

## Prywatyzacja PKP Energetyka S.A. – czy spółka powtórzy sukces PKP Cargo S.A.?

Michał Partykowski, Marcin Słowikowski



Michał Partykowski

Student Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

michal.partykowski@gmail.com



Marcin Słowikowski

Student Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

marcin.slowikk@wp.pl

Grupa PKP wdraża proces prywatyzacji swoich spółek oraz wyprzedaży aktywów. Po zeszlórocznej sprzedaży części akcji PKP Cargo S.A., ocenianej przez wielu jako udana [6], w bliskiej perspektywie czasowej planowana jest sprzedaż całości przedsiębiorstwa PKP Energetyka S.A. inwestorowi instytucjonalnemu [2].

Proces ten można oceniać z kilku perspektyw. Po pierwsze, z perspektywy inwestora należy zauważyć, że PKP Cargo S.A. sprzedała większość pakietu swoich akcji kilku podmiotom, a ceny transakcji okazały się znacznie wyższe niż początkowo planowano. Czy PKP Energetyka okaże się dla nich równie atrakcyjna jak PKP Cargo? Po drugie, można zbadać, czy proces prywatyzacji PKP Energetyka S.A. przyniesie znaczne wpływy Grupie PKP. Po trzecie, z perspektywy PKP Energetyka S.A. należy zastanowić się, jak zmiana właściciela wpłynie na sytuację faktyczną Spółki.

Celem niniejszego opracowania jest porównanie PKP Energetyka S.A. i PKP Cargo S.A. w kontekście ich atrakcyjności dla inwestorów. W tym celu należy zwrócić uwagę na profile obu spółek, dokonać analizy finansowej środków będących w ich posiadaniu, by porównać m.in. ich wielkość, tempo rozwoju, rentowność i płynność. Trzeba też zwrócić uwagę na szanse i ryzyka związane z prywatyzacją PKP Energetyka S.A.

### Profil spółek PKP Energetyka S.A. i PKP Cargo S.A.

PKP Energetyka S.A. to spółka zajmująca się dostarczaniem i dystrybucją energii elektrycznej na terenie kraju oraz sprzedażą paliw kolejowych [5]. Świadczy ona usługi w głównych ośrodkach miejskich oraz na obszarach mniej zurbanizowanych, obejmuje swoją działalnością całą

Polskę. Powstała w 2001 r., gdy wydzielono ją z przedsiębiorstwa państwowego „Polskie Koleje Państwowe” 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). W 2011 r. PKP Energetyka S.A. należała w 41,31% do PKP S.A., a w 58,69% do Skarbu Państwa.

Spółka PKP Energetyka jest w dużej mierze uzależniona od klientów z branży kolejowej. Do takiego wniosku prowadzi analiza struktury przychodów z jej sprzedaży. W 2011 r. przychody z trakcyjnej dystrybucji energii elektrycznej (dystrybucja energii stanowiła 27,71% przychodów ze sprzedaży) były blisko 2,5 razy wyższe od przychodów z dystrybucji energii do innych odbiorców. Z kolei nieco ponad połowa przychodów z obrotu energią elektryczną (40,49% przychodów ze sprzedaży) pochodziła z obrotu trakcyjnego. W zasadzie tylko od popytu zgłaszanego przez klientów kolejowych zależą przychody z sieci trakcyjnej (11,1% przychodów ze sprzedaży), modernizacji linii kolejowych (4,0%) oraz sprzedaży paliwa (4,2%). Do największych klientów PKP Energetyka S.A. należą m.in. PKP Cargo S.A., PKP Intercity S.A., PKP Przewozy Regionalne S.A., Grupa Ożarów S.A., PKP Linie Kolejowe S.A. oraz Euro-Energetyka Sp. z o.o. Kondycja finansowa PKP Energetyka S.A. zależy więc w dużej mierze od relacji z dużymi podmiotami gospodarczymi, głównie kolejowymi. Należy jednak wspomnieć, że Spółka systematycznie dywersyfikuje portfel klientów.

Do najważniejszych czynników makroekonomicznych wpływających na działalność PKP Energetyka S.A. należałoby zaliczyć: zmianę PKB, zmianę produkcji energii elektrycznej, inflację, ceny hurtowe energii elektrycznej oraz strukturę źródeł produkcji energii.

Bardzo ważne dla prognozy przychodów PKP Energetyka S.A. jest zbadanie, czy po ewentualnej zmianie właściciela Spółka zachowa kontrakty ze spółkami należącymi do Grupy PKP, do której sama obecnie należy. W kontekście wyceny PKP Energetyka S.A. szczególnie istotne byłoby zbadanie warunków gwarancji, że przez pewien czas po sprzedaży spółki kolejowe będą nadal preferowały zawarte z nią kontrakty. Długość tych kontraktów jest kluczowym aspektem wyceny Spółki.

Spółka PKP Cargo to podmiot świadczący usługi transportu kolejowego. Podstawowym przedmiotem jej działalności są kolejowe przewozy towarowe, usługi spedycyjne, logistyczne, bocznicowe i utrzymania taboru [4]. W 2012 r. Spółka wykonała 60,3% pracy przewozowej w Polsce, a 8,5% w Unii Europejskiej, co czyni ją jed-

nym z największych przewoźników kolejowych w Europie. Blisko połowa wykonanej w tym samym roku pracy przewozowej wynikała z przewozów krajowych, a reszta z przewozów importowych, eksportowych i tranzytowych. Spółka prowadzi działalność przewozową opartą na transporcie przede wszystkim: paliw stałych (głównie węgla), kruszyw i materiałów budowlanych oraz metali i rud. Wskazuje to na istnienie korelacji między tempem wzrostu gospodarczego, wynikami branży budowlanej oraz zużyciem energii elektrycznej a efektami sprzedaży usług.

Istotne znaczenie ma koncentracja bazy klientów PKP Cargo S.A. W 2012 r. 56,4% przychodów z działalności operacyjnej zostało wygenerowane przez zaledwie 40 klientów, z których 10 największych odpowiadało za 30,3% przychodów z działalności operacyjnej. Do największych klientów PKP Cargo S.A. należą: ArcelorMittal Polska, Grupa PGE, Grupa Tauron, Grupa JSW oraz Węglkokoks.

Spółka PKP Cargo ma akcjonariat rozproszony pomiędzy kilku głównych właścicieli, wśród nich PKP S.A., ING Otwarty Fundusz Emerytalny, Morgan Stanley Group, AVIVA Otwarty Fundusz Emerytalny Aviva BZ WBK oraz Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Mniejsza część akcji należy natomiast do inwestorów indywidualnych [1].

### Analiza finansowa PKP Energetyka S.A. oraz PKP Cargo S.A.

Podstawą przeprowadzonej analizy finansowej są dane finansowe ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych za lata 2011–2013 PKP Cargo S.A. oraz jednostkowych sprawozdań finansowych PKP Energetyka S.A. za te same lata.

Suma bilansowa PKP Energetyka S.A. systematycznie rośnie z blisko 1,7 mld zł w 2011 r. do 2,27 mld zł w 2013 r., co daje blisko 33% wzrost. Za wzrost aktywów odpowiadają szczególnie rzeczowe aktywa trwałe, które wzrosły w podanym okresie o blisko 300 mln zł – z około 902 mln zł do 1,29 mld zł. Strukturę aktywów Spółki przedstawia wykres 1.

Wzrost wartości środków trwałych nie przebiegał równomiernie na poszczególne ich pozycje. Praktycznie nie zmienia się wartość gruntów, szczególnie rosną natomiast środki trwałe w budowie, urządzenia techniczne i maszyny oraz budynki, lokale i obiekty inżynierii lądowej. Środki trwałe w budowie wynosiły 67,24 mln zł (2011 r.), 117,76 mln zł (2012 r.) i aż 299,99 mln zł (2013 r.). Sugeruje to, że w najbliższych latach PKP Energetyka S.A. będzie nadal intensywnie inwestowała.

Równie ważne jest, że oprócz znacznego tempa wzrostu, PKP Energetyka S.A. systematycznie odnosiła sukcesy finansowe: jej zysk netto w 2011

r. wynosił 70,98 mln zł, w 2012 r. – 65,62 mln zł, a w 2013 r. – 89,96 ml zł. Spółka nie miała też do rozliczenia strat z poprzednich lat. Podane wskaźniki zysku pozwalają na oszacowanie wskaźników rentowności. Rentowność aktywów (ROA) wyniosła w kolejnych latach 4,2% (2011 r.), 3,6% (2012 r.) oraz 4% (2013 r.). Są to stosunkowo duże wielkości, biorąc pod uwagę rozbudowę majątku firmy. Sumy przeznaczane co roku na środki trwałe w budowie w 2011 i 2012 r. przekraczają kwoty zysku netto, co podkreśla agresywność strategii inwestycyjnej zarządu PKP Energetyka S.A.

Ważne z punktu widzenia dokonywanej analizy jest zbadanie wzrostu finansowego PKP Energetyka S.A. Udział kapitałów własnych w sumie pasywów w 2010 r. wynosił 50,74%, w 2011 r. – 48,43%, a w 2012 r. – 40,15%. Można zauważyć wyraźną tendencję do zwiększania skali finansowania kapitałem obcym. Jest to efekt zaciągania zobowiązań długoterminowych, krótkoterminowych oraz zwiększania rezerw na zobowiązania. Strukturę pasywów spółki obrazuje wykres 2.

Zobowiązania długoterminowe kształtowały się do 2012 r. na stosunkowo niskim poziomie – około 30 mln zł, ale wzrosły znacząco w 2013 r. na skutek emisji dłużnych papierów wartościowych na kwotę nominalną 100 mln zł. Spółka systematycznie zmniejsza swoje zadłużenie z tytułu kredytów i pożyczek z okresem spłaty powyżej 1 roku – spadły one z poziomu 20,07 mln zł w 2010 r. do 13,43 mln zł w 2012 r. Zarówno kredyty, jak i papiery dłużne świadczą o rosnącej dywersyfikacji źródeł finansowania zewnętrznego.

Dodatkowe wnioski można wyciągnąć z rachunków zysków i strat. Przychody netto ze sprzedaży urosły w 2012 r. o 9,47% r/r, a w 2013 r. o 14,03% r/r. Bardzo podobnie kształtowała się dynamika wzrostu kosztów działalności operacyjnej: odpowiednio o 8,7% r/r oraz o 14,6% r/r. Ponadto, systematycznie rosną koszty wynagrodzeń oraz ubezpieczeń społecznych i innych świadczeń, co może być wyjaśniane wzrostem zatrudnienia w PKP Energetyka S.A. Świadczy to o rozwoju działalności i utrzymaniu podobnej rentowności sprzedaży.

Ważnym aspektem badania rachunku zysków i strat jest określenie miejsca, gdzie powstaje zysk PKP Energetyka S.A. Po analizie danych można zauważyć, że zyski netto Spółki są co roku znacząco

mniejsze od zysków ze sprzedaży. Podstawową tego przyczyną są wysokie inne koszty operacyjne sięgające w kolejnych latach 24,7 mln zł (2011 r.), 71,11 mln zł (2012 r.) oraz 38,4 mln zł (2013 r.), czyli odpowiednio 27,49%, 85,32% i 33,94% zysku brutto.

Jeśli chodzi o PKP Cargo S.A., to suma bilansowa Spółki systematycznie rośnie, w 2012 r. – o 5%, natomiast w 2013 r. – o kolejne 2%. W aktywach Spółki dominowała tendencja wzrostowa – od poziomu 5,37 mld zł w 2011 r. do poziomu 5,74 mld zł w 2013 r. Ten 7% wzrost świadczy o ciągłym rozwoju Spółki. Stosunek aktywów trwałych do aktywów ogółem utrzymuje się na stabilnym poziomie we wszystkich badanych latach i wynosi 71% +/- 1 punkt procentowy. Strukturę aktywów PKP Cargo S.A. przedstawia wykres 3.

W przypadku aktywów trwałych wiodącą pozycją są rzeczowe aktywa trwałe, stanowiące ponad 90% wykazanej sumy. Pozycja ta na przestrzeni badanych lat wzrosła o 10%. Warto zauważyć, że wśród aktywów trwałych duży spadek zanotowały inwestycje długoterminowe, których poziom spadł w 2013 r. o 52% w porównaniu z 2011 r. Głównymi pozycjami w aktywach obrotowych są należności krótkoterminowe oraz inwestycje krótkoterminowe, które łącznie stanowią ponad 90% sumy aktywów obrotowych.

Kapitały własne (wliczając kapitały mniejszościowe) stanowiły w 2011 r. 55,69% pasywów, a w kolejnych latach odpowiednio 57,16% oraz 60,09%. Zatem kapitały własne PKP Cargo S.A. w latach 2011–2013 wzrosły o 17%, co wskazuje na spadek finansowania przez zaciąganie zobowiązań. Warto jednak zwrócić uwagę na kształtowanie się struktury kapitałów własnych w poszczególnych latach, ponieważ w 2013 r., w porównaniu do 2012 r., kapitał zakładowy Spółki spadł o 25%, a kapitał zapasowy w tym okresie wzrósł o ponad 560%. Związane było to z decyzją Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia PKP Cargo S.A. o zmniejszeniu wartości nominalnej akcji, pokryciu strat z poprzednich lat oraz o zwiększeniu kapitału zapasowego na pokrycie przyszłych strat. Strukturę pasywów PKP Cargo S.A. przedstawia wykres 4.

W przypadku zobowiązań długoterminowych najważniejszą pozycję stanowią rezerwy długoterminowe z tytułu świadczeń pracowniczych,

które w 2013 r. osiągnęły poziom aż 50,82% zobowiązań długoterminowych. Warto zauważyć, że duży udział w finansowaniu aktywów PKP Cargo S.A. ma leasing, którego udział jest dwukrotnie większy niż długoterminowych kredytów i pożyczek. Świadczy to o dywersyfikacji źródeł pozyskiwania kapitału obcego przez Spółkę.

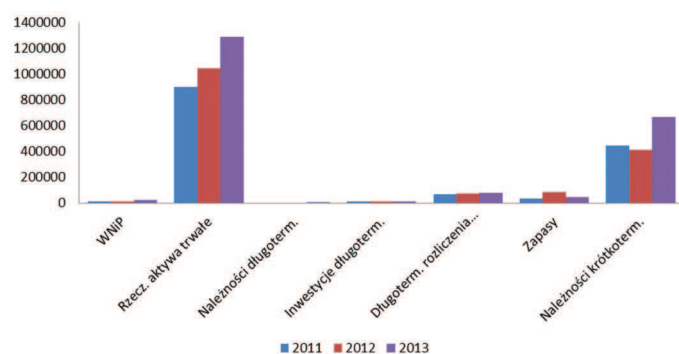
Spółka PKP Cargo odnotowuje każdego roku zysk netto, choć zauważalna jest tendencja spadkowa, ponieważ Spółka w 2012 r. osiągnęła o 64,97 % niższy zysk netto niż w roku poprzednim, a w 2013 r. zysk spadł aż o 24,45 % w porównaniu z 2012 r. Znajduje to potwierdzenie w rachunku zysków i strat Spółki. Przychody PKP Cargo S.A. ze sprzedaży z roku na rok maleją – o 5,96 % w 2012 r. w stosunku do 2011 r. oraz o 10,08 % w stosunku do 2010 r. Ponadto, pomimo znacznego spadku przychodów ze sprzedaży koszty operacyjne spadły w 2013 r. zaledwie o 2,94%. Wskazuje to na pogarszającą się rentowność Spółki w ramach działalności operacyjnej. Nie bez znaczenia jest przy tym znaczny wzrost kosztów świadczeń pracowniczych.

## Porównanie wskaźników finansowych PKP Cargo S.A. i PKP Energetyka S.A.

Pierwszy z analizowanych wskaźników finansowych to ROE, czyli rentowność kapitałów własnych. Pokazuje on, ile złotych zysku w danym roku przyniosła każda złotówka kapitałów własnych. W przypadku PKP Energetyka S.A. są to wartości bardzo zbliżone, mieszczące się w przedziale 7,43%–9,85%, co jest bardzo dobrym wynikiem. Gorzej przedstawia się sytuacja PKP Cargo S.A., której wyniki spadają z bardzo wysokich 13,77% do niecałych 2%.

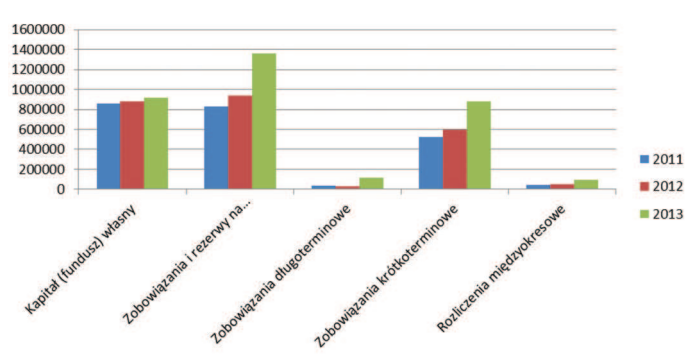
Kolejny wskaźnik to ROA, czyli rentowność aktywów. Jego interpretacja pokazuje, ile złotych zysku w danym roku przyniosła każda złotówka aktywów. Spółka PKP Energetyka osiąga stałe wyniki oscylujące wokół 4% rocznie. W PKP Cargo S.A. wskaźnik ten spada z 13,77% do 1,86%. Potwierdza to stabilność osiąganych zysków w PKP Energetyka S.A. i dramatyczny spadek w PKP Cargo S.A.

Wskaźnik zadłużenia ogólnego, mierzony jako stosunek zobowiązań ogółem do aktywów ogółem, pozwala ocenić ryzyko utraty zdolności do



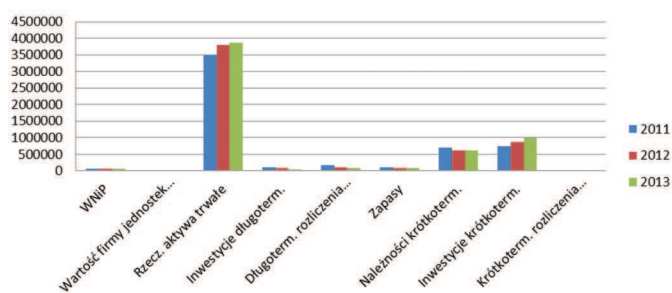
1. Struktura aktywów PKP Energetyka S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Raportu korporacyjnego PKP Energetyka S.A. 2012–2013” [5]



2. Mapa projektów zakończonych w latach 2011–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Raportu korporacyjnego PKP Energetyka S.A. 2012–2013” [5]



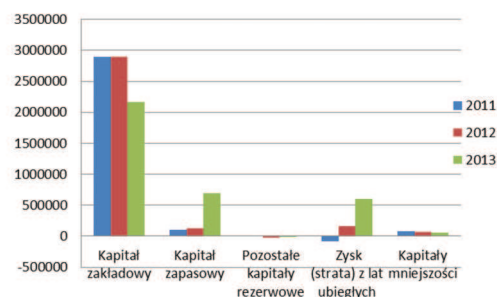
### 3. Struktura aktywów PKP Cargo S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Prospektu emisyjnego PKP Cargo S.A.” [4] oraz „Skonsolidowanego raportu rocznego Grupy Kapitałowej PKP Cargo S.A. za 2013 r.” [3]

regulowania zobowiązań przez daną spółkę przy pogorszeniu się koniunktury. Wartości powyżej 0,5 oceniane są jako zbyt wysokie. W PKP Cargo S.A. wartość wskaźnika zadłużenia ogólnego nie przekracza w żadnym z badanych lat poziomu 0,5. W przypadku PKP Energetyka S.A. wskaźnik ten w 2011 r. wyniósł 0,49, w 2012 r. – 0,52, a w 2013 r. – 0,6. Spółka przekroczyła bardzo nieznacznie tę wartość w 2012 r., a w 2013 r. przekroczyła ją w sposób znaczący. Wskazuje to na istnienie ryzyka

rynek zbytu w ramach prowadzonej działalności, przynajmniej do czasu, gdy spółki te pozostają powiązane kapitałowo. Po trzecie, postępująca dywersyfikacja działalności pozwala PKP Energetyka S.A. uniknąć ryzyka uzależnienia od pojedynczych kontrahentów lub jednego segmentu działalności.

Spółka ta narażona jest na kilka głównych obszarów ryzyk. Po pierwsze, wydzielenie jej z Grupy PKP może skutkować utratą preferencyj-



### 4. Struktura kapitałów własnych PKP Cargo S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Prospektu emisyjnego PKP Cargo S.A.” [4] oraz „Skonsolidowanego Raportu rocznego Grupy Kapitałowej PKP Cargo S.A. za 2013 r.” [3]

matyczny rozwój; wysoką i stabilną rentowność kapitałów własnych; dywersyfikację portfela zobowiązań i portfela klientów. Problemem może być utrata preferencyjnej pozycji kontrahenta spółek Grupy PKP. Dodatkowo, intensywne inwestycje negatywnie rzutują na płynność PKP Energetyka S.A., co może skutkować koniecznością ich ograniczenia lub też dokapitalizowania Spółki przez nowego właściciela w razie problemów z płynnością. Kluczowe jest nalezienie dużego inwestora branżowego, chętnego do kupna PKP Energetyka S.A. oraz zapewnienia jej gwarancji zachowania uprzywilejowanej pozycji kontrahenta spółek Grupy PKP. Po spełnieniu tych warunków PKP Energetyka S.A. stoi przed szansą dalszego intensywnego rozwoju, a Grupa PKP przed możliwością uzyskania znacznych środków finansowych, które może przeznaczyć na spłatę swojego zadłużenia. ◀

Tab. 1. Wskaźniki finansowe PKP Cargo S.A. i PKP Energetyka S.A.

	PKP Energetyka S.A.			PKP Cargo S.A.		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
ROE	8,28%	7,43%	9,85%	13,77%	8,32%	1,86%
ROA	4,0%	3,60%	3,96%	7,67%	4,76%	1,14%
Wskaźnik zadłużenia ogólnego	0,49	0,52	0,60	0,44	0,43	0,39

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Prospektu emisyjnego PKP Cargo S.A.” [4], Raportu korporacyjnego PKP Energetyka S.A. 2012–2013” [5] i „Skonsolidowanego Raportu rocznego Grupy Kapitałowej PKP Cargo S.A. za 2013 r.” [3]

niemożności uregulowania własnych zobowiązań w przypadku pogorszenia się koniunktury.

Z uwagi na większe niż w przypadku PKP Cargo S.A. ryzyko niemożności spłacenia zobowiązań, należało zbadać wskaźnik płynności bieżącej dla PKP Energetyka S.A. Odzwierciedla on zdolność spółki do regulowania bieżących zobowiązań. Płynność bieżąca PKP Energetyka S.A. w 2011 r. wyniosła 1,2, w 2012 r. – 1,0, a w 2013 r. – 0,9, podczas gdy najlepsze wartości mieszczą się w przedziale 1,2–2. Oznacza to, że wraz z dynamicznym wzrostem tempa inwestycji PKP Energetyka S.A. zmniejsza swoją zdolność do regulowania bieżących zobowiązań.

### Szanse i ryzyka PKP Energetyka S.A.

Spółka PKP Energetyka bez wątpienia bardzo intensywnie się rozwija, ale też musi liczyć się z wieloma ryzykami mogącymi zakłócić jej funkcjonowanie. Można wymienić kilka elementów, które rzutują pozytywnie na działalność Spółki. Po pierwsze, duży program inwestycyjny daje PKP Energetyka S.A. możliwość zmniejszenia średniego wieku używanych urządzeń i poprawienia rentowności oraz zwiększenia własnych zdolności konkurencyjnych. Po drugie, silne relacje ze spółkami Grupy PKP zapewniają jej duży

nej pozycji – jako kontrahenta – wśród powiązanych spółek, co obecnie można zaobserwować w praktyce. Po drugie, PKP Energetyka S.A. jest narażona na ryzyko polityczne związane z dużą liczbą klientów kontrolowanych przez Skarb Państwa. Nieprzychylność rządzących może skutkować utratą znacznej części obrotów. Po trzecie, zmiana sposobów wytwarzania energii elektrycznej w Polsce, np. na skutek regulacji unijnych wymuszających wzrost produkcji energii ze źródeł ekologicznych, może skutkować wzrostem cen energii i spadkiem przychodów Spółki. Sytuację może wówczas pogorszyć zła kondycja spółek węglowych, będących znaczącymi klientami PKP Energetyka S.A. Po czwarte, stosunkowo wysoki poziom zadłużenia i niskie wartości wskaźniki płynności (jak wspomniano wcześniej, płynność bieżąca PKP Energetyka S.A. w 2012 i 2013 r. wyniosła mniej niż 1,2) narażają PKP Energetyka S.A. na problemy z regulowaniem zobowiązań w razie pogorszenia się warunków makroekonomicznych.

### Wnioski

Spółka PKP Energetyka jest pod wieloma względami atrakcyjniejsza dla inwestora niż PKP Cargo S.A. Do jej głównych zalet można zaliczyć: syste-

### Materiały źródłowe

- [1] Strona internetowa: <http://stooq.com/q/h/?s=pkp> (dostęp: 23.10.2014 r.).
- [2] Majszyk K., PKP Cargo idzie pod młotek, [http://forsal.pl/artykuly/786366\\_pkp-energetyka-idzie-pod-mlotek-prywatyzacja-ruszy-powakacjach.html](http://forsal.pl/artykuly/786366_pkp-energetyka-idzie-pod-mlotek-prywatyzacja-ruszy-powakacjach.html) (dostęp: 23.10.2014 r.).
- [3] Skonsolidowany raport roczny Grupy Kapitałowej PKP Cargo S.A. za 2013 r., [http://www.pkp-cargo.pl/application/uploads/files/Skonsolidowany\\_raport\\_roczny\\_Grupy\\_Kapitałowej\\_PKP\\_CARGO\\_S.A.\\_za\\_2013\\_rok\\_1\\_1.pdf](http://www.pkp-cargo.pl/application/uploads/files/Skonsolidowany_raport_roczny_Grupy_Kapitałowej_PKP_CARGO_S.A._za_2013_rok_1_1.pdf) (dostęp: 23.10.2014 r.).
- [4] 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](http://www.dm.pkobp.pl/media_files/2c7aa900-da8a-487d-89c7-48fd246e49b5.pdf) (dostęp: 23.10.2014 r.).
- [5] Raport korporacyjny PKP Energetyka S.A. 2012–2013, <http://www.pkpenergetyka.pl/pl/strona/28-raporty> (dostęp: 23.10.2014 r.).
- [6] Udany debiut spółki PKP Cargo na warszawskiej giełdzie, Newsweek z 30.10.2013 r., <http://biznes.newsweek.pl/udany-debiut-spolki-pkp-cargo-na-warszawskiej-gieldzie-newsweek-pl/artykuly/273595,1.html> (dostęp: 23.10.2014 r.).