Canadian National Railway

Wartość sieci nie zwalnia z dyscypliny ceny

CNR | Toronto Stock Exchange | akcja zwykła | CAD
18 października 2026 r. | analiza World Market Atlas

Kurs 16.10.2026	Scenariusz bazowy DCF	Ostrożny / optymistyczny
172,39 CAD	129,11 CAD/akcję	60,14 / 255,25

Wniosek modelowy: bazowa wartość wynikająca ze scenariusza DCF jest o 25,1% niższa od kursu odniesienia. Cena wymaga mocniejszego wzrostu przewozów, większej poprawy efektywności lub niższego kosztu kapitału niż w bazie. Dobra infrastruktura nie oznacza automatycznie niedowartościowanej akcji.

Zakres	Podstawa
Prognoza	FY2026E-FY2035E; 75 dni pozostałego 2026 w PV
Najnowsze wyniki	H1 2026, 30.06.2026; Q3 jeszcze nieopublikowane
Rynek rozwinięty	Kanada, klasyfikacja MSCI
Metoda	FCFF; RTM × stawka/miks dla 7 grup towarowych
WACC / g / terminal ROIC	7,3% / 2,0% / 12,0%
Gotowość analityczna	screen-grade; bilans i akcje jako datowane przybliżenia

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Wynik jest warunkową kalkulacją, nie ratingiem kupuj/sprzedaj/trzymaj ani gwarantowaną ceną. Niepewność prognoz, bilansu, stóp i terminala jest istotna. Nie korzystano z płatnego konsensusu ani regresji beta emitenta.

Źródła: [S01] · [S11] · [S12] · [S13]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 02

1. Teza, cena i warunki jej obalenia

CN łączy aktywa trudne do odtworzenia z cyklicznym popytem i obowiązkiem stałego odtwarzania infrastruktury. W tym raporcie przewaga sieciowa jest uwzględniona w trwałości marż, a nie w dowolnej premii do mnożnika. Największe ryzyko wyceny to zapłacenie za wzrost i efektywność, które nie pokryją kosztu utrzymania torów, taboru oraz kapitału.

Teza autora	Mechanizm w modelu	Test obserwowalny
Sieć ma trwałą wartość	utrzymanie wysokiej marży EBIT	service metrics, utrzymanie klientów
Zboże wspiera krótkoterminowy popyt	wzrost RTM grain w 2026	realizacja wolumenu w zimie
Pricing nie jest czystą marżą	yield zawiera fuel, FX i miks	przychód/RTM razem z fuel cost
Nakłady nie znikną	capex stale ponad D&A	stan infrastruktury i capex/sprzedaż
Cena jest wymagająca	kurs przewyższa bazę DCF	Q3 potwierdza lepszy FCF i wzrost

Co jest już wpisane w kurs?

Przy niezmienionym WACC i terminalu sam wzrost marży musiałby być o 9,78 pp wyższy w każdym roku niż w bazie. Taki jednowymiarowy wariant jest agresywny. Alternatywny test podnosi roczny wzrost RTM o 2,84 pp. Rynek może oczywiście dyskontować kombinację parametrów, a nie jeden z tych ekstremów.

Granice wniosku

Nie twierdzimy, że model odtwarza konsensus. Brak bieżącego zestawu prognoz analityków, aktualnego długu netto i szczegółowego planu przewozów 2027-2035 ogranicza precyzję. Wynik jest punktem odniesienia do dalszej weryfikacji. Nie stanowi wskazówki dotyczącej indywidualnego portfela.

Źródła: [S06] · [S07] | Q3 30.10.2026; grain update 06.10.2026. Pozostałe wnioski: obliczenia i ocena autora.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 03

2. Biznes, konkurencja i kapitał

Element	Fakt źródłowy / interpretacja
Instrument	Canadian National Railway Company; CNR w Toronto i CNI w Nowym Jorku. Wycena lokalnej akcji w CAD. [S01]
Sieć	18 900 route miles na koniec H1 2026. Jeden segment sprawozdawczy, Kanada i USA. [S01, S03]
Ekonomia sieci	Gęstsza sieć przewozów może obniżyć koszt jednostkowy; słabszy popyt działa odwrotnie. Ocena autora.
Konkurencja	Kolej konkuruje o routing, porty i modal shift. Transport drogowy zapewnia elastyczność; kolej ma przewagę na długich trasach i w masowych ładunkach. Analiza autora.
Kapitał	Tory, mosty, terminale, sygnalizacja i tabor wymagają reinwestycji, nawet bez ekspansji.
Governance	Wynagrodzenia akcyjne obejmują PSU powiązane z ROIC i TSR; to nie usuwa ryzyka zbyt drogiego buybacku. [S02, note 10]

Dlaczego bez marż poszczególnych grup towarowych?

CN raportuje jeden segment operacyjny. Towary korzystają z tej samej sieci, lokomotyw, personelu i terminali. Raport rozdziela przychody według ujawnionych grup, lecz nie tworzy fikcyjnych marż segmentowych. Koszty budowane są na poziomie całej sieci: praca, usługi, paliwo, czynsze, pozostałe koszty i amortyzacja.

Alokacja kapitału

Pierwszy test to zdolność finansowania odtworzenia aktywów z operacyjnej gotówki. Drugi to atrakcyjność dodatkowej przepustowości, trzeci - cena skupu własnych akcji. W DCF nie dodajemy dywidend do EV i nie dopisujemy wartości przyszłych buybacków. Zwrot kapitału jest sposobem dystrybucji tej samej wartości, a nie dodatkowym strumieniem FCFF.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 04

3. Trzy pełne lata: zysk to nie przepływ

mln CAD	2023	2024	2025
Przychody	16 828	17 046	17 304
EBIT GAAP	6 597	6 247	6 587
Zysk netto	5 625	4 448	4 720
D&A	1 817	1 892	1 938
CFO	6 965	6 699	7 049
Wypływ inwestycyjny netto	3 468	3 607	3 713
CFO - investing netto	3 497	3 092	3 336

CFO minus investing netto nie jest identyczne z definicją FCF spółki w każdym roku: definicja eliminuje m.in. niektóre przejęcia. Nie przepisujemy tej różnicy jako FCFF.

Normalizacja i jakość zysku

Zysk netto 2023 zawierał istotny efekt podatkowy dotyczący wcześniejszych okresów. Nie ekstrapolujemy jego niskiej efektywnej stawki. Model stosuje 25% znormalizowanego podatku od EBIT w bazie. Zysk na sprzedaży nieruchomości oraz finansowe przychody emerytalne nie są częścią operacyjnego FCFF. [S03, s.28-34]

Dodatkowa kontrola	2024	2025
Gross property additions [S03]	3 549	3 658
Dług brutto [S03]	20 894	21 206
Raportowany EBIT margin	36,6%	38,1%
D&A / sprzedaż	11,1%	11,2%

Historyczny capex wyższy od D&A ostrzega przed wyceną opartą wyłącznie na EPS. DCF koncentruje się na przepływie po odtworzeniu i rozwoju aktywów. Stabilny mnożnik zysku nie chroni inwestora, jeżeli gotówka jest konsekwentnie zużywana na potrzebne, ale słabo rentowne moce.

Źródła: [S03] · [S04] | FY2023-FY2025, mln CAD; historia nie jest aktualizowana do sztucznego LTM.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 05

4. H1 2026 i informacje po bilansie

H1 2026	Wartość	Znaczenie
Przychody [S01]	9 132	+5% w CAD
EBIT GAAP / adjusted [S01]	3 330 / 3 364	różnica: 34 mln kosztów doradczych
Zysk netto / adjusted [S01]	2 395 / 2 363	sprzedaż nieruchomości zaburza porównanie
CFO / gross capex [S02]	2 876 / 1 134	FCF spółki: 1 842
RTM [S01]	124 084 mln	+4%; dłuższa trasa i miks są ważne
Paliwo H1 / Q2 [S01]	1 142 / 659	koszt rośnie szybciej niż sprzedaż
Q3 grain [S07]	7,94 mln ton	rekord Western Canada; nie wynik finansowy Q3

Nie annualizujemy H1 mechanicznie

Wyniki kolei zależą od zimy, zbiorów, terminów podatków i rozkładu inwestycji. Punkt startowy FY2026 wynika z RTM i realized yield dla każdej grupy. Nakłady 2,8 mld CAD są zgodne z aktualnym programem netto po zwrotach od klientów. Zmiana EPS nie jest traktowana jako przyrost ekonomicznego EBIT - skup akcji i pozycje pod EBIT też zmieniają EPS.

Kalendarz i status danych

Wyniki Q3 mają zostać ogłoszone 30 października przed otwarciem rynku; telekonferencja o 08:30 ET. To potwierdzony termin, nie prognoza. Październikowa informacja o zbożu wzmacnia test wolumenu, lecz nie ujawnia cen, paliwa ani cash flow. [S06, S07]

Zaktualizowane wytyczne mówią o niskim jednocyfrowym wzroście RTM i średnio-wysokim jednocyfrowym wzroście adjusted diluted EPS. To prognoza zarządu, a nie fakt przyszły. Model nie wykorzystuje dawnych, wycofanych wieloletnich celów jako aktualnego guidance. [S05]

Źródła: [S01] · [S02] · [S05] · [S06] · [S07]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 06

5. Drivery: wolumen × stawka i miks

Grupa towarowa	FY2025 przychód	RTM, mln	Yield, cent/RTM
Ropa i chemia	3 478	46 626	7,46
Metale i minerały	1 962	27 073	7,25
Produkty leśne	1 839	20 472	8,98
Węgiel	960	20 777	4,62
Zboże i nawozy	3 658	67 773	5,40
Intermodal	3 892	52 249	7,45
Motoryzacja	892	3 189	27,97
Pozostałe	623	nie dotyczy	osobna ścieżka

Yield obliczony z niezaokrąglonego ilorazu przychodu i RTM. Nie jest czystym cennikiem: obejmuje miks, odległość, paliwo i FX. Dane raportowane [S03, S04].

Założenie autora	RTM 2026	RTM 2027	RTM 2035	Yield 2026
Ropa i chemia	6,0%	2,5%	0,5%	3,5%
Metale i minerały	-2,5%	2,5%	0,8%	4,5%
Produkty leśne	-2,5%	1,0%	0,0%	3,5%
Węgiel	-4,0%	-1,0%	-2,0%	2,5%
Zboże i nawozy	5,5%	2,0%	1,0%	2,0%
Intermodal	1,5%	3,5%	1,0%	6,0%
Motoryzacja	1,0%	2,0%	0,0%	3,0%

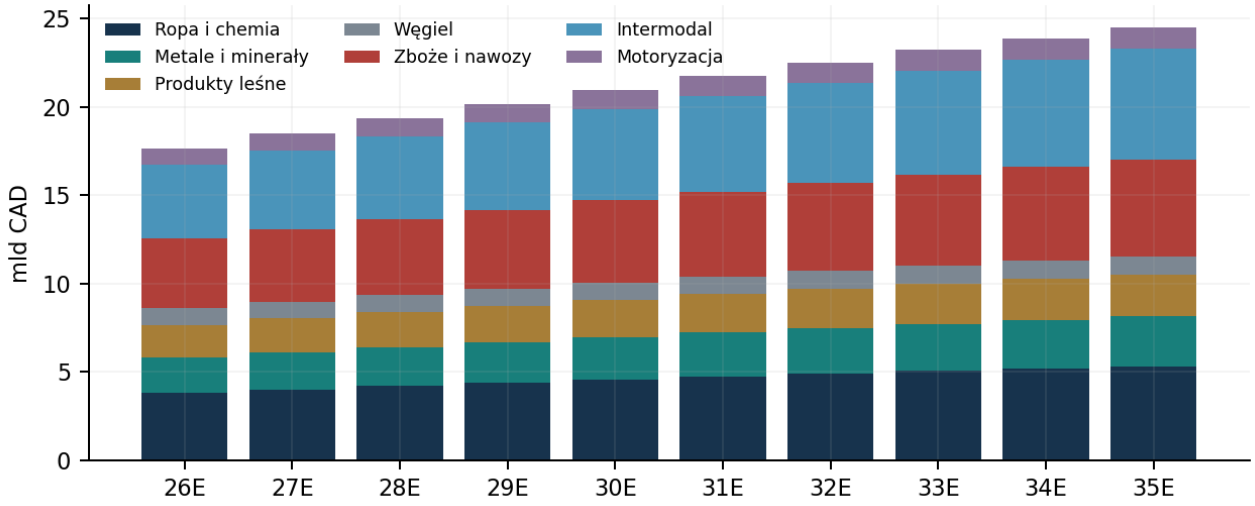
Po 2026 wzrost realized yield stopniowo schodzi z 2,5% do 2,0%. Wzrost RTM z 2027 zbiega liniowo do stopy 2035. Nie mnożymy wolumenu całej kolei przez jeden wspólny CAGR. Zboże i intermodal zachowują dodatni trend; węgiel ma strukturalny spadek. Te ścieżki są hipotezami autora, a nie ujawnionym planem CN.

Źródła: [S03] · [S04] | punkt bazowy 2025; założenia 2026-2035: World Market Atlas.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 07

6. Roczna prognoza przychodów



mln CAD	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ropa i chemia	3 816	4 009	4 199	4 385	4 565
Metale i minerały	1 999	2 100	2 201	2 300	2 397
Produkty leśne	1 856	1 921	1 985	2 048	2 108
Węgiel	945	959	971	982	990
Zboże i nawozy	3 936	4 115	4 295	4 474	4 652
Intermodal	4 187	4 442	4 696	4 945	5 189
Motoryzacja	928	970	1 011	1 051	1 088
Pozostałe	639	654	670	685	701
Razem	18 305	19 171	20 027	20 869	21 690

mln CAD	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Ropa i chemia	4 737	4 901	5 056	5 199	5 329
Metale i minerały	2 491	2 582	2 669	2 752	2 829
Produkty leśne	2 166	2 222	2 275	2 325	2 371
Węgiel	998	1 003	1 006	1 008	1 007
Zboże i nawozy	4 828	5 001	5 171	5 337	5 498
Intermodal	5 426	5 652	5 866	6 065	6 248
Motoryzacja	1 124	1 157	1 188	1 215	1 240
Pozostałe	717	732	748	763	778
Razem	22 486	23 250	23 978	24 664	25 302

Całość jest prognozą autora. Każda linia w modelu zawiera oddzielne roczne RTM, yield i ich stopy wzrostu. Przychody tabeli są zaokrąglone; sumy sprawdzane na pełnej precyzji.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 08

7. Koszty i marża: jeden segment, sześć linii

Koszt / przychody	2026E	2030E	2035E
Praca i świadczenia	19,40%	18,82%	18,10%
Usługi i materiały	13,50%	13,23%	12,90%
Paliwo	11,90%	11,59%	11,20%
Wynajem sprzętu	2,40%	2,36%	2,30%
Pozostałe operacyjne	4,30%	4,21%	4,10%
D&A	10,60%	10,69%	10,80%
EBIT margin	37,90%	39,10%	40,60%

mln CAD	2026E	2030E	2035E
Praca i świadczenia	3 551	4 083	4 580
Usługi i materiały	2 471	2 870	3 264
Paliwo	2 178	2 514	2 834
Wynajem sprzętu	439	511	582
Pozostałe operacyjne	787	913	1 037
D&A	1 940	2 318	2 733
EBIT	6 938	8 481	10 272

Co musi się poprawić?

Baza zakłada oszczędność pracy i usług względem sprzedaży. Osiągnięcie tej ścieżki wymaga lepszego wykorzystania aktywów, dobrej prędkości wagonów i kontroli zakłóceń. Nie oznacza nominalnego spadku kosztów: koszt pracy nadal rośnie w CAD. Paliwo zawiera zarówno założenia cenowe, jak i efektywność. Nie dokładamy osobnej „premii AI” bez mierzalnego wpływu na koszty.

Bear dodaje 4 pp do kosztu pracy względem sprzedaży jako zbiorczy stres operacyjny; bull odejmuje 2 pp. To przejrzysty nośnik scenariusza, nie twierdzenie, że wszystkie odchylenia powstaną w płacach. SBC pozostaje w kosztach - nie jest dodawane do FCFF.

Źródła: [S01] · [S02] | historyczne kategorie; wszystkie udziały prognozy są założeniami autora.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 09

8. Reinwestycje, NWC i stan aktywów

Harmonogram, mln CAD	2026E	2030E	2035E
D&A	1 940	2 318	2 733
Capex netto	2 800	3 579	4 033
Utrzymanie: proxy 1,05 × D&A	2 037	2 434	2 869
Nadwyżka capex nad proxy	763	1 145	1 164
Należności	1 318	1 562	1 822
Materiały i zapasy	842	998	1 164
Zobowiązania operacyjne proxy	2 636	3 123	3 643
NWC	-476	-564	-658
Zmiana NWC	355	-21	-17
PPE proxy na koniec roku	50 008	54 428	60 842

Program inwestycyjny 2026 jest podany netto po zwrotach od klientów. W latach prognozy zakładamy podobną bazę netto. Nie odejmujemy tych zwrotów drugi raz w NWC. Początkowy poziom capex rośnie do 16,5% sprzedaży w 2030, następnie zbiega do reinwestycji spójnej z terminalnym ROIC. Nie obniża się poniżej proxy odtworzenia.

Maintenance capex nie jest raportowaną pozycją CN. Proxy 105% D&A jest autorskim buforem inflacyjnym; nie zastępuje przeglądu stanu torów. W 2025 spółka wskazała około 1,8 mld CAD na bezpieczeństwo i integralność sieci, przy szerszym programie obejmującym wzrost i sprzęt. [S03, s.41]

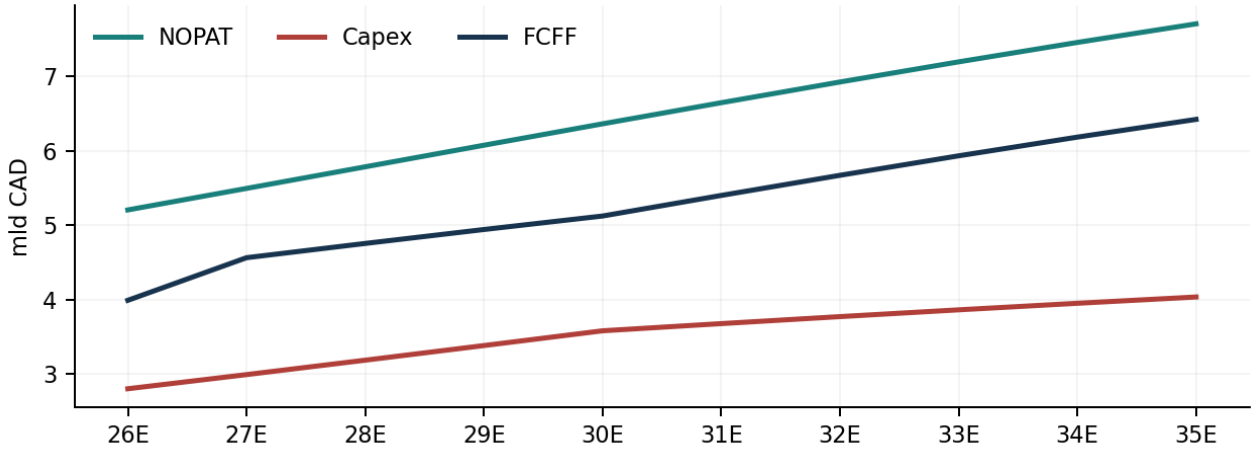
NWC = należności + materiały - zobowiązania proxy. „Accounts payable and other” zawiera pozycje mieszane; wyłączamy bieżący leasing, lecz nie udajemy pełnej separacji podatków i rozliczeń. Pomijamy niejednorodne „other current assets”. To ważne ograniczenie; wrażliwość długu i NWC jest elementem oceny, nie drobnym przypisem.

Źródła: [S02] · [S03] | PPE proxy bez FX, przejęć i zbyć; nie jest pełnym bilansem.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

9. FCFF: FY2026-FY2030

mln CAD	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody	18 305	19 171	20 027	20 869	21 690
EBIT	6 938	7 323	7 711	8 097	8 481
Podatek norm. od EBIT	1 734	1 831	1 928	2 024	2 120
NOPAT	5 203	5 493	5 783	6 073	6 361
D&A	1 940	2 036	2 132	2 226	2 318
Capex netto	2 800	2 990	3 184	3 381	3 579
Zmiana NWC	355	-23	-22	-22	-21
Pełnoroczny FCFF	3 989	4 561	4 753	4 940	5 122
FCFF w wycenie	830	4 561	4 753	4 940	5 122
PV FCFF	824	4 340	4 215	4 083	3 945



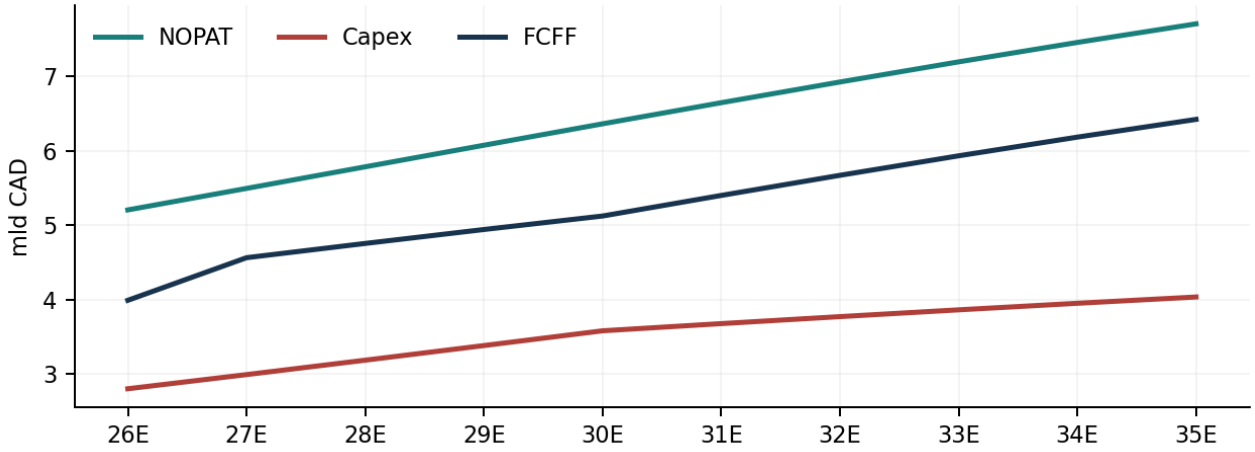
FCFF = EBIT × (1 - podatek) + D&A - capex - zmiana NWC. Podatek operacyjny jest znormalizowaną prognozą gotówkową, a nie stawką raportowaną ani odroczonym podatkiem z bilansu. Odsetki nie obniżają FCFF; koszt długu pojawia się w WACC, a dług netto w moście equity.

Wyniki prognozowane i obliczone przez autora. Zaokrąglenia PDF mogą powodować niewielkie różnice sum.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

10. FCFF: FY2031-FY2035

mln CAD	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody	22 486	23 250	23 978	24 664	25 302
EBIT	8 860	9 230	9 591	9 939	10 272
Podatek norm. od EBIT	2 215	2 308	2 398	2 485	2 568
NOPAT	6 645	6 923	7 193	7 455	7 704
D&A	2 409	2 496	2 579	2 658	2 733
Capex netto	3 675	3 769	3 861	3 949	4 033
Zmiana NWC	-21	-20	-19	-18	-17
Pełnoroczny FCFF	5 398	5 669	5 931	6 182	6 420
FCFF w wycenie	5 398	5 669	5 931	6 182	6 420
PV FCFF	3 875	3 792	3 698	3 592	3 477



FCFF = EBIT × (1 - podatek) + D&A - capex - zmiana NWC. Podatek operacyjny jest znormalizowaną prognozą gotówkową, a nie stawką raportowaną ani odroczonym podatkiem z bilansu. Odsetki nie obniżają FCFF; koszt długu pojawia się w WACC, a dług netto w moście equity.

Wyniki prognozowane i obliczone przez autora. Zaokrąglenia PDF mogą powodować niewielkie różnice sum.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

WORLD MARKET ATLAS / DETAILED DCF MODELS / 12

11. Czas, bilans, leasing i emerytury

Data / konwencja	Ujęcie
Wycena	18.10.2026; kurs z piątku 16.10, 16:00 EDT. [S11, S12]
Bilans	30.06.2026; debt 22 254, cash 280 mln CAD. [S02]
Akcje	604,1 mln zwykłych 23.07 + 1,0 mln rezerwy na rozwodnienie = 605,1 mln proxy. [S01, S02]
Stub	75 dni do 01.01.2027. H2 FCFF = FY2026 FCFF minus znormalizowany H1; do PV trafia 75/184 H2.
Dyskonto	Mid-year dla lat jawnych; terminal na 31.12.2035. Wspólna konwencja Actual/365,25.
Brak roll-forward	Nie znamy rzeczywistego długu/cash po czerwcu. Nie traktujemy proxy jako bilansu październikowego.

Znormalizowany H1 core FCFF wynosi 1 952 mln CAD: 3 330 × 75% + 970 - 1 134 - 381. Ostatni składnik jest sumą przepływów zmian AR, materiałów, other current assets i AP z cash flow. DCF ujmuje 830 mln pozostałego 2026. Proporcjonalny podział H2 nie odtwarza sezonowości tygodniowej. [S02]

Bez podwójnego liczenia

Operating leases pozostają w operacyjnych kosztach i FCFF; 465 mln zobowiązań leasingu operacyjnego nie jest ponownie odejmowane od EV. Finance leases są już w długu. Restricted cash 14 mln nie zwiększa equity. Deficyt planów emerytalnych 337 mln jest osobnym odjęciem; nadwyżka emerytalna 5 610 mln nie jest swobodnie dostępną gotówką i nie jest dodana. Pension income poniżej EBIT nie wchodzi do FCFF. [S01, S02]

Wrażliwość datowania	Wartość / akcję
Dług netto +1 mld CAD	127,46
Dług netto -1 mld CAD	130,76
Liczba akcji +1%	127,83
Liczba akcji -1%	130,41

Źródła: [S01] · [S02]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

12. Koszt kapitału w CAD

Składnik	Wartość	Pochodzenie
Risk-free	3,83%	BoC 10Y, 15.10.2026; ostatnia odczytana obserwacja [S09]
ERP	4,20%	Damodaran 01.10.2026 [S10]
Beta	1,02	parametr autora; nie regresja CNR
Koszt equity	8,11%	RF + beta × ERP
Koszt długu przed podatkiem	4,83%	RF + 100 pb; założenie autora
Tarcza podatkowa	25,0%	stopa normalizowana autora
Equity market value	104 313	172,39 × 605,1 mln akcji
Dług do wag	22 254	dług brutto, nie net debt [S01]
WACC obliczony	7,32%	ważenie E/(D+E), D/(D+E)
WACC użyty	7,30%	zaokrąglenie autora

Waluta cash flow, terminalnego wzrostu i stopy wolnej od ryzyka jest ta sama: nominalny CAD. Premia ERP jest kotwicą dla dojrzałego rynku, a nie prognozą zysku CNR. Beta 1,02 i spread 100 pb są jawnie założone; nie przedstawiamy ich jako wyniku aktualnej regresji lub krzywej obligacji emitenta.

WACC nie jest dobierany do kursu. Baza 7,3% jest zaokrągleniem obliczonego kosztu kapitału 7,32%. Wrażliwość pokazuje odrębnie wpływ stóp. Warianty nie mają prawdopodobieństw, bo brak podstaw do ich wiarygodnego oszacowania.

Źródła: [S09] · [S10] · [S11]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

13. Terminal: wzrost wymaga kapitału

FY2036E, mln CAD	Wynik / założenie
NOPAT	7 858
Wzrost nominalny g	2,0%
ROIC nowych inwestycji	12,0%
Reinwestycja / NOPAT = g/ROIC	16,7%
Reinwestycja	1 310
FCFF	6 549
FCFF FY2036 / FY2035 - 1	2,0%
Wartość terminalna	123 560
PV terminalna	64 595

Wartość terminalna = FCFF 2036 / (WACC - g). Ostatni rok jawny nie ma sztucznie zaniżonego capex. W 2035 reinwestycja capex - D&A + zmiana NWC jest równa NOPAT × g/ROIC. Dzięki temu FCFF 2036 rośnie dokładnie o 2%, zamiast wykonywać nieuzasadniony skok.

Most EV do equity	mln CAD
PV jawnych przepływów	35 840
PV terminalna	64 595
Enterprise value	100 435
Minus dług netto proxy	21 974
Minus deficyt emerytalny	337
Kapitał własny	78 124
Podzielone przez 605,1 mln akcji	129,11 CAD

PV terminalna to 64,3% EV. Wysoki udział jest ograniczeniem wyceny długowiecznej infrastruktury. Żaden test arytmetyczny nie potwierdza trafności ekonomicznej g ani ROIC.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

14. Scenariusze: co zmienia wartość

Parametr	Bear	Base	Bull
Wartość / akcję	60,14	129,11	255,25
Wobec kursu	-65,1%	-25,1%	48,1%
Przychody 2035, mln	20 863	25 302	29 487
Marża EBIT 2035	36,6%	40,6%	42,6%
WACC	8,3%	7,3%	6,1%
g / ROIC	1,5% / 9,0%	2,0% / 12,0%	2,5% / 15,0%
PV terminal / EV	57,5%	64,3%	74,3%

Ostrożny: najpierw słabnie wykorzystanie sieci

Wzrost RTM jest co roku o 1,5 pp niższy od bazy, yield o 0,5 pp niższy. Koszty pochłaniają większą część sprzedaży, NWC traci korzystny profil, a ROIC terminalny spada do 9%. Wysokie koszty stałe uderzają w EBIT szybciej niż sam spadek przychodów. To połączenie słabszego popytu i większej premii za ryzyko, nie jedynie zmiana stopy dyskontowej.

Bazowy: wzrost i umiarkowana produktywność

Model przewiduje selektywny wzrost towarów, stabilne pricing/mix oraz poprawę marży przy zachowanym capex. Nie zakłada dużej akwizycji ani nadzwyczajnego odblokowania nadwyżki emerytalnej. Wartość tworzą operacyjne cash flow i kontrola reinwestycji, nie ekspansja mnożnika.

Optymistyczny: wzrost jest trwalszy, ryzyko mniejsze

Wzrost RTM jest o 1,2 pp wyższy rocznie, yield o 0,4 pp wyższy, efektywność lepsza, a incremental ROIC terminalny wynosi 15%. Model równocześnie używa niższego WACC. To wymagający, współwystępujący zbiór założeń - nie niezależna „szansa wzrostu” o znanym prawdopodobieństwie.

Brak średniej ważonej scenariuszy: arbitralne prawdopodobieństwa tworzyłyby pozorną precyzję.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

15. Wrażliwość i reverse DCF

WACC / g	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
6,3%	151,62	159,13	168,30	179,82	194,72
6,8%	134,52	140,04	146,65	154,73	164,86
7,3%	120,18	124,28	129,11	134,88	141,94
7,8%	107,99	111,06	114,62	118,80	123,79
8,3%	97,50	99,81	102,45	105,50	109,07

CAD/akcję. Zmiana g wpływa na reinwestycję g/ROIC, nie tylko mianownik Gordona. Pozostałe parametry operacyjne bazy są utrzymane.

Jedna zmiana wobec bazy	Wartość CAD/akcję	Zmiana
Marża +100 pb	133,53	4,42
Marża -100 pb	124,69	-4,42
RTM +100 pb rocznie	143,22	14,11
Capex +100 pb sprzedaży	126,60	-2,51

Rynek jako równanie, nie odczyt cudzych przekonań

Kurs 172,39 CAD odpowiada w modelu podniesieniu rocznego wzrostu RTM każdej grupy o 2,84 pp względem bazy, przy pozostałych warunkach bez zmian. Ten test podnosi cały szereg wolumenów i związany z nim capex. To nie prognoza, że rynek faktycznie oczekuje takiej ścieżki.

Alternatywne rozwiązanie podnosi marżę o 9,78 pp w każdym roku. Mechanicznie jest dopuszczalne, lecz operacyjnie agresywne. Pokazuje, że sam umiarkowany spadek operating ratio nie wystarczy do odtworzenia ceny przy założonym WACC. Niższy koszt kapitału lub korzystniejsza kombinacja wzrostu i ROIC może istotnie zmienić odpowiedź.

Obserwowalny falsyfikator bazy: wielokwartalny wzrost przewozów wyższy od ścieżki przy stabilnych stawkach i capex/sprzedaż, bez pogorszenia bezpieczeństwa. Falsyfikator optymizmu: rosnące RTM, ale słabnący FCFF wskutek paliwa, jakości usług lub reinwestycji.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

16. Katalizatory, ryzyka i zobowiązania

Zdarzenie / ryzyko	Status i horyzont	Transmisja
Wyniki Q3 2026	30.10.2026, przed otwarciem; potwierdzone [S06]	RTM, yield, OR, capex i guidance
Zimowa realizacja grain	Q4 2026-Q1 2027; okno analityczne [S07, S14]	wolumen i koszt jednostkowy
Rail consolidation / STB	termin rozstrzygnięcia niezałożony [S08]	routing, konkurencja i dostęp
Taryfy / przemysł / auta	ryzyko ciągłe; nie prognoza prawa	wolumen i miks
Paliwo / FX	ryzyko ciągłe	yield, koszty i dług CAD
Zakłócenia i bezpieczeństwo	ryzyko ciągłe	rezerwy, capex i reputacja

CN opisało oczekiwane warunki konkurencji w procesie dotyczącym potencjalnej konsolidacji kolei w USA. Nie traktujemy oczekiwań emitenta jako decyzji regulatora ani gwarantowanej synergii. Baza nie dodaje z góry wartości z praw dostępu, które wymagają zatwierdzenia. [S08]

Zobowiązania na 31.12.2025 [S03, s.44]	Łącznie, mln CAD	2026
Purchase obligations	2 121	1 583
Operating lease payments, nominalnie	674	128
Inne długoterminowe zobowiązania	1 001	109

Zobowiązania zakupowe i płatności najmu są w znacznej części ujęte przez prognozowane koszty/capex. Nie odejmujemy ich nominalnej sumy od EV. Byłoby to podwójne liczenie. Rezerwy na wypadki, środowisko i pracowników są ryzykiem odchyleń od normalizowanych kosztów; model nie jest prawną wyceną każdego roszczenia.

Źródła: [S03] · [S06] · [S08] · [S14]

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

17. Kontrole, ograniczenia i warunki aktualizacji

Kontrola	Wynik / interpretacja
Źródła	Daty dokumentów, okresy i etykiety facts / guidance / assumptions; źródła [S01-S14].
Sumy	FY2025 revenue i RTM, H1 revenue, roczne koszty i FCFF uzgodnione.
Kapitał	Dług netto i equity bridge; ograniczona gotówka wyłączona; operating lease bez podwójnego odjęcia.
Reinwestycje	Aktywa nieujemne, capex > maintenance proxy; terminal g/ROIC i ciągłość FCFF.
Scenariusze	Bear < base < bull; WACC > g; udział terminala pokazany, nie ukryty.
Arytmetyka	29 automatycznych kontroli; zero hard failures.
Weryfikacja niezależna	Ponowne dyskonto i most equity poza funkcją wyceniającą; kontrola PDF po renderze.

Pełne dane roczne obejmują trzy lata. Prognozy obejmują dziesięć lat i trzy scenariusze, ale nie są pełnym modelem trzech sprawozdań. PPE jest kontrolą spójności, nie raportowanym planem aktywów. Brak prognozy FX, przejęć i likwidacji nieruchomości; brak bieżącego konsensusu oraz aktualnej krzywej długu emitenta.

Najistotniejsza luka czasowa dotyczy czerwca wobec październikowej wyceny. Dług i cash są proxy; liczba akcji jest starszą obserwacją z buforem rozwodnienia. Sam brak dokładnego roll-forward nie przesądza kierunku błędu. Dlatego w raporcie pokazano wrażliwość na ±1 mld CAD długu netto i ±1% akcji.

Przed użyciem do decyzji kapitałowej należy pozyskać Q3, zweryfikować net debt i akcje, porównać plan capex oraz zaktualizować wolumeny i realized yield. Gdyby zmieniło się guidance, jakość sieci lub dostęp do szlaków, potrzebny byłby nowy raport z własną datą; nie cicha zmiana historycznego PDF.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

18. Rejestr źródeł

S01 | CN Q2 2026 MD&A filed with SEC

2026-07-24; H1 ended 2026-06-30 | pp.32-52: commodity tables, costs, guidance, debt, shares

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16868/000001686826000036/a2026q2mda.htm

S02 | CN H1 2026 financial statements and notes

2026-07-24; balance 2026-06-30 | pp.11-24: balance, cash flow, notes 7-10

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/16868/000001686826000036/a2026q2fsnotes.htm

S03 | CN 2025 Annual Stats and MD&A

2026-02-04; FY2023-2025 | pp.14-45: history, commodity volumes, capex, commitments

https://www.cn.ca/en/events/2026/01/iearningsrelease20260130/-/media/a1958ef6ca6f40ebb32aa2d354291ecb.ashx

S04 | CN FY2025 earnings release

2026-01-30; FY2025 | annual financial and operating tables

https://www.cn.ca/en/news/2026/01/cn-announces-solid-fourth-quarter-and-year-end-results/

S05 | CN Q2 2026 earnings release

2026-07-24; Q2/H1 2026 | guidance, non-GAAP reconciliation

https://www.cn.ca/en/news/2026/07/cn-delivers-on-commitments-with-strong-second-quarter-results-an/

S06 | CN Q3 2026 earnings date announcement

2026-10-06 | Q3 release 2026-10-30 before open; call 08:30 ET

https://www.cn.ca/en/news/2026/10/cn-to-report-thirdquarter-2026-financial-and-operating-results-o/

S07 | CN Q3 grain movement update

2026-10-06; Q3 2026 | 7.94 million metric tonnes of Western Canadian grain

https://ecprod.cn.ca/corp/en/news/2026/10/cn-reports-third-quarter-grain-movement/

Wszystkie źródła odczytane 18.10.2026. Źródła pierwotne: SEC, CN, Bank of Canada, MSCI; kurs: jawnie wskazani dostawcy publiczni. Parametry forecast, beta, spread długu, ROIC i scenariusze są założeniami autora. Linki są klikalne.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

18. Rejestr źródeł - ciąg dalszy

S08 | CN rail competition filing announcement

2026-09-10 | requested competition conditions; not an approval

https://www.cn.ca/en/news/2026/09/cn-files-description-of-anticipated-requested-conditions-to-pres/

S09 | Bank of Canada - selected bond yields

2026-10-15; accessed 2026-10-18 | 10-year benchmark yield 3.83%; latest rendered observation

https://www.bankofcanada.ca/rates/interest-rates/canadian-bonds/

S10 | Damodaran implied equity risk premium

2026-10-01; accessed 2026-10-18 | trailing 12-month adjusted-payout ERP 4.20%

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm

S11 | Investing.com CNR Toronto price history

2026-10-16 16:00 EDT close | unadjusted close 172.39 CAD

https://www.investing.com/equities/canadian-national-railway-historical-data?cid=1055219

S12 | StockAnalysis CNR Toronto price history

2026-10-16 close; accessed 2026-10-18 | independent close cross-check 172.39 CAD

https://stockanalysis.com/quote/tsx/CNR/history/

S13 | MSCI market classification

accessed 2026-10-18 | Canada classified as a developed market

https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification

S14 | CN 2026-2027 Winter Plan announcement

2026-09-29 | winter preparedness; qualitative context only

https://www.cn.ca/en/news/2026/09/cn-releases-its-20262027-winter-plan/

Wszystkie źródła odczytane 18.10.2026. Źródła pierwotne: SEC, CN, Bank of Canada, MSCI; kurs: jawnie wskazani dostawcy publiczni. Parametry forecast, beta, spread długu, ROIC i scenariusze są założeniami autora. Linki są klikalne.

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.