

środa, 26 lutego 2020 | raport analityczny

PKP Cargo: trzymaj (podwyższona)

PKP PW; PKP.WA | Transport, Polska

Wycena zdyskontowała ryzyka

Od naszej negatywnej rekomendacji z listopada 2019 r. kurs PKP Cargo spadł o ponad 35% notując historyczne minima. W międzyczasie miesięczne dane przewozowe potwierdziły spadek wolumenów i udziałów rynkowych spółki również i w 4Q'19. Niskie dane przewozowe, presja kosztowa (płace i energia), ciepła zima źle rokująca na 1Q'20, słaby sentyment do rynku węglowego – te wszystkie aspekty skłoniły nas do dalszego obniżenia prognoz na rok 2019 i lata kolejne, którego dokonaliśmy w lutym *Przeglądzie miesięcznym*. Notowania Grupy w ostatnich tygodniach były również pod presją doniesień o chęci wprowadzenia przez Niemcy wymogu cichych hamulców jeszcze w tym roku oraz groźby strajku związku zawodowego NSZZ „Solidarność”. Niemniej jednak, naszym zdaniem potencjał spadku kursu obecnie wyczerpał się i w związku z tym podnosimy naszą rekomendację do trzymaj, zaś cenę docelową aktualizujemy o wycenę porównawczą i wyznaczamy na poziomie 13,89 PLN/akcja (16,40 PLN poprzednio).

Z drugiej strony, na horyzoncie pojawiają się także pierwsze pozytywne informacje dla Grupy: zapowiedzi powrotu do pracy wielkiego pieca w Krakowie, prasowe „przypomnienia” o rekordowo wysokich inwestycjach infrastrukturalnych zaplanowanych na najbliższe lata, zapowiedź wprowadzenia programu budowy 100 obwodnic czy też propozycja uchwalenia ustawy o czasie pracy maszynistów, która może poprawić sytuację konkurencyjną Grupy PKP Cargo. Katalizatorem do zmiany sentymentu wobec spółki mogłoby być również odniesienie się przez Zarząd do trudnej sytuacji bieżącej i zaproponowanie środków zaradczych w postaci na przykład zwiększonej dyscypliny wydatkowej i kosztowej.

Publikacja słabych danych finansowych za 4Q'19 przed nami

Według danych UTK, w 4Q'19 praca przewozowa wykonana przez PKP Cargo spadła r/r o 21,4% (vs. rynek -10,1%), a przewieziona masa o 17,1% (vs. rynek -7,4%). W konsekwencji spadły także udziały rynkowe PKP: wg pracy 42,8% (vs. 49% w 4Q'18) i wg masy 39,3% (vs. 43,9%). Naszym zdaniem, tak słabe dane przewozowe przełożą się niskie wyniki finansowe ubiegłego kwartału. W 4Q'19 oczekujemy wyniku EBITDA na poziomie 145,2 mln PLN (wyłączając MSSF16 114,5 mln PLN, -44,2% r/r) i straty netto 45,9 mln PLN.

Inwestycje infrastrukturalne

Kluczowym pytaniem pozostaje, kiedy nadejdzie realizacja górki w inwestycjach infrastrukturalnych. PKP PLK zapowiada, że w tym roku podpisze umowy inwestycyjne o wartości 13,7 mld PLN, GDDKiA mówi o przetargach na nowe drogi za 12,2 mld PLN i na modernizację istniejących za 3,6 mld PLN. Na początku lutego Ministerstwo Infrastruktury ogłosiło program budowy 100 obwodnic na lata 2020-30 o wartości 28 mld PLN. Po prawie 30% spadku przewozów kruszywa w 2019 r. (jedna z kategorii przewozowych, która srubowała wyniki w 2018 r.), pozytywne informacje o dużych inwestycjach infrastrukturalnych mogą wpłynąć na zmianę sentymentu do spółki. Należy jednak mieć też na uwadze, że od ogłoszenia przetargów do prac budowlanych często mija kilka-kilkanaście miesięcy, więc naszym zdaniem na realizację górki przyjdzie nam jeszcze poczekać.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 689,1	5 183,0	4 790,2	4 948,8	5 227,1
EBITDA (skor.)	693,4	901,2	833,9	764,4	785,3
marża EBITDA	14,8%	17,4%	17,4%	15,4%	15,0%
EBIT (skor.)	121,2	341,0	121,6	7,5	-12,5
Zysk netto (skor.)	49,5	242,3	28,4	-45,5	-61,9
P/E (skor.)	12,4	2,5	21,5	-	-
P/CE	1,0	0,8	0,8	0,9	0,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (skor.)	2,2	1,5	2,9	3,4	3,5
DPS	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	11,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	13,66 PLN
Cena docelowa	13,89 PLN
Kapitalizacja	612 mln PLN
Free float	353 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,9 mln PLN

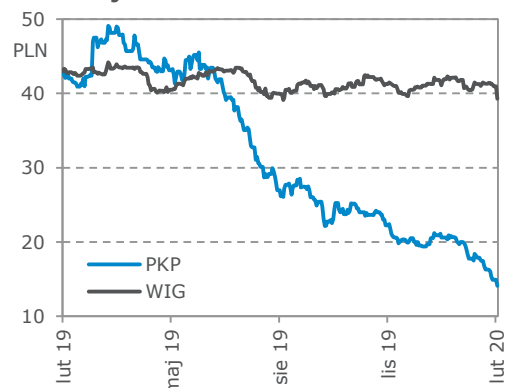
Akcjonariat

Skarb Państwa	33,0%
OFE NN	17,0%
OFE Aviva	9,1%
Pozostali	40,9%

Profil spółki

Grupa PKP Cargo jest największym w Polsce i jednym z największych w UE operatorem kolejowych przewozów towarowych. Przewoźnik posiada 2,35 tys. lokomotyw, 64 tys. wagonów, a zatrudnia 23,7 tys. osób. Grupa głównie przewozi paliwa stałe (w tym węgiel kamienny), kruszywa, przesyłki intermodalne, metale i rudy. Udział PKP Cargo w rynku przewozów kolejją w Polsce wynosi poniżej 50%.

Kurs akcji PKP na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PKP Cargo	13,89	16,40	trzymaj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PKP Cargo	13,66	13,89	+1,7%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA skor.	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Praca przewozowa	0,0%	0,0%	0,0%
Masa towarowa	0,0%	0,0%	0,0%
Koszty / tkm	0,0%	0,0%	0,0%

Analitycy:

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Wycena

Wartość Grupy PKP Cargo szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych znajduje się na poziomie 19,49 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 6,65 PLN/akcja.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	6,65
Wycena DCF	50%	19,49
	cena wynikowa	13,07
	cena docelowa za 9 m-cy	13,89

Wycena porównawcza

Do wyceny wskaźnikowej przyjęliśmy grupę spółek świadczących usługi transportu materiałów masowych, ze szczególnym wskazaniem na kolej. Na bazie dostępnych wyników i prognoz (konsensus) wycenę opieramy na medianie dla wybranej grupy spółek i wskaźnikach: P/E, EV/EBITDA i FCF/EV. W przypadku wskaźnika FCF/EV z uwagi na ujemne przepływy w PKP Cargo zdecydowaliśmy się na uwzględnienie dłuższego okresu porównawczego (lata 2017-2023).

Dodatkowo, przykładamy 20% dyskonto w wycenie PKP Cargo z tytułu tego, że spółka stosunkowo mocno jest eksponowana na transport węgla. Dodatkowym argumentem za dyskontem jest silna pozycja związków zawodowych w Grupie oraz Skarb Państwa w akcjonariacie i ograniczenia statutowe (redukcja głosów do 10%).

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			FCF/EV
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2017-23P
AURIZON HOLDINGS LTD	23,2	19,3	18,0	9,9	9,3	9,4	3,1%
CANADIAN NATL RAILWAY CO	21,3	19,9	17,7	13,9	13,1	12,0	2,3%
CANADIAN PACIFIC RAILWAY LTD	21,4	19,0	17,2	14,5	13,4	12,6	-
CENTER FOR CARGO CONTAINER T	9,4	7,4	-	6,2	4,9	-	0,0%
CHINA RAILWAY GROUP LTD-H	4,9	4,3	3,9	5,2	4,7	4,4	0,3%
CHINA RAILWAY TIELONG CONT-A	12,7	11,2	10,1	6,2	5,4	4,7	-0,4%
CSX CORP	18,9	18,7	16,8	11,9	12,2	11,7	4,1%
DAQIN RAILWAY CO LTD -A	7,6	7,7	7,7	4,2	3,9	3,6	1,6%
GLOBAL PORTS HOLDING PLC	5,8	6,7	6,0	6,8	7,0	7,4	7,9%
GLOBALTRA-SPONS GDR REG S	5,0	6,3	6,6	3,4	3,9	4,1	0,2%
HAMBURGER HAFEN UND LOGISTIK	14,4	13,7	12,4	5,9	5,7	5,3	6,5%
HUB GROUP INC-CL A	15,6	15,5	13,9	7,1	6,6	5,8	3,9%
KANSAS CITY SOUTHERN	24,3	20,9	18,4	13,9	12,6	11,8	3,3%
KUEHNE + NAGEL INTL AG-REG	22,9	21,6	20,3	11,1	11,0	10,3	4,8%
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL	2270,0	22,0	19,2	11,2	9,8	8,1	-
NIKKON HOLDINGS CO LTD	10,4	9,3	9,3	5,7	5,4	5,1	-
NORFOLK SOUTHERN CORP	20,2	18,3	16,3	12,5	11,9	11,1	3,5%
RUMO SA	50,0	31,2	25,7	12,2	11,0	9,6	0,0%
TIDEWATER MIDSTREAM AND INFR	46,7	6,0	5,2	10,2	5,1	4,4	-8,8%
UNION PACIFIC CORP	21,1	19,2	17,0	13,6	13,1	12,3	3,9%
Maksimum	2270,0	31,2	25,7	14,5	13,4	12,6	7,9%
Minimum	4,9	4,3	3,9	3,4	3,9	3,6	-8,8%
Mediana	19,5	16,9	16,3	10,1	8,2	8,1	3,1%
PKP Cargo	21,5	-13,4	-9,8	2,9	3,4	3,5	0,3%
premia/dyskonto	9,9%	-	-	-71,3%	-57,8%	-56,9%	-90,2%
Implikowana wycena							
Mediana	20,2	17,7	16,8	10,3	8,4	8,2	3,1%
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika		0%			65%		35%
Waga roku	0%	0%	0%	0%	50%	50%	100%
Wartość firmy na akcję (PLN)	6,7						

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na początek marca 2020 roku.

- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2018 roku. Do długu dodajemy wartość wypłaconej dywidendy w 2019 roku.

Założenia odnośnie pracy przewozowej PKP Cargo

(mln tkm)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Paliwa stałe	13 301	12 181	13 593	12 542	11 514	10 931	9 897	9 866	9 955	9 837
z czego węgiel kamienny	11 849	10 757	12 387	11 070	10 154	9 313	8 395			
Kruszywa i materiały budowlane	5 540	6 142	5 261	4 636	5 882	7 185	5 045	5 597	6 150	5 535
Metale i rudy	4 365	3 650	3 709	3 401	3 986	3 732	2 823	2 798	2 946	3 006
Produkty chemiczne	1 676	1 903	2 013	2 072	2 353	2 204	2 069	2 090	2 111	2 132
Paliwa płynne	796	781	839	1 091	1 340	1 165	1 029	1 029	1 029	1 029
Drewno i plody rolne	1 689	1 694	1 629	1 533	1 744	1 384	1 052	1 042	1 031	1 021
Przewozy intermodalne	1 835	1 832	2 031	2 474	3 235	4 072	4 214	4 467	4 825	5 211
Pozostałe	882	764	764	774	956	718	602	602	602	602
Razem	30 085	28 947	29 839	28 521	31 010	31 390	26 731	27 491	28 648	28 371

Źródło: PKP Cargo, prognozy mBank

Założenia odnośnie średniej ceny transportowej

(PLN/tkm)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Średnia cena / tkm	141,8	134,5	128,2	130,2	131,2	141,5	150,8	151,7	154,3	158,1
zmiana r/r	-11%	-5%	-5%	2%	1%	8%	7%	1%	2%	2%

Źródło: PKP Cargo, prognozy mBank

Założenia odnośnie kosztów na tkm w PKP Cargo

(PLN/tkm)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Zużycie energii i paliwa trakcyjnego	18,8	18,4	18,0	17,6	19,6	21,4	21,7	21,8	22,3
Usługi dostępu do infrastruktury	23,5	22,6	23,4	23,1	23,3	21,3	21,6	22,3	22,7
Usługi transportowe	9,2	11,0	15,1	14,5	14,8	14,2	14,2	14,2	14,2
Pozostałe usługi	12,8	16,7	16,6	14,5	16,9	14,9	15,6	14,9	15,1
Koszty świadczeń pracowniczych	58,7	49,8	50,6	48,7	52,6	65,8	68,1	70,8	73,1
Pozostałe koszty	5,9	8,9	9,6	9,6	9,5	10,4	11,1	11,1	11,1
Amortyzacja	11,0	21,7	21,8	17,6	20,1	26,6	27,5	27,8	26,8
Razem	139,9	149,1	155,2	145,7	156,7	174,7	179,7	182,9	185,3

Źródło: PKP Cargo, prognozy mBank

Dodatkowe założenia

	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
PLN/USD	3,77	3,94	3,77	3,60	3,75	3,59	3,60	3,60
Cena energii (PLN/MWh)	349,3	339,7	344,3	354,3	414,7	443,6	451,8	452,2
Zużycie energii (tys. MWh)	675,6	690,0	748,7	637,3	652,6	678,7	670,7	649,6
Cena diesla (PLN/l)	4,47	4,13	4,43	4,92	5,25	4,59	4,60	4,95
Cena ropy (USD/bbl)	52,3	44,1	54,4	71,2	71,2	65,0	65,0	70,0
Koszt infrastruktury (PLN/tkm)	22,6	23,4	23,1	23,3	21,3	21,6	22,3	22,7

Źródło: PKP Cargo, prognozy mBank

Założenia odnośnie realizowanych projektów inwestycyjnych

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Budownictwo inwestycyjne	18	28	19	32	48	50	50	50	50
Modernizacja i zakupy lokomotyw	49	70	241	120	192	239	244	212	210
Modernizacja i zakup wagonów	57	22	4	15	11	14	14	14	14
Inne	36	57	39	36	47	50	50	50	50
Naprawy i przeglądy okresowe lokomotyw	126	151	72	77	170	177	168	152	137
Naprawy i przeglądy okresowe wagonów	311	157	159	281	427	439	417	376	338
Razem	597	485	533	562	894	969	944	853	799

Źródło: PKP Cargo, prognozy mBank

Model DCF

(mln PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	4 790,2	4 948,8	5 227,1	5 302,6	5 279,3	5 384,9	5 526,9	5 675,7	5 831,6	5 995,1	6 166,7
zmiana	-7,6%	3,3%	5,6%	1,4%	-0,4%	2,0%	2,6%	2,7%	2,7%	2,8%	2,9%
EBITDA	858,3	764,4	785,3	807,5	823,5	851,1	869,5	890,6	911,0	931,6	950,8
marża EBITDA	17,9%	15,4%	15,0%	15,2%	15,6%	15,8%	15,7%	15,7%	15,6%	15,5%	15,4%
Amortyzacja	712,3	756,9	797,7	761,3	746,3	757,1	764,6	774,1	783,8	793,0	798,6
EBIT	146,0	7,5	-12,5	46,3	77,2	94,0	104,9	116,5	127,2	138,6	152,2
marża EBIT	3,0%	0,2%	-0,2%	0,9%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%
Opodatkowane EBIT	12,5	-15,2	-20,6	-6,5	1,0	5,0	7,8	10,8	13,5	16,4	19,9
NOPLAT	133,5	22,6	8,2	52,8	76,3	89,0	97,1	105,7	113,7	122,2	132,3
CAPEX	-969,0	-943,8	-853,4	-798,9	-773,3	-777,9	-782,5	-787,3	-792,1	-797,6	-798,6
Kapitał obrotowy	-20,3	8,2	14,4	3,9	-1,2	5,5	7,4	7,7	8,1	8,5	8,9
Pozostałe / korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-143,6	-156,0	-33,1	19,0	48,1	73,7	86,6	100,3	113,5	126,1	141,2
WACC	6,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
współczynnik dyskonta	1,00	0,96	0,91	0,86	0,82	0,78	0,74	0,70	0,66	0,63	0,60
PV FCF	-144,9	-149,3	-30,0	16,4	39,3	57,2	63,8	70,2	75,3	79,4	84,1
WACC	6,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Efektywna stopa podatkowa	15,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dług netto / EV	74,7%	76,8%	77,7%	78,1%	78,4%	78,4%	78,4%	78,3%	78,1%	77,9%	77,3%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	0,0%
Wartość rezydualna (TV)	2 608,9
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 641,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	77,3
Wartość firmy (EV)	1 718,6
Dług netto	845,8
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	872,8
Liczba akcji (mln)	44,8
Wartość firmy na akcję (PLN)	19,5
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	20,7

EV/EBITDA ('20) dla ceny docelowej	3,9
P/E ('20) dla ceny docelowej	-
Udział TV w EV	95,5%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC +1,0 p.p.	4,3	7,4	11,5	17,1	25,2
WACC +0,5 p.p.	7,0	10,7	15,7	22,7	33,2
WACC	10,2	14,6	20,7	29,5	43,6
WACC -0,5 p.p.	13,9	19,2	26,8	38,2	57,6
WACC -1,0 p.p.	18,1	24,7	34,3	49,6	77,4

Rachunek wyników

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	4 341,9	4 689,1	5 183,0	4 790,2	4 948,8	5 227,1	5 302,6	5 279,3
zmiana	0,3%	8,0%	10,5%	-7,6%	3,3%	5,6%	1,4%	-0,4%
Przychody z tytułu usług kolejowych	3 612,7	3 942,2	4 340,8	3 940,8	4 079,1	4 326,9	4 391,3	4 366,1
Przych. z poz. działalności transportowej	169,2	167,9	186,6	156,8	158,4	158,4	158,4	158,4
Przych. bocznicowe i trakcyjne	267,3	239,9	248,7	260,1	269,2	285,6	289,8	288,2
Przych. przeładunkowe	81,5	82,3	131,9	153,1	158,5	168,1	170,6	169,6
Przych. z tyt. usług rekultywacyjnych	73,9	77,0	88,9	86,4	88,1	89,9	91,7	93,5
Przych. z tyt. sprzedaży tow. i mat.	28,2	51,8	64,6	66,9	68,2	69,6	71,0	72,4
Przych. z tyt. najmu skł. majątku i pozostałe	109,1	128,0	121,5	126,1	127,4	128,6	129,9	131,2
Zużycie energii i paliwa trakcyjnego	514,5	545,0	615,1	572,7	595,4	625,2	632,0	617,0
Usługi dostępu do infrastruktury	668,6	717,6	732,0	569,0	593,9	637,5	644,0	637,6
Usługi transportowe	431,7	450,6	463,1	379,0	389,8	406,2	402,3	390,4
Pozostałe usługi	472,8	450,6	529,6	398,5	427,9	428,1	428,2	428,4
Koszty świadczeń pracowniczych	1 442,3	1 510,3	1 651,4	1 759,7	1 872,1	2 027,9	2 072,7	2 073,4
Pozostałe koszty	274,3	297,2	298,9	278,9	305,3	317,0	316,0	309,0
Amortyzacja	621,6	546,9	629,4	712,3	756,9	797,7	761,3	746,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	78,3	17,6	-14,1	25,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-132,1	153,4	277,6	146,0	7,5	-12,5	46,3	77,2
zmiana	-	-	80,9%	-47,4%	-94,9%	-	-	66,9%
marża EBIT	-3,0%	3,3%	5,4%	3,0%	0,2%	-0,2%	0,9%	1,5%
EBIT skor.	-113,5	121,2	341,0	121,6	7,5	-12,5	46,3	77,2
EBITDA skor.	482,7	693,4	901,2	833,9	764,4	785,3	807,5	823,5
Wynik na działalności finansowej	-22,3	-37,8	-42,0	-83,7	-68,2	-70,1	-72,2	-73,4
Koszt odsetek	0,0	36,3	33,3	68,7	68,2	70,1	72,2	73,4
Zysk brutto	-150,9	116,4	243,8	62,3	-60,7	-82,5	-25,9	3,8
Podatek dochodowy	-17,2	34,8	59,9	9,5	-15,2	-20,6	-6,5	1,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	-133,8	81,7	183,9	52,8	-45,5	-61,9	-19,4	2,9
zmiana	-	-	125,2%	-71,3%	-	-	-	-
marża	-3,1%	1,7%	3,5%	1,1%	-0,9%	-1,2%	-0,4%	0,1%
Zysk netto skor.	-154,1	49,5	242,3	28,4	-45,5	-61,9	-19,4	2,9
Amortyzacja	621,6	546,9	629,4	712,3	756,9	797,7	761,3	746,3
EBITDA	489,5	700,3	907,0	858,3	764,4	785,3	807,5	823,5
zmiana	-30,6%	43,1%	29,5%	-5,4%	-10,9%	2,7%	2,8%	2,0%
marża EBITDA	11,3%	14,9%	17,5%	17,9%	15,4%	15,0%	15,2%	15,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
EPS	-3,0	1,8	4,1	1,2	-1,0	-1,4	-0,4	0,1
CEPS	10,9	14,0	18,2	17,1	15,9	16,4	16,6	16,7
ROAE	-4,1%	2,5%	5,3%	1,5%	-1,3%	-1,8%	-0,6%	0,1%
ROAA	-2,1%	1,2%	2,7%	0,7%	-0,6%	-0,8%	-0,3%	0,0%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	6 512,1	6 645,7	6 806,3	7 482,4	7 501,0	7 619,0	7 665,8	7 713,7
Majątek trwały	4 964,2	4 951,5	5 187,2	6 294,0	6 481,4	6 537,7	6 576,3	6 604,4
Wartość niematerialne i prawne	91,7	70,4	56,7	45,1	33,5	21,5	9,2	13,0
Rzeczowe aktywa trwałe	4 700,6	4 688,0	4 946,9	6 065,4	6 264,3	6 332,7	6 383,6	6 407,8
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	2,2	1,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Inwestycje długoterminowe	58,2	53,6	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3
Długoterminowe RM	111,5	137,7	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6
Majątek obrotowy	1 547,9	1 694,2	1 619,1	1 188,4	1 019,6	1 081,2	1 089,5	1 109,2
Zapasy	121,2	148,5	161,7	149,4	154,4	163,1	165,4	164,7
Należności krótkoterminowe	613,8	687,0	684,6	632,7	653,7	690,4	700,4	697,3
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	253,8	201,1	201,1	201,1	201,1	201,1	201,1
Środki pieniężne	755,9	516,8	447,3	205,1	10,5	26,6	22,6	46,1
Krótkoterminowe RM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
PASYWA	6 512,1	6 645,7	6 806,3	7 482,4	7 501,0	7 619,0	7 665,8	7 713,7
Kapitał własny	3 243,4	3 317,2	3 483,5	3 469,1	3 423,6	3 361,7	3 342,3	3 345,1
Kapitał akcyjny	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3	2 239,3
Kapitał zapasowy	684,9	677,6	659,8	659,8	659,8	659,8	659,8	659,8
Zysk z lat ubiegłych	319,2	400,3	584,4	570,0	524,5	462,6	443,2	446,0
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1 959,5	1 981,0	1 860,1	2 710,1	2 710,1	2 810,1	2 860,1	2 910,1
Dług	1 414,5	1 403,7	1 156,5	1 156,5	1 156,5	1 256,5	1 306,5	1 356,5
Dług MSSF 16	0,0	0,0	0,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 151,1	1 157,9	1 296,8	1 303,2	1 367,3	1 447,2	1 463,4	1 458,4
Zobowiązania handlowe	775,1	860,2	1 026,3	948,5	979,9	1 035,0	1 050,0	1 045,4
Dług	376,0	297,7	270,5	195,5	225,5	245,5	245,5	245,5
Rezerwy na zobowiązania	51,4	82,2	77,4	77,4	77,4	77,4	77,4	77,4
Pozostałe	106,7	107,4	88,5	81,8	84,5	89,3	90,5	90,1

Dług	1 790,5	1 701,4	1 427,0	2 202,0	2 232,0	2 352,0	2 402,0	2 452,0
Dług netto	1 034,6	930,8	778,6	1 795,8	2 020,4	2 124,3	2 178,3	2 204,8
(Dług netto / Kapitał własny)	31,9%	28,1%	22,4%	51,8%	59,0%	63,2%	65,2%	65,9%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	1,3	0,9	2,1	2,6	2,7	2,7	2,7
(Dług netto bez MSSF 16 / skor. EBITDA)	2,1	1,3	0,9	1,1	1,5	1,6	1,6	1,6
BVPS	72,4	74,1	77,8	77,5	76,4	75,1	74,6	74,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	380,0	600,7	863,0	813,4	787,3	819,6	817,0	820,3
Zysk netto	-133,8	81,7	183,9	52,8	-45,5	-61,9	-19,4	2,9
Amortyzacja	621,6	546,9	629,4	712,3	756,9	797,7	761,3	746,3
Kapitał obrotowy	-23,2	-62,1	20,4	-20,3	8,2	14,4	3,9	-1,2
Pozostałe	-84,6	34,3	29,3	68,6	67,7	69,4	71,3	72,3
Przepływy inwestycyjne	-568,6	-740,0	-612,0	-844,6	-943,8	-853,4	-798,9	-773,3
CAPEX	-574,2	-502,0	-694,6	-969,0	-943,8	-853,4	-798,9	-773,3
Inwestycje kapitałowe	5,6	-238,0	82,6	124,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-83,8	-99,4	-322,9	-210,9	-38,2	50,0	-22,2	-23,4
Dług	679,4	51,5	-295,0	-75,0	30,0	120,0	50,0	50,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	-67,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-763,1	-150,9	-27,9	-68,7	-68,2	-70,1	-72,2	-73,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-272,3	-238,7	-71,9	-242,2	-194,6	16,2	-4,1	23,6
Środki pieniężne na koniec okresu	755,9	516,8	447,3	205,1	10,5	26,6	22,6	46,1
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-92,9	101,3	172,8	-143,6	-156,0	-33,1	19,0	48,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-13,2%	-10,7%	-13,4%	-20,2%	-19,1%	-16,3%	-15,1%	-14,6%

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	-4,6	7,5	3,3	11,6	-13,4	-9,9	-31,5	213,6
skor. P/E	-4,0	12,4	2,5	21,5	-13,4	-9,9	-31,5	213,6
P/CE	1,3	1,0	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	-5,6%	6,6%	12,4%	-6,0%	-5,9%	-1,2%	0,7%	1,7%
EV/EBITDA	3,4	2,2	1,5	2,8	3,4	3,5	3,5	3,4
skor. EV/EBITDA	3,4	2,2	1,5	2,9	3,4	3,5	3,5	3,4
EV/EBIT	-12,5	10,1	5,0	16,5	352,3	-219,7	60,3	36,5
EV/S	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
CFO/EBITDA	78%	86%	95%	95%	103%	104%	101%	100%
CFO/ skor. EBITDA	79%	87%	96%	98%	103%	104%	101%	100%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	11,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66	13,66
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
MC (mln PLN)	611,8	611,8	611,8	611,8	611,8	611,8	611,8	611,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	1 646,4	1 542,6	1 390,4	2 407,6	2 632,2	2 736,1	2 790,1	2 816,6

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
 Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 lutego 2020 o godzinie 08:23. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 lutego 2020 o godzinie 08:23.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branżowych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

rekomendacja	redukuj	redukuj	redukuj
data wydania	2020-02-05	2019-12-05	2019-11-26
cena docelowa (PLN)	16,40	18,13	20,44
kurs z dnia rekomendacji	17,50	20,00	22,40

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl