

Rok PKP Cargo S.A. na giełdzie

Michał Partykowski, Marcin Słowikowski

Artykuł omawia wejście i rok obecności PKP Cargo S.A. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Autorzy wspominają o podziale Przedsiębiorstwa Państwowego PKP i jego procesie prywatyzacji. Przedstawione są cele sprzedaży PKP Cargo oraz szanse i ryzyka związane ze spółką. Omówiona jest pierwsza oferta publiczna (IPO). Autorzy omawiają kolejne emisje akcji, zmiany akcjonariatu i analizują zmienność cen akcji. We wnioskach przedstawiono jest ocena wejścia na giełdę i prognozy dotyczące PKP Cargo.



Michał Partykowski
student Wydziału Nauk
Ekonomicznych Uniwersytetu
Ekonomicznego we Wrocławiu,
Prezes Studenckiego Koła Naukowego
Prawa Gospodarczego
michal.partykowski@gmail.com



Marcin Słowikowski
student Wydziału Nauk
Ekonomicznych Uniwersytetu
Ekonomicznego we Wrocławiu,
członek Studenckiego Koła
Naukowego Prawa Gospodarczego
marcin.slowikk@wp.pl

Celem opracowania jest omówienie roku obecności PKP Cargo S.A. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W dniu 30.10.2014 r. na GPW weszła pierwsza spółka Grupy PKP – PKP Cargo S.A. Jej debiut giełdowy wywołał dyskusję nad przebiegiem procesu reformy i prywatyzacji państwowych spółek kolejowych. W związku z nadchodzącą deregulacją rynku kolejowego, wymuszoną regulacjami unijnymi, sytuacja całej polskiej branży kolejowej ulegnie znaczącym zmianom, do czego firmy próbują się już teraz przygotować.

Prywatyzacja Grupy PKP

Na podstawie ustawy z 8.9.2000 r. o komercjalizacji, restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstwa państwowego „Polskie Koleje Państwowe” (t.j. Dz.U. z 2014 r., poz. 1160) przedsiębiorstwo państwowe „Polskie Koleje Państwowe” zostało podzielone i skomercjalizowane oraz rozpoczął się proces jego prywatyzacji. Przedsiębiorstwo to

zaczęło wówczas występować w obrocie jako Grupa PKP, składająca się z wielu spółek i grup kapitałowych, np. Grupy PKP Cargo S.A.

Wobec części spółek Grupy PKP podjęto decyzję o przeprowadzeniu prywatyzacji pośredniej, czyli przez nabycie akcji (udziałów) przez osoby inne niż Skarb Państwa [2]. Pierwszą spółką wchodzącą na giełdę była PKP Cargo S.A. Jest to spółka zajmująca się transportem i spedycją kolejową na rynku polskim i unijnym.

Wejście PKP Cargo S.A. na giełdę było związane z osiągnięciem przez akcjonariuszy Spółki znacznych wpływów pieniężnych ze sprzedaży akcji. Jak wynika z Białej księgi prywatyzacji PKP Cargo S.A., „zgodnie z przepisami Ustawy o Komercjalizacji, Restrukturyzacji i Prywatyzacji PKP, Akcjonariusz Sprzedający obowiązany jest przekazać (i) 15% wpływów ze sprzedaży Akcji Oferowanych na rzecz Funduszu Własności Pracowniczej, oraz (ii) 85% wpływów ze sprzedaży Akcji Oferowanych na wydzielony rachunek prowadzony przez Bank Gospodarstwa Krajowego, które łącznie z naliczonym oprocentowaniem mają zostać wykorzystane na spłatę zadłużenia PKP określonego w wyżej wymienionej ustawie” [10].

Wejście PKP Cargo S.A. na giełdę – szanse i ryzyka

Wejście na giełdę otwiera przed podmiotami gospodarczymi nowe szanse, ale jednocześnie wiąże się z różnego rodzaju ryzykiem.

Na perspektywy PKP Cargo S.A. związane z wejściem na GPW wpływa pozytywnie kilka czynników. Najważniejszym z nich jest powiązanie kapitałowe Spółki z Grupą PKP, a przez to pośrednio ze Skarbem Państwa, co w praktyce zapewnia uprzywilejowane relacje z innymi spółkami kontrolowanymi przez państwo. Jako że znaczną część kontraktów PKP Cargo S.A. zawiera z kontrahentami po-

wiązanymi kapitałowo ze Skarbem Państwa (z branży górniczej, kruszyw itp.), stosunkowo małe wydaje się ryzyko nagłego odwrócenia się od Spółki jej klientów. Inną szansą Spółki jest wykorzystanie sytuacji, w której węgiel pozostaje głównym paliwem polskich elektrowni w kolejnych latach, co zapewnia jej stałe źródło przychodów z jego transportu. Pozytywnie można też ocenić rosnący dostęp do rynku unijnego, na którym PKP Cargo S.A. ma znaczącą pozycję. Dodatkowo, dalszy rozwój Spółki powinien silnie dodatnio korelować ze wzrostem wielkości przewożonych towarów.

Wejście PKP Cargo S.A. na GPW poprzedziło poinformowanie potencjalnych inwestorów o szansach i ryzykach związanych ze Spółką, zawarte m.in. w Prospekcie emisyjnym zatwierdzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego 4.10.2014 r. [3]. Prospekt dostarcza informacji, które stanowią źródło danych wykorzystanych w opracowaniu.

Najważniejsze ryzyka branży transportu kolejowego to: 1) ryzyko uzależnienia przychodów ze sprzedaży usług transportowych od koniunktury gospodarczej. Wzrost PKB jest dodatnio skorelowany z produkcją przemysłową, co powoduje, że słabe wyniki gospodarcze Polski i sąsiadujących krajów zmniejszą popyt na działalność Grupy PKP Cargo; 2) skala opłat za użytkowanie infrastruktury kolejowej (około 20–25% kosztów operacyjnych grupy w latach 2010–2012) powoduje, że zmiana ich wysokości może istotnie wpłynąć na jej wynik finansowy. Na wysokość opłat wpływają głównie treści umów z PKP PLK S.A. oraz decyzje Urzędu Transportu Kolejowego; 3) słaby stan infrastruktury kolejowej na tle innych państw Unii Europejskiej oraz niskie nakłady na ich konserwację i modernizację przyczyniają się do wysokiego ryzyka wywiązania się ze wszystkich umów o transporcie towarów. Spółka PKP Cargo podaje, że np. w sierpniu 2013 r. 2% miesięcznej masy przewożów nie zostało zrealizowanych na czas z przyczyn złego stanu infrastruktury kolejowej;

4) konkurencja ze strony transportu samochodowego. Na 1848 mln ton ładunków przewożonych w Polsce w 2013 r. tylko 232,6 mln ton było przewiezionych przez kolej, a za pomocą transportu drogowego, na ogół substytucyjnego wobec kolei, przewieziono 1553 mln ton [1]. Systematyczna poprawa jakości dróg i wzrost długości dróg szybkiego ruchu powoduje od lat spadek udziału transportu kolejowego w transporcie towarowym, co może powodować spadek przychodów PKP Cargo S.A.; 5) konkurencja wewnątrzgałęziowa: w 2013 r. około 80% rynku transportu kolejowego znalazło się w rękach 4 przewoźników, z których PKP Cargo S.A. miała największy udział w rynku (59,2% udziału pod względem pracy przewozowej i 49,1% pod względem masy towarowej) [11]. Silni konkurenci mogą jednak w przyszłości odebrać Spółce część rynku; 6) zmienność przepisów prawnych, w szczególności kolejowych, podatkowych oraz środowiskowych.

Ryzyka związane z działalnością Grupy PKP Cargo S.A. to: 1) mała dywersyfikacja bazy klientów (na koniec 2012 r. 40 największych klientów wygenerowało 56,4% przychodów z działalności operacyjnej); 2) sezonowość przewozów poszczególnych produktów: znacząca część masy przewozów jest transportowana w dużych ilościach tylko przez część roku (np. węgiel stanowiący 34% pracy przewozowej w największym stopniu jesienią). Powoduje to, że załamanie jednego z rynków przewożonych towarów może prowadzić do chwilowego zachwiania płynnością finansową firmy; 3) ryzyka związane z przejęciami firm i reorganizacją; 4) wiek taboru (lokomotywy: elektryczne – średnio 29 lat, spalinowe – 32 lata; wagony – 27 lat); 5) ryzyko płynności: kredytowe i walutowe.

IPO (Initial Public Offer) – pierwsza oferta publiczna

Ustawa z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2013 r., poz. 1382) definiuje ofertę publiczną jako „udostępnienie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do nabycia tych papierów wartościowych” (art. 3 ust. 1). Z kolei termin „pierwsza oferta publiczna” należy rozumieć na gruncie tej ustawy jako „dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych” (art. 4 pkt 5).

Jak wskazuje Prospekt emisyjny, od 9.10.2013 r. do 21.10.2013 r. inwestorzy in-

dywidualni mogli zapisać się na akcje PKP Cargo S.A. oferowane przez PKP S.A. Oferta opiewała na sprzedaż 21 669 007 akcji zwykłych na okaziciela serii A, o wartości nominalnej 50 zł każda akcja, z 43 338 000 akcji zwykłych na okaziciela serii A, które PKP S.A. jako jedyny akcjonariusz posiadała w momencie wejścia PKP Cargo S.A. na giełdę. Oprócz tych akcji na kapitał zakładowy PKP Cargo S.A. składało się 15 akcji imiennych serii B [3].

Sprzedaż akcji w IPO była związana z problemem niedoszacowania ich wartości (underpricing). Ich cena nominalna wynosiła 50 zł [3]. Cena w ofercie, oparta na księdze popytu, wynosiła 68 zł. W ciągu pierwszego dnia notowań na GPW cena wzrosła do 80,20 zł (kurs otwarcia) i do 81,16 zł (kurs zamknięcia) [10].

Zgodnie z danymi zawartymi w Białej księdze prywatyzacji PKP Cargo S.A., oferta objęła 20 926 171 akcji [10]. Kierując się zarówno kryterium zdobycia jak najwyższej ceny za akcję, jak również chęcią ustalenia optymalnej struktury akcjonariatu, PKP S.A. przydzieliła 17 326 171 akcji (około 72% sprzedawanych) inwestorom instytucjonalnym, a 3 600 000 akcji inwestorom indywidualnym (około 17%). Ze sprzedaży akcji PKP S.A. uzyskało od inwestorów 1 422 979 628 zł. Jak wskazuje PKP Cargo S.A. w raporcie nr 13/2014 podsumowującym koszty oferty publicznej akcji zwykłych na okaziciela serii A, koszt przeprowadzenia oferty publicznej wyniósł 7 722 000 zł [4], co stanowi znikomą część przychodów uzyskanych ze sprzedaży akcji.

Powyższe dane pozwalają wysnuć następujące wnioski: po pierwsze – sprzedano zdecydowaną większość (około 96%) oferowanych akcji; po drugie – wzrost ceny akcji spowodował zwiększenie zysków PKP S.A. ponad plan.

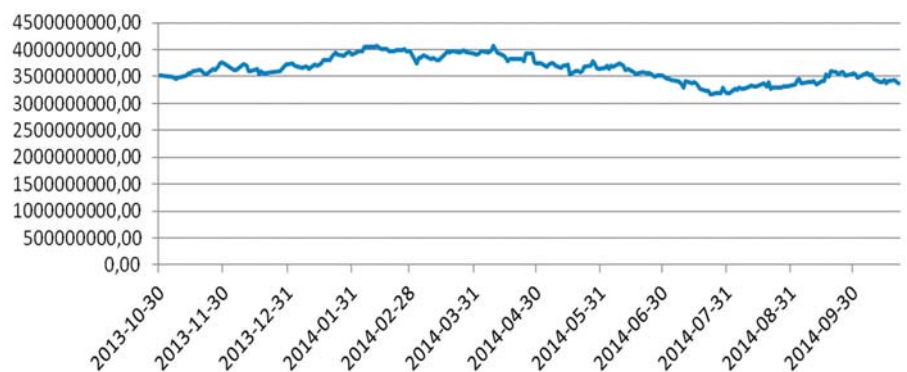
Efekty wejścia PKP Cargo S.A. na giełdę

Po wejściu PKP Cargo S.A. na giełdę cena akcji Spółki od 30.10.2013 r. do 31.1.2014 r. rosła,

następnie po okresie wahań o dużej amplitudzie, trwających do 12.5.2014 r., rozpoczął się gwałtowny spadek cen z poziomu około 94 zł za akcję do poziomu około 70 zł w połowie lipca 2014 r. Następnie ceny akcji rosły do poziomu około 80 zł za akcję w październiku 2014 r. (wykres 1). Za główną przyczynę spadku notowań w maju 2014 r. należy uznać uchwałę Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia PKP CARGO S.A. z 12.5.2014 r. w sprawie podziału zysku za 2013 r., w której przyjęto, że z zysku netto za 2013 r., wynoszącego ponad 94 mln zł, około 86,56 mln zł (ok. 91% zysku netto) zostanie przeznaczony na wypłatę dywidendy [8].

W ciągu ostatniego roku można było nabyć akcje PKP Cargo S.A. zarówno serii A, jak i serii B (pochodzących z „debiutu giełdowego”), a także akcji serii C. W dniu 7.3.2014 r. zakończyła się oferta publiczna akcji serii C, skierowanych tylko do uprawnionych pracowników PKP Cargo S.A. Zapisy na nie przyjmowano od 2.12.2013 r. do 28.2.2014 r. Liczba sprzedanych i przydzielonych akcji wyniosła 1 448 902. Dzięki tej emisji kapitał zakładowy PKP Cargo S.A. wzrósł o 72 445 100 [7]. Środki pozyskane przez Spółkę dzięki emisji akcji zostały przeznaczone na podwyższenie kapitału własnego [5]. Co ważne, akcji tych nie wolno zbywać w okresie 2 lat od pierwszego notowania akcji Spółki na rynku podstawowym GPW [7].

Emisje akcji serii A, B i C zmieniły skład akcjonariatu PKP Cargo S.A. Przed wejściem Spółki na giełdę jej jedynym akcjonariuszem było PKP S.A., posiadające 100% akcji. Wraz z wejściem PKP Cargo S.A. na giełdę udział PKP S.A. spadł do około połowy kapitału Spółki [3]. Zgodnie z raportem zarządu PKP Cargo S.A. w dniu 31.10.2013 r., tj. dzień po „debiucie” Spółki na giełdzie, udział PKP S.A. w jej akcjonariacie spadł do 51,7% (43 388 015 akcji) [6]. Skład akcjonariatu na dzień 15.10.2014 r. przedstawia tabela 1. Jak widać, akcjonariat PKP Cargo S.A. staje się coraz bardziej rozdrobniony, ale Grupa PKP wciąż zachowuje największy udział w kapitale Spółki i pozostaje dominującym akcjonariuszem.



1. Kurs akcji PKP Cargo w okresie od 30.10.2013 r. do 15.10.2014 r. (opracowanie własne)
Źródło: <http://www.gpw.pl> (dostęp: 15.10.2014 r.)

Kapitalizacja rynkowa

Wartość PKP Cargo S.A. możemy rozpatrywać w ujęciu rynkowym i ujęciu księgowym. Jako że Spółka zmieniła w ostatnich latach standardy sprawozdawczości finansowej, jej wyniki w perspektywie wieloletniej są bardzo trudne do wykazania. Dlatego też uwagę koncentrujemy na zmianach w kapitalizacji rynkowej PKP Cargo S.A. Obejmą one okres od wejścia Spółki na giełdę (30.10.2013 r.). Kapitalizację rynkową firmy przedstawia wykres 1.

Kapitalizacja PKP Cargo S.A. na dzień 30.10.2013 r. wynosiła 3 517 313 297,40 zł. Następnie rosła do dnia 12.2.2014 r. do wartości 4 068 572 848,20 zł, po czym zaczęła spadać aż do 3 175 392 415,30 zł (24.7.2014 r.), a następnie znów zaczęła rosnąć. W podanym okresie Spółka utrzymuje więc kapitalizację rynkową w przedziale 3,1–4,1 mld zł.

Tab. 1. Akcjonariat PKP Cargo według stanu na dzień na 15.10.2014 r.

Akcjonariusz	% akcji
Polskie Koleje Państwowe S.A.	33,01
ING Otwarty Fundusz Emerytalny	10,58
Morgan Stanley Group	5,31
AVIVA Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva BZ WBK	5,22
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	5,1

Źródło: http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPKP-CR00011/#akcjonariat (dostęp: 15.10.2014 r.)

Wnioski

Podsumowując, wejście na giełdę PKP Cargo S.A. okazało się sukcesem. Spółka zdobyła blisko 1,4 mld zł, przeznaczonych głównie na spłatę długów Grupy PKP. Udało się zatem zbudować nową, stabilną strukturę akcjonariatu PKP Cargo S.A., opartą na kilku dużych inwestorach instytucjonalnych. Wysoki wzrost kursu akcji PKP Cargo S.A. dowodzi, że jest ona pozytywnie oceniana na rynku i cieszy się zainteresowaniem inwestorów. Spółka nadal planuje pozyskiwanie środków finansowych na giełdzie. W dniu 16.6.2014 r. PKP Cargo S.A. rozpoczęła proces budowania przyspieszonej księgi popytu na sprzedaż kolejnych 7 627 650 akcji [9], których transakcja sprzedaży nie doszła jeszcze do skutku. Co jednak interesujące, tempo procesu sprzedaży tych akcji wydaje się być stosunkowo niskie jak na polskie standardy. ◀

Materiały źródłowe:

[1] Główny Urząd Statystyczny, Transport – wyniki działalności w 2013 r. Materia-

ły na konferencję prasową w dniu 29 sierpnia 2014 r., http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCYQFJAB&url=http%3A%2F%2Fstat.gov.pl%2Fdownload%2Fgfx%2Fportalinformacyjny%2Fpl%2Fdefaultaktualnosci%2F5511%2F13%2F1%2F1%2Ftransport_wyniki_dzialalnosci_w_2013_r_notatka_informacja.pdf&ei=rXdBVOv3A0q6ygO7ooHQBA&usg=AFQjCNGAgU9T5JkPo4q311kDzMK9Yc1MA&bvm=bv.77648437.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[2] Kiczka K., Administracyjnoprawne środki kształtowania sytuacji prawnej przedsiębiorców, [w:] K. Kiczka, T. Kocowski, A. Borkowski, A. Chełmoński, M. Guziński, L. Kieres, M. Szydło, Administracyjne prawo gospodarcze, Wrocław 2009.

[3] Prospekt emisyjny PKP Cargo S.A., zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego 4.10.2014 r., http://www.dm.pkobp.pl/media_files/2c7aa900-da8a-487d-89c7-48fd246e49b5.pdf (dostęp: 15.10.2014 r.).

[4] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 13/2014 z 13.3.2014 r.: Podsumowanie kosztów oferty publicznej akcji zwykłych na okaziciela serii A spółki PKP Cargo S.A., http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_13_Podsumowanie_kosztow_oferty_publicznej_akcji_zwyklych_na_okaziciela_serii_A_spolki_PKP_CARGO_S.A._.pdf.html&ei=sb2AVP-2JlbhywPcyoDIDw&sg=AFQjCNHeQyE5lmjSlaAVP-bX5OJEC-bxM4w&bvm=bv.80642063.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[5] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 14/2014 z 14.3.2014 r.: Podsumowanie emisji akcji serii C PKP CARGO S.A., http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_14_Podsumowanie_oferty_akcji_serii_C_PKP_CARGO_S.A._.pdf.html&ei=_JaFVKSPDzfea3qgsgG&usg=AFQjCNFux6gVXORRmdHNbCclLnLjy-GLbIA (dostęp: 15.10.2014 r.).

[6] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 15/2013 z 31.10.2013 r.: Znaczne pakiety akcji/Zmiana stanu posiadania, http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_15_2013.pdf.html&ei=FL6AVOHgDYTCywO5m4

http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_27k_Rejestracja_podwyzszenia_kapitalu_zakladowego_spolki_PKP_CARGO_S.A._._korekta_.pdf.html&ei=Y76AVL_HHeH8ywOo54LgBg&usg=AFQjCNFegFe-QM9vJJSgc3FarBjsVEBhKQ&bvm=bv.80642063.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[7] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 27/2014/k z 29.4.2014 r.: Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego spółki PKP CARGO S.A. – korekta, http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_27k_Rejestracja_podwyzszenia_kapitalu_zakladowego_spolki_PKP_CARGO_S.A._._korekta_.pdf.html&ei=Y76AVL_HHeH8ywOo54LgBg&usg=AFQjCNFegFe-QM9vJJSgc3FarBjsVEBhKQ&bvm=bv.80642063.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[8] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 31/2014 z 12.5.2014 r.: Uchwała Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia PKP CARGO S.A. w sprawie podziału zysku za 2013 r., http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_31_Uchwała_Zwyczajnego_Walnego_Zgromadzenia_PKP_CARGO_S.A._w_sprawie_podzialu_zysku_za_2013_r_.pdf.html&ei=0byAVLugNoPMYgO7hoKYAQ&usg=AFQjCNFTKZtymFhAk9BPQqdpxfxxr6Bag&bvm=bv.80642063.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[9] Raport bieżący PKP Cargo S.A. nr 36/2014 z 16.6.2014 r.: Informacja o rozpoczęciu przez PKP S.A. sprzedaży akcji PKP Cargo S.A., http://www.google.pl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFJAA&url=http%3A%2F%2Frelacjinwestorskie.pkp-cargo.pl%2Fpl%2Fmedia%2Fdownloads_doc%2FRaport_biezacy_nr_36_Informacja_o_rozpozeciu_przez_PKP_S.A._sprzedazy_akcji_PKP_CARGO_S.A._.pdf.html&ei=z76AVOyHPIvXygPEioC4Dw&usg=AFQjCNH9S2w6hDms-acBvVbOisjLzqHvSQ&bvm=bv.80642063.d.bGQ (dostęp: 15.10.2014 r.).

[10] Biała księga prywatyzacji PKP Cargo S.A., Warszawa, marzec 2014, http://pkpsa.pl/images/cargo_ksiega_prywatyzacja.pdf (dostęp: 15.10.2014 r.).

[11] Skonsolidowany raport roczny Grupy Kapitałowej PKP Cargo S.A. za 2013 r., Warszawa, 14 marca 2014, http://www.pkp-cargo.pl/application/uploads/files/Skonsolidowany_raport_roczny_Grupy_Kapitalowej_PKP_CARGO_S.A._za_2013_rok_1_1.pdf (dostęp: 15.10.2014 r.).