreowania oczekiwań bardziej dynamicznej odbudowy krajowego rynku kolejowych przewozów towarowych (co najmniej w średnim okresie).

**Taryfy transportowe nadal pod presją.** Oczekujemy, że presja na marże będzie się utrzymywać w kolejnych miesiącach ze względu na zakładaną relatywną stagnację wolumenów rynkowych w ujęciu historycznym (w stosunku do poziomów sprzed pandemii Covid-19) w połączeniu z szacowanym niekorzystnym rolowaniem kontraktów w ubiegłym roku. Przede wszystkim, potencjalnie odbudowujący się udział tradycyjnego segmentu rynku w ofercie sprzedażowej może skutkować wolniejszą odbudową jednostkowych stawek przewozowych. Korelacje historyczne pozwalają jednak na lekki optymizm, gdyż dynamika r/r wolumenu przewozów przekłada się na odbicie taryf z opóźnieniem ok. 3-4 kwartałów. Uważamy, że otoczenie biznesowe dla PKP może ulec poprawie na przełomie 2021/22P.

**Ryzyka / szanse.** W dalszym ciągu najistotniejsze ryzyka biznesowe wiążemy z presją konkurencyjną, możliwym ożywieniem oczekiwań płacowych, a w efekcie ograniczeniem potencjału do oddłużania finansowego. Wśród szans wskazujemy na możliwe cykliczne odbicie rynku związane ze stymulacją fiskalną oraz ożywienie cen jednostkowych (już częściowo uwzględnione w naszym modelu wyceny). W długim terminie najbardziej optymistycznie oceniamy potencjał redukcji dźwigni operacyjnej, a głównie zmniejszanie zatrudnienia, skutkujące poprawą efektywności operacyjnej, czy też działania regulacyjne, które odgórnie miałyby zdefiniować czas pracy maszynistów (jak i innych kluczowych pracowników kolei).

**Wycena i rekomendacja.** Wyznaczamy cenę docelową jako średnią ważoną z wyceny DCF (75%) i wyceny porównawczej (25%) na poziomie 22,9 PLN/akcję. Uważamy, że wartość ta odzwierciedla aktualne perspektywy rynkowe i sytuację firmy. Podtrzymujemy rekomendacji Trzymaj dla PKP Cargo.

### Podsumowanie finansowe

PLNmln	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	5 237	4 866	4 236	4 373	4 601	4 556
EBITDA	907	860	580	719	900	914
EBIT	278	143	-186	-30	171	205
Zysk netto	184	36	-224	-53	109	139
C/Z (x)*	13,3	31,3	n.a.	n.a.	8,5	6,8
EV/EBITDA (x)*	3,9	4,9	6,1	5,6	4,4	4,1
Stopa dywidendy	0,0%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, \*kalkulacja 2018-20 w oparciu o średnie ceny historyczne

### Rekomendacja

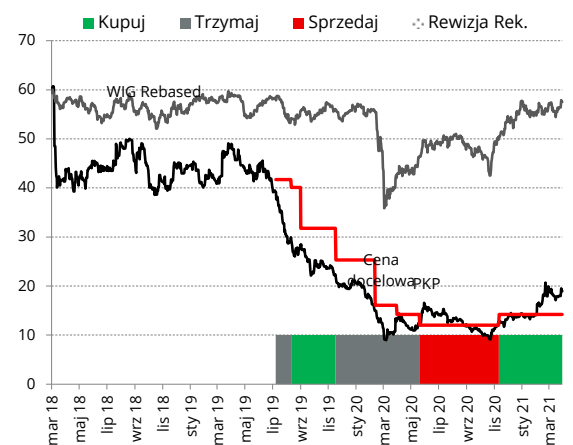
### Trzymaj (bez zmian)

**Cena docelowa (PLN, 12M)** **22,9 PLN**

Cena (10 czerwca, 2021; PLN)	22,9
Kapitalizacja (mln zł)	569
Akcje w wolnym obrocie (%)	67
Liczba akcji (mln)	44,8

### Co się zmieniło:

- Taryfy przewozowe nieznacznie skorygowane w górę począwszy od 2023 r;
- Zwiększone założenia co do redukcji zatrudnienia w 2021P;



Wykres przedstawia notowania PKP Cargo na tle indeksu WIG.

### Główni udziałowcy

### % głosów

PKP S.A.	33,01
NN PTE	15,25
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).

### Analitik

**Michał Sopieli, Analityk akcji**

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

## PKP Cargo w pigułce

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

	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Założenia modelowe</b>									
Masa towarowa (mln t)	119	122	109	94	105	108	105	105	104
Paliwa stałe	58	57	53	47	48	47	47	46	45
w tym węgiel kamienny	51,8	51,2	47,9	42,5	41,9	41,2	40,6	39,9	39,3
Kruszywa i mat, budowlane	22,2	26,0	20,5	17,9	21,2	22,9	20,2	19,9	19,2
Metale i rudy	13	13	9	6	10	11	9	9	9
Produkty chemiczne	7	7	6	6	7	7	7	7	7
Paliwa płynne	5	4	4	2	3	3	3	3	3
Drewno i płody rolne	4,5	4,0	3,6	2,8	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7
Przewozy intermodalne	8	9	10	10	11	12	13	14	14
Pozostałe	3	3	2	2	2	2	2	2	2
Praca przewozowa (mld tkm)	31	31	27	24	26	27	27	27	27
Paliwa stałe	12	11	10	9	9	9	9	9	8
w tym węgiel kamienny	10	9	9	7	7	7	7	7	7
Kruszywa i mat, budowlane	6	7	5	5	5	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	4	4	5	5	5	6
Pozostałe	1,0	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Średni dystans (km)	260	258	248	252	251	252	256	257	258
Liczba pracowników (k)	23,3	23,6	23,6	21,8	20,8	20,1	19,4	18,7	18,2
Capex (PLNmłn)	562,0	894,1	1 112,7	686,1	639,8	660,0	590,4	588,6	757,5
<b>RACHUNEK Z&amp;S (PLNmłn)</b>									
Przychody	4 739	5 237	4 866	4 236	4 373	4 601	4 556	4 538	4 517
EBITDA	702	907	860	580	719	900	914	911	913
EBIT	155	278	143	-186	-30	171	205	224	236
Zysk netto	82	184	36	-224	-53	109	139	157	184
<b>BILANS (PLNmłn)</b>									
Gotówka i ekwiwalenty	517	447	550	306	154	157	255	355	293
Suma Aktywa	6 642	6 806	7 991	7 559	7 393	7 429	7 473	7 545	7 649
Suma Dług	1 701	1 427	2 623	2 580	2 452	2 370	2 292	2 216	2 143
Suma Kapitał	3 335	3 484	3 423	3 144	3 091	3 200	3 338	3 495	3 679
Dług netto / gotówka	921	776	2 072	2 274	2 297	2 213	2 037	1 862	1 850
<b>RACH, PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (PLNmłn)</b>									
DZ. OPERACYJNA	557	1 063	835	546	680	822	840	839	858
DZ. INWESTYCYJNA	-573	-884	-1 124	-693	-703	-738	-663	-664	-846
DZ. FINANSOWA	-223	-248	393	-97	-129	-81	-78	-76	-73
WOLNE PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE	-239	-69	103	-244	-152	3	98	99	-62
<b>WSKAŹNIKI FINANSOWE</b>									
EBIT r/r	-217,4%	79,1%	-48,3%	-230,0%	-83,9%	-667,9%	19,9%	9,6%	5,2%
EPS r/r	-161,1%	125,1%	-80,4%	-723,1%	-76,3%	-305,3%	26,7%	13,0%	17,4%
<b>WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA</b>									
Dług netto / EBITDA (x)	1,3	0,9	2,4	3,9	3,2	2,5	2,2	2,0	2,0
Dług netto / (Dł. netto + Equity)	21,6%	18,2%	37,7%	42,0%	42,6%	40,9%	37,9%	34,8%	33,5%
<b>WSKAŹNIKI WYCENOWE</b>									
C/Z (x)	43,7	13,3	31,3	-2,8	-24,9	8,5	6,8	6,1	5,2
EV/EBITDA (x)	5,8	3,9	4,9	6,1	5,6	4,4	4,1	3,9	3,9
STOPA DYWIDENDY (%)	0,0	0,0	4,5	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	-5,01	-1,19	2,44	3,09	3,49	4,10
SKOR, ZYSK (PLN)	1,33	3,61	1,07	-4,74	-0,92	2,71	3,36	3,76	4,37
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	70,20	69,01	71,45	74,54	78,03	82,14

Źródło: Dane spółki, Bloomberg, szacunki 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	1,8
Premia za ryzyko	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12,2%</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	45%
%KW	55%
<b>WACC</b>	<b>8,3%</b>

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

PLNmIn	2021P			2022P			2023P		
	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Sprzedaż	4 373	4 373	0%	4 601	4 601	0%	4 556	4 534	0%
EBITDA	719	719	0%	900	900	0%	914	893	2%
Skor. EBITDA*	601	601	0%	782	782	0%	796	775	3%
EBIT	-30	-30	n.a.	171	171	0%	205	184	11%
Zysk netto	-53	-53	n.a.	109	109	0%	139	121	14%

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

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

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Sprzedaż netto</b>	<b>4 373</b>	<b>4 601</b>	<b>4 556</b>	<b>4 538</b>	<b>4 517</b>	<b>4 532</b>	<b>4 559</b>	<b>4 587</b>	<b>4 615</b>	<b>4 643</b>
EBIT	-30	171	205	224	236	247	282	327	370	403
Podatek pieniężny od EBIT	0	0	0	6	18	20	27	37	45	52
<b>NOPAT</b>	<b>-30</b>	<b>171</b>	<b>205</b>	<b>218</b>	<b>218</b>	<b>227</b>	<b>254</b>	<b>290</b>	<b>324</b>	<b>352</b>
Deprecjacja	749	729	709	687	677	677	669	651	637	628
Zmiany w kapitale obrotowym	14	16	5	3	2	2	6	8	8	6
<b>Nakłady kapitałowe</b>	<b>640</b>	<b>660</b>	<b>590</b>	<b>589</b>	<b>757</b>	<b>759</b>	<b>567</b>	<b>577</b>	<b>592</b>	<b>615</b>
Inwestycje netto	-95	-54	-113	-95	83	84	-96	-66	-38	-8
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>65</b>	<b>224</b>	<b>318</b>	<b>314</b>	<b>135</b>	<b>143</b>	<b>350</b>	<b>356</b>	<b>362</b>	<b>359</b>
PV FCF	1,635									
Wzrost terminalny	1.0%									
TV	4,665									
PV TV	2,067									
<b>Całkowita wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>3,702</b>									
Dług netto na YE20	2,274									
Udziały mniejszości	0									
Prowizje*	684									
<b>Wartość kapitału</b>	<b>743</b>									
Miesiąc	6									
<b>Bieżąca wartość na akcję</b>	<b>788</b>									
Liczba akcji (mln)	44.8									
<b>Wartość na akcję (PLN)</b>	<b>17.6</b>									
<b>12M Cena Docelowa (PLN)</b>	<b>19.7</b>									

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, \*głównie przypadający świadczeniom po okresie zatrudnienia

## PKP Cargo: Wycena porównawcza

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

	C/Z (x)			EV/EBITDA (x)		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Rynki rozwinięte	n.a.	n.a.	56,2	164,8	198,5	189,6
Rynki rozwijające się	n.a.	n.a.	25,9	30,3	44,5	40,5

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

		C/Z (x)	EV/EBITDA (x)	Średnia
	Waga	2021-23P	2021-23P	2021-23P
Rynki rozwinięte	0%	56,23	184,27	120,25
Rynki rozwijające się	100%	25,95	38,44	32,19
<b>Średnia ważona</b>	<b>100%</b>	<b>25,95</b>	<b>38,44</b>	<b>32,19</b>

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

W wycenie porównawczej skupiamy się na podmiotach z rynków rozwijających się, ponieważ uważamy że ich modele biznesowe i środowisko, w jakim działają, lepiej odzwierciedlają bieżącą sytuację PKP Cargo.

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

	Nowa	Poprzednia	Zmiana
Wycena DCF	19,7	15,0	32%
Wycena porównawcza (oparta na 2021-23P)*	32,2	32,5	-1%
<b>Średnia ważona (DCF: 75%; CV: 25%)</b>	<b>22,9</b>	<b>19,4</b>	<b>18%</b>

Źródło: Szacunki Santander Biuro Maklerskie, \*wartości zaokrąglone

Wycena oparta na modelu DCF wskazuje na cenę 19,7 PLN za akcję (waga 75%), a wycena porównawcza wycenia PKP Cargo na 32,2 PLN za akcję (waga 25%). W związku z powyższym ustalamy 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 22,9 PLN. Większą wagę przypisujemy metodzie DCF jako tej, która odzwierciedla długoterminowy charakter i wyraża potencjał spółki do zarządzania swoim zadłużeniem.

## Prognozy finansowe

Rys. 8. PKP Cargo: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody operacyjne</b>	<b>4 739</b>	<b>5 237</b>	<b>4 866</b>	<b>4 236</b>	<b>4 373</b>	<b>4 601</b>	<b>4 556</b>
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>4 584</b>	<b>4 960</b>	<b>4 722</b>	<b>4 422</b>	<b>4 403</b>	<b>4 430</b>	<b>4 352</b>
Amortyzacja	547	629	717	767	749	729	709
Zużycie materiałów	706	781	748	625	660	680	659
Usługi obce	1 573	1 725	1 345	1 224	1 239	1 278	1 252
Świadczenie pracownicze	1 509	1 651	1 737	1 638	1 598	1 579	1 569
Pozostałe	248	174	176	169	158	164	163
<b>EBITDA</b>	<b>702</b>	<b>907</b>	<b>860</b>	<b>580</b>	<b>719</b>	<b>900</b>	<b>914</b>
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>702</b>	<b>907</b>	<b>742</b>	<b>462</b>	<b>601</b>	<b>782</b>	<b>796</b>
<b>Zysk operacyjny (EBIT)</b>	<b>155</b>	<b>278</b>	<b>143</b>	<b>-186</b>	<b>-30</b>	<b>171</b>	<b>205</b>
<b>EBIT skorygowany</b>	<b>128</b>	<b>250</b>	<b>126</b>	<b>-203</b>	<b>-47</b>	<b>154</b>	<b>188</b>
<b>Przychody/koszty finansowe netto</b>	<b>-39</b>	<b>-42</b>	<b>-72</b>	<b>-82</b>	<b>-65</b>	<b>-65</b>	<b>-63</b>
Przychody finansowe	20	16	8	2	7	7	7
Koszty finansowe	60	58	79	85	73	72	70
Udział w wyniku jednostek zależnych	1	4	2	2	2	2	2
Wynik ze sprzedaży jednostek zależnych	0	4	0	0	0	0	0
<b>Zysk przed opodatkowaniem (PBT)</b>	<b>116</b>	<b>244</b>	<b>74</b>	<b>-267</b>	<b>-94</b>	<b>107</b>	<b>143</b>
<b>PBT skorygowany*</b>	<b>89</b>	<b>216</b>	<b>57</b>	<b>-284</b>	<b>-111</b>	<b>90</b>	<b>126</b>
Podatek dochodowy	35	60	38	-43	-41	-2	4
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>82</b>	<b>184</b>	<b>36</b>	<b>-224</b>	<b>-53</b>	<b>109</b>	<b>139</b>
<b>Zysk netto skorygowany*</b>	<b>59</b>	<b>162</b>	<b>48</b>	<b>-212</b>	<b>-41</b>	<b>121</b>	<b>151</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, \*wyłączając wpływ MSSF16 (2019r.) i zdarzenia jednorazowe (2017-20)

Rys. 9. PKP Cargo: Marże i dynamika

	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Marża EBITDA	15%	17%	18%	14%	16%	20%	20%
Marża EBIT	3%	5%	3%	-4%	-1%	4%	4%
Marża zysku netto	2%	4%	1%	-5%	-1%	2%	3%
Dynamika sprzedaży (r/r)	7%	11%	-7%	-13%	3%	5%	-1%
Dynamika EBITDA (r/r)	43%	29%	-5%	-33%	24%	25%	2%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Rys. 10. Prognozy Santander vs. konsensus

PLN mln	2021P			2022P			2023P		
	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica	SANe	Konsensus	różnica
Przychody	4 373	4 311	1%	4 508	4 474	1%	4 556	4 650	-2%
EBITDA	719	696	3%	900	839	7%	914	874	5%
EBIT	-30	-62	n.a.	171	91	n.a.	205	170	20%
Zysk netto	-53	-104	n.a.	109	13	n.a.	139	73	91%

Źródło: Bloomberg, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

<b>PLN mln</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 694</b>	<b>1 619</b>	<b>1 488</b>	<b>1 149</b>	<b>1 028</b>	<b>1 053</b>	<b>1 143</b>
Środki pieniężne i ekwiwalenty	517	447	550	306	154	157	255
Pozostałe aktywa finansowe	264	204	0	0	0	0	0
Pozostałym aktywa	36	119	133	88	109	115	114
Zapasy	148	162	161	166	171	180	178
Należności handlowe	730	685	592	587	590	598	592
Należności z tytułu podatku dochodowego	0	3	51	3	3	3	3
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>4 947</b>	<b>5 187</b>	<b>6 504</b>	<b>6 397</b>	<b>6 352</b>	<b>6 363</b>	<b>6 317</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4 688	4 947	5 202	5 121	5 101	5 117	5 081
Pozostałe rzeczowe aktywa trwałe	0	0	1 079	1 009	976	960	952
Prawo do użytkowania aktywów	54	47	40	42	42	42	42
Wartość firmy	0	0	3	3	3	3	3
Pozostałe aktywa finansowe	2	1	11	10	10	10	10
Pozostałe aktywa	70	57	55	35	36	38	38
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	134	136	114	178	184	193	191
<b>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
<b>Aktywa Razem</b>	<b>6 642</b>	<b>6 806</b>	<b>7 991</b>	<b>7 559</b>	<b>7 393</b>	<b>7 429</b>	<b>7 473</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>1 213</b>	<b>1 354</b>	<b>1 452</b>	<b>1 386</b>	<b>1 304</b>	<b>1 292</b>	<b>1 260</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	298	271	421	479	380	361	343
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	752	911	858	767	764	769	755
Rezerwy na świadczenie pracownicze	104	116	127	116	116	116	116
Pozostałe rezerwy	60	57	46	24	44	46	46
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2 094</b>	<b>1 969</b>	<b>3 116</b>	<b>3 030</b>	<b>2 998</b>	<b>2 937</b>	<b>2 874</b>
Kredyty bankowe i pożyczki	1 404	1 157	2 201	2 102	2 071	2 009	1 949
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2	112	157	146	145	146	143
Rezerwy na świadczenie pracownicze	559	591	657	684	684	684	684
Pozostałe rezerwy	130	109	100	98	98	98	98
<b>Kapitał własny</b>	<b>3 335</b>	<b>3 484</b>	<b>3 423</b>	<b>3 144</b>	<b>3 091</b>	<b>3 200</b>	<b>3 338</b>
Kapitał zakładowy	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239	2 239
Kapitał zapasowy	619	628	781	782	782	782	782
Pozostałe	416	540	0	-55	-55	-55	-55
Zyski zatrzymane	60	76	403	178	124	234	372
<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>6 642</b>	<b>6 806</b>	<b>7 991</b>	<b>7 559</b>	<b>7 393</b>	<b>7 429</b>	<b>7 473</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

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

<b>PLN mln</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>557</b>	<b>1063</b>	<b>835</b>	<b>546</b>	<b>680</b>	<b>822</b>	<b>840</b>
Zysk netto	82	184	36	-224	-53	109	139
Rezerwy	68	21	57	-8	20	2	0
Amortyzacja aktywów trwałych	547	629	717	767	749	729	709
Zmiany w kapitale obrotowym	-156	301	86	-102	-13	-11	-9
-zapasy	-27	-13	1	-5	-5	-9	2
-należności	-90	45	93	6	-4	-8	6
-zobowiązania	-39	270	-8	-102	-4	5	-16
Pozostałe przepływy netto	16	-72	-61	113	-22	-8	1
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-573</b>	<b>-884</b>	<b>-1124</b>	<b>-693</b>	<b>-703</b>	<b>-738</b>	<b>-663</b>
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych	-534	-888	-1150	-628	-697	-729	-665
Wydatki z tytułu nabycia jednostek zew.	-13	6	7	-2	0	0	0
Pozostałe przepływy netto	-26	-2	19	-64	-6	-10	2
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-223</b>	<b>-248</b>	<b>393</b>	<b>-97</b>	<b>-129</b>	<b>-81</b>	<b>-78</b>
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (długoterm.)	-10	-246	135	-99	-31	-62	-60
Wpływy z tytułu kredytów/ pożyczek (krótkoterm.)	40	-27	151	57	-98	-19	-18
Zmiany kapitałów własnych	10	-35	-29	-55	0	0	0
Dywidendy wypłacone	0	0	-67	0	0	0	0
Pozostałe przepływy netto	-263	60	204	0	0	0	0
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>-239</b>	<b>-69</b>	<b>103</b>	<b>-244</b>	<b>-152</b>	<b>3</b>	<b>98</b>
Początkowe saldo gotówki	756	517	447	550	306	154	157
Końcowe saldo gotówki	517	447	550	306	154	157	255

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

# Santander Biuro Maklerskie

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

## Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	<a href="mailto:pawel.bartczak@santander.pl">pawel.bartczak@santander.pl</a>
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	<a href="mailto:pawel.kubiak@santander.pl">pawel.kubiak@santander.pl</a>
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	<a href="mailto:jacek.siera@santander.pl">jacek.siera@santander.pl</a>
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	<a href="mailto:karol.koszarski@santander.pl">karol.koszarski@santander.pl</a>
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	<a href="mailto:maciej.ciesielski@santander.pl">maciej.ciesielski@santander.pl</a>

## Departament Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych*  
*Strategia, Finanse*

Paweł Puchalski, CFA  
*Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy*

Adrian Kyrz, *Analityk Akcji*  
*Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji*  
*Sektor Detaliczny, E-commerce, Gry*

Michał Sopieli, *Analityk Akcji*  
*Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk Akcji*  
*Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Stanisław Czerwiński, *Analityk Akcji*  
*Gry*

### 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, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 0000008723, NIP: 896-000-56-73, kapitał zakładowy 1.021.893.140 zł, w całości wpłacony. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piękna 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 portfelu 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 portfelu, 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 korzystał 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 Damodara). 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 pokrytych 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 instrumentie 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, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć 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 zależna jest 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 sporządzanie rekomendacji. 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.