

poniedziałek, 4 listopada 2019 | aktualizacja raportu

## Cognor: trzymaj (obniżona)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

### Słabszy 3Q, niższe prognozy na 2019 rok

Wyniki 3Q'19 okazały się słabsze od naszych prognoz i oczekiwań Zarządu, głównie za sprawą dłuższych przestoju modernizacyjnych, co przełożyło się na słabsze wolumeny sprzedaży. W efekcie jesteśmy zmuszeni do obniżenia naszych tegorocznych prognoz na poziomie EBITDA ze 123 mln PLN do 110 mln PLN, a wyniku netto z 45 do 36 mln PLN. Naszym zdaniem w kolejnym kwartale Cognor może zaraportować zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA, co z jednej strony wspierać będzie zmiana sposobu księgowania wydatków remontowych, z drugiej zaś oczekujemy ujemnego wpływu wyceny zapasów (FIFO) w związku z dalszymi spadkami cen złomu i produktów końcowych na rynku krajowym. Naszym zdaniem po odcięciu prawa do dywidendy (0,28 PLN/akcja) oraz przy perspektywie stabilnych wyników w 4Q'19, w krótkim terminie może zabraknąć powodów do wzrostu kursu akcji Grupy Cognor. Uwzględniając odciętą dywidendę (0,28 PLN/akcja) nasze poprzednie zalecenie inwestycyjne (akumuluj) wydane przy cenie 1,65 PLN/akcja pozwoliło na uzyskanie 9% stopy zwrotu. Obniżamy naszą rekomendację dla Grupy Cognor z akumuluj do trzymaj, a cenę docelową obniżamy do 1,55 PLN/akcja (wcześniej 2,00 PLN/akcja; efekt odcięcia prawa do dywidendy 0,28 PLN/akcja oraz obniżki prognoz).

### Słabsze wyniki w 3Q'19

W 3Q'19 skonsolidowane przychody ze sprzedaży wyniosły 400 mln PLN i były o 22% niższe od naszych prognoz oraz 27% r/r niższe. Duże negatywne zaskoczenie miało miejsce na poziomie wolumenów sprzedaży, gdyż w samym 3Q'19 Grupa sprzedała jedynie 132 tys. ton produktów i kęsów, czyli o 19% mniej niż zakładaliśmy oraz 23% mniej r/r. Powodem niższej sprzedaży według komentarza Zarządu był dłuższy niż miało to miejsce rok temu przestój remontowy, który w szczególności dotknął Hutę Stali Jakościowych i jej wydział walcowniczy.

Raportowana EBITDA w 3Q'19 wyniosła jedynie 16,9 mln PLN i była wyraźnie niższa od naszych prognoz (-30%) oraz znacząco niższa w porównaniu do 3Q'18 (o 70% r/r). EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe wyniosła około 12,9 mln PLN wobec 52,6 mln PLN rok wcześniej. Raportowana EBITDA w 3Q'19 (16,9 mln PLN) była poniżej oczekiwań Zarządu, który jeszcze przy prezentacji wyników za 2Q'19 oczekiwał rezultatu na poziomie 25-30 mln PLN, podczas gdy nasze oczekiwania znajdowały się poniżej dolnej granicy wspomnianego przedziału.

### Utrzymująca się konkurencyjność EAF nad BOF

Wyraźne spadki cen złomu przyczyniły się do znacznej poprawy konkurencyjności producentów elektrycznych stali (EAF) nad wielkopieczowymi (BOF). Różnica na początku 4Q'19 wciąż utrzymuje się na korzyść producentów elektrycznych, co zmniejsza presję na spadek ich wolumenów sprzedaży przy słabszej koniunkturze na rynku stalowym.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789,3	2 081,8	1 919,8	1 798,0	2 019,4
EBITDA skor.	145,7	200,0	110,4	99,1	95,8
marża EBITDA skor.	8,1%	9,6%	5,8%	5,5%	4,7%
EBIT skor.	104,4	156,2	63,6	48,9	46,4
Zysk netto skor.	31,9	93,7	35,5	26,4	26,4
P/E skor.	8,3	2,8	7,5	10,1	10,1
P/CE	3,0	2,4	3,1	3,5	3,5
P/BV	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA skor.	4,4	2,6	4,8	5,2	5,2
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	6,6%	13,5%	8,7%	6,9%

\*wskaźniki dot. lat 2018-2021P przy pełnym rozwodnieniu

Cena bieżąca	1,52 PLN
Cena docelowa	1,55 PLN
Kapitalizacja	266 mln PLN
Free float	62 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

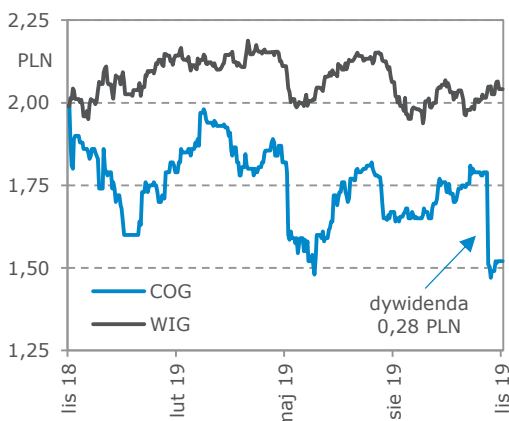
### Akcjonariat

PS HoldCo Sp.z o.o	74,90%
Pozostali akcjonariusze	25,10%

### Profil spółki

Grupa Cognor posiada około 6% udział w krajowej produkcji stali oraz około 15% udział w produkcji stali za pomocą łuku elektrycznego (EAF). Spółka posiada dwie huty: Ferrostal Łąbędy koncentrującą się na produkcji kęsów okrągłych i kwadratowych w piecach łukowych elektrycznych oraz Hutę Stali Jakościowych zajmującą się produkcją kęsów i wlewków ze stali jakościowych. Łączne moce produkcyjne spółki wynoszą 636 tys. ton, które już w 2020 roku wzrosną do poziomu 850 tys. ton. Grupa Cognor posiada własne skupy złomu, które pozwalają na zaopatrzenie około 50% potrzebnego złomu stali.

### Kurs akcji COG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cognor	1,55	2,00	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	1,52	1,55	+1,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	-4,2%	-5,4%	-3,2%
EBITDA	-9,8%	-0,7%	-9,9%
Zysk netto	-21,5%	-2,1%	-24,5%
Wolumen sprzedaży	-5,0%	-5,2%	-3,4%
Ceny produktów	-0,9%	-1,5%	-0,8%
Ceny złomu	+1,0%	-3,6%	0,0%

### Analityk:

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

## Wycena

Wartość akcji spółki Cognor na podstawie wyceny DCF szacujemy na 1,54 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,35 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	1,35
Wycena DCF	50%	1,54
	cena wynikowa	1,45
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>1,55</b>

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Grupy Cognor odnosimy do światowych producentów i dystrybutorów stali. Dodatkowo do wyceny porównawczej dodajemy Alumental, który również topi żelazo na stopy, ale podstawowym surowcem jest aluminium. W wycenie zastosowaliśmy 20% dyskonto do grupy porównawczej ze względu na obecność obligacji zamiennych na akcje oraz dużej zmienności wyników w zależności od kształtowania się relacji cen żelaza i produktów końcowych.

## Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
AK STEEL HOLDING CORP	USA	7,8	17,6	9,7	6,7	7,8	6,4
ALUMETAL SA	Polska	10,8	9,4	8,4	7,6	6,8	6,1
ARCELORMITTAL	Luksemburg	23,6	8,6	5,8	5,2	4,3	3,6
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	9,9	9,3	8,5	4,6	4,0	3,7
COMMERCIAL METALS CO	USA	9,8	8,8	9,9	6,4	5,3	5,4
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	11,9	11,5	11,5	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	15,6	114,4	17,0	7,3	8,7	6,6
HYUNDAI STEEL CO	Korea Płd.	19,8	11,3	9,2	6,6	6,1	5,6
JFE HOLDINGS INC	Japonia	4,9	9,3	7,9	6,0	7,2	6,5
JSW STEEL LTD	Indie	7,8	14,5	11,4	5,6	8,2	7,0
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	-	383,9	35,8	7,0	5,7	4,8
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	9,2	7,4	7,0	-	-	-
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	4,7	-	-	-	-	-
NUCOR CORP	USA	12,5	14,0	14,3	7,3	8,0	7,9
OLYMPIC STEEL INC	USA	34,7	15,0	16,4	9,3	7,7	7,9
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	-	18,5	8,4	9,1	6,3	5,0
POSCO	Korea Płd.	7,8	7,3	6,7	4,1	3,9	3,6
SALZGITTER AG	Niemcy	9,3	9,0	6,8	3,4	2,7	3,1
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	12,1	11,1	9,1	4,9	4,6	3,9
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	6,6	9,0	6,0	6,7	7,1	6,4
STEEL DYNAMICS INC	USA	10,4	12,1	12,4	6,1	7,3	7,5
TATA STEEL LTD	Indie	5,3	8,7	6,9	5,3	6,1	5,6
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	-	19,1	10,8	7,5	5,8	4,8
UNITED STATES STEEL CORP	USA	56,2	-	19,1	6,2	7,7	5,9
VOESTALPINE AG	Austria	9,8	16,1	11,1	5,2	6,5	5,6
Maksimum		56,2	383,9	35,8	9,3	8,7	7,9
Minimum		4,7	7,3	5,8	3,4	2,7	3,1
<b>Mediana</b>		<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>9,4</b>	<b>6,3</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>
Cognor		7,5	10,1	10,1	4,8	5,2	5,2
premia (dyskonto)		-24,2%	-11,0%	6,6%	-23,1%	-19,2%	-7,0%

## Implikowana wycena

Mediana	9,9	11,3	9,4	6,3	6,4	5,6
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%

**Wartość firmy (PLN)** **1,35**

## Dodatkowe założenia

### Dane sprzedażowe Huty Ferrostal w latach 2014-2022P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>169 904</b>	<b>104 113</b>	<b>85 337</b>	<b>119 211</b>	<b>81 775</b>	<b>83 411</b>	<b>76 738</b>	<b>118 943</b>	<b>130 838</b>
Pręty gładkie	35 715	32 331	29 304	29 999	30 268	28 149	25 897	29 005	31 905
<b>Płaskowniki</b>	<b>64 240</b>	<b>60 155</b>	<b>61 409</b>	<b>48 053</b>	<b>44 051</b>	<b>40 967</b>	<b>37 690</b>	<b>42 213</b>	<b>46 434</b>
Kwadraty	13 710	11 029	7 726	6 534	8 329	7 746	7 126	7 981	8 780
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>41 642</b>	<b>82 461</b>	<b>188 134</b>	<b>202 100</b>	<b>213 681</b>	<b>198 723</b>	<b>182 825</b>	<b>204 765</b>	<b>225 241</b>
Kątowniki	30 107	32 171	24 895	17 484	22 254	20 696	19 041	21 325	23 458
Inne	1 159	6 346	6 627	3 073	1 100	1 023	941	1 054	1 160
Średnie spready (PLN/ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>869</b>	<b>803</b>	<b>718</b>	<b>878</b>	<b>1 046</b>	<b>985</b>	<b>1 032</b>	<b>1 050</b>	<b>1 064</b>
Pręty gładkie	1 081	1 088	1 121	1 069	1 365	1 287	1 323	1 347	1 363
<b>Płaskowniki</b>	<b>1 084</b>	<b>1 110</b>	<b>1 158</b>	<b>1 075</b>	<b>1 386</b>	<b>1 307</b>	<b>1 342</b>	<b>1 367</b>	<b>1 382</b>
Kwadraty	1 068	1 083	1 131	1 048	1 342	1 266	1 302	1 326	1 341
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>880</b>	<b>772</b>	<b>823</b>	<b>937</b>	<b>1 151</b>	<b>1 084</b>	<b>1 128</b>	<b>1 148</b>	<b>1 162</b>
Kątowniki	1 122	1 092	1 170	1 050	1 397	1 318	1 352	1 377	1 393
Inne	1 732	1 323	1 421	1 117	1 892	1 787	1 804	1 838	1 857

Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Dane sprzedażowe Huty Stali Jakościowych w latach 2014-2022P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>18 149</b>	<b>28 148</b>	<b>40 482</b>	<b>66 213</b>	<b>58 675</b>	<b>52 808</b>	<b>63 369</b>	<b>74 142</b>	<b>75 625</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>144 605</b>	<b>150 311</b>	<b>153 736</b>	<b>156 519</b>	<b>175 617</b>	<b>158 055</b>	<b>165 958</b>	<b>174 256</b>	<b>177 741</b>
Blachy grube	5 787	16 362	5 696	7 699	1 593	1 434	1 505	1 581	1 612
Blachy cienkie	865	1 069	638	536	701	666	699	734	749
Inne	531	655	638	328	490	466	489	513	523
Średnie spready (PLN/ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>1 873</b>	<b>1 341</b>	<b>979</b>	<b>1 176</b>	<b>1 486</b>	<b>1 433</b>	<b>1 470</b>	<b>1 497</b>	<b>1 514</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>1 746</b>	<b>1 687</b>	<b>1 553</b>	<b>1 709</b>	<b>2 192</b>	<b>2 103</b>	<b>2 115</b>	<b>2 154</b>	<b>2 175</b>
Blachy grube	1 912	1 530	1 885	1 742	3 446	3 293	3 260	3 322	3 351
Blachy cienkie	10 049	9 922	10 284	9 897	10 307	9 803	9 526	9 711	9 782
Inne	23 149	22 629	20 891	24 078	22 173	21 061	20 364	20 760	20 904

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Założenia makro w latach 2014-2022P**

<b>Makro</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Blacha walcowana (PLN/t)	2 142	1 960	1 919	2 417	2 588	2 400	2 362	2 409	2 424
Profil HEB (PLN/t)	2 336	2 204	2 240	2 282	2 614	2 550	2 489	2 536	2 552
Pręt żebrowany (PLN/t)	2 328	2 200	2 170	2 139	2 439	2 300	2 128	2 171	2 187
Produkcja stali Polska (mln ton)	8,6	9,1	8,9	10,3	10,3	9,5	9,3	9,8	10,0
udział Polska %	6,1%	5,8%	6,8%	6,4%	6,2%	6,3%	6,3%	6,9%	7,3%
USD/PLN	3,15	3,74	3,94	3,78	3,61	3,75	3,59	3,60	3,60
Koks (USD/t)	126	102	119	179	193	160	155	165	165
Ruda (USD/t)	98	57	59	72	70	90	80	75	75
Złom (USD/t)	333	216	215	282	343	293	270	275	275
BOF (USD/t)	302	198	212	282	299	302	278	277	277
EAF (USD/t)	371	241	239	315	383	327	301	307	307
BOF-EAF (USD/t)	-69	-44	-28	-33	-83	-25	-23	-30	-30
BOF (PLN/t)	951	740	835	1 066	1 081	1 131	997	996	996
EAF (PLN/t)	1 168	903	944	1 190	1 381	1 225	1 081	1 104	1 104
Złom (PLN/t)	1 048	810	847	1 067	1 238	1 099	969	990	990

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Zadłużenie Grupy Cognor w latach 2014-2022P**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania)	0,0	55,6	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7
Należności faktoringowe	33,4	20,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7	21,7
Obligacje	423,1	382,2	384,2	338,6	215,0	212,5	212,5	212,5	212,5
Faktoring zwrotny + odwrotny	56,3	9,8	10,5	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Prefinansowanie złomu	0,0	14,3	12,3	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Pozostały dług	80,2	69,0	87,8	80,0	160,0	85,0	35,0	0,0	0,0
Dług wynikający z zamiany	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty odsetek	51,3	49,0	45,9	47,2	37,3	19,8	16,3	13,8	13,8
%	9,2%	10,3%	9,3%	10,4%	9,1%	6,0%	5,8%	5,6%	5,6%
Koszty bankowe i transakcyjne	4,4	6,0	5,7	4,8	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EUR/PLN (koniec roku)	4,26	4,26	4,42	4,18	4,30	4,25	4,25	4,25	4,25

Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- W wycenie zakładamy parametr Beta na poziomie 1,2. Wyższa wartość związana jest z dużą cyklicznością działalności jaką prowadzi Cognor. Dodatkowo, za wyższym dyskontem przemawia możliwy duży nawis podaży akcji po zamianie warrantów na akcje przez wierzycieli.

- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na początek listopada 2019 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2018 roku. Do długu netto dodajemy wartość dywidendy za 2019 rok (0,28 PLN/akcja).

### Model DCF

(mIn PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	1 919,8	1 798,0	2 019,4	2 137,3	2 215,0	2 285,7	2 336,9	2 388,4	2 404,5	2 420,8	2 437,1
zmiana	-7,8%	-6,3%	12,3%	5,8%	3,6%	3,2%	2,2%	2,2%	0,7%	0,7%	0,7%
EBITDA	110,4	99,1	95,8	83,1	79,2	76,1	75,0	72,7	73,4	75,6	77,6
marża EBITDA	5,8%	5,5%	4,7%	3,9%	3,6%	3,3%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%
Amortyzacja	46,8	50,3	49,3	47,4	46,2	45,6	45,6	46,2	47,4	48,0	48,0
EBIT	63,6	48,9	46,4	35,6	33,0	30,5	29,4	26,5	25,9	27,7	29,6
marża EBIT	3,3%	2,7%	2,3%	1,7%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%
Opodatkowane EBIT	7,8	6,2	6,2	4,2	3,9	3,7	3,8	3,3	3,2	3,6	3,9
NOPLAT	55,9	42,7	40,2	31,5	29,1	26,8	25,7	23,2	22,7	24,1	25,7
CAPEX	-50,0	-50,0	-34,6	-36,4	-37,3	-38,6	-40,3	-42,5	-46,2	-46,6	-47,1
Kapitał obrotowy	21,3	18,2	-8,1	-4,6	-6,0	-5,4	-3,9	-3,9	-1,2	-1,2	-1,3
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	74,0	61,2	46,9	37,9	32,1	28,4	27,1	22,9	22,7	25,3	27,3
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
współczynnik dyskonta	0,99	0,92	0,85	0,79	0,73	0,68	0,63	0,59	0,54	0,50	0,46
PV FCF	73,1	56,2	40,0	30,1	23,6	19,4	17,1	13,4	12,3	12,7	12,7
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
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	17,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	44,9%	42,4%	40,6%	40,0%	39,1%	38,5%	37,7%	37,4%	36,9%	36,2%	35,7%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
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	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	467,8
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	234,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	297,7
Wartość firmy (EV)	532,3
Dług netto	245,4
Udziałowcy mniejszościowi	17,7
Wartość firmy	269,2
Liczba akcji (mIn)	175,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	1,5
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>1,6</b>

EV/EBITDA ('19) dla ceny docelowej	4,7
P/E ('19) dla ceny docelowej	7,5
Udział TV w EV	44,1%

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	1,0	1,1	1,3	1,5	2,2
WACC +0,5 p.p.	1,2	1,3	1,5	1,7	2,6
WACC	1,3	1,4	<b>1,6</b>	1,9	3,2
WACC -0,5 p.p.	1,4	1,6	1,9	2,3	4,0
WACC -1,0 p.p.	1,6	1,8	2,1	2,6	5,2

## Rachunek wyników

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	1 422,5	1 364,8	1 352,4	1 789,3	2 081,8	1 919,8	1 798,0	2 019,4	2 137,3
zmiana	9,9%	-4,1%	-0,9%	32,3%	16,4%	-7,8%	-6,3%	12,3%	5,8%
Ferrostał	695,5	586,2	678,4	838,8	916,6	823,7	729,5	898,7	995,1
HSJ	442,7	455,2	400,2	471,8	623,7	533,5	539,3	577,3	592,8
Złomrex Metal	100,1	119,0	95,0	130,9	172,8	176,2	179,7	183,3	187,0
Pozostałe	190,2	223,3	202,3	323,4	393,0	372,8	358,5	365,5	368,0
Amortyzacja	34,8	35,3	37,9	41,3	43,9	46,0	49,4	48,5	46,6
Zużycie materiałów i energii	895,9	799,4	747,2	1 129,9	1 364,5	1 246,3	1 135,8	1 303,5	1 395,5
w tym złom	590,1	510,5	527,3	761,9	807,6	709,8	615,4	728,8	779,1
w tym energia elektryczna	114,8	124,3	126,0	130,2	144,5	156,1	174,3	203,5	219,1
Usługi obce	200,4	203,4	228,4	152,5	170,6	167,8	170,2	193,3	207,2
Podatki i opłaty	11,8	15,0	9,2	10,8	11,9	11,7	11,7	11,2	10,9
Wynagrodzenia	109,0	128,1	136,2	161,3	183,6	185,6	191,6	221,7	245,4
Pozostałe koszty rodzajowe	4,9	4,8	4,3	4,7	6,2	5,1	5,3	5,5	5,3
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	158,9	158,1	148,8	201,8	227,2	223,7	215,1	219,3	220,8
zmiana stanu produktów	58,4	-7,2	14,4	13,0	79,5	30,0	30,0	30,0	30,0
Koszty wytworzenia	1 275,9	1 269,0	1 209,7	1 573,0	1 805,5	1 856,1	1 749,2	1 973,0	2 101,7
Koszty sprzedaży	43,0	47,8	50,0	65,8	76,7	75,5	76,5	86,9	93,2
Koszty zarządu	38,5	34,6	37,9	50,5	46,0	47,0	47,9	48,9	49,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,9	-0,2	1,7	-0,7	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdarzenia jednorazowe	1,0	2,4	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	65,4	13,1	56,5	99,2	156,2	63,6	48,9	46,4	35,6
zmiana	132,6%	-79,9%	329,9%	75,5%	57,5%	-59,3%	-23,2%	-4,9%	-23,2%
marża EBIT	4,6%	1,0%	4,2%	5,5%	7,5%	3,3%	2,7%	2,3%	1,7%
EBIT skor.	64,4	10,8	53,1	104,4	156,2	63,6	48,9	46,4	35,6
EBITDA skor.	99,5	46,6	91,2	145,7	200,0	110,4	99,1	95,8	83,1
Wynik na działalności finansowej	-67,3	-30,3	-63,0	-31,2	-62,8	-16,7	-16,3	-13,8	-13,8
Koszt odsetek	55,7	55,0	45,9	52,0	38,3	19,8	16,3	13,8	13,8
Zysk z tytułu wykupu obligacji, różnice kursowe	-10,6	26,7	-10,5	20,8	-25,1	3,1	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	3,3	-17,3	-6,4	68,1	92,8	46,9	32,6	32,6	21,8
Podatek dochodowy	-6,4	3,3	7,9	18,1	20,7	8,3	6,2	6,2	4,2
Udziałowcy mniejszościowi	0,0	0,9	0,1	2,3	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	5,7	-14,8	1,5	47,6	68,5	38,6	26,4	26,4	17,7
zmiana	-111,7%	-361,8%	-110,3%	3019,5%	44,0%	-43,7%	-31,6%	0,2%	-33,1%
marża	0,4%	-1,1%	0,1%	2,7%	3,3%	2,0%	1,5%	1,3%	0,8%
Zysk netto skor.	15,3	-43,9	8,6	31,9	93,7	35,5	26,4	26,4	17,7
Amortyzacja	35,1	35,9	38,1	41,3	43,9	46,8	50,3	49,3	47,4
EBITDA	100,5	49,0	94,6	140,5	200,1	110,4	99,1	95,8	83,1
zmiana	54,1%	-51,2%	93,0%	48,6%	42,4%	-44,8%	-10,2%	-3,4%	-13,3%
marża EBITDA	7,1%	3,6%	7,0%	7,9%	9,6%	5,8%	5,5%	4,7%	3,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	66,2	69,9	75,3	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
EPS	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1
CEPS	0,6	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
ROAE	3,4%	-10,1%	1,1%	21,1%	24,6%	13,7%	9,3%	9,1%	6,1%
ROAA	0,6%	-1,8%	0,2%	5,0%	6,8%	3,8%	2,8%	2,7%	1,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>AKTYWA</b>	940,5	846,3	895,3	950,7	1 001,4	1 020,5	951,2	965,2	986,2
Majątek trwały	422,7	408,5	424,9	398,5	379,3	401,4	393,1	370,4	355,9
Wartość niematerialne i prawne	11,3	10,8	11,9	13,0	18,0	22,7	27,4	30,6	34,0
Rzeczowe aktywa trwałe	289,6	278,0	292,8	285,9	284,6	310,9	306,8	289,8	276,3
Wartość firmy	15,3	15,2	15,2	15,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Należności długoterminowe	22,8	20,9	20,1	26,0	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3
Inwestycje długoterminowe	17,0	16,7	8,1	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Długoterminowe RM	81,9	82,0	92,1	70,2	50,6	41,7	32,8	23,9	19,5
Majątek obrotowy	517,9	437,8	470,4	552,2	622,1	619,1	558,0	594,8	630,4
Zapasy	283,1	263,5	297,7	277,5	377,0	347,6	325,6	365,7	387,0
Należności krótkoterminowe	187,4	127,4	137,0	171,9	168,0	154,9	145,1	162,9	172,5
Inwestycje krótkoterminowe	11,7	9,7	8,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	35,6	36,9	25,0	102,0	76,5	115,9	86,8	65,5	70,2
Krótkoterminowe RM	0,0	0,3	1,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7
<b>PASYWA</b>	940,5	846,3	895,3	950,7	1 001,4	1 020,5	951,2	965,2	986,2
Kapitał własny	166,0	147,1	142,1	225,3	278,2	280,7	284,0	291,9	291,1
Kapitał akcyjny	132,4	139,7	150,5	177,9	180,6	180,6	180,6	180,6	180,6
Kapitał zapasowy	202,2	194,9	184,6	221,0	86,7	86,7	86,7	86,7	86,7
Zysk z lat ubiegłych	-168,1	-187,5	-193,1	-173,6	10,8	13,3	16,6	24,6	23,7
Udziały mniejszości	21,3	21,6	13,8	16,5	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Zobowiązania długoterminowe	452,8	433,0	410,7	388,8	258,4	241,7	241,7	241,7	241,7
Dług	408,9	386,4	376,4	358,0	229,2	212,5	212,5	212,5	212,5
Zobowiązania krótkoterminowe	282,7	234,4	319,3	316,6	435,9	469,6	397,5	402,8	424,3
Zobowiązania handlowe	188,3	169,6	223,7	247,4	379,2	349,6	327,5	367,8	389,3
Dług	94,4	64,7	95,6	69,1	56,7	120,0	70,0	35,0	35,0
Rezerwy na zobowiązania	6,5	3,7	3,1	3,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Pozostałe	11,2	6,5	6,3	0,1	6,8	6,3	5,9	6,6	7,0
Dług	503,3	451,2	472,0	427,1	285,9	332,5	282,5	247,5	247,5
Dług netto	455,9	414,2	447,0	325,1	209,4	216,6	195,7	182,0	177,3
(Dług netto / Kapitał własny)	274,6%	281,6%	314,5%	144,3%	75,3%	77,1%	68,9%	62,3%	60,9%
(Dług netto / EBITDA)	4,5	8,5	4,7	2,3	1,0	2,0	2,0	1,9	2,1
(Dług netto / skor. EBITDA)	4,6	8,9	4,9	2,2	1,0	2,0	2,0	1,9	2,1
Faktoring	56,3	9,8	10,5	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania)	0,0	55,6	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7
Prefinansowanie złomu	0,0	14,3	12,3	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
(skor. Dług netto / skor. EBITDA)	5,2	10,6	6,4	3,2	1,8	3,3	3,4	3,4	3,9
BVPS	2,5	2,1	1,9	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7

**Przepływy pieniężne\***

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	51,8	101,3	91,6	145,4	232,2	98,7	110,3	80,6	73,4
Zysk netto	5,7	-14,8	1,5	47,6	68,5	38,6	26,4	26,4	17,7
Amortyzacja	35,1	35,9	38,1	41,3	43,9	46,8	50,3	49,3	47,4
Kapitał obrotowy	-0,3	63,1	6,3	10,8	43,6	21,3	18,2	-8,1	-4,6
Pozostałe	11,3	17,1	45,7	45,7	76,2	-8,0	15,4	12,9	12,9
Przepływy inwestycyjne	0,6	-3,1	-27,1	-15,4	-37,6	-50,0	-50,0	-34,6	-36,4
CAPEX	-7,8	-5,6	-29,0	-15,9	-37,8	-50,0	-50,0	-34,6	-36,4
Inwestycje kapitałowe	8,5	2,5	1,9	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-38,5	-105,8	-83,8	-52,6	-195,6	-9,2	-89,4	-67,3	-32,3
Dług	6,2	-64,6	-28,2	-36,0	-113,2	46,6	-50,0	-35,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,9	-36,0	-23,1	-18,5	-18,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	39,8	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od obligacji zamiennych	-2,6	-5,3	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-41,7	-35,5	-39,7	-52,0	-68,2	-19,8	-16,3	-13,8	-13,8
Pozostałe	-0,5	-0,4	-10,6	-4,4	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	13,9	-7,6	-19,3	77,4	-1,0	39,5	-29,1	-21,3	4,7
Środki pieniężne na koniec okresu	28,7	21,1	1,8	79,3	76,5	115,9	86,8	65,5	70,2
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11	0,11
FCF	92,3	106,5	71,9	122,9	179,5	74,0	61,2	46,9	37,9
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,6%	-0,4%	-2,1%	-0,9%	-1,8%	-2,6%	-2,8%	-1,7%	-1,7%

\*Zakładając pełne rozwodnienie

**Wskaźniki rynkowe\***

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	17,8	-7,2	75,0	5,6	3,9	6,9	10,1	10,1	15,0
P/E skor.	6,6	-2,4	13,3	8,3	2,8	7,5	10,1	10,1	15,0
P/CE	2,5	5,0	2,9	3,0	2,4	3,1	3,5	3,5	4,1
P/BV	0,6	0,7	0,8	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	16,6%	20,5%	12,8%	20,8%	37,8%	15,3%	13,2%	10,5%	8,6%
EV/EBITDA	5,8	11,1	6,1	4,3	2,5	4,5	4,8	4,9	5,5
skor. EV/EBITDA		12,1	6,6	4,4	2,6	4,8	5,2	5,2	6,0
EV/EBIT	8,8	41,2	10,2	6,1	3,2	7,9	9,8	10,0	12,9
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
CFO/EBITDA	52%	207%	97%	103%	116%	89%	111%	84%	88%
CFO/skor. EBITDA	52%	217%	100%	100%	116%	89%	111%	84%	88%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%	13,5%	8,7%	6,9%	7,0%
Cena (PLN)	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	66,2	69,9	75,3	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
MC (mln PLN)	100,7	106,2	114,4	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	21,3	21,6	13,8	16,5	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
EV (mln PLN)	577,8	542,0	575,2	607,5	493,1	500,2	479,4	465,7	461,0

\*Zakładając pełne rozwodnienie



**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 księgową  
**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 księgową) – 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 Domu 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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) 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](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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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 przedstawieniem 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.

Investowanie 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 4 listopada 2019 o godzinie 08:37. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 listopada 2019 o godzinie 08:37.

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 Domu 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](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 Domu 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 Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych 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 przed właściwym 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Cognor**

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-09-05	2019-07-25	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Joanna Łukasik**  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)