



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW PKP CARGO – 3Q'18; 2018-11-22 15:00



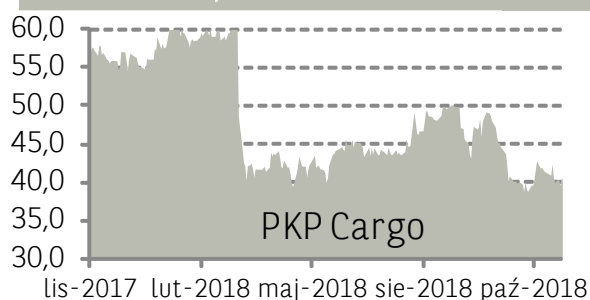
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	40,30
Kapitalizacja (mln zł)	1 804,9
Free float	100,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,6
P/E	8,0
EV/EBITDA	3,05

### Notowania spółki



## WYNIKI 3Q18

mln PLN	3Q'18	3Q'17	r/r	3Q'18	wstępne wyniki 3Q	różnica	3Q'18	kons. PAP	różnica
<b>Przychody</b>	<b>1 329,4</b>	<b>1 192,9</b>	11,4%	<b>1329,4</b>	<b>1329,3</b>	0,0%	<b>1329,4</b>	<b>1319,6</b>	0,7%
Praca przewozowa (mln tkm)	7 937,0	7 914,0	0,3%						
Przewieziona masa (tys. ton)	31 084,0	30 421,0	2,2%						
<b>EBITDA</b>	<b>279,0</b>	<b>198,7</b>	40,4%	<b>279,0</b>	<b>275,7</b>	1,2%	<b>279,0</b>	<b>236,8</b>	17,8%
marża EBITDA	21,0%	16,7%		21,0%	20,7%		21,0%	17,9%	
<b>EBIT</b>	<b>141,8</b>	<b>57,1</b>	148,5%	<b>141,8</b>	<b>137,7</b>	2,9%	<b>141,8</b>	<b>95,1</b>	49,1%
marża EBIT	10,7%	4,8%		10,7%	10,4%		10,7%	7,2%	
<b>Zysk netto</b>	<b>104,7</b>	<b>32,4</b>	223,3%	<b>104,7</b>	<b>104,5</b>	0,2%	<b>104,7</b>	<b>65,6</b>	59,6%
marża netto	7,9%	2,7%		7,9%	7,9%		7,9%	5,0%	
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>213,0</b>	<b>209,5</b>	1,6%						

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dzisiaj wyniki 3Q'18 były zgodne z podanymi na koniec października szacunkami. Oceniamy je jednak pozytywnie z uwagi na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu rezultatów. Podtrzymujemy także pozytywną opinię o spółce biorąc pod uwagę perspektywy kolejnych kwartałów – uważamy, że wzrost stawek za przewozy zrekompensuje presję kosztową (energia, wynagrodzenia), co pozwoli na dalszy wzrost wyników w 2019 r.

Głównym źródłem wzrostu generowanej przez PKP Cargo EBITDA są rosnące stawki za przewozy – przy minimalnym zwiększeniu pracy i przewiezionej masy, spółka wykazuje ponad 11% dynamikę przychodów. Tymczasem główne pozycje kosztowe wykazują mniejsze tempo wzrostu w III kwartale: usługi obce +4,3% r/r (w tym najważniejsza pozycja dostępu do infrastruktury rośnie proporcjonalnie do pracy przewozowej), a wynagrodzenia rosną o 7,5% r/r. Od dwóch kwartałów większą dynamikę wykazuje linia zużycia materiałów i energii (+13,3% r/r), jednak głównie za sprawą zużycia paliwa (+23,2% r/r – wzrost cen ropy; 54% lokomotyw PKP Cargo to pojazdy spalinowe). Zużycie energii w kwartale rosnęło o 8,6% r/r.

W efekcie EBITDA PKP Cargo wzrosła o 40,4% r/r, a przy niższej amortyzacji, EBIT był o prawie 1,5x większy r/r. Stabilne koszty finansowe i niższa stawka podatku (20,9% vs 28,2%) przetożyły się na jeszcze szybsze tempo poprawy zysku netto.

Spółka wypracowała także silny cash flow operacyjny – choć dynamika r/r jest mniejsza niż w przypadku EBITDA, to zwracamy uwagę na wysoką bazę z 3Q'17 (mocny wpływ ruchów na rezerwach). CAPEX w kwartale wyniósł 164,6 mln PLN. Wskaźnik długu netto do EBITDA zmniejszył się na koniec kwartału do 1,4x (1,6x po 2Q'18 i po 3Q'17).

*Wzrost cen przewozów  
źródłem poprawy  
wyników*

*Silny cash flow,  
mniejszy wzrost CAPEX  
powoduje poprawę  
wskaźników zadłużenia*



**BGZ BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLERSKIE

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bgzbnpparibas.pl  
www.bgzbnpparibas.pl



## PERSPEKTYWY

- **2018:** Oczekujemy, iż PKP Cargo powinien zrealizować prognozę EBITDA w wysokości 904,8 mln PLN (EV/EBITDA=3,0x). Przy obecnym konsensusie wg Bloomberg'a rządu 880 mln PLN wskazuje to na umiarkowany potencjał do rewizji prognoz w górę. Z kolei nie zrealizowane zostaną oczekiwania Zarządu co do CAPEX'u (878,5 mln PLN jednostkowo) biorąc pod uwagę wydatek 509,5 mln PLN po 1-3Q'18 (i to w ujęciu skonsolidowanym).
- **2019:** Zarząd oczekuje przeniesienia w cenach przewozów rosnących kosztów. Wprowadzie jednostkowy koszt na tys. tkm może rosnąć szybciej niż obecnie (+4,6% r/r po 1-3Q'18), utrzymane może być jednak tempo przychodów (+9,3% r/r zł/tys. tkm po 1-3Q'18). W efekcie **ambicją Zarządu jest osiągnięcie „czterocyfrowej” EBITDA**. Ponownie daje to umiarkowany potencjał do rewizji rynkowego konsensusu w górę (obecnie EBITDA'19 wg Bloomberg'a = 941,8). Kolejnym pozytywnym przesłaniem jest również, wg Zarządu, utrzymanie wydatków inwestycyjnych pod kontrolą. Rozumiemy przez to, iż przyszłoroczne wydatki mogą nie być większe względem tegorocznej prognozy.
- **Dywidenda:** Zarząd podtrzymuje chęć wypłaty dywidendy z zysku za 2018 r.
- **Strategia:** Jeszcze w grudniu Zarząd może zaprezentować zarówno update strategii, jak i prognozy oraz oczekiwania odnośnie 2019 r.

*Oczekujemy realizacji tegorocznej prognozy EBITDA*

*Dalszy wzrost cen przewozów źródłem kontynuacji poprawy wyników w 2019 r.*

*Prezentacja prognoz na 2019 i strategii możliwa jeszcze w grudniu br.*

## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl">lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl">paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>



**BGZ BNP PARIBAS**  
**BIURO MAKLESKIE**

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestyjni@bgzbnpparibas.pl)  
[www.bgzbnpparibas.pl](http://www.bgzbnpparibas.pl)



## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby Klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)