



Dom Maklerski BDM S.A.

PKP CARGO

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJACY)

WYCENA 42,6 PLN

17 czerwca 2016

Decydujemy się na rozpoczęcie wydawania rekomendacji na PKP Cargo od zalecenia Kupuj z ceną docelową 42,6 PLN, ponieważ sądzimy, że okres intensywnych zawirowań spółka ma już za sobą, a w wyniku kumulacji kilku negatywnych czynników jej kurs znalazł się na atrakcyjnych poziomach (EV/EBITDA na 2016 i 2017 wynoszą odpowiednio 4,3x i 3,4x). Ponadto od 4Q'16 powinna być odczuwalna poprawa w segmencie przewozów kruszyw i materiałów budowlanych, co może mieć pozytywne odzwierciedlenie w średnich stawkach za wykonywaną pracę przewozową. Na to nakładają się także lepsze cenniki za przewozy węgla. Stawki za pracę przewozową w dwóch ostatnich kontraktach z Eneą oraz PGNiG Termiką są o ponad 1/3 wyższe od zeszłorocznych stawek za przewozy realizowane dla Enei i PGE.

Już od blisko roku rynek dyskontuje negatywne czynniki, które obecnie mają odzwierciedlenie w wynikach generowanych przez PKP Cargo. Pierwszym z nich są niskie ceny za pracę przewozową w segmencie paliw stałych, widoczne już w kontrakcie podpisanym z Eneą w lipcu 2015 roku. W kontraktach z PGE i Tauronem podpisanych końcem zeszłego roku PKP Cargo dodatkowo straciło część zleceń na rzecz konsorcjum DB Schenker i CTL Logistics. Trudną sytuację na rynku węgla spółka miała sobie odbić przewozami kruszyw, napędzanymi przez inwestycje infrastrukturalne finansowane z nowej perspektywy UE. Jednak w wyniku rozstrzygnięć jakie zapadły podczas jesiennych wyborów do parlamentu, zmaterializowane zostało ryzyko przesunięcia przetargów do momentu pełnego ukonstytuowania się nowej administracji. Pewnym ciężarem dla PKP Cargo było także przejęcie w 2015 roku AWT, a konkretnie problemy jego głównego klienta – OKD. Ryzyka z tym związane objawiły się w postaci ogłoszenia upadłości tej spółki, co skutkowało majowym załamaniem kursu PKP Cargo. Rynek negatywnie odebrał również informację o braku dywidendy, ponieważ spółka już w prospekcie emisyjnym ogłosiła politykę zgodnie, z którą zamierza się dzielić zyskiem z akcjonariuszami.

Zgodnie z naszymi prognozami w okresie 2Q'16 efekt wspomnianych czynników powinien być jeszcze widoczny (spadek oczyszczonego EBITDA o 26,1% r/r). Zwracamy jednak uwagę, że nowy zarząd zapowiedział wzrost stawek przewozowych, co widać po kontraktach podpisanych w tym roku z Eneą i PGNiG Termiką. W przypadku Enei cennik wzrósł o ponad 1/3 i wpływu lepszych cenników na wyniki spodziewamy się dopiero w 2H'16. Szczególnie powinno być to widoczne w 4Q'16 kiedy to zakładamy stopniową poprawę na rynku przewozów kruszyw. Oczekiwana wzrost ma związek z inwestycjami infrastrukturalnymi finansowanymi z nowego planu finansowego UE. Z budżetu GDDKiA obejmującego 4,1 tys. km dróg szybkiego ruchu otwarto już koperty w przetargach na 1,3 tys. km. Ponadto PKP PLK planuje wydać na modernizację i rozbudowę infrastruktury ponad 60 mln PLN. Dlatego wraz z rokiem 2017 oczekujemy wejścia PKP Cargo w okres wyraźnej poprawy wyników (+22,9% r/r w 2017) i powrotu do wypłacania dywidendy.

Wycena DCF [PLN]	40,3
Wycena porównawcza [PLN]	47,7
Wycena końcowa [PLN]	42,6
Potencjał do wzrostu / spadku	30,9%
Koszt kapitału	9,00%

Cena rynkowa [PLN]	32,51
Kapitalizacja [mld PLN]	1,5
Ilość akcji [mln szt.]	44,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	68,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	28,99

Stopa zwrotu za 3 mc	-36,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-45,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-52,7%

Struktura akcjonariatu:	
PKP S.A.	33,0%
NN OFE	12,9%
Aviva OFE	5,2%
Pozostali	48,9%

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435

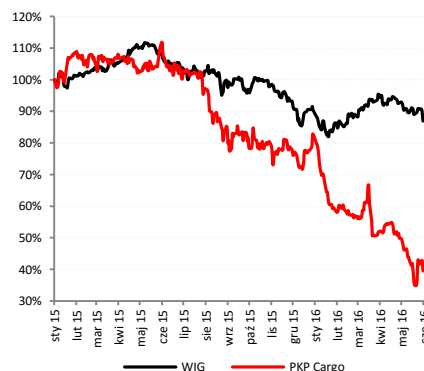
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3 Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4257,1	4554,1	4557,6	4880,5	5240,3	5411,2
EBITDA [mln PLN]	444,3	704,6	609,4	748,8	880,3	978,9
EBITDA skorygowana [mln PLN]*	709,6	636,8	609,4	748,8	880,3	978,9
EBIT [mln PLN]	77,1	55,9	54,6	194,1	314,6	389,9
Wynik netto [mln PLN]	61,3	31,4	1,7	98,3	196,1	257,5
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E	24,1	47,1	846,3	15,0	7,5	5,7
EV/EBITDA	3,8	3,3	4,3	3,4	2,8	2,3
EV/EBITDA skorygowana*	2,4	3,7	4,3	3,4	2,8	2,3
EV/EBIT	21,7	41,7	47,8	13,3	7,8	5,8

*EBITDA oczyszczona o zdarzenia jednorazowe



SPIS TREŚCI

PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
OBECNA CENA RYNKOWA NA TŁE WARTOŚCI MAJĄTKU PKP CARGO	10
OPIS RYZYK	11
INFORMACJE O SPÓŁCE.....	12
GŁÓWNE OBSZARY DZIAŁALNOŚCI PKP CARGO	21
WYNIKI PKP CARGO ZA 1Q'16	25
PERSPEKTYWY NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY.....	29
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	31

PODSUMOWANIE

Wyceny PKP Cargo dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wycenę porównawczą. Metoda porównawcza w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 dała cenę jednej akcji na poziomie 47,7 PLN. Z kolei wycena modelem DCF sugeruje cenę 1 akcji na poziomie 40,3 PLN. Dla wyceny metodą DCF przyjęliśmy wagę 70%, a dla metody porównawczej 30%. Wycena końcowa wynosi 42,6 PLN

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	70%	40,3
Wycena metodą porównawczą [PLN]	30%	47,7

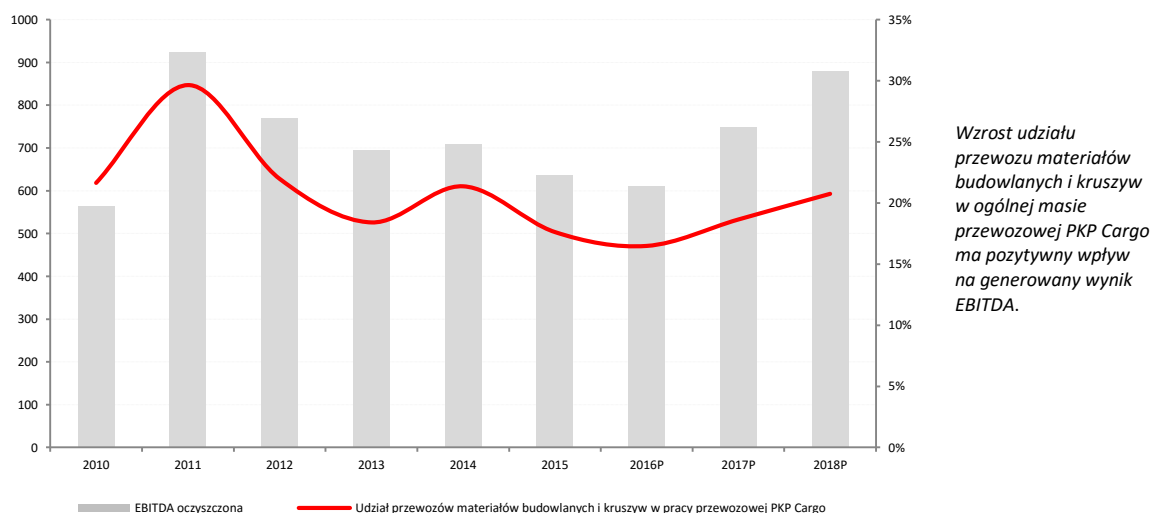
Wycena spółki [PLN]	42,6
----------------------------	-------------

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przełom 2015/16 roku przyniósł liczne zawirowania wokół PKP Cargo, sprowadzając kurs spółki na historyczne minima. Złożyły się na to mniejsze stawki za przewozy węgla w zeszło rocznych kontraktach, utrata części zleceń od PGE i Tauronu oraz opóźnienie w realizacji inwestycji infrastrukturalnych wywołane zmianą administracji centralnej po jesiennych wyborach do parlamentu. Ponadto nowy prezes Maciej Libiszewski ogłosił brak dywidendy za 2015 oraz zwrot w strategii zarządzania firmą (odejście od pionizacji zarządzania przedsiębiorstwem oraz większe zaangażowanie w dialogu ze stroną społeczną). Dodatkowo w maju 2016 roku zmaterializowały się ryzyka związane z największym klientem na rynku czeskim – OKD, który został postawiony w stan upadłości.

Wymienione czynniki powinny mieć jeszcze w 2Q'16 wpływ oczyszczony - wynik EBITDA (128,9 mln PLN - 26% r/r). Okres 3Q'16 także może przynieść słabsze odczyty r/r, jednak niekorzystna tendencja na rynku węgla powinna się już wtedy stopniowo poprawiać. Zwracamy uwagę, że w 2Q'16 PKP Cargo udało się podpisać z Enę kontrakty ze stawką o 1/3 wyższą w porównaniu do zeszłorocznych umów. Podobne stawki za wykonaną pracę przewozową udało się uzyskać również przy realizacji zleceń dla PGNiG Termiki. Spodziewane uruchomienie inwestycji infrastrukturalnych powinno skutkować lepszą strukturą przychodów (wyższe stawki za przewozy kruszyw), już od przełomu 2016/17 roku. W całym 2016 roku prognozujemy EBITDA w wysokości 609,4 mln PLN, czyli po oczyszczeniu na poziomie niższym o 4,3% r/r. Biorąc pod uwagę nastawienie obecnego kierownictwa PKP Cargo do strony społecznej, uwzględniliśmy w naszych założeniach na ten rok średniego wynagrodzenia na osobę o 5% względem 2015 roku.

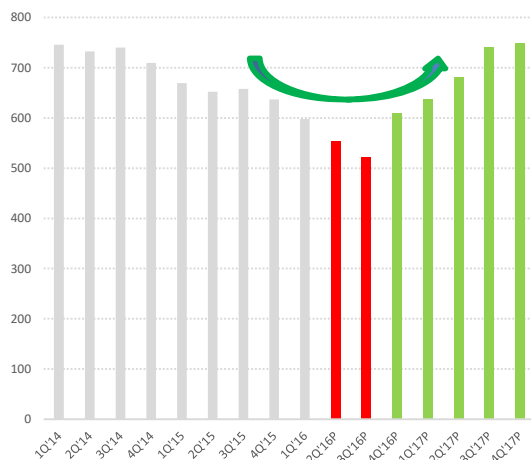
Oczyszczona EBITDA na tle struktury pracy przewozowej PKP Cargo [mln PLN]



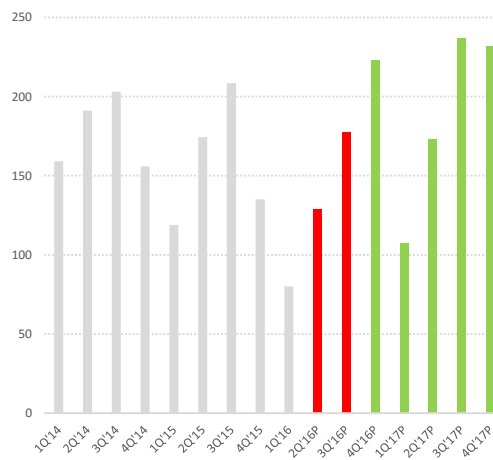
Wzrost udziału przewozu materiałów budowlanych i kruszyw w ogólnej masie przewozowej PKP Cargo ma pozytywny wpływ na generowany wynik EBITDA.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oczyszczona EBITDA narastająco [mln PLN]



Oczyszczona EBITDA kwartalnie [mln PLN]



kolor czerwony – spadek w ujęciu r/r
kolor zielony – wzrost w ujęciu r/r

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

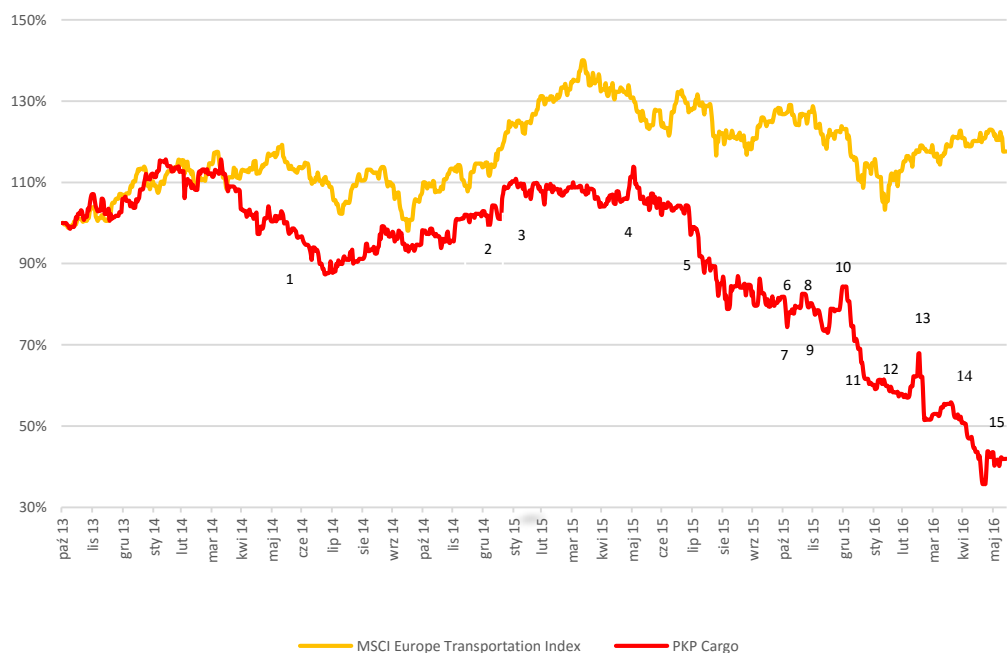
Stawki w kontraktach podpisanych z kluczowymi klientami

Data	Kontrahent	Wartość brutto [mln PLN]	Masa	praca przewozowa [mln tkm]	stawka [PLN/tkm]
6/16	Enea	37,0	1,3	410	0,09
5/16	Enea	54,0	5,0	640	0,08
2/16	PGNIG Termika	20,0	1,0	207	0,10
12/15	Tauron	142,3	8,5	-	-
11/15	PGE	288,9	13,3	4109	0,07
7/15	Enea	28,3	3,6	461	0,06
7/15	Enea	34,2	1,5	500	0,07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wzrost stawek za przewozy stał się już faktem dlatego w naszych prognozach na od 4Q'16 zakładamy zauważalną poprawę wyników. Na wzrost w przewozach paliw stały się jeszcze lepsza koniunktura w segmencie kruszyw wywołana inwestycjami infrastrukturalnymi. Przewozy kruszyw cechują się wyższymi stawkami więc powinno to mieć pozytywne odzwierciedlenie w rentowności PKP Cargo. Z kolei 2 i 3Q'16 mogą być jeszcze pod presją cenników wynikających ze starych umów.

Zachowanie kursu PKP Cargo na tle indeksu MSCI Europe Transportation



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

1. Sprzedaż przez PKP S.A. 17% udziałów w PKP Cargo
2. Podpisanie umowy w sprawie nabycia AWT
3. Ogłoszenie PDO
4. Finalizacja transakcji nabycia AWT
5. Podpisanie kontraktu z Eneą (erozja cenników za przewozy)
6. Wybory do parlamentu i zmiana ekipy rządzącej – ryzyko przesunięcia realizacji przetargów do czasu pełnego ukonstytuowania się nowej administracji
7. Koniec ograniczenia zbywalności akcji pracowniczych PKP Cargo
8. Podpisanie Umowy w sprawie nabycia Orlen Kol Trans i ZCP Euronafit Trzebinia
9. Podpisanie nowej umowy z PGE – utrata części zleceń
10. Podpisanie umowy z Tauronem – utrata części zleceń
11. Wybór nowego prezesa
12. Umowa z PGNiG Termiką
13. Odpis z tytułu utraty wartości aktywów, słabe wyniki za 4Q'15 i zapowiedź braku dywidendy
14. Ogłoszenie niewypłacalności OKD
15. Umowy z Eneą na dostawy węgla do elektrowni w Kozienicach z Bogdanki i ze Śląska, w obu przypadkach cenniki okazały się o ponad 1/3 wyższe niż przed rokiem

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy prognozując w horyzoncie 10 – letnim wolne przepływy pieniężne (*free cash flows*) i dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Poziom ryzyka systematycznego wyrażony współczynnikiem Beta został ustalony na poziomie 1,0.

Główne założenia modelu

- W wyniku uruchomienia inwestycji infrastrukturalnych poprawie powinna ulec koniunktura w budownictwie, co jak zakładamy pozytywnie przełoży się na rynek przewozów kruszyw i materiałów budowlanych. Dynamiczny wzrost w przewozach kruszyw oraz w segmencie paliw płynnych będący efektem przejścia Orlen Kol Trans powinny skutkować wyraźnym spadkiem udziału przewozów węgla w pracy przewozowej PKP Cargo ogółem. W związku z tym zakładamy wzrost średnich stawek w przeliczeniu na tona kilometr, gdyż przewozy węgla z racji prostoty i wysokiej standaryzacji tej usługi, cechują się najniższymi stawkami.
- W dłuższym terminie zakładamy spadek produkcji węgla w Polsce o 1% r/r, a co za tym idzie masy przewozowej PKP Cargo w tym segmencie
- Oceniamy, że w najbliższych okresach spadek udziałów rynkowych zostanie zahamowany dzięki większemu popytowi na przewóz kruszyw, związanym z inwestycjami infrastrukturalnymi finansowanymi z nowej perspektywy finansowej UE. Pełen efekt uruchomienia środków unijnych powinien być odczuwalny już w 2017 roku, dlatego w tym okresie zakładamy wzrost EBITDA do 748,9 mln PLN
- Oczekujemy w najbliższych 5 latach utrzymania zatrudnienia na obecnym poziomie, co było już sygnalizowane przez zarząd. Nowe władze spółki powinny być również bardziej otwarte na dialog ze stroną społeczną dlatego zakładamy utrzymanie tempa wzrostu płac o 5% rocznie.
- Obecnie PKP Cargo ponosi zwiększone nakłady inwestycyjne z tytułu nabycia 15 lokomotyw wielosystemowych za łączną kwotę 316 mln PLN z czego wydał już 164 mln PLN. W nieco dalszej perspektywie spółka powinna ograniczyć się do nakładów związanych z utrzymaniem majątku, co wynosi około 10% rocznych przychodów. W okresie rezydualnym zakładamy CAPEX = Amortyzacja.
- Poziomy zapasów oraz zobowiązań i należność handlowych zostały obliczone na podstawie historycznych wskaźników obrotowości.
- Dług netto został przyjęty na poziomie z końca 2015 roku.
- Efektywna stopę podatkową zakładamy na poziomie 19%.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 44,8 mln akcji.
- Wyceny dokonano na dzień 17 czerwca 2016.

Wycena jednej akcji metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych dała cenę jednej akcji na poziomie 40,3 PLN.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	4557,6	4880,5	5240,3	5411,2	5443,9	5378,5	5478,7	5560,2	5593,9	5628,9
EBIT[mln PLN]	54,6	194,1	314,6	389,9	321,1	234,3	184,3	272,8	334,4	361,4
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,4	36,9	59,8	74,1	61,0	44,5	35,0	51,8	63,5	68,7
NOPLAT[mln PLN]	44,2	157,2	254,8	315,9	260,1	189,8	149,3	221,0	270,9	292,8
Amortyzacja [mln PLN]	555,2	554,8	565,7	588,9	608,8	622,0	627,5	627,7	628,0	627,2
CAPEX [mln PLN]	-550,4	-605,7	-605,3	-632,6	-627,6	-634,3	-604,6	-615,2	-615,7	-629,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-8,1	-5,8	-5,7	-2,7	-0,5	1,0	-1,6	-1,3	-0,5	-0,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-228,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-187,0	100,5	209,5	269,5	240,7	178,5	170,6	232,2	282,6	289,5
DFCF [mln PLN]	-179,2	89,2	172,2	204,9	169,4	116,1	102,3	128,4	143,7	135,1
Suma DFCF [mln PLN]	1082,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3689,2									
Zdyskontowana wartość rezydualna [mln PLN]	1579,2		Wzrost w okresie rezydualnym				1,0%			
Wartość firmy EV [mln PLN]	2661,3									
Dług netto [mln PLN]	854,3									
Wartość kapitału akcyjnego [mln PLN]	1807,0									
liczba akcji [mln szt.]	44,8									
Wartość na akcje [PLN]	40,3									

Przychody zmiana r/r	0,1%	7,1%	7,4%	3,3%	0,6%	-1,2%	1,9%	1,5%	0,6%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-2,3%	255,3%	62,1%	24,0%	-17,7%	-27,0%	-21,3%	48,0%	22,6%	8,1%
FCF zmiana r/r	98,9%	-153,7%	108,5%	28,6%	-10,7%	-25,8%	-4,5%	36,1%	21,7%	2,4%
Marża EBITDA	14,8%	18,6%	16,6%	15,9%	15,1%	14,5%	13,9%	13,5%	13,0%	12,6%
Marża EBIT	5,2%	6,5%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%
Marża NOPLAT	1,0%	3,2%	4,9%	5,8%	4,8%	3,5%	2,7%	4,0%	4,8%	5,2%
CAPEX / Przychody	12,1%	12,4%	11,6%	11,7%	11,5%	11,8%	11,0%	11,1%	11,0%	11,2%
CAPEX / Amortyzacja	99,1%	109,2%	107,0%	107,4%	103,1%	102,0%	96,4%	98,0%	98,0%	100,4%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	230,2%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	77,1%	77,7%	78,5%	79,2%	79,5%	83,8%	85,9%	88,5%	94,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	22,9%	22,3%	21,5%	20,8%	20,5%	16,2%	14,1%	11,5%	5,8%	0,0%
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,3%	8,4%	8,5%	8,7%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Beta		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
	0,7	36,2	39,6	43,8	49,1	56,1	65,7	79,4	101,1	140,0
	0,8	33,1	36,0	39,7	44,2	50,1	57,9	68,9	85,3	112,6
	0,9	30,2	32,9	36,0	39,9	44,9	51,4	60,2	73,0	93,1
	1	27,7	30,0	32,7	36,1	40,3	45,8	53,0	63,2	78,4
	1,1	25,3	27,3	29,8	32,7	36,3	40,9	47,0	55,2	67,0
	1,2	23,1	25,0	27,1	29,7	32,8	36,7	41,8	48,5	57,9
	1,3	21,2	22,8	24,7	26,9	29,6	33,0	37,3	42,9	50,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		Wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
	3%	39,6	43,5	48,4	54,8	63,2	75,0	92,7	122,2	181,2
	4%	33,1	36,0	39,7	44,2	50,1	57,9	68,9	85,3	112,6
	5%	27,7	30,0	32,7	36,1	40,3	45,8	53,0	63,2	78,4
	6%	23,1	25,0	27,1	29,7	32,8	36,7	41,8	48,5	57,9
	7%	19,3	20,8	22,4	24,4	26,8	29,7	33,4	38,1	44,3
	8%	16,0	17,2	18,5	20,1	21,9	24,2	26,9	30,3	34,6
	9%	13,2	14,1	15,2	16,5	17,9	19,6	21,7	24,2	27,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: Premia za ryzyko/Beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	79,5	73,4	72,1	63,2	58,8	58,5	51,2	47,9	44,9
	4%	66,4	60,2	55,3	50,1	45,9	42,5	38,7	35,6	32,8
	5%	56,1	50,1	45,2	40,3	36,3	33,1	29,6	26,8	24,3
	6%	47,9	42,1	37,4	32,8	29,1	26,0	22,8	20,2	17,9
	7%	41,2	35,6	31,1	26,8	23,3	20,4	17,5	15,1	13,0
	8%	35,6	30,3	25,9	21,9	18,7	16,0	13,3	11,1	9,1
	9%	30,9	25,8	21,7	17,9	14,8	12,3	9,8	7,8	6,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

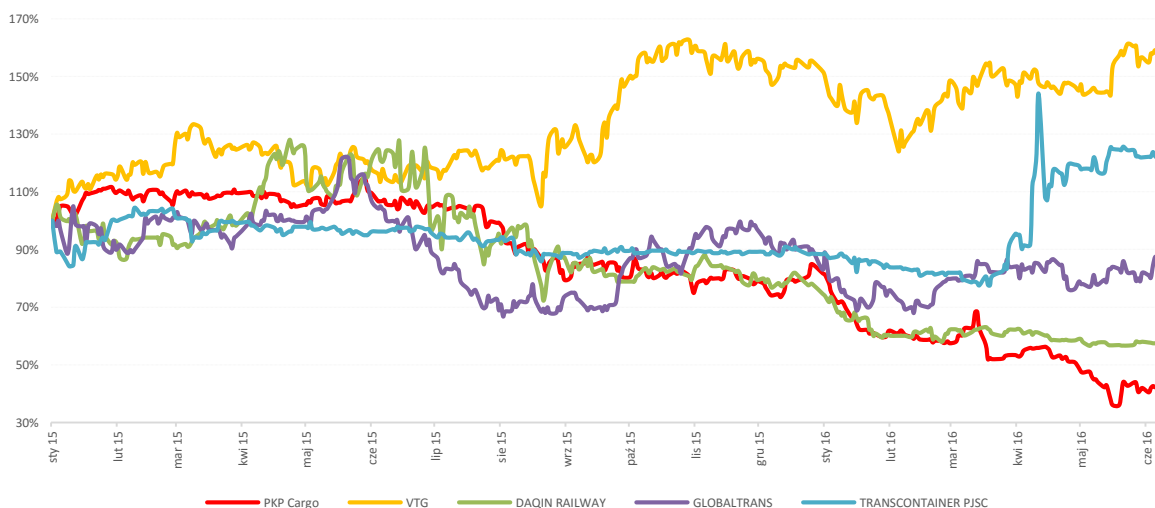
Wycena metodą porównawczą została oparta o nasze prognozy na lata 2016 -2018 dla wybranych towarowych przewoźników kolejowych. Do wyceny wzięliśmy pod uwagę podmioty zagraniczne, które naszym zdaniem najlepiej oddają charakter działalności PKP Cargo. Analizę oparliśmy o wskaźniki P/E, EV/EBITDA . Dla każdego wskaźnika przyjęliśmy wagę 50%. W przypadku wszystkich wskaźników przyjęliśmy 20% wagę dla 2016 roku i po 40% dla 2017 i 2018 roku. Wycena metodą porównawczą sugeruje wycenę jednej akcji na poziomie 47,7 PLN.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
VTG AG	17,8	13,7	11,3	7,1	6,7	6,4
DAQIN RAILWAY	10,7	10,8	12,2	6,2	6,4	6,9
TRANSCONTAINER PJSC	12,8	9,8	8,6	6,2	4,3	3,6
GLOBALTRANS	14,6	10,0	8,8	4,0	3,3	2,7
Mediana wszystkie powyższe spółki	13,7	10,4	10,0	6,2	5,4	5,0
PKP Cargo	846,3	15,0	7,5	4,3	3,4	2,8
Premia/dyskonto do spółki	6076%	44%	-25%	-30%	-36%	-45%
Wycena wg wskaźnika	0,5	22,9	44,0	58,5	65,2	77,1
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników		26,8			68,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Premia / dyskonto						
Wycena 1 akcji [PLN]	47,7					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółki

Kurs PKP Cargo na tle innych przewoźników kolejowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

SYMULACJA WARTOŚCI ŚRODKÓW TRANSPORTU

Dla celów porównawczych przedstawiamy szacunkową symulację wartości odzyskiwalnej taboru posiadanego przez spółkę. Uwzględniając cenę złomu na poziomie 950 PLN/t oraz tonaż floty szacujemy sumę wartości likwidacyjnej tego taboru na ok 1,53 mld PLN (wagony ok 1,27 mld PLN oraz 0,26 mld PLN dla lokomotyw), co daje ok 34,2 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że są to założenia obarczone dużym ryzykiem błędu zaniżenia wartości majątku spółki, jednak wskazują na obecną dokonaną już skalę przeceny kursu PKP Cargo na tle wartości posiadanego majątku (kluczowe znaczenie ma również wartość udziałów rynkowych).

Symulacja wartości taboru transportowego w oparciu o ceny złomu

	Ilość [szt.]	Średnia masa [t]	udział w taborze	średnia masa [t]	szacunkowa cena złomu [PLN/t]	Teoretyczna wartość odzyskiwalna na podstawie cen złomu [mld PLN]
Wagony	66 775	20	100%	20	950	1,27
Lokomotywy	2 602			108	950	0,26
ET22		120	34%			
SM42		70	29%			
ET41, ET42		164	8%			
SM21, SM44		116	8%			
ST 43, ST44		116	20%			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs PKP Cargo na tle cen złomu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OPIS RYZYK

- **Ryzyko polityczne.** PKP Cargo znajduje za pośrednictwem PKP znajduje się pod faktyczną kontrolą Skarbu Państwa, który ma prawo do powoływania i odwoływania co najmniej połowy członków Rady Nadzorczej. Może to skutkować wysoką rotacją personalną na szczeblu kierowniczym w przypadku zmian władzy, co w rezultacie może prowadzić do istotnych zmian w strategii spółki.
- **Upadłość OKD.** Przejęte w 2015 roku AWT około 40% swoich przychodów realizowało dzięki kontraktom z NWR, które w Czechach działało przez swoją spółkę zależną OKD. Na dzień 5 maja PKP Cargo posiadało 17 mln EUR należności od OKD, które w związku z zaistniałą sytuacją mogą zostać objęte odpisem. Obecnie przewozy dla tego podmiotu są realizowane po dokonaniu przedpłat.
- **Spadek średniej prędkości handlowej.** W związku z modernizacją infrastruktury kolejowej obniża się prędkość handlowa na terenie Polski, co skutkuje koniecznością angażowania większej ilości zasobów do realizacji zleceń. Ponadto przedłużające się przestoje na sieci mogą generować wyższe koszty dostępu do niej.
- **Opóźnienie w rozpisywaniu przetargów z nowej perspektywy UE.** Spółka jest wystawiona na ryzyko koniunktury w budownictwie, która obecnie jest pod presją braku przetargów z nowej perspektywy finansowej UE. Przewóz materiałów budowlanych i kruszyw odpowiadał za 17% masy przewiezionych towarów w 2015 roku. Kilkunasto-procentowy spadek produkcji budowlano-montażowej negatywnie odbija się na wynikach PKP Cargo, które także odnotowuje dwucyfrową procentową ujemną dynamikę w obszarze kruszyw.
- **Koniunktura na rynku węgla.** Węgiel odpowiada za około 50% masy towarowej przewiezionej przez PKP Cargo, to wrażliwość generowanych wyników na koniunkturę na tym rynku. W miarę spadających cen węgla, udział transportu w całkowitych kosztach zakupu stawał się coraz bardziej istotną pozycją co wywołało silną presję na stawki przewozowe.
- **Spadające udziały rynkowe.** Od pewnego czasu problemem PKP Cargo pozostają spadające udziały rynkowe, pomimo których spółka pozostaje liderem na rynku przewozów kolejowych w Polsce.
- **Silna pozycja związków zawodowych.** PKP Cargo z racji swojego „państwowego rodowodu” jest podmiotem, gdzie bardzo silną pozycję posiadają pracownicy. Stwarza to potencjalne problemy w przypadku prób dopasowywania struktury zatrudnienia do zmieniających się warunków rynkowych. Ponadto występuje silna presja na podwyżki płac, która nie zawsze może być uzasadniona wynikami jakie osiąga PKP Cargo. W przypadku dużych rozbieżności między oczekiwaniami strony społecznej, a tym co spółka może zaoferować istnieje także ryzyko wystąpienia strajków.

INFORMACJE O SPÓŁCE

PKP Cargo jest operatorem kolejowych przewozów towarowych z największym udziałem w Polskim rynku według danych Urzędu Transportu Kolejowego. Działalność spółki koncentruje się głównie w kraju, ponadto jest wyraźnie obecna w Czechach, Słowacji i Niemczech. Głównym akcjonariuszem PKP Cargo pozostaje Skarb Państwa, który poprzez PKP S.A. kontroluje 33% kapitału zakładowego dających 33% udziału w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Ponadto zgodnie ze statutem PKP S.A. ma prawo do powoływania co najmniej połowy członków Rady Nadzorczej PKP Cargo.

Struktura akcjonariatu na dzień 31 marca 2016 roku.

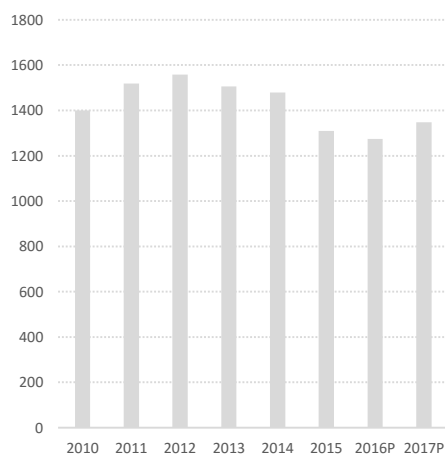
	Liczba akcji [mln szt.]	% w kapitale zakładowym	Liczba głosów [mln]	% głosów na WZA
PKP S.A.	14,8	33,0%	14,8	33,0%
NN OFE	5,8	12,9%	5,8	12,9%
Aviva OFE	2,3	5,2%	2,3	5,2%
Pozostali	21,9	48,9%	21,9	48,9%
Razem	44,8	100,0%	44,8	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZATRUDNIENIE

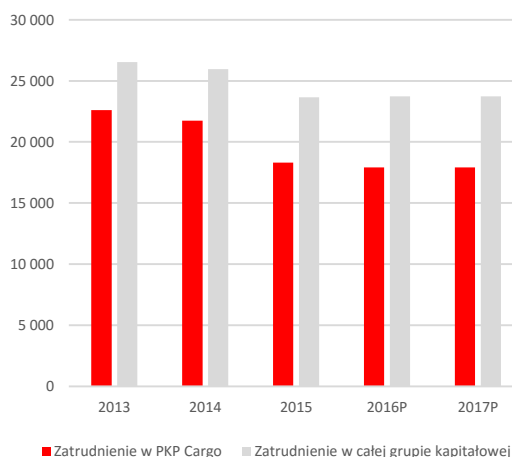
Spółkę charakteryzuje znaczny poziom zatrudnienia, co ma swoje źródło w silnej pozycji związków zawodowych działających w PKP Cargo. Poprzedni zarząd prowadził aktywną politykę dotyczącą redukcji zatrudnienia poprzez Program Dobrowolnych Odejść, który skutkowało obniżeniem funduszu płac o 11% (bez uwzględniania kosztów PDO oraz kosztów zatrudnienia w AWT). Samo PDO 335,5 mln PLN i pozwoliło ograniczyć zatrudnienie z blisko 22 tys. pracowników na koniec 2014 do niespełna 18 tys. osób na początku 2016 roku. Zgodnie z zapowiedziami zarządu daje to około 100 mln PLN oszczędności rocznie. Jednak pod kątem efektywności operacyjnej na pracownika PKP Cargo nadal odstaje od zagranicznych przewoźników kolejowych. Nowy prezes wykazuje dużo bardziej otwartą postawę na stronę społeczną, co mogło zostać przez rynek negatywnie odebrane, niemniej jednak akcja strajkowa w PKP Cargo została odwołana. Mając na uwadze zmianę strategii nowego kierownictwa w tym obszarze zakładamy w kolejnych latach 5% wzrost przeciętnego wynagrodzenia i brak kolejnych zwolnień.

Koszt świadczeń pracowniczych bez AWT, Pakietu Gwarancji Pracowniczych i PDO [mln PLN]



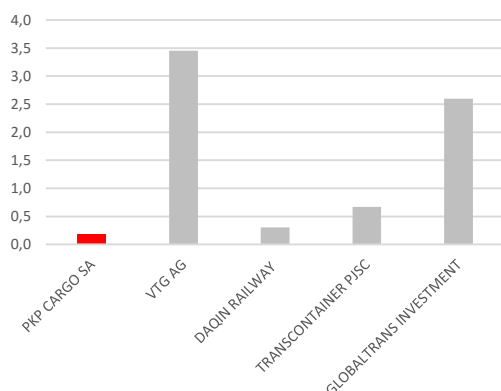
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zatrudnienie w PKP Cargo i w grupie PKP Cargo



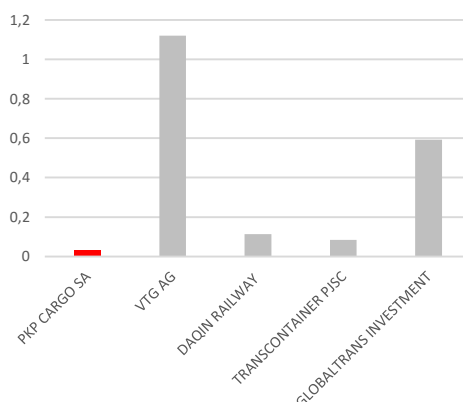
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody na pracownika w 2015 roku [mln PLN]



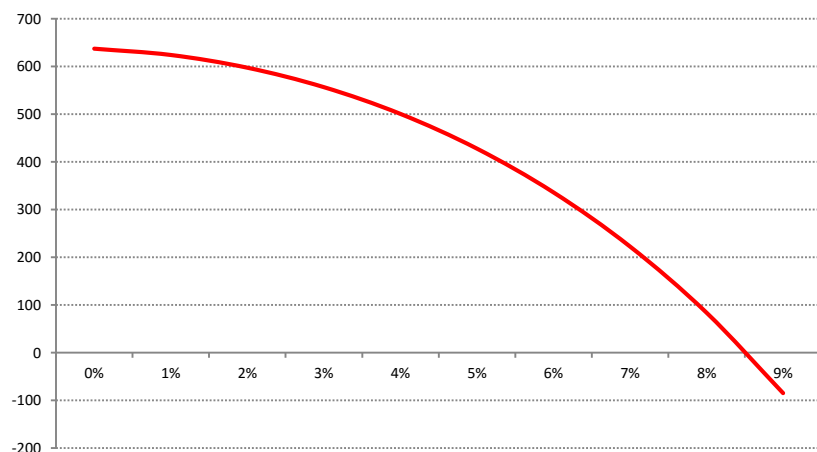
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

EBITDA Na pracownika w 2015 roku [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wrażliwość EBITDA PKP Cargo na wzrost płac [mln PLN]*



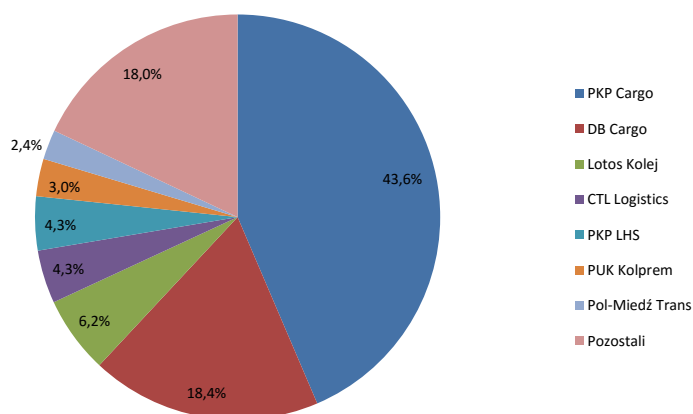
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *Jako bazę przyjęliśmy oczyszczony wynik EBITDA za 2015 rok

POLITYKA DYWIDENDOWA

Zgodnie z polityką zapowiedzianą w prospekcie emisyjnym PKP Cargo zamierza wypłacać od 35% do 50% skonsolidowanego zysku netto. Z racji trudnego otoczenia rynkowego oraz przeprowadzanych inwestycji zarząd zarekomendował nie wypłacanie dywidendy za 2015 rok, co patrząc na zachowanie kursu spółki wyraźnie rozczarowało rynek. Spółka zakomunikowała jednak, że brak dywidendy był incydentalny i w kolejnych latach zamierza dzielić się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. Biorąc pod uwagę perspektywę jakie stoją przed PKP Cargo w kolejnych okresach uważamy, że jest to realne założenie

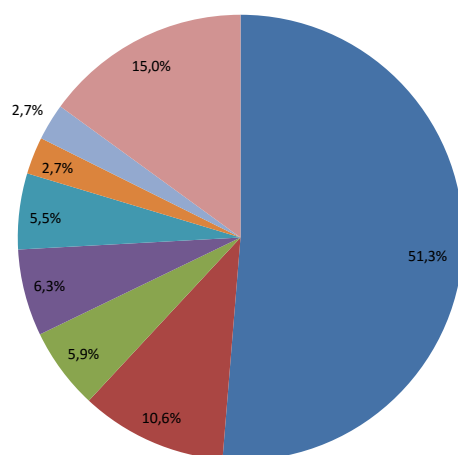
UDZIAŁY RYNKOWE

Udziały poszczególnych przewoźników w towarowych przewozach kolejowych wg masy towarów od stycznia do kwietnia 2016 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Udziały poszczególnych przewoźników w towarowych przewozach kolejowych wg pracy przewozowej od stycznia do kwietnia 2016 roku



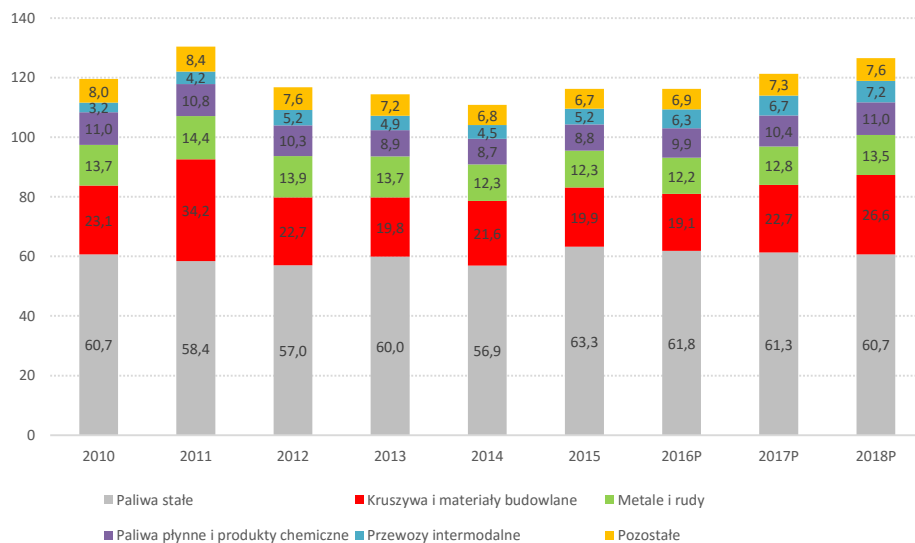
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Pomimo systematycznego spadku udziałów rynkowych, PKP Cargo utrzymuje dominującą pozycję na krajowym rynku kolejowych przewozów towarowych, ponadto jest drugim po DB Schenker przewoźnikiem w UE. Spadek udziałów rynkowych w ostatnich okresach wynikał ze wzrostu przewozów paliw płynnych w przewozach ogółem, a na tym rynku PKP Cargo ma obecnie marginalny udział. Przejęcie Orlen Kol-Trans pozwoli spółce szerzej zaistnieć na tym rynku i powinno skutkować zahamowaniem spadku udziałów rynkowych w kolejnych okresach.

STRUKTURA PRZEWÓZÓW PKP CARGO

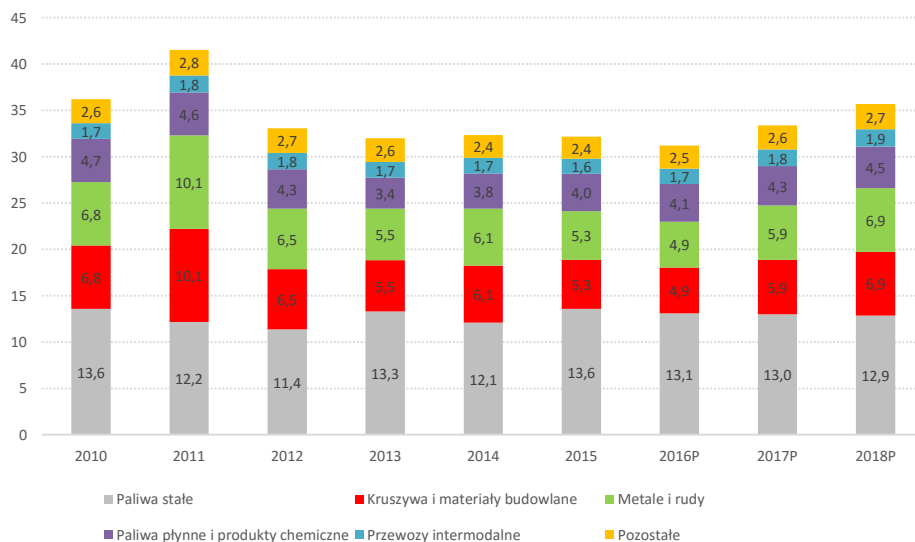
Zarówno pod względem masy przewiezionych towarów jak i wykonanej pracy przewozowej, największy udział w przewozach PKP Cargo ma transport paliw stałych, czyli głównie węgla. Jest to najprostszy typ usług i charakteryzuje się największą masowością, przez co stawki w tym segmencie są najniższe. Dotychczas wzrost udziału przewozu paliw stałych skutkował wyraźnym obniżeniem średniego przychodu za tona kilometr, a co za tym idzie marży oczyszczonej marży EBITDA. Nowy prezes Maciej Libiszewski podczas jednej z konferencji podkreślał rolę przewozów specjalistycznych, jako potencjalnego kierunku rozwoju PKP Cargo w odpowiedzi na konkurencyjny i kurczący się rynek przewozów masowych. W taki kierunek działań doskonale wpisuje się przejście spółek kolejowych PKN Orlen, gdyż pozwoli to na szersze zaistnienie w segmencie, który do tej pory stanowił marginalną część biznesu spółki.

Masa przewozowa PKP Cargo [mln t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Praca przewozowa PKP Cargo [mln tkm]



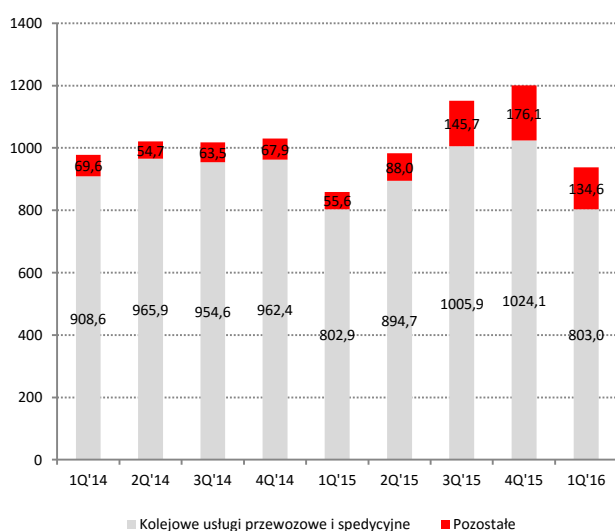
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

STRUKTURA WYNIKÓW PKP CARGO

Zdecydowana większość przychodów PKP Cargo pochodzi z kolejowych usług przewozowych i spedycyjnych. Jednak wraz z kurczeniem się rynku przewozów masowych na rzecz bardziej wyspecjalizowanych usług transportowych tendencja polegająca na zmniejszaniu się ich udziału w skonsolidowanych przychodach spółki powinna być w dalszym ciągu widoczna. Zgodnie ze strategią na lata 2016 – 2020 PKP Cargo ma rozwijać się w kierunku bardziej kompleksowej obsługi klientów. Polegać to ma na odbiorze towaru bezpośrednio u dostawcy i dostarczeniu go wprost do odbiorcy docelowego. Powinno to skutkować zwiększaniem się udziału przychodów z takich źródeł jak usługi przeładunkowe oraz usługi bocznicowe.

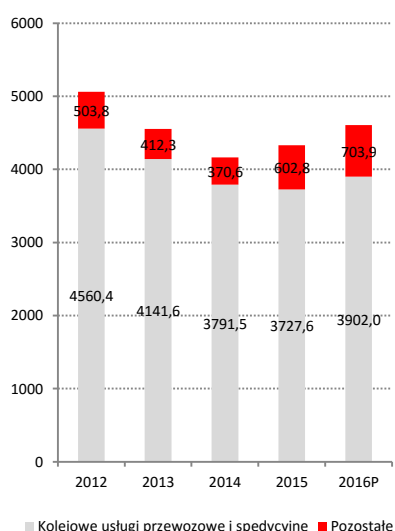
Najważniejszym rynkiem dla PKP Cargo wciąż pozostaje rynek Polski. W wyniku przejęcia AWT można zaobserwować skokowy wzrost udziałów sprzedaży zagranicznej w strukturze przychodów. W miarę rozwoju przewozów intermodalnych ta tendencja powinna się utrzymywać także w kolejnych okresach.

Struktura przychodów w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



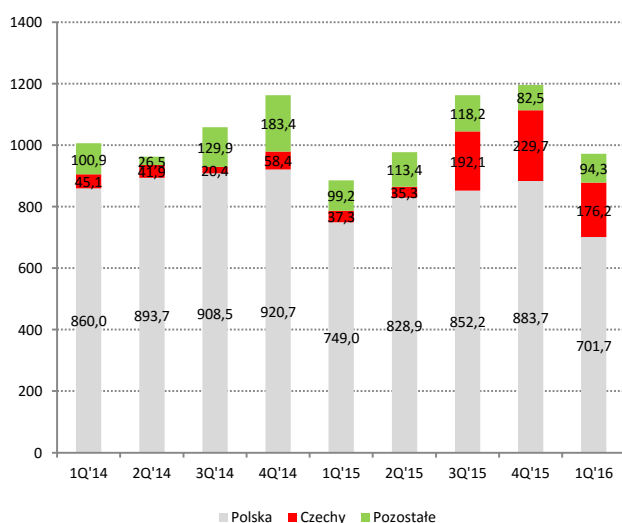
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w ujęciu rocznym [mln PLN]



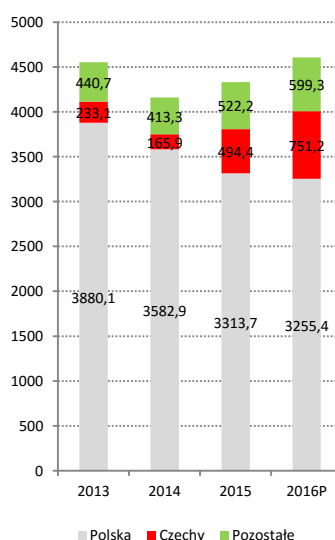
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura przychodów w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Geograficzna struktura przychodów w ujęciu rocznym [mln PLN]

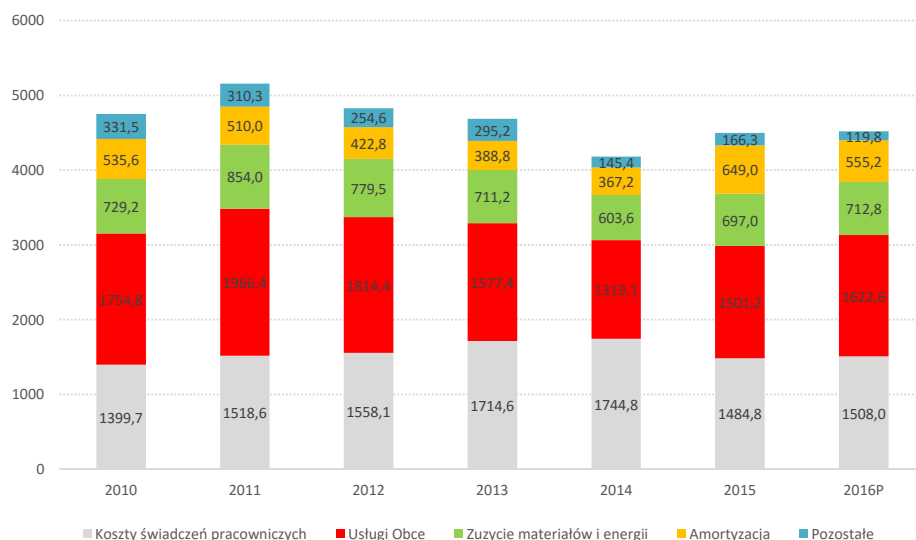


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dwie główne pozycje kosztowe stanowią koszty świadczeń pracowniczych oraz usługi obce. Wśród usług obcych dominującą pozycję posiadają koszty dostępu do infrastruktury kolejowej, przez co stawki opłat za dostęp do sieci, ustalane przez PKP PLK są jednym z kluczowych czynników odpowiedzialnych za rentowność biznesu PKP Cargo.

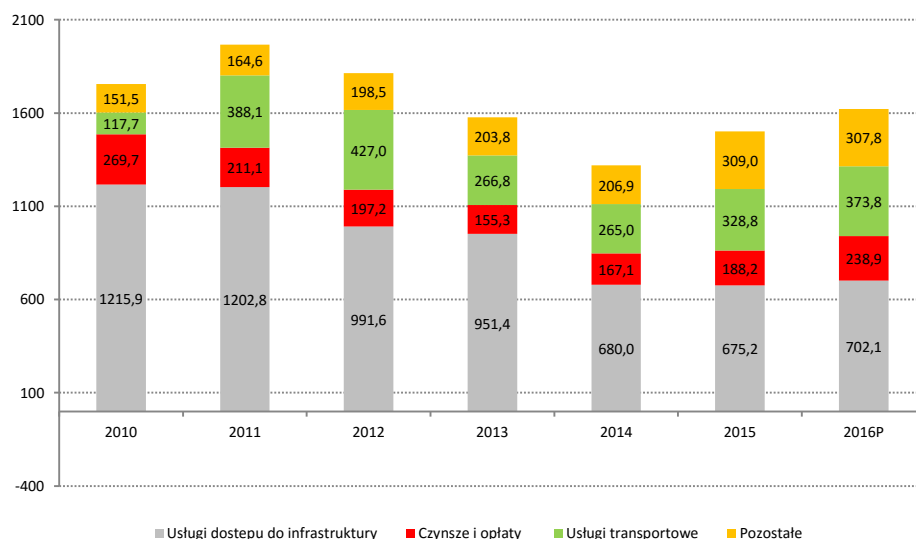
Rok 2015 był pierwszym od kilku lat, kiedy to zmalały koszty świadczeń pracowniczych. Ma to związek z przeprowadzonym Programem Dobrowolnych Odejść, kosztował łącznie 335,5 mln PLN i pozwolił zredukować zatrudnienie w PKP Cargo z przeszło 22 tys. do niespełna 18 tys.

Struktura kosztów w PKP Cargo [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kosztów usług obcych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

AKTYWA PKP CARGO

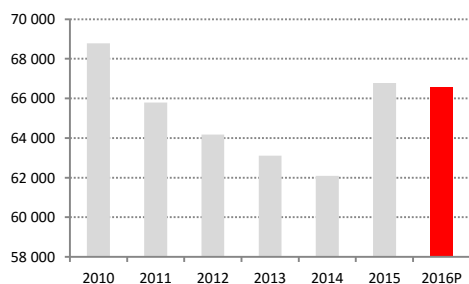
Bilans PKP Cargo [mln PLN]

	2013	2014	2015	1Q'15	1Q'16
Aktywa	5 744	5 644	6 113	5 366	6 104
Aktywa trwałe	4 050	4 218	4 980	4 212	5 020
Rzeczowe aktywa trwałe	3 855	4 012	4 720	4 010	4 764
Grunty	142	140	153	140	152
Budynki	505	505	597	500	592
Urządzenia techniczne i maszyny	134	121	147	114	141
Środki transportu	3 034	3 253	3 785	3 229	3 846
Inne środki trwałe	10	8	11	7	9
Środki trwałe w budowie	30	18	28	21	23
WNIP	64	61	66	60	62
Inne aktywa	130	146	193	142	194
Aktywa obrotowe	1 694	1 426	1 133	1 154	1 084
Zapasy	76	115	129	108	131
Należności handlowe	609	526	664	545	713
Gotówka	264	429	276	306	138
Inne	745	355	64	195	102
Pasywa	5 744	5 644	6 113	5 366	6 104
Kapitał własny	3 509	3 394	3 354	3 374	3 289
Zobowiązania długoterminowe	1 167	1 136	1 586	1 131	1 536
Zobowiązania finansowe	435	399	809	445	768
Rezerwy z tyt. Świadczeń pracowniczych	593	658	604	620	607
Pozostałe zobowiązania	732	737	777	687	768
Zobowiązania krótkoterminowe	1 068	1 114	1 173	861	1 279
Zobowiązania handlowe	676	530	730	506	633
zobowiązania finansowe	189	224	321	196	516
Rezerwy z tyt. Świadczeń pracowniczych	176	335	100	140	109
Pozostałe zobowiązania	203	360	122	159	130

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

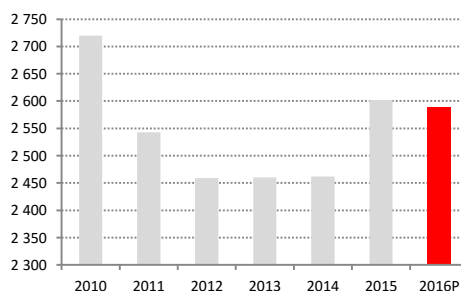
Najważniejszym składnikiem majątku PKP Cargo są środki transportu odpowiadające za ponad 60% sumy bilansowej. Znaczna część taboru jest już leciwa i w bilansie ujmowana jest wg wartości rezydualnej, dlatego wartość bilansowa niektórych składników aktywów jest wrażliwa na ceny złomu. Sytuacja spółki nie zmieniła się także po przejęciu AWT, w którym struktura wiekowa taboru jest bardzo zbliżona do PKP Cargo. W wyniku silnego uzwiązkowienia ważną pozycją po stronie zobowiązań są rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych. Zgodnie z Zakładowym Zbiorowym Układem Pracy, pracownikom przysługują świadczenia w trakcie zatrudnienia np. nagrody jubileuszowe oraz po okresie zatrudnienia np. odprawy emerytalne, świadczenia przejazdowe, odprawy pośmiertne. W kapitale obrotowym znajduje się 17 mln EUR należności od OKD, co w związku z postępowaniem upadłościowym może zostać objęte odpisem.

Liczba wagonów w posiadaniu PKP Cargo [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba lokomotyw w posiadaniu PKP Cargo [szt.]



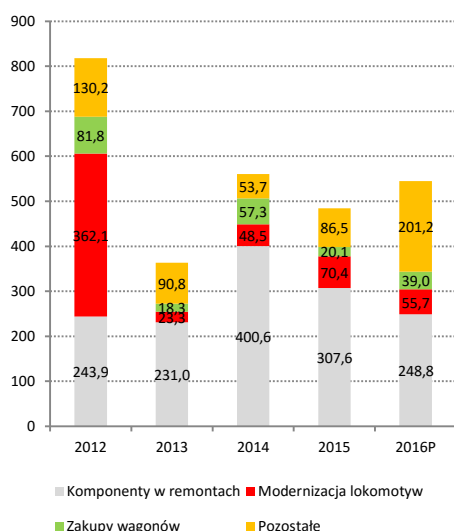
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Po przejęciu AWT spółka posiada blisko 2600 lokomotyw z czego ponad 1400 stanowią lokomotywy spalinowe. Dodatkowo spółka do 2017 planuje zwiększyć tabor o 15 lokomotyw wielosystemowych zamówionych u Siemens, takie lokomotywy pozwalają na przejazd pociągu pomiędzy sieciami trakcyjnymi o różnym napięciu. Przed przejęciem AWT także liczba wagonów systematycznie malała, obecnie PKP Cargo posiada ponad 66 tys. wagonów z czego 48 tys. stanowią węglarki, 3 tys. platformy intermodalne, a pozostałe 15 tys. to wyspecjalizowane wagony przeznaczone do transportu innych materiałów.

NAKŁADY INWESTYCYJNE

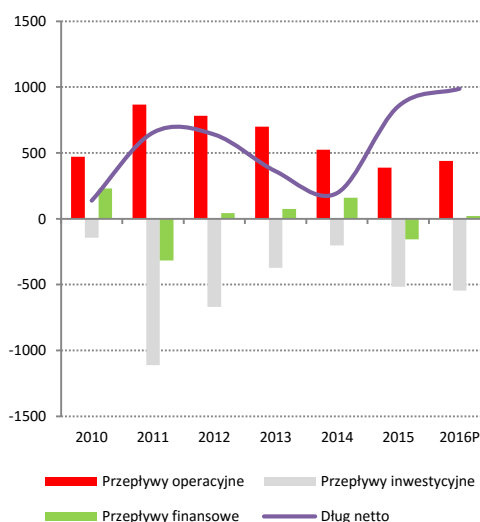
W celu utrzymania użyteczności ekonomicznej majątku PKP Cargo ponosi wydatki inwestycyjne w wysokości około 10% przychodów. Ponadto aby móc rozwijać się w nowych perspektywicznych obszarach, jak np. przewozy intermodalne, spółka inwestuje w nowoczesny tabor. W 2013 roku zakontraktowany został zakup 330 platform o długości 80 stóp do przewozu kontenerów, którego wartość wyniosła blisko 117 mln PLN. W 1Q'16 rozpoczęły się także dostawy 15 wielosystemowych lokomotyw umożliwiających pracę pociągów na trakcjach o różnych typach napięcia, wszystkie dostawy mają zostać zrealizowane do końca czerwca 2017 roku. Wartość kontraktu wynosi 75 mln EUR, ponadto istnieje możliwość zwiększenia zamówienia o kolejne 5 lokomotyw za 26 mln EUR.

Struktura nakładów inwestycyjnych w PKP Cargo



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne PKP Cargo [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przejęcie AWT

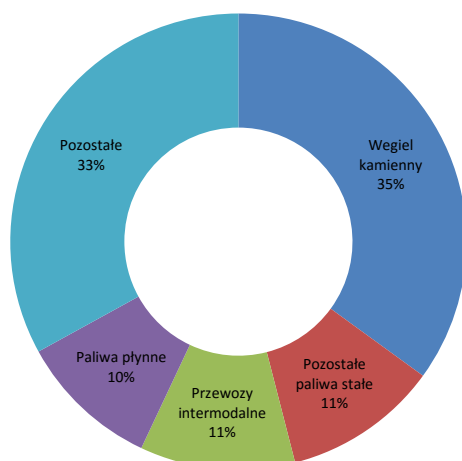
W grudniu 2014 roku PKP Cargo poinformowało o zawarciu umowy nabycia 80% udziałów w Advanced World Transport B.V. – największego prywatnego kolejowego przewoźnika towarowego w Czechach. Transakcja miała pomóc PKP Cargo mocniej wejść na rynki zagraniczne i umożliwić obsługę korytarza transportowego północ – południe pomiędzy portami na Bałtyku a portami adriatyckimi we Włoszech, Słowenii oraz w Chorwacji. Wartość transakcji wyniosła 427,3 mln PLN i została sfinalizowana 28 maja 2015 roku, a wynikach za 3Q'15 rozpoznano zysk z okazjowego nabycia AWT w wysokości 140 mln PLN. Dodatkowo została zawarta umowa opcji kupna i opcji sprzedaży z Minezit SE - udziałowcem mniejszościowym AWT, który posiada 20% udziałów. PKP Cargo występuje jako posiadacz opcji kupna na wszystkie udziały będące w posiadaniu Minezit SE po cenie uzależnionej od wyniku EBITDA i długu netto Grupy AWT. Jednak nie wyższej niż 40 mln EUR pomniejszone o dywidendy i inne wypłaty z AWT na rzecz Minezit SE. Z kolei Minezit SE jest uprawnione do sprzedaży wszystkich swoich udziałów w AWT po cenie uzależnionej od wyniku EBITDA i długu netto Grupy AWT jednak nie niższą niż 27 mln EUR. Obie opcje mogą być wykonane w terminie od 1 stycznia 2017 roku do 31 grudnia 2020 roku.

Analiza wrażliwości kluczowych założeń uwzględnianych w wycenie opcji na wynik brutto PKP Cargo [mln PLN]

EBITDA		Dług netto		Kurs EUR/PLN		Stopa procentowa	
+5%	-5%	+5%	-5%	+9%	-9%	+0,25 pp.	-0,25 pp.
-7,332	7,332	0,428	-0,428	-12,695	12,695	1,874	-1,902

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura pracy przewozowej AWT w 1Q'16



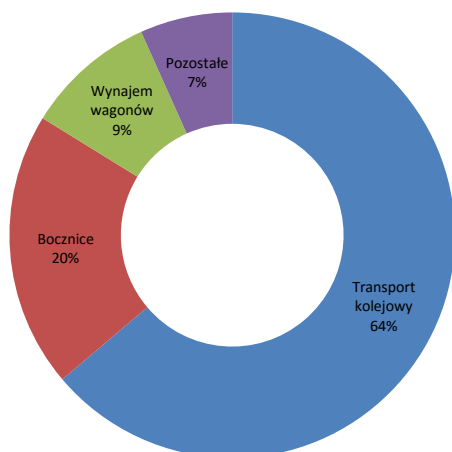
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2015 roku przewóz węgla odpowiadał za 40% pracy przewozowej AWT. W 1Q'16 udział ten spadł do 35%, jednak wyniki tego podmiotu są w dalszym ciągu mocno uzależnione od kondycji największego w Czechach producenta węgla czyli OKD. W maju 2016 roku zostało ogłoszona niewypłacalność OKD, a dwa tygodnie później Czeski miliarderek Paweł Tykac wyraził zainteresowanie kupnem spółki. Obecnie spółki z grupy PKP Cargo w dalszym ciągu wykonują przewozy dla OKD jednak odbywa się to obecnie w formie przedpłat. Na moment ogłoszenia niewypłacalności PKP Cargo posiadało 17 mln EUR należności od OKD.

Przejęcie Orlen Kol-Trans i Euronaft Trzebinia

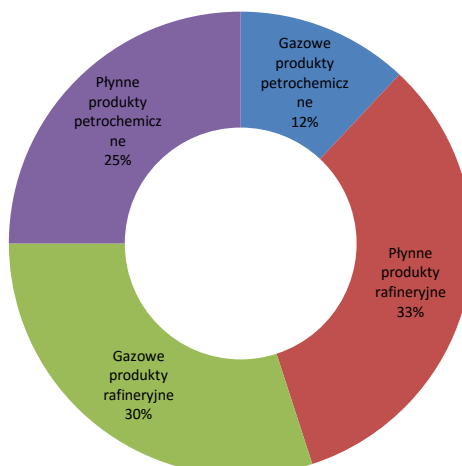
W listopadzie 2015 roku PKP Cargo poinformowało o podpisaniu umowy z PKN Orlen w sprawie nabycia Orlen Kol-Trans oraz zorganizowanej części Euronaft Trzebinia świadczącej usługi związane z transportem kolejowym. Wartość transakcji wynosi 228 mln PLN, i do jej sfinalizowania pozostała jeszcze zgoda UOKiK. Akwizycja pozwoli PKP Cargo szerzej zaistnieć w segmencie przewozu paliw płynnych, gdzie w całym 2015 roku wykonała 0,8 mld tkm pracy przewozowej, a Orlen Kol-Trans i Euronaft Trzebinia rocznie wykonują 1,3 mld tkm pracy przewozowej. Głównym odbiorcą usług w obu podmiotach jest PKN Orlen, który odpowiada za ponad 92% przychodów.

Struktura przychodów w Orlen Kol-Trans i Euronaft Trzebinia*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *dane na koniec 3Q'15

Struktura cystern w Orlen Kol-Trans i Euronaft Trzebinia*

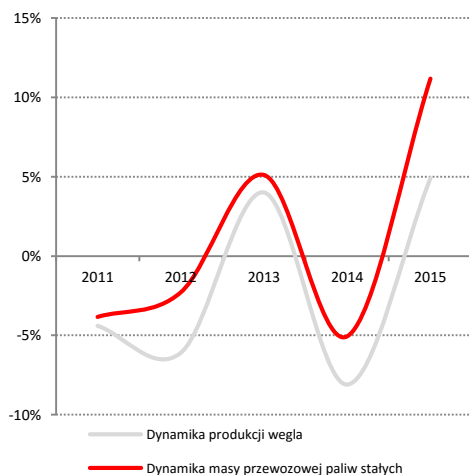


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *dane na koniec 3Q'15

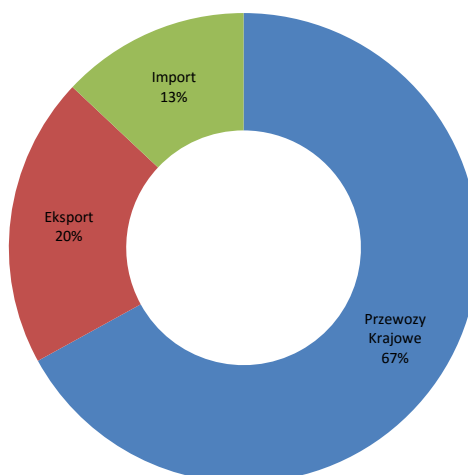
GLÓWNE OBSZARY DZIAŁALNOŚCI PKP CARGO

PRZEWÓZ PALIW STAŁYCH

Dynamika masy przewozowej paliw stałych na tle produkcji węgla w Polsce



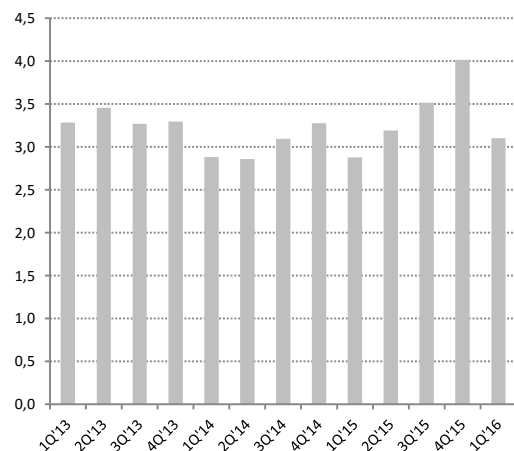
Struktura przewozów węgla realizowanych przez PKP Cargo w 1Q'16 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Praca przewozowa w segmencie paliw stałych [mld tkm]



Większość pracy przewozowej PKP Cargo jest generowana dzięki realizowaniu dostaw paliw stałych, wśród których zdecydowaną większość stanowi węgiel. Powoduje to uzależnienie wyników spółki od koniunktury w tym segmencie. Ponad 2/3 pracy przewozowej w 1Q'16 w obszarze transportu węgla było realizowane na rynku krajowym. Import i eksport węgla stanowiły odpowiednio 20% i 13% pracy przewozowej spółki.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

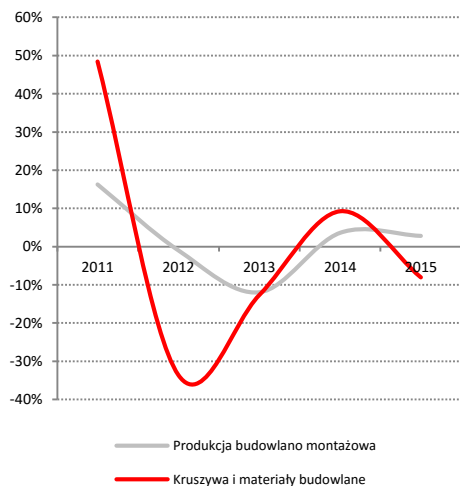
Stawki w kontraktach podpisanych z kluczowymi klientami

Data	Kontrahent	Wartość brutto [mln PLN]	Masa	praca przewozowa [mln tkm]	stawka [PLN/tkm]
6.2016	Enea	37,0	1,3	410	0,09
5.2016	Enea	54,0	5,0	640	0,08
2.2016	PGNIG Termika	20,0	1,0	207	0,10
12.2015	Tauron	142,3	8,5	-	-
11.2015	PGE	288,9	13,3	4109	0,07
7.2015	Enea	28,3	3,6	461	0,06
7.2015	Enea	34,2	1,5	500	0,07

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

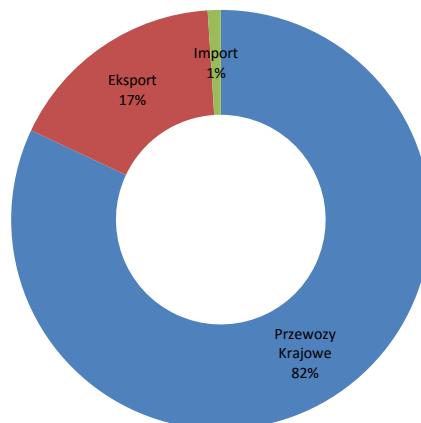
PRZEWÓZ MATERIAŁÓW BUDOWLANYCH I KRUSZYW

Dynamika pracy przewozowej w segmencie kruszyw na tle produkcji budowlano montażowej



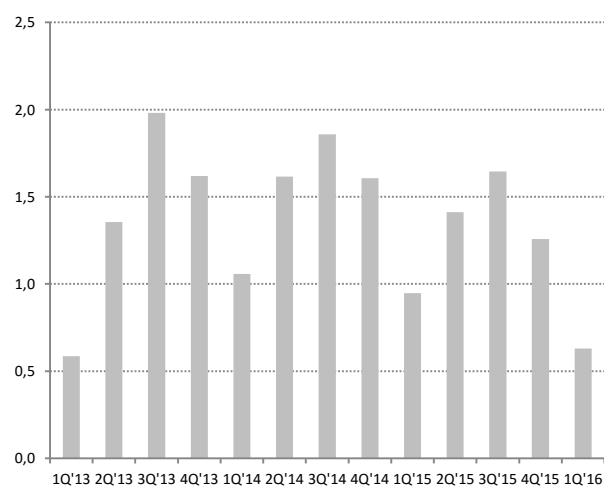
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, spółka

Struktura przewozów kruszyw realizowanych przez PKP Cargo w 1Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Praca przewozowa w segmencie materiałów budowlanych i kruszyw [mld tkm]



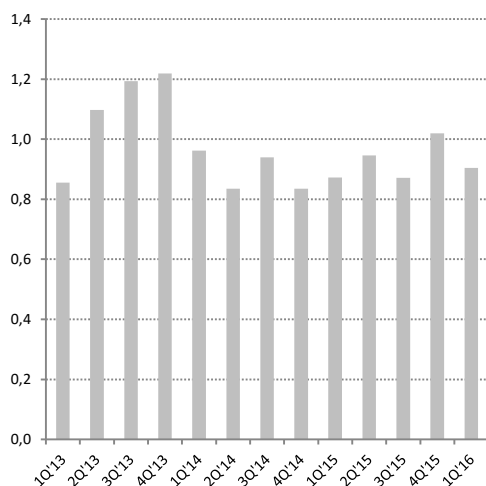
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment przewozów materiałów budowlanych i kruszyw cechuje się wyraźną sezonowością związaną z zauważalną „górką przewozową” w 3Q' roku kalendarzowego oraz z przestojem w miesiącach zimowych. Spadek pracy przewozowej w tym obszarze jest spowodowany finalizowaniem projektów ze starej perspektywy finansowej UE i opóźnieniem w uruchamianiu nowej. Konsekwencją tego zastoju jest także dwucyfrowy spadek produkcji budowlano montażowej.

PRZEWÓZ RUD I METALI

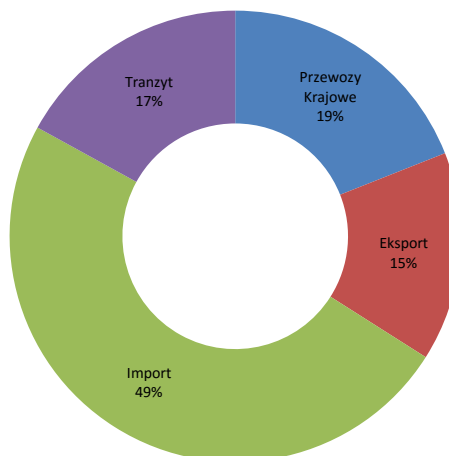
Segment przewozu rud i metali odpowiada za 18% pracy przewozowej PKP Cargo, prawie płaowa przewozów na tym rynku związana jest z importem. Pomimo zmniejszenia produkcji stali w Polsce o 1,3% r/r spółce udało się utrzymać pracę przewozową na poziomie zbliżonym do tego z 1Q'15.

Praca przewozowa w segmencie rud i metali [mln tkm]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przewozów rud i metali PKP Cargo w 1Q'16

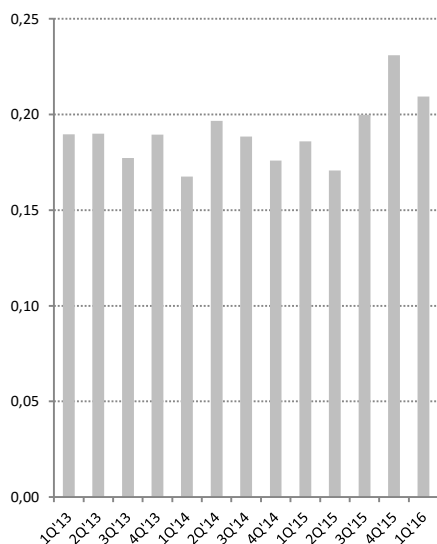


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PRZEWÓZY INTERMODALNE

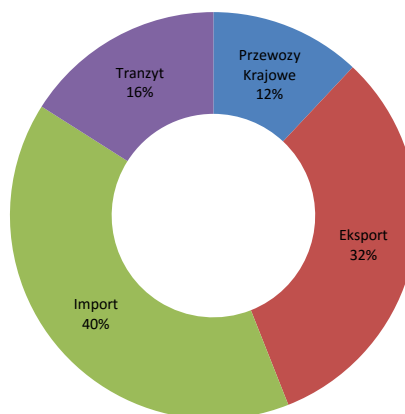
Przewozy intermodalne są segmentem rynku, w którym PKP Cargo upatruje największych szans na rozwój. To właśnie na potrzeby tego segmentu dokonano w 2013 roku zakupu 330 platform intermodalnych, a od 1Q'16 rozpoczęła się dostawa 15 lokomotyw wielosystemowych od Siemens. Dotychczas ten segment odpowiada jedynie za 5% pracy przewozowej spółki, jednak wraz z rozwojem rynku w Polsce udział tego biznesu w przychodach PKP Cargo powinien się zwiększać. Strategii na lata 2016 – 2020 przewiduje rozwój spółki dzięki przewozom kontenerów między portami na południu i północy Europy oraz obsłudze nowego jedwabnego szlaku.

Praca przewozowa w segmencie przewozów intermodalnych [mld tkm]



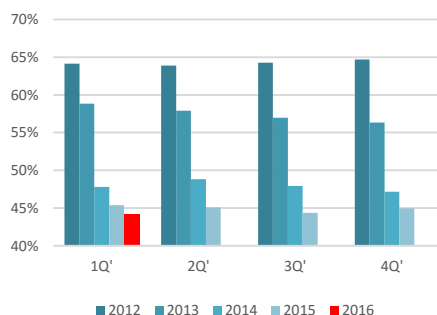
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przewozów intermodalnych PKP Cargo w 1Q'16



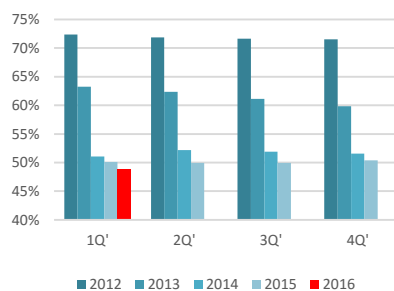
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział PKP Cargo na rynku krajowych przewozów intermodalnych wg masy towarowej



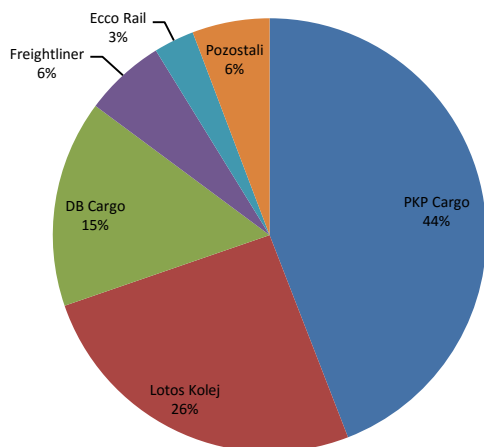
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Udział PKP Cargo na rynku krajowych przewozów intermodalnych wg pracy przewozowej



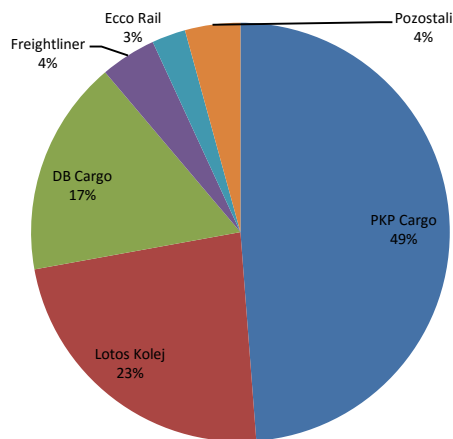
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Udziały poszczególnych przewoźników w przewozach intermodalnych wg masy przewiezionych towarów w 1Q'16



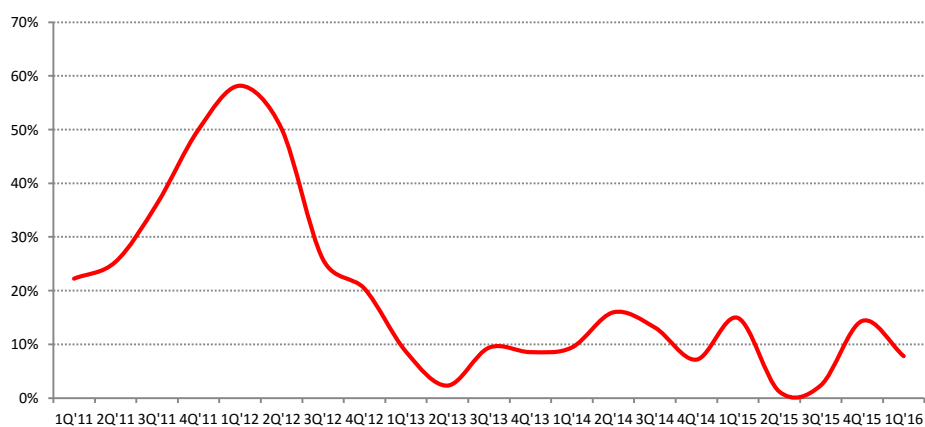
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Udziały poszczególnych przewoźników w przewozach intermodalnych wg pracy przewozowej w 1Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Dynamika przewozów intermodalnych w Polsce wg masy przewiezionych towarów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

WYNIKI PKP CARGO ZA 1Q'16

Słabsze oczyszczone wyniki PKP Cargo w 1Q'16 i za cztery ostatnie kwartały są efektem splotu kilku czynników. Pierwszym z nich jest spadek stawek przewozowych w segmencie paliw stałych, co można było zauważyć od lipca 2015 roku kiedy to były podpisywane kontrakty z Eneą na dostawy węgla do elektrowni w Kozienicach, gdzie stawka za tona-kilometr wynosiła niespełna 0,07 PLN. Również kontrakty z PGE podpisywane końcem zeszłego roku cechowały się podobnymi cenami za przewozy. W wynikach spółki odzwierciedla się to jednak z pewnym poślizgiem i było odczuwalne dopiero w wynikach za 4Q'15 i 1Q'16.

Sporą szansą na zapalenie dziury wywołanej przez niższe stawki było uruchomienie nowej perspektywy finansowej UE, a co za tym idzie inwestycji infrastrukturalnych finansowanych z tych środków. W wyniku zmiany władzy po jesiennych wyborach prace nad projektami infrastrukturalnymi się wydłużyły i skutkuje to kilkunasto-procentowym spadkiem produkcji budowlano-montażowej. W rezultacie masa przewiezionych kruszyw w ostatnich czterech kwartałach spadła o 18% r/r. Z racji specyfiki polskiego rynku kolejowych przewozów towarowych mocno odbija się to na udziałach rynkowych PKP Cargo, które za okres styczeń-kwiecień '16 spadły do 44%. Taka sytuacja nie występuje np. na rynku przewozów intermodalnych, gdzie udział PKP Cargo od dłuższego czasu pozostaje stabilny, ale też nie występują wahania koniunktury związane z zamówieniami publicznymi. W segmencie przewozów masowych PKP Cargo jako lider z największym taborem na rynku jest najmocniej dotknięty przez te wahania.

Na raportowany wynik negatywnie wpłynęły także spadające ceny złomu, co zmusiło PKP Cargo do dokonania odpisu na aktywach transportowych ujmowanych w bilansie po wartości surowca jaki można z nich odzyskać.

Wyniki PKP Cargo w 1Q'16 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	896,4	1034,4	15,4%	4115,0	4692,1	14,0%
EBITDA	118,9	80,1	-32,6%	403,9	665,8	64,9%
<i>EBITDA skorygowana</i>	<i>118,9</i>	<i>80,1</i>	<i>-32,6%</i>	<i>669,2</i>	<i>598,0</i>	<i>-10,6%</i>
EBIT	22,2	-61,8	-	30,8	-28,1	-
Zysk Brutto	21,4	-74,3	-	22,0	-83,8	-
Zysk netto	17,7	-60,2	-	21,4	-46,4	-
Marża EBITDA	13,3%	7,7%		9,8%	14,2%	
<i>Skorygowana Marża EBITDA</i>	<i>13,3%</i>	<i>7,7%</i>		<i>16,3%</i>	<i>12,7%</i>	
Marża EBIT	2,5%	-6,0%		0,7%	-0,6%	
Marża zysku netto	2,0%	-5,8%		0,5%	-1,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki PKP Cargo na tle konsensusu w ostatnich kwartałach [mln PLN]

	1Q'15			2Q'15			3Q'15			4Q'15			1Q'16		
	wyniki	kons.	różnica	wyniki	kons.	różnica	wyniki	kons.	różnica	wyniki	kons.	różnica	wyniki	kons.	różnica
Przychody	896,4	905,8	-1,0%	1166,2	1037,2	12,4%	1206,9	1172,3	2,9%	1284,7	1192,1	7,8%	1034	1029	0,5%
EBITDA	118,9	120,7	-1,5%	242,5	236,5	2,6%	208,4	192	8,6%	135,1	166,6	-18,9%	80,6	98	-17,8%
EBIT	22,2	25,1	-11,7%	140,9	138	2,1%	88,1	76,7	14,9%	-195,3	45,8	-	-61,8	-39,9	54,8%
Zysk netto	17,8	16,1	10,6%	138,4	118,2	17,1%	64,4	55,8	15,5%	-60,2	27,4	-	-66	-44,2	49,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Praca przewozowa wykonana przez PKP Cargo [mld tkm]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Paliwa stałe	2,9	3,1	7,8%	12,1	13,8	14,2%
Kruszywa i materiały budowlane	0,9	0,6	-33,5%	6,0	4,9	-18,0%
Metale i rudy	0,9	0,9	3,7%	3,5	3,7	7,4%
produkty chemiczne	0,5	0,5	1,2%	2,0	2,0	2,3%
Paliwa płynne	0,1	0,3	110,0%	0,7	1,0	33,8%
Drewno i płody rolne	0,4	0,4	9,8%	1,6	1,7	6,7%
Przewozy intermodalne	0,5	0,5	18,3%	1,8	2,1	15,0%
Pozostałe	0,2	0,2	14,0%	0,7	0,8	5,4%
Razem	6,3	6,5	3,7%	28,5	30,1	5,6%

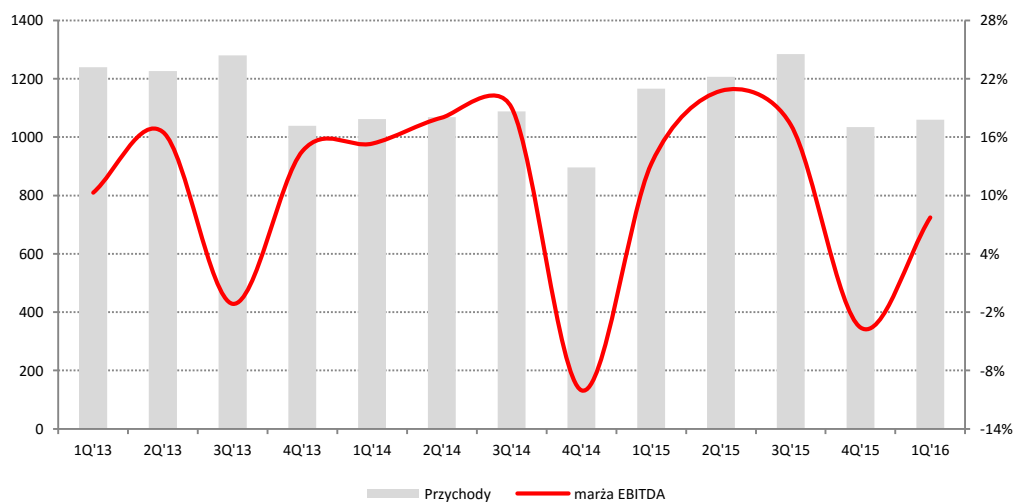
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Masa towarowa przewieziona przez PKP Cargo [mln t]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Paliwa stałe	13,0	14,7	12,6%	56,5	64,9	14,9%
Kruszywa i materiały budowlane	3,4	2,6	-23,8%	21,3	19,1	-10,2%
Metale i rudy	3,1	2,8	-6,9%	12,1	12,1	-0,3%
produkty chemiczne	1,5	1,6	6,4%	5,9	5,9	-0,1%
Paliwa płynne	0,5	0,7	40,9%	2,6	3,2	23,7%
Drewno i płody rolne	1,1	1,2	5,2%	4,5	4,7	4,4%
Przewozy intermodalne	1,2	1,4	22,8%	4,6	5,4	17,5%
Pozostałe	0,4	0,5	15,2%	2,0	2,1	5,4%
Razem	24,1	25,4	5,5%	109,7	117,6	7,2%

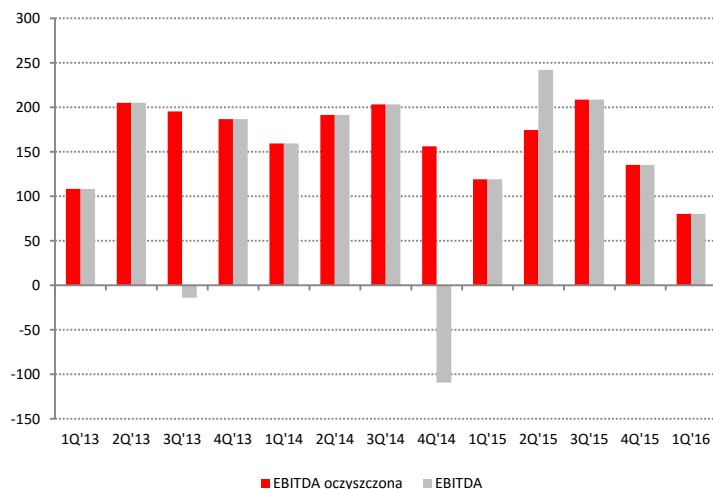
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowane wyniki PKP Cargo w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

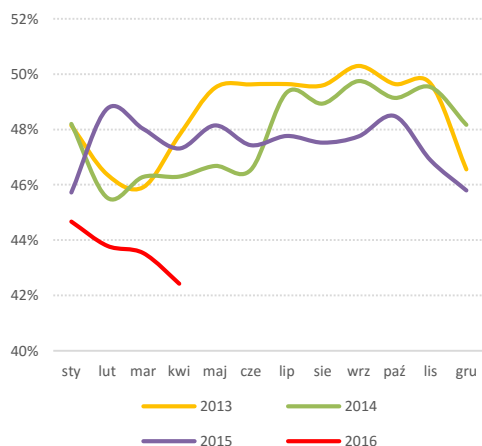
Raportowany wynik operacyjny na tle oczyszczonego [mln PLN]



Rezultatem prowadzonej restrukturyzacji oraz przejścia AWT, na wyniki PKP Cargo miały wpływ zdarzenia jednorazowe. W 3Q'13 i 4Q'14 EBIT został zniekształcony przez rezerwy związane z restrukturyzacją zatrudnienia między innymi Program Dobrowolnych Odejść. W 2Q'15 zdarzeniem jednorazowym mającym największy wpływ na wyniki spółki było rozpoznanie zysku na okazynym nabyciu AWT w wysokości 138 mln PLN, wtedy też miało miejsce zawiązanie rezerwy na drugi etap PDO.

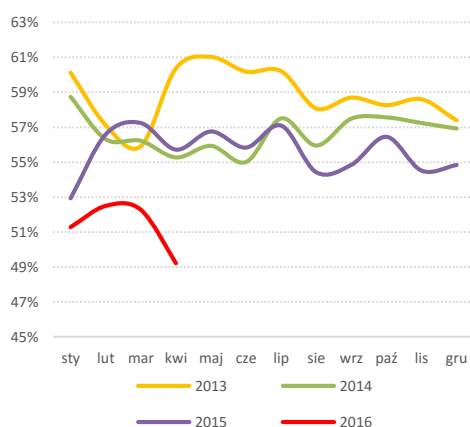
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział PKP Cargo w rynku przewozów kolejowych wg masy towarowej



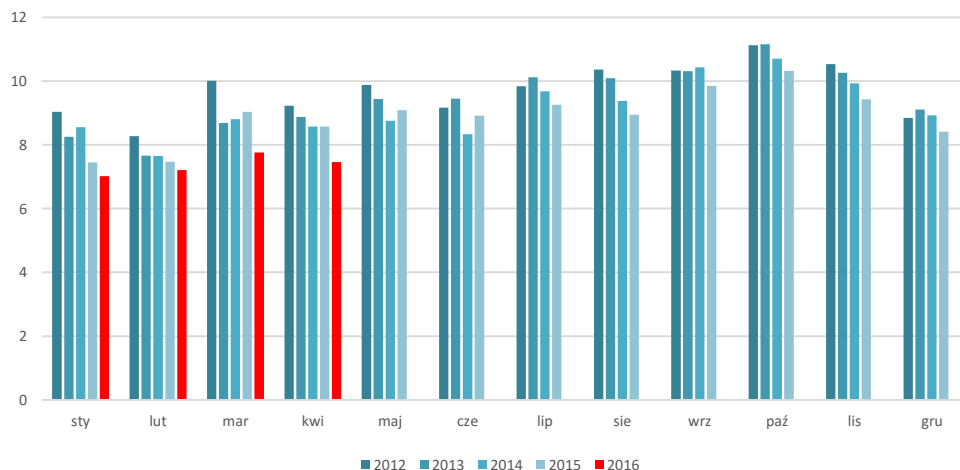
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Udział PKP Cargo w rynku przewozowej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

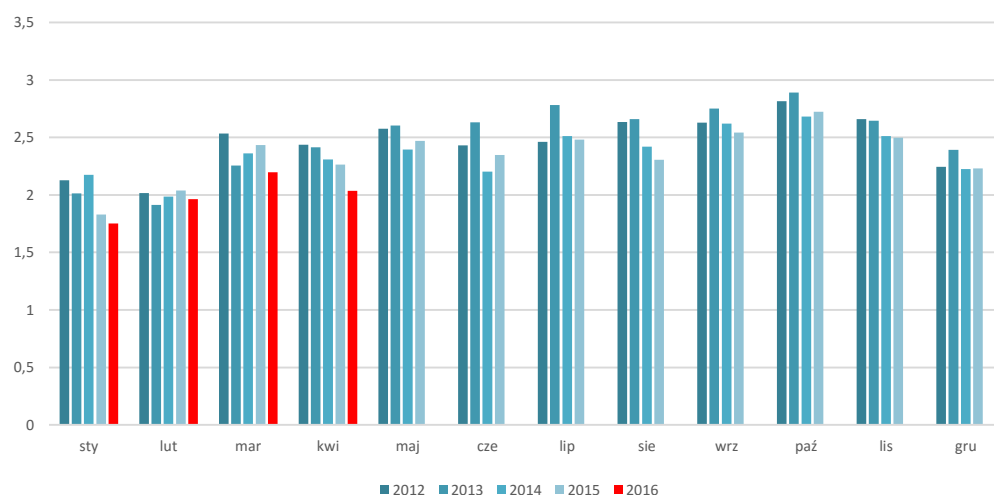
Masa przewiezionych towarów przez PKP Cargo na rynku krajowym [mln t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

Jednym z efektów spowolnienia w budownictwie jest spadek udziałów w krajowym rynku przewozów kolejowych. Ma to związek z 60% udziałem w przewozach kruszyw, których rynek obecnie się kurczy. Dodatkowo udział w przewozach specjalistycznych jak np. paliw płynnych jest stosunkowo niewielki, a to właśnie ten rynek wyraźnie rósł w ostatnich okresach.

Praca Przewozowa wykonana przez PKP Cargo na rynku krajowym [mld tkm]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Urząd Transportu Kolejowego

PERSPEKTYWY NA 2Q'16 I KOLEJNE OKRESY

W 2Q'16 PKP Cargo w dalszym ciągu może odczuwać skutki wojny cenowej na rynku przewozów masowych, przez co po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe oczekujemy wygenerowania słabszego wyniku EBITDA o 26% r/r. Końcówka roku powinna przynieść stopniową odbudowę wyników również za sprawą zarówno lepszych cenników jak i poprawą na rynku przewozów materiałów budowlanych i kruszyw. W całym 2016 roku powinno to skutkować poprawą oczyszczonego wyniku EBITDA w do 609,4 mln PLN. Pewnym ryzykiem dla raportowanych rezultatów jest ogłoszenie niewypłacalności przez OKD – głównego klienta AWT. Na dzień 5 maja spółka posiadała 17 mln EUR należności od OKD, jednak ze względu na zainteresowanie przejęciem tego podmiotu ze strony potencjalnych inwestorów nie uwzględniamy w naszych prognozach rezerw z tego tytułu.

Oceniamy, że poprawa wyników w 4Q'16 powinien być wzrost cenników za wykonywane przewozy, co miało odzwierciedlenie już przy podpisywaniu kontraktu na dostawę węgla dla PGNiG Termiki oraz dla Enei do elektrowni w Kozienicach, gdzie stawka za przewiezienie jednej tony wzrosła o ponad 1/3. Dodatkowo na poprawę przychodów z jednego tonokilometra może wpłynąć zmiana struktury przewozów, w której większy udział mają mieć bardziej marżowe usługi takie jak przewozy kruszyw. Tutaj oczekujemy zauważalnej poprawy już od 2017 roku i stopniowej poprawy także w kolejnych latach. Według naszych szacunków EBITDA powinna zwiększyć się z 748,8 mln PLN w 2017 roku do 978,9 mln PLN w 2019 roku.

Już poprzedni zarząd sygnalizował, że jedną z przyczyn spadku udziałów rynkowych PKP Cargo jest wzrost rynku przewozów paliw płynnych, którym spółka ma niewielki udział i w efekcie nie uczestniczy w tym wzroście. Rozwiązaniem tego problemu ma być przejęcie Orlen Kol-Trans oraz Euraft Trzebinia za 240 mln PLN. Pozwoli to na zwiększenie pracy przewozowej do ponad 2 mld tkm z obecnych 0,8 mld tkm rocznie. W kolejnych okresach PKP Cargo może liczyć także na segment przewozu kruszyw i materiałów budowlanych, gdzie popyt na usługi świadczony przez spółkę powinien być napędzany przez uruchamianie inwestycji w infrastrukturę drogową oraz kolejową

Prognozowane przychody PKP Cargo [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	896,4	1166,2	1206,9	1284,7	1034,4	1042,1	1172,1	1309,1	4554,1	4557,6	4880,5	5240,3
<i>Przychody oczyszczone</i>	<i>896,4</i>	<i>1028,2</i>	<i>1206,9</i>	<i>1284,7</i>	<i>1034,4</i>	<i>1042,1</i>	<i>1172,1</i>	<i>1309,1</i>	<i>4416,1</i>	<i>4557,6</i>	<i>4880,5</i>	<i>5240,3</i>
EBITDA	118,9	242,2	208,4	135,1	80,1	128,9	177,3	223,1	704,6	609,4	748,8	880,3
<i>EBITDA oczyszczona</i>	<i>118,9</i>	<i>174,4</i>	<i>208,4</i>	<i>135,1</i>	<i>80,1</i>	<i>128,9</i>	<i>177,3</i>	<i>223,1</i>	<i>636,8</i>	<i>609,4</i>	<i>748,8</i>	<i>880,3</i>
EBIT	22,2	140,9	88,1	-195,3	-61,8	-9,3	39,7	86,1	55,9	54,6	194,1	289,6
<i>EBIT oczyszczony</i>	<i>22,2</i>	<i>73,1</i>	<i>88,1</i>	<i>-18,5</i>	<i>-61,8</i>	<i>-9,3</i>	<i>39,7</i>	<i>86,1</i>	<i>164,9</i>	<i>54,6</i>	<i>194,1</i>	<i>289,6</i>
Zysk brutto	21,4	139,9	76,8	-226,2	-74,3	-20,5	25,2	71,6	11,8	2,0	121,2	216,2
<i>Zysk brutto oczyszczony</i>	<i>21,4</i>	<i>72,1</i>	<i>76,8</i>	<i>-49,4</i>	<i>-74,3</i>	<i>-20,5</i>	<i>25,2</i>	<i>71,6</i>	<i>120,8</i>	<i>2,0</i>	<i>121,2</i>	<i>216,2</i>
Zysk netto	17,7	138,4	64,4	-189,1	-60,2	-16,6	20,4	58,0	31,4	1,6	98,1	175,1
<i>Zysk nett oczyszczony</i>	<i>17,7</i>	<i>70,6</i>	<i>64,4</i>	<i>-12,3</i>	<i>-60,2</i>	<i>-16,6</i>	<i>20,4</i>	<i>58,0</i>	<i>140,4</i>	<i>1,6</i>	<i>98,1</i>	<i>175,1</i>
Marża EBITDA	13,3%	20,8%	17,3%	10,5%	7,7%	12,4%	15,1%	17,0%	15,5%	13,4%	15,3%	16,8%
<i>Oczyszczona marża EBITDA</i>	<i>13,3%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>10,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>12,4%</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,8%</i>
Marża EBIT	2,5%	12,1%	7,3%	-15,2%	-6,0%	-0,9%	3,4%	6,6%	1,2%	1,2%	4,0%	5,5%
<i>Oczyszczona marża EBITDA</i>	<i>2,5%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,3%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>3,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>3,7%</i>	<i>1,2%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,5%</i>
Marża zysku netto	2,0%	11,9%	5,3%	-14,7%	-5,8%	-1,6%	1,7%	4,4%	0,7%	0,0%	2,0%	3,3%
<i>Oczyszczona marża zysku netto</i>	<i>2,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>-1,6%</i>	<i>1,7%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,2%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,3%</i>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza pracy przewozowej PKP Cargo [mld tkm]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Paliwa stałe	2,9	3,2	3,5	4,0	3,1	2,9	3,2	3,9	13,6	13,1	13,0	12,9
Kruszywa i materiały budowlane	0,9	1,4	1,6	1,3	0,6	1,2	1,7	1,4	5,3	4,9	5,9	6,9
Metale i rudy	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,1	3,7	3,7	3,9	4,1
produkty chemiczne	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,0	2,1	2,2
Paliwa płynne	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,2	1,3	1,3
Drewno i płody rolne	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Przewozy intermodalne	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	2,0	2,5	2,7	2,9
Pozostałe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,8	0,8	0,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza pracy przewozowej PKP Cargo [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2015	2016P	2017P	2018P
Paliwa stałe	13,0	14,4	17,1	18,8	14,7	13,1	15,4	18,7	63,3	61,8	61,3	60,7
Kruszywa i materiały budowlane	3,4	5,2	6,3	5,0	2,6	4,5	6,4	5,6	19,9	19,1	22,7	26,6
Metale i rudy	3,1	3,2	3,1	3,0	2,8	3,1	3,0	3,2	12,3	12,2	12,8	13,5
produkty chemiczne	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,5	1,4	1,5	5,8	6,0	6,3	6,6
Paliwa płynne	0,5	0,8	0,9	0,9	0,7	1,0	1,1	1,1	3,0	3,9	4,1	4,4
Drewno i płody rolne	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	4,7	4,8	5,0	5,3
Przewozy intermodalne	1,2	1,2	1,3	1,6	1,4	1,4	1,6	1,9	5,2	6,3	6,7	7,2
Pozostałe	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	2,1	2,2	2,3	2,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy BDM na konsensusu rynkowego [mln PLN]

	2016			2017			2018		
	BDM	Konsensus	różnica	BDM	Konsensus	różnica	BDM	Konsensus	różnica
Przychód	4557,6	4673,8	-2,5%	4880,5	4842,9	0,8%	5240,3	4996,0	4,9%
EBITDA	609,4	691,9	-11,9%	748,8	786,8	-4,8%	880,3	855,5	2,9%
EBIT	54,6	176,3	-69,0%	194,1	244,3	-20,5%	289,6	304,2	-4,8%
Zysk brutto	2,0	88,9	-97,8%	121,2	203,0	-40,3%	216,2	265,8	-18,6%
Zysk netto	1,6	115,3	-98,6%	98,1	168,8	-41,9%	175,1	193,2	-9,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy EBITDA wg ostatnich raportów analitycznych [mln PLN]

Data rekomendacji	2016P	2017P	Zmiana r/r
2016-05-31	689	800	16%
2016-05-13	724	758	5%
2016-05-29	667	800	20%
2016-04-21	661	718	9%
2016-04-21	612	680	11%
2016-04-15	714	823	15%
2016-04-11	707	854	21%
2016-02-08	761	861	13%
2016-01-11	790	904	14%
2015-11-20	740	853	15%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	4218,1	4979,5	5210,5	5261,4	5301,1	5344,8	5363,6	5375,9	5353,0	5340,5	5328,3	5330,9
Wartości niematerialne i prawne	61,0	66,4	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5
Rzeczowe aktywa trwałe	4011,5	4719,7	4726,3	4777,2	4816,8	4860,5	4879,3	4891,6	4868,8	4856,3	4844,0	4846,7
Pozostałe aktywa trwałe	145,6	193,3	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8	421,8
Aktywa obrotowe	1425,9	1133,2	1283,7	1393,1	1590,6	1784,3	1883,1	1577,9	1520,0	1514,9	1322,8	1144,0
Zapasy	115,3	128,5	133,5	144,5	155,1	160,2	161,2	159,2	162,2	164,6	165,6	166,6
Należności handlowe	526,1	664,3	699,3	756,5	812,3	838,8	843,9	833,7	849,2	861,9	867,1	872,5
Środki pieniężne	429,2	276,2	349,3	390,5	521,6	683,7	776,5	483,3	406,9	386,8	188,5	3,2
Pozostałe aktywa obrotowe	355,2	64,1	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6	101,6
Aktywa razem	5644,0	6112,7	6494,2	6654,5	6891,6	7129,0	7246,7	6953,8	6873,0	6855,4	6651,0	6474,9
Kapitały własne	3394,2	3353,9	3350,8	3448,7	3625,1	3833,7	3945,9	4021,9	4082,3	4233,7	4423,6	4627,2
Zobowiązania długoterminowe	1135,9	1586,1	1736,1	1736,1	1736,1	1736,1	1736,1	1736,1	1736,1	1553,4	1153,4	767,7
Zobowiązania finansowa	398,9	809,3	968,4	968,4	968,4	968,4	968,4	968,4	968,4	785,6	385,6	0,0
Rezerwy z tyt. świadczeń pracowniczych	658,2	603,6	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2	607,2
Pozostałe zobowiązania	78,7	173,2	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6	160,6
Zobowiązania krótko terminowe	1113,9	1172,7	1407,3	1469,6	1530,4	1559,2	1564,8	1195,7	1054,6	1068,4	1074,1	1080,0
Zobowiązania finansowe	223,8	321,2	516,0	516,0	516,0	516,0	516,0	158,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	530,4	729,8	761,7	824,1	884,8	913,7	919,2	908,2	925,1	938,8	944,5	950,4
Rezerwy z tyt. świadczeń pracowniczych	334,8	100,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4
Pozostałe zobowiązania	24,9	21,3	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
Pasywa razem	5644,0	6112,7	6494,2	6654,5	6891,6	7129,0	7246,7	6953,8	6873,0	6855,4	6651,0	6474,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	4257,1	4554,1	4557,6	4880,5	5240,3	5411,2	5443,9	5378,5	5478,7	5560,2	5593,9	5628,9
EBITDA	444,3	704,6	609,4	748,8	880,3	978,9	929,9	856,4	811,8	900,5	962,4	988,7
EBITDA skorygowana	709,6	636,8	609,4	748,8	880,3	978,9	929,9	856,4	811,8	900,5	962,4	988,7
EBIT	77,1	55,9	54,6	194,1	314,6	389,9	321,1	234,3	184,3	272,8	334,4	361,4
Saldo działalności finansowej	-2,9	-44,1	-52,5	-72,7	-72,6	-72,0	-71,3	-53,0	-46,4	-37,5	-17,6	0,8
Wynik brutto	74,2	11,8	2,2	121,3	242,0	318,0	249,8	181,3	138,0	235,3	316,8	362,2
Wynik netto	61,3	31,4	1,7	98,3	196,1	257,5	202,3	146,9	111,7	190,6	256,6	293,4
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	523,4	387,5	543,6	720,0	828,6	915,8	881,9	822,9	784,0	854,5	901,7	919,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-202,2	-515,2	-772,7	-604,2	-603,7	-630,4	-624,7	-631,0	-602,6	-613,4	-614,0	-629,1
Przepływy z działalności finansowej	-162,5	-29,4	302,1	-74,6	-93,9	-123,2	-164,4	-485,1	-257,8	-261,2	-486,0	-475,4
Przepływy pieniężne netto	158,7	-157,1	73,1	41,2	131,1	162,1	92,8	-293,2	-76,4	-20,1	-198,4	-185,3
Środki pieniężne na początek okresu	263,7	422,4	269,4	349,3	390,5	521,6	683,7	776,5	483,3	406,9	386,8	188,5
Środki pieniężne na koniec okresu	422,4	269,4	349,3	390,5	521,6	683,7	776,5	483,3	406,9	386,8	188,5	3,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane Finansowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-11,3%	7,0%	0,1%	7,1%	7,4%	3,3%	0,6%	-1,2%	1,9%	1,5%	0,6%	0,6%
EBITDA zmiana r/r	-8,5%	58,6%	-13,5%	22,9%	17,6%	11,2%	-5,0%	-7,9%	-5,2%	10,9%	6,9%	2,7%
EBIT zmiana r/r	-30,1%	-27,5%	-2,3%	255,3%	62,1%	24,0%	-17,7%	-27,0%	-21,3%	48,0%	22,6%	8,1%
Zysk netto zmiana r/r	-6,3%	-48,7%	-94,4%	5528,0%	99,5%	31,4%	-21,4%	-27,4%	-23,9%	70,5%	34,7%	14,3%
Marża EBITDA	10,4%	15,5%	13,4%	15,3%	16,8%	18,1%	17,1%	15,9%	14,8%	16,2%	17,2%	17,6%
Marża EBIT	1,8%	1,2%	1,2%	4,0%	6,0%	7,2%	5,9%	4,4%	3,4%	4,9%	6,0%	6,4%
Marża netto	1,4%	0,7%	0,0%	2,0%	3,7%	4,8%	3,7%	2,7%	2,0%	3,4%	4,6%	5,2%
ROE	1,8%	0,9%	0,1%	2,8%	5,4%	6,7%	5,1%	3,7%	2,7%	4,5%	5,8%	6,3%
ROA	1,1%	0,5%	0,0%	1,5%	2,8%	3,6%	2,8%	2,1%	1,6%	2,8%	3,9%	4,5%
Dług	622,7	1130,5	1484,4	1484,4	1484,4	1484,4	1484,4	1126,4	968,4	785,6	385,6	0,0
D/(D+E)	15,5%	25,2%	30,7%	30,1%	29,1%	27,9%	27,3%	21,9%	19,2%	15,7%	8,0%	0,0%
D/E	18,3%	33,7%	44,3%	43,0%	40,9%	38,7%	37,6%	28,0%	23,7%	18,6%	8,7%	0,0%
Odsetki/EBIT	8,8%	27,5%	85,1%	38,2%	23,6%	19,0%	23,1%	24,0%	26,3%	14,4%	5,8%	0,0%
Dług netto	193,5	854,3	1135,1	1093,9	962,9	800,7	707,9	643,1	561,5	398,8	197,1	-3,2
Dług netto / Kapitał własny	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	0,4	1,2	1,9	1,5	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7	0,4	0,2	0,0
Dług netto / EBIT	2,5	15,3	20,8	5,6	3,1	2,1	2,2	2,7	3,0	1,5	0,6	0,0
EV	1671,5	2332,2	2613,1	2571,9	2440,8	2278,7	2185,8	2121,1	2039,4	1876,8	1675,1	1474,7
Dług / EV	37,3%	48,5%	56,8%	57,7%	60,8%	65,1%	67,9%	53,1%	47,5%	41,9%	23,0%	0,0%
CAPEX/Przychody	14,7%	11,2%	12,1%	12,4%	11,6%	11,7%	11,5%	11,8%	11,0%	11,1%	11,0%	11,2%
CAPEX/Amortyzacja	170,5%	108,8%	99,2%	109,2%	107,0%	107,4%	103,1%	102,0%	96,4%	98,0%	98,0%	100,4%
Amortyzacja/Przychody	8,6%	10,3%	12,2%	11,4%	10,8%	10,9%	11,2%	11,6%	11,5%	11,3%	11,2%	11,1%
Zmiana KO/Przychody	2,4%	-1,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-18,8%	-16,1%	230,2%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P.E	24,1	47,1	846,3	15,0	7,5	5,7	7,3	10,1	13,2	7,8	5,8	5,0
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/CE	25,8	46,1	1571,8	15,0	7,5	5,7	7,3	10,1	13,2	7,8	5,8	5,0
EV/EBITDA	3,8	3,3	4,3	3,4	2,8	2,3	2,4	2,5	2,5	2,1	1,7	1,5
EV/EBITDA skorykowana	2,4	3,7	4,3	3,4	2,8	2,3	2,4	2,5	2,5	2,1	1,7	1,5
EV/EBIT	21,7	41,7	47,8	13,3	7,8	5,8	6,8	9,1	11,1	6,9	5,0	4,1
EV/S	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
BVPS	74,4	74,9	74,8	77,0	80,9	85,6	88,1	89,8	91,1	94,5	98,8	103,3
EPS	1,4	0,7	0,0	2,2	4,4	5,8	4,5	3,3	2,5	4,3	5,7	6,6
CEPS	1,3	0,7	0,0	2,2	4,4	5,8	4,5	3,3	2,5	4,3	5,7	6,6
Dywidenda [mln PLN]	137,5	110,2	0,0	0,3	19,7	49,0	90,1	70,8	51,4	39,1	66,7	89,8
DPS	3,1	2,5	0,0	0,0	0,4	1,1	2,0	1,6	1,1	0,9	1,5	2,0
Dyield	9,3%	7,5%	0,0%	0,0%	1,3%	3,3%	6,1%	4,8%	3,5%	2,6%	4,5%	6,1%
Payout ratio	210,3%	179,8%	0,0%	20,0%	20,0%	25,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciek Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

Strategia, media/rozrywka, spółki stalowe

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Dariusz Wareluk**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	42,6	-	-	16.06.2015	32,5	44 007

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	7	39%
Akumuluj	7	39%
Trzymaj	2	11%
Redukuj	2	11%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 17.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów do dnia 21.06.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 16.06.2016 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym podmiotom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.