



KOMENTARZ DO WYNIKÓW PKP CARGO – 4Q'18; 2019-03-21 16:42



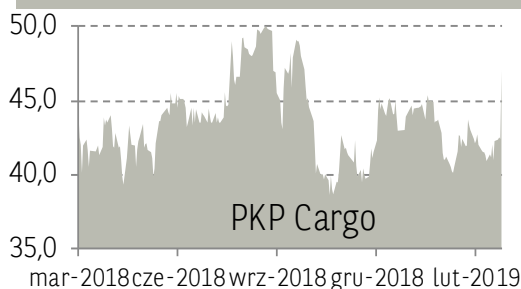
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	47,00
Kapitalizacja (mln zł)	2 105,0
Free float	67,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,8
P/E	11,4
EV/EBITDA	3,40

Notowania spółki



WYNIKI 4Q'18

mln PLN	4Q'18	4Q'17	r/r	2018	2017	różnica
Przychody	1 377,8	1 278,3	7,8%	5 183,0	4 692,7	10,4%
Praca przewozowa (mln tkm)	8 105	8 074	0,4%	31 390	31 011	1,2%
Przewieziona masa (tys. ton)	31 223	31 091	0,4%	31 223	119 141	-73,8%
EBITDA	223,4	170,4	31,1%	907,0	700,3	29,5%
<i>marża EBITDA</i>	16,2%	13,3%		17,5%	14,9%	
EBIT	1,9	52,5	-96,4%	277,6	155,0	79,1%
<i>marża EBIT</i>	0,1%	4,1%		5,4%	3,3%	
Zysk netto	-10,3	29,9	-134,6%	183,9	81,7	125,2%
<i>marża netto</i>	-0,8%	2,3%		3,5%	1,7%	
Cash flow operacyjny	257,2	142,5	80,5%	863,0	600,7	

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dzisiaj wyniki 4Q'18 były zgodne z podanymi tydzień temu szacunkami. Oceniamy je jednak pozytywnie z uwagi na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu rezultatów. Ponadto spółka pozytywnie zaskoczyła poziomem zaproponowanej dywidendy (1,5 PLN na akcję, DY=3,5% przed dzisiejszą sesją), oraz prognozą wyników na 2019 r. (+14% r/r EBITDA bez uwzględnienia wpływu MSSF 16). Podtrzymujemy więc pozytywną opinię o spółce biorąc pod uwagę perspektywę kolejnych kwartałów, czyli dalszy wzrost stawek za przewozy oraz potencjalne rekompensaty za wzrost cen prądu.

Głównym źródłem wzrostu generowanej przez PKP Cargo EBITDA są rosnące stawki za przewozy – podobnie jak w poprzednich kwartałach, przy minimalnym zwiększeniu pracy i przewiezionej masy, spółka wykazuje wyższą dynamikę przychodów (+7,8% r/r). PKP Cargo cały czas korzysta z rosnących przewozów kruszyw i materiałów budowlanych (+7,1% r/r praca przewozowa) oraz przewozów intermodalnych (+29,1% r/r praca). Z drugiej strony ok. 6% spadek notują przewozy węgla kamiennego oraz metali i rudy. G

W przypadku pozycji kosztowych zwracamy uwagę na zmianę ich prezentacji w raporcie rocznym (inne grupowanie części kosztów), co utrudnia ich porównanie dla samego IV kwartału. Zauważamy wzrost amortyzacji (wpływ 69 mln PLN odpisu na AWT) oraz wynagrodzeń (+13,8% r/r, efekt wypłacenia premii). Koszt zużycia paliwa i energii jest zbliżony do dynamiki przychodów, podczas gdy koszt dostępu do infrastruktury pozostaje bez zmian r/r. W efekcie EBITDA PKP Cargo wzrosła o 31,1% r/r, jednak z uwagi na wyższą amortyzację, EBIT wyniósł zaledwie 1,8 mln PLN. Wyższe koszty finansowe zostały w większości skompensowane niższym r/r podatkiem, a strata na poziomie netto wyniosła 10,3

*Wzrost cen przewozów
źródłem poprawy
wyników*

*Zmiana prezentacji linii
kosztowych utrudnia ich
ocenę w 4Q*

*Kontynuacja
dwucyfrowego wzrostu
EBITDA r/r*

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLERSKIE

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



mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, iż spółka wypracowała silny cash flow operacyjny, który wyniósł 257,2 mln PLN (+80,5% r/r). Wydatki inwestycyjne wyniosły w kwartale 118,45 mln PLN. Wskaźnik długu netto do EBITDA zmniejszył się na koniec kwartału do 0,9x (1,4x po 3Q'18 i 1,3x po 4Q'17).

Silny cash flow, mniejszy wzrost CAPEX powoduje poprawę wskaźników zadłużenia

PERSPEKTYWY

- **Prognoza EBITDA:** Zarząd oczekuje zrealizowania w 2019 r. wyniku rządu 1 153 mln PLN, z czego 118 mln PLN jest związane ze zmianą standardu rachunkowości MSSF16. Z wyłączeniem tego elementu planowany jest wzrost EBITDA z 907 do 1 035 mln PLN (+14,1% r/r), tymczasem konsensus wg Bloomberg'a zakłada 959,4 mln PLN. Co istotne, **prognoza nie uwzględnia potencjalnego wpływu rekompensat cen energii przewidzianych przez rząd dla branż energochłonnych**, co stanowi dodatkowy upside (nawet ok. 80 mln PLN, nie wiadomo jednak kiedy przepisy wejdą w życie).
- **Rynek:** Zarząd z uwagi na wysoki popyt na przewozy, nie obawia się ewentualnej presji klientów na stawki w związku z brakiem podwyżek cen energii w 2019 r. Oczekiwany jest dalszy wzrost cen przewozów węgla kamiennego. Spółka oczekuje także rosnących wolumenów **kruszyw i materiałów budowlanych – szczyt przewozowy przewidziany jest na lata 2019-2021**. Z tego powodu poprawiać ma się także przewóz metali i rud. Kontynuowany ma być także długoterminowy trend wzrostu udziału przewozów intermodalnych (bardzo rentowny element miks).
- **Koszty:** Na koszty energii pozytywnie wpływać będą potencjalne rekompensaty. Jednostkowy koszt dostępu do infrastruktury powinien spadać z uwagi na wzrost wolumenu. Brak dużych odpisów jak na AWT ma obniżyć amortyzację. W przypadku wynagrodzeń spodziewana jest stabilizacja i dalszy rozwój systemu bonusowego. W efekcie **celem zarządu jest utrzymanie tendencji szybszego wzrostu przychodów jednostkowych względem kosztów jednostkowych i dalsza poprawa rentowności EBITDA**.
- **CAPEX:** Zgodnie z zapowiedziami zarządu, wydatki inwestycyjne mają być elastyczne i dostosowane do popytu rynkowego. W 2019 r. nie przekroczą jednak 1,0 mld PLN.
- **Strategia:** Zarząd podtrzymuje, iż poszukuje kolejnych celów akwizycyjnych zarówno w Polsce, jak i zagranicą. Ponadto podtrzymany został cel osiągnięcia 5% rentowności netto od 2019 i 8% od 2023.
- **AWT:** Zarząd przedstawił wyniki AWT za ostatnie lata (EBITDA: 15 i 16 mln EUR, EBIT: -5 i -21 mln EUR odpowiednio w 2017 i 2018). Wynik netto był od 2015 r. ujemny, dokonany odpis był więc urealnieniem wartości spółki. Zarząd dokonał w AWT znacznej restrukturyzacji (ograniczenie kosztów, zmiana miks sprzedażowego z węgla na przewozy intermodalne) i **celem jest wypracowanie zysku netto w 2019 r.**

Prognoza EBITDA powyżej rynkowych oczekiwań, ceny prądu dodatkowym upside

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

Oczekiwana dalsza poprawa rentowności PKP Cargo

Elastyczne podejście do CAPEX

Niewykluczone dalsze przejęcia

Restrukturyzacja AWT powinna poprawić wyniki spółki zależnej





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek1@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@raiffeisen.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@raiffeisen.pl
Adrian Cieślak		adrian.cieslak@raiffeisen.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bgzbnpparibas.pl

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/>

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

Autorzy: Michał Krajczewski, CFA



BGZ BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

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



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