

piątek, 6 grudnia 2019 | aktualizacja raportu

## Cognor: trzymaj (bez zmian)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

### Otoczenie nieco lepsze, ale presja kosztowa nie ustaje

Mimo kilku pozytywnych sygnałów płynących z przemysłu stalowego z Chin (odbicie PMI w przemyśle stalowym, spadek zapasów, odbicie cen) wyniki Grupy Cognor w 2020 roku determinować będą rosnące koszty produkcji, w tym przede wszystkim rosnące ceny energii elektrycznej (+30,8 mln PLN) oraz wyższe płace (+3,5 mln PLN). Utrzymujące się wciąż trudne otoczenie na rynku stalowym naszym zdaniem nie pozwoli na zrekomensowanie negatywnych czynników kosztowych, a w rezultacie oczyszczona o zdarzenia jednorazowe EBITDA Grupy spadnie o 29% r/r. W efekcie zmniejszenia wyniku, zadłużenie netto do EBITDA wzrośnie na koniec 2020 roku do poziomu 2,9x EBITDA, co negatywnie przełoży się na zdolność do wypłaty dywidendy w 2020 roku. Oczekujemy, że dywidenda spadnie w 2020 roku do 0,11 PLN/akcja (przy bieżącej liczbie akcji; 0,28 PLN/akcja w 2019 roku). 5 grudnia w Strategii dokonaliśmy zmiany rekomendacji dla Grupy Cognor (trzymaj 1,25 PLN/akcja). W niniejszym raporcie przedstawiamy poszerzoną Spółki.

### Pierwsze pozytywne symptomy na rynku stali

W XI'19 PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wybił się ze skrajnie niskich poziomów i wzrósł do 45 pkt (+4 pkt m/m). Lepszym nastrojom w branży towarzyszył spadek zapasów stali na rynku. Jeszcze w okresie wakacyjnym wynosiły one 12,7 mln ton, a obecnie spadły do około 7 mln ton (najniżej w ostatnich pięciu latach w tym okresie). Spadkom zapasów jednocześnie towarzyszy odbicie cen podstawowych produktów stalowych w Chinach. Powyższe symptomy mogą naszym zdaniem wskazywać na stabilizację koniunktury w branży stalowej w nadchodzących okresach.

### Ceny energii i płace uderzą po kieszeni

Przy zakładanej 7% r/r wyższej cenie energii w taryfie B na 2020 rok i braku rekompensat wyższych kosztów energii (te w 2019 roku wyniosły około 22 mln PLN) koszty energii elektrycznej w Grupie Cognor wzrosną o 30,8 mln PLN. Przy zakładanych przez nas 5% r/r wzrostach płacy, koszty wynagrodzeń wzrosną o około 3,5 mln PLN.

### Słabszy outlook zarządu na 4Q'19

Na spotkaniach z inwestorami po wynikach za 3Q'19 Zarząd zapowiedział, że oczekuje wyniku EBITDA w 4Q'19 na poziomie 17-24 mln PLN, co sugerowałoby spadek wyników r/r w kolejnym kwartale (24 mln PLN w 4Q'18). Jeszcze przy publikacji ostatniego raportu (4 listopada) oczekiwaliśmy, że wynik EBITDA mógłby być porównywalny r/r, jednak obecnie przy ostrożniejszym podejściu ten spaść mógłby nawet do dolnej granicy wskazywanej przez Zarząd (17 mln PLN).

### Pomoże czasowe wyłączenie pieca w Krakowie

Cognor może naszym zdaniem w 2020 roku skorzystać na czasowym wyłączeniu wielkiego pieca przez ArcelorMittal w Krakowie, który odpowiada za 18% zainstalowanych mocy w kraju i zużywał nawet 200 tys. ton złomu stalowego rocznie. Wyłączenie zmniejszy konkurencję na rynku w zakresie produktów końcowych oraz po stronie zakupu złomu.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789,3	2 081,8	1 859,9	1 801,9	2 009,4
EBITDA skor.	145,7	200,0	102,9	73,5	73,9
marża EBITDA skor.	8,1%	9,6%	5,5%	4,1%	3,7%
EBIT skor.	104,4	156,2	56,1	23,2	24,6
Zysk netto skor.	31,9	93,7	29,4	5,6	8,7
P/E skor.	6,4	2,2	6,9	36,0	23,2
P/CE	2,3	1,8	2,6	3,6	3,5
P/BV	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7
EV/EBITDA skor.	4,0	2,3	4,6	6,4	6,2
DPS	0,00	0,07	0,21	0,07	0,03
DYield	0,0%	8,6%	17,7%	6,4%	2,2%

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

Cena bieżąca	1,16 PLN
Cena docelowa	1,25 PLN
Kapitalizacja	203 mln PLN
Free float	47 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

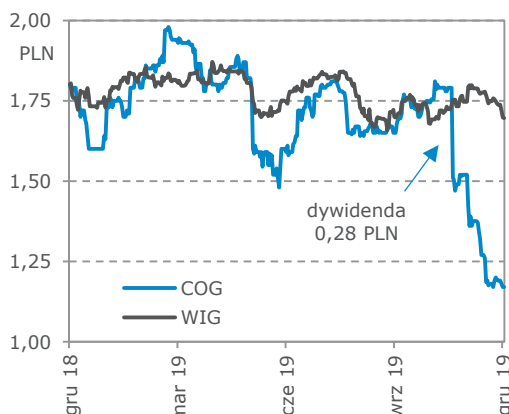
### Akcjonariat

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	1,25	1,25	trzymaj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	1,16	1,25	+8,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu	0,0%	0,0%	0,0%

### Analityk:

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

## Czynniki ryzyka

### Koniunktura na światowym rynku stali

Rynek stali jest bardzo cykliczny. Przy spadku koniunktury wielkopiecowi producenci stali (BOF) nie mogą natychmiastowo zamknąć produkcji, więc plasują wyroby stalowe na rynku po każdej możliwej cenie. To z kolei powoduje presję na ceny i rentowność innych podmiotów z branży – zarówno producentów opartych o piece elektryczne (EAF), jak i dystrybutorów stali.

### Zaostrzenie polityki środowiskowej w UE

Rosnące wymagania odnośnie emisji gazów cieplarnianych i nieczystości do atmosfery bez odpowiedniej ochrony lokalnego rynku powodowały presję na europejskich producentów wyrobów stalowych w ostatnich latach. Europejskie podmioty przegrywają również rywalizację z producentami z Chin czy krajów byłych republik radzieckich, jako że lokalne rządy wspierają tamtejszy przemysł stalowy. Odpowiedzią na ten problem są nakładane od 2016 roku wyższe cła na import towarów stalowych z krajów rozwijających się.

Do końca roku 2020 Grupa Cognor będzie kupowała na rynku około 10% certyfikatów CO<sub>2</sub> potrzebnych dla produkcji. Przy tym udziale i cenie certyfikatu na poziomie 1 EUR za tonę emisji CO<sub>2</sub> koszt do tony produktu gotowego wynosi około 1 PLN. W przypadku wzrostu ceny rynkowej należy się spodziewać proporcjonalnego wzrostu kosztów produkcji. Obecnie technologia EAF emituje 4x mniej CO<sub>2</sub> niż BOF.

### Spadki cen rudy żelaza i węgla koksowego

Niższe ceny rudy żelaza i węgla koksowego obniżają koszty wytworzenia dla producentów stali opartych o technologię wielkopiecową (BOF). W takiej sytuacji mogą oni kupować złom po wyższych cenach, co negatywnie przekłada się na rentowność producentów opartych o technologie topienia złomu łukiem elektrycznym (EAF).

### Wzrost mocy produkcyjnych na rynku

Utrzymujące się przez dłuższy czas marże na przetopie złomu stalowego mogą zachęcić graczy rynkowych do eliminacji wąskich gardła i wzrostu mocy produkcyjnych. To z kolei przekładałoby się na większy popyt na złom i mogłoby doprowadzić do dysproporcji pomiędzy popytem a podażą. W efekcie mogłyby wzrosnąć ceny surowca.

### Ryzyko podaży akcji ze strony byłych wierzycieli

Według naszych szacunków, posiadacze obligacji zamiennych na akcje posiadają jeszcze zadłużenie w kwocie około 18 mln EUR, które może obecnie być wymienione na akcje. Duża ilość akcji posiadana przez byłych obligatariuszy może powodować presję na notowania, gdyż byli wierzyciele prawdopodobnie będą chcieli odzyskać część zainwestowanych środków. Znaczny poziom oporu dostrzegamy na poziomie 1,61 PLN/akcja, gdyż właśnie po tej cenie konwersji warranty będą mogły być konwertowane na akcje.

### Agresywna strategia rozwojowa w przeszłości

Historia pokazała, że Zarząd Cognor w celu realizacji ambitnych projektów akwizycyjnych zdecydował się na wysokie emisje długu. Niewykluczone, że jeśli koniunktura się poprawi w nadchodzących dwóch latach, to Zarząd Cognor ponownie zdecyduje się na ambitne przejęcia i ponowne zadłużenie Grupy Kapitałowej.

### Rosnące ceny energii elektrycznej

Ceny energii elektrycznej odpowiadają za około 10% łącznych kosztów działalności Grupy Cognor. Wzrost cen wywołany przez rosnące ceny węgla energetycznego może negatywnie wpływać na rentowność prowadzonej działalności w przyszłości.

### Historycznie wysoka koncentracja na pojedynczego klienta

Jeszcze w 2013 roku Sholz Edelmetall GmbH odpowiadał za 16% łącznych obrotów Huty Stali Jakościowych, a Węglkokoks i Coutinho&Ferrostal za odpowiednio 20% i 12% obrotów Ferrostal. Dużym klientem Ferrostalu są walcownie Alchemii – 11% obrotów w 2013 roku. W latach 2014-16 żaden z pojedynczych odbiorców nie odpowiadał za więcej niż 10% obrotów Ferrostalu, ani Huty Stali Jakościowych.

## Wycena

Wartość akcji spółki Cognor na podstawie wyceny DCF szacujemy na 1,71 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 0,63 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	0,63
Wycena DCF	50%	1,71
	cena wynikowa	1,17
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>1,25</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 złom na stopy, ale jego 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 złomu i produktów końcowych.

## Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
AK STEEL HOLDING CORP	USA	9,6	22,8	14,5	6,9	8,1	7,5
ALUMETAL SA	Polska	12,5	10,9	9,7	8,1	7,4	6,8
ARCELORMITTAL	Luksemburg	81,6	10,3	6,4	5,6	4,6	3,9
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	9,6	9,0	8,3	4,4	4,0	3,6
COMMERCIAL METALS CO	USA	10,9	9,3	10,5	7,0	5,6	5,6
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	12,2	11,9	12,0	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	17,6	-	20,6	7,9	10,6	7,4
HYUNDAI STEEL CO	Korea Płd.	23,0	12,2	9,8	6,7	6,1	5,6
JFE HOLDINGS INC	Japonia	5,1	18,1	10,0	6,1	8,9	6,9
JSW STEEL LTD	Indie	8,2	14,9	11,8	5,7	8,5	7,2
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	-	276,4	35,8	7,6	6,0	5,0
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	11,1	9,0	8,5	-	-	-
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	4,6	5,9	4,8	-	-	-
NUCOR CORP	USA	12,8	14,5	13,8	7,4	8,0	7,6
OLYMPIC STEEL INC	USA	79,4	17,4	18,7	10,8	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	-	22,7	9,3	9,3	6,6	5,2
POSCO	Korea Płd.	8,4	7,7	7,1	4,3	4,1	3,7
SALZGITTER AG	Niemcy	-	9,8	6,7	3,9	2,9	3,3
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	13,6	13,4	10,6	5,3	5,0	4,3
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	6,4	13,5	5,8	6,6	7,8	6,2
STEEL DYNAMICS INC	USA	11,2	13,0	13,0	6,5	7,5	7,6
TATA STEEL LTD	Indie	5,4	9,9	7,5	5,4	6,9	5,8
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	-	-	12,6	6,3	6,8	5,3
UNITED STATES STEEL CORP	USA	125,5	-	53,6	6,6	8,3	6,9
VOESTALPINE AG	Austria	10,2	19,2	12,2	5,3	6,8	5,8
Maksimum		125,5	276,4	53,6	10,8	10,6	7,6
Minimum		4,6	5,9	4,8	3,9	2,9	3,3
<b>Mediana</b>		<b>11,1</b>	<b>12,6</b>	<b>10,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>
Cognor		7,1	37,3	24,0	4,7	6,5	6,3
premia (dyskonto)		-35,7%	195,6%	129,1%	-28,4%	-5,0%	8,1%

## 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	0%	50%	50%	0%	50%	50%

**Wartość firmy (PLN)** **0,63**

## 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>169,9</b>	<b>104,1</b>	<b>85,3</b>	<b>119,2</b>	<b>81,8</b>	<b>79,2</b>	<b>72,9</b>	<b>113,0</b>	<b>124,3</b>
Pręty gładkie	35,7	32,3	29,3	30,0	30,3	32,4	29,8	33,4	36,8
<b>Płaskowniki</b>	<b>64,2</b>	<b>60,2</b>	<b>61,4</b>	<b>48,1</b>	<b>44,1</b>	<b>41,5</b>	<b>38,2</b>	<b>42,8</b>	<b>47,1</b>
Kwadraty	13,7	11,0	7,7	6,5	8,3	9,9	9,1	10,2	11,2
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>41,6</b>	<b>82,5</b>	<b>188,1</b>	<b>202,1</b>	<b>213,7</b>	<b>192,1</b>	<b>176,7</b>	<b>197,9</b>	<b>217,7</b>
Kątowniki	30,1	32,2	24,9	17,5	22,3	24,1	22,1	24,8	27,3
Inne	1,2	6,3	6,6	3,1	1,1	1,5	1,4	1,6	1,7
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>1 059</b>	<b>979</b>	<b>1 024</b>	<b>1 042</b>
Pręty gładkie	1 081	1 088	1 121	1 069	1 365	1 358	1 264	1 313	1 337
<b>Płaskowniki</b>	<b>1 084</b>	<b>1 110</b>	<b>1 158</b>	<b>1 075</b>	<b>1 386</b>	<b>1 367</b>	<b>1 273</b>	<b>1 323</b>	<b>1 346</b>
Kwadraty	1 068	1 083	1 131	1 048	1 342	1 297	1 206	1 255	1 277
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>880</b>	<b>772</b>	<b>823</b>	<b>937</b>	<b>1 151</b>	<b>1 117</b>	<b>1 035</b>	<b>1 081</b>	<b>1 100</b>
Kątowniki	1 122	1 092	1 170	1 050	1 397	1 368	1 273	1 323	1 347
Inne	1 732	1 323	1 421	1 117	1 892	1 459	1 361	1 412	1 437

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>18,1</b>	<b>28,1</b>	<b>40,5</b>	<b>66,2</b>	<b>58,7</b>	<b>68,9</b>	<b>82,7</b>	<b>96,8</b>	<b>98,7</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>144,6</b>	<b>150,3</b>	<b>153,7</b>	<b>156,5</b>	<b>175,6</b>	<b>157,6</b>	<b>167,0</b>	<b>175,4</b>	<b>178,9</b>
Blachy grube	5,8	16,4	5,7	7,7	1,6	3,7	3,9	4,1	4,2
Blachy cienkie	0,9	1,1	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6
Inne	0,5	0,7	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
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>1 241</b>	<b>1 188</b>	<b>1 238</b>	<b>1 260</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>2 407</b>	<b>2 299</b>	<b>2 368</b>	<b>2 410</b>
Blachy grube	1 912	1 530	1 885	1 742	3 446	3 719	3 549	3 639	3 704
Blachy cienkie	10 049	9 922	10 284	9 897	10 307	10 304	9 823	10 018	10 197
Inne	23 149	22 629	20 891	24 078	22 173	22 427	21 375	21 763	22 154

Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Założenia makro w latach 2014-2022P

Makro	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Blacha walcowana (PLN/t)	2 142	1 960	1 919	2 417	2 588	2 463	2 366	2 404	2 447
Profil HEB (PLN/t)	2 336	2 204	2 240	2 282	2 614	2 593	2 441	2 477	2 521
Pręt żebrowany (PLN/t)	2 328	2 200	2 170	2 139	2 439	2 275	2 178	2 221	2 262
Produkcja stali Polska (mln ton)	8,6	9,1	8,9	10,3	10,3	9,2	9,0	9,4	9,6
udział Polska %	6,1%	5,8%	6,8%	6,4%	6,2%	6,7%	6,7%	7,4%	7,8%
USD/PLN	3,15	3,74	3,94	3,78	3,61	3,84	3,72	3,60	3,60
Koks (USD/t)	126	102	119	179	193	170	145	155	155
Ruda (USD/t)	98	57	59	72	70	97	80	75	75
Złom (USD/t)	333	216	215	282	343	292	270	275	280
BOF (USD/t)	302	198	212	282	299	319	272	271	272
EAF (USD/t)	371	241	239	315	383	326	301	307	312
BOF-EAF (USD/t)	-69	-44	-28	-33	-83	-7	-29	-36	-40
BOF (PLN/t)	951	740	835	1 066	1 081	1 225	1 009	975	978
EAF (PLN/t)	1 168	903	944	1 190	1 381	1 251	1 118	1 104	1 124
Złom (PLN/t)	1 048	810	847	1 067	1 238	1 084	1 003	990	1 008

Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Zadłużenie Grupy Cognor w latach 2014-2022P

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
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 grudnia 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	1 859,9	1 801,9	2 009,4	2 150,6	2 228,4	2 298,5	2 342,9	2 388,1	2 410,6	2 433,2	2 444,4
zmiana	-10,7%	-3,1%	11,5%	7,0%	3,6%	3,1%	1,9%	1,9%	0,9%	0,9%	0,5%
EBITDA	102,9	73,5	73,9	71,2	77,0	75,7	74,7	73,3	78,8	84,9	83,0
marża EBITDA	5,5%	4,1%	3,7%	3,3%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,3%	3,5%	3,4%
Amortyzacja	46,8	50,3	49,3	47,4	46,2	45,6	45,6	46,2	47,4	48,0	48,0
EBIT	56,1	23,2	24,6	23,8	30,7	30,1	29,1	27,1	31,3	37,0	35,0
marża EBIT	3,0%	1,3%	1,2%	1,1%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,3%	1,5%	1,4%
Opodatkowane EBIT	6,4	1,3	2,0	1,9	3,5	3,6	3,5	3,1	3,9	5,0	4,6
NOPLAT	49,8	21,9	22,5	21,9	27,3	26,5	25,6	24,0	27,4	32,0	30,4
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	25,9	13,3	-7,0	-6,4	-6,0	-5,4	-3,4	-3,5	-1,7	-1,7	-0,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	72,5	35,5	30,2	26,5	30,3	28,2	27,5	24,2	26,9	32,6	32,4
WACC	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%
współczynnik dyskonta	0,99	0,93	0,86	0,81	0,75	0,70	0,65	0,60	0,56	0,52	0,48
PV FCF	72,1	33,0	26,1	21,4	22,7	19,6	17,8	14,6	15,0	16,9	15,6
WACC	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%
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	17,5%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	50,9%	50,3%	49,0%	48,3%	46,8%	46,0%	45,3%	45,0%	44,0%	42,8%	42,4%
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)	586,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	303,4
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	259,2
Wartość firmy (EV)	562,6
Dług netto	245,4
Udziałowcy mniejszościowi	17,7
<b>Wartość firmy</b>	<b>299,5</b>
Liczba akcji (mln)	175,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	1,71
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>1,85</b>

EV/EBITDA ('19) dla ceny docelowej	5,4
P/E ('19) dla ceny docelowej	9,9
Udział TV w EV	53,9%

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	1,05	1,20	1,39	1,66	2,64
WACC +0,5 p.p.	1,19	1,37	1,60	1,93	3,25
WACC	1,35	1,56	<b>1,85</b>	2,27	4,11
WACC -0,5 p.p.	1,54	1,80	2,15	2,69	5,40
WACC -1,0 p.p.	1,75	2,07	2,52	3,24	7,54



## Wyniki 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. Warto zwrócić uwagę, że w sumie zwiększone nakłady remontowe w 3Q'19 sięgnęły 24 mln PLN, wobec oczekiwanych na koniec 2Q'19 przez Zarząd 15 mln PLN. Według komentarza Zarządu, główne prace przypadły na sierpień i wrzesień.

### Wyniki finansowe Grupy Cognor za 3Q'19 na tle oczekiwań

(mln PLN)	3Q'19	3Q'18	zmiana	3Q'19P	różnica
Przychody	399,5	550,7	-27,4%	510,3	-21,7%
EBITDA	16,9	56,2	-69,9%	24,4	-30,7%
marża	4,2%	10,2%	-	4,8%	-
EBIT	5,4	45,3	-88,1%	12,9	-58,3%
Zysk netto	-0,7	32,3	-	6,9	-

Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

**Raportowana EBITDA** w 3Q'19 wyniosła jedynie 16,9 mln PLN i była wyraźnie niższa od naszych prognoz (-31%) oraz znacząco niższa w porównaniu do 3Q'18 (-70% r/r). EBITDA skorygowana o zdarzenia jednorazowe wyniosła około 12,9 mln PLN wobec 52,6 mln PLN w 3Q'18. Kalkulacje skorygowanej wartości EBITDA nie uwzględniają jednak zmiany polityki rachunkowości remontów w 2019 roku (teraz remonty księgowane są w kwartale, w którym prace są wykonywane, podczas gdy wcześniej zawieszano rezerwy na przestój 3Q w całym roku), efektu FIFO (ten w 3Q'19 wyniósł -7,8 mln PLN vs. -3,4 mln PLN w 3Q'18) oraz rekompensat energii elektrycznej (-7,9 mln PLN w 3Q'19). Gdyby całkowicie oczyścić wynik o wszystkie te efekty to wówczas **porównywalna EBITDA** w 3Q'19 wyniosłaby 36 mln PLN vs. 60,9 mln PLN w 3Q'18. Tym niemniej, raportowana EBITDA w 3Q'19 (16,9 mln PLN) jest poniżej naszych prognoz oraz oczekiwań Zarządu (jeszcze przy prezentacji za 2Q'19 Zarząd oczekiwał 25-30 mln PLN, podczas gdy nasze oczekiwania znajdowały się poniżej dolnej granicy wspomnianego przedziału).

**Wynik netto** w 3Q'19 wyniósł -0,7 mln PLN (skorygowany był bliski zera) vs. 32,3 mln PLN w 3Q'18.

**Przepływ gotówki z działalności operacyjnej** wyniósł blisko 30 mln PLN vs. 52 mln PLN w 3Q'18. **Dług netto** był na stabilnym poziomie co w 2Q'19, czyli 286 mln PLN (2,6x EBITDA'12M).

## Otoczenie rynkowe

**Produkcja stali w UE28** w 9M'19 wyniosła **124 mln ton i była o 3% r/r niższa**. Znacznie słabiej w tym obszarze wypadła **Polska**, gdzie produkcja wyniosła **7 mln ton i była o 7% r/r niższa** z tendencją spadkową, gdyż produkcja w samym 3Q'19 spadała już 14% r/r. Wyraźnie wyższe spadki stali w Polsce to głównie efekt bankructwa ISD Częstochowa oraz ograniczeń produkcyjnych w Hutach ArcelorMittal w Polsce ze względu na spadek popytu, napływ towarów z importu oraz wzrost cen energii i certyfikatów CO<sup>2</sup>. Naszym zdaniem w 4Q'19 i 1H'20

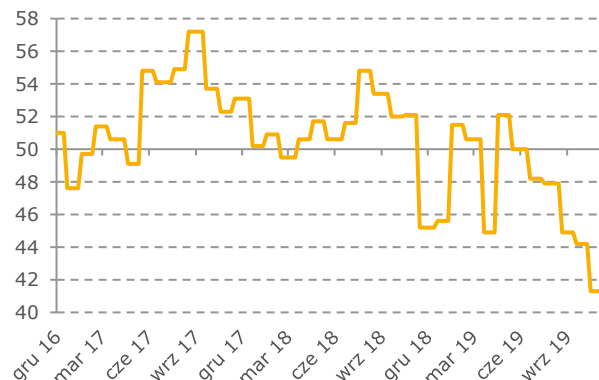
prawdopodobnie na rynku krajowym widoczne będzie pogłębienie spadku produkcji stali z uwagi na **czasowe wyłączenie wielkiego pieca ArcelorMittal w Krakowie**. Huta posiada zdolności produkcyjne na poziomie **1,5 mln ton (18% zainstalowanych mocy w kraju)**. Zatrzymanie pieca w Krakowie naszym zdaniem przełoży się na zmniejszenie konkurencji w kraju, czego beneficjentem będzie konkurencja, w tym Grupa Cognor.

Dobłą informacją w branży jest **zmiana retoryki czołowych koncernów stalowych** przy wynikach za 3Q'19. Duża część graczy zapowiedziała, że na rynku widoczne jest **wytracenie tempa spadku popytu** i istnieją duże szanse, że w minionym 3Q'19 zaobserwowaliśmy dołek.

Na rynku w 4Q'19 pojawiają się **pierwsze symptomy stabilizacji koniunktury** w branży stalowej.

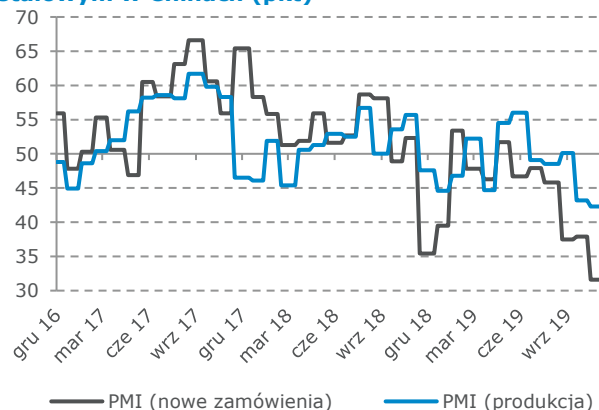
W listopadzie wskaźnik **PMI dla przemysłu stalowego w Chinach wybił się** ze skrajnie niskich poziomów i wzrósł **do 45 pkt (+4 pkt m/m)**. Subindeks dla nowych zamówień wyniósł 44 pkt (+12 pkt m/m), a bieżącej produkcji 43 pkt (+1 pkt m/m). Według komentarza firmy zajmującej się kompletowaniem danych, lepszy odczyt PMI w listopadzie to przede wszystkim utrzymujące się dobre zamówienia z sektora nieruchomości oraz słabszy import do portów chińskich z uwagi na niesprzyjające warunki meteorologiczne. Agencja zwraca również uwagę na **dużą ilość rozpoczynających się nowych inwestycji** napędzających wzrost popytu na stal.

### PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

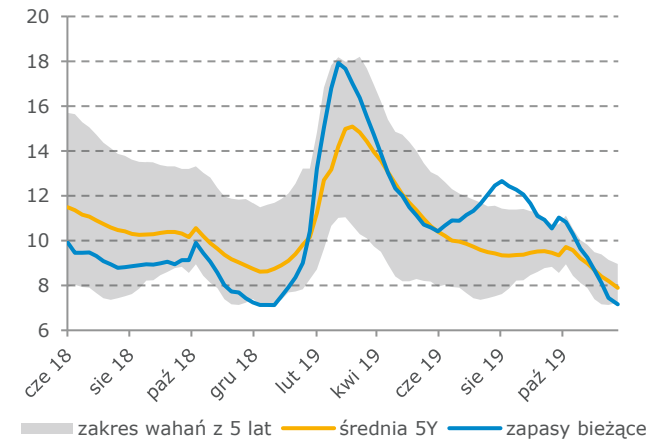
### PMI (nowe zamówienia i produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt))



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Kolejnym czynnikiem wspierającym otoczenie w przemyśle stalowym jest **dynamiczny spadek zapasów produktów stalowych w Chinach**. Jeszcze w okresie wakacyjnym wynosiły one 12,7 mln ton, a obecnie spadły do około 7 mln ton (najniżej w ostatnich 5 latach w tym okresie).

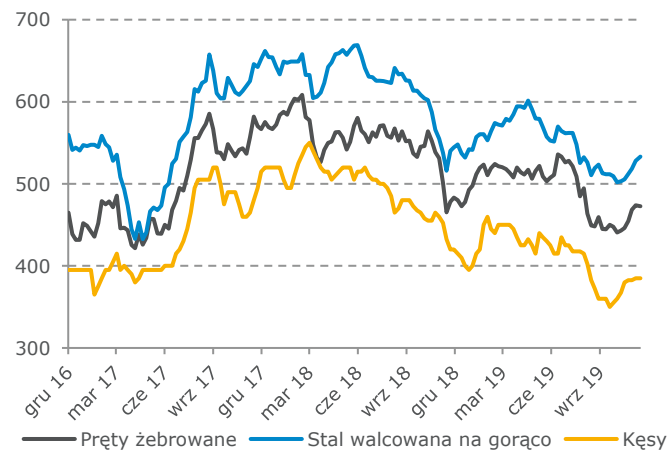
### Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Spadkiem zapasów jednocześnie towarzyszy **odbicie cen** podstawowych produktów stalowych w Chinach.

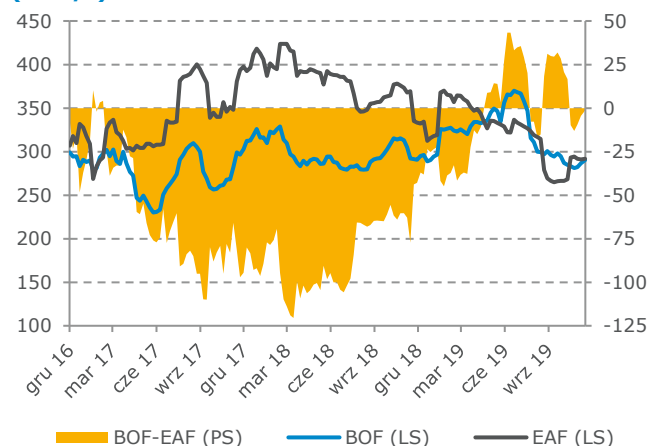
### Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

W okresie wakacyjnym producentom opartym o elektryczne topienie złomu sprzyjało zwiększenie konkurencyjności względem producentów wielkopiecowych. Związane to było głównie z większą dynamiką spadku cen złomu na rynku. To ułatwiało producentom elektrycznym plasowanie najmniej przetworzonych towarów (kęsy) na rynku i w tym czasie prawdopodobnie odczuwali oni spowolnienie w mniejszym stopniu niż producenci wielkopiecowi.

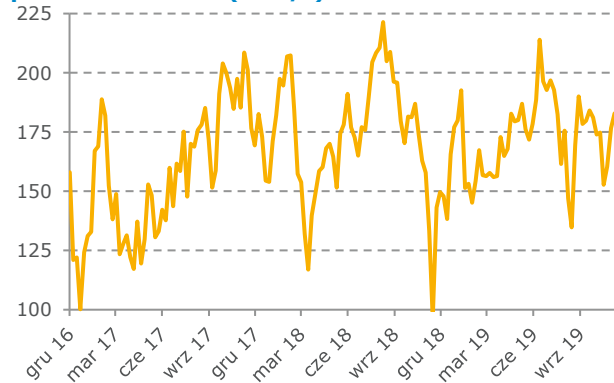
### Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

W przypadku Grupy Cognor w 2019 roku działała ona w otoczeniu utrzymujących się sprzyjających marży na produkcji prętów żebrowanych. Gorzej kształtowały się marże na prętach grubych średnic, w szczególności tych sprzedawanych do motoryzacji.

### Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku



## Rachunek wyników

(mIn 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	1 859,9	1 801,9	2 009,4	2 150,6
zmiana	9,9%	-4,1%	-0,9%	32,3%	16,4%	-10,7%	-3,1%	11,5%	7,0%
Ferrostal	695,5	586,2	678,4	838,8	916,6	816,3	715,6	876,4	981,4
HSJ	442,7	455,2	400,2	471,8	623,7	582,5	588,0	627,8	651,9
Złomrex Metal	100,1	119,0	95,0	130,9	172,8	151,8	154,9	158,0	161,1
Pozostałe	190,2	223,3	202,3	323,4	393,0	363,0	346,0	351,9	358,2
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	1 215,7	1 177,4	1 338,9	1 444,3
w tym złom	590,1	510,5	527,3	761,9	807,6	689,4	662,7	756,5	821,9
w tym energia elektryczna	114,8	124,3	126,0	130,2	144,5	133,7	164,6	194,2	207,7
Usługi obce	200,4	203,4	228,4	152,5	170,6	155,9	158,9	180,5	193,7
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	194,7	198,2	219,0	241,3
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	217,8	207,6	211,1	214,9
zmiana stanu produktów	58,4	-7,2	14,4	13,0	79,5	43,1	30,0	30,0	30,0
Koszty wytworzenia	1 275,9	1 269,0	1 209,7	1 573,0	1 805,5	1 803,7	1 778,6	1 984,8	2 126,8
Koszty sprzedaży	43,0	47,8	50,0	65,8	76,7	83,4	85,0	96,6	103,6
Koszty zarządu	38,5	34,6	37,9	50,5	46,0	47,4	48,4	49,4	50,3
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	56,1	23,2	24,6	23,8
zmiana	132,6%	-79,9%	329,9%	75,5%	57,5%	-64,1%	-58,6%	5,8%	-3,4%
marża EBIT	4,6%	1,0%	4,2%	5,5%	7,5%	3,0%	1,3%	1,2%	1,1%
EBIT skor.	64,4	10,8	53,1	104,4	156,2	56,1	23,2	24,6	23,8
EBITDA skor.	99,5	46,6	91,2	145,7	200,0	102,9	73,5	73,9	71,2
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	39,4	7,0	10,8	10,0
Podatek dochodowy	-6,4	3,3	7,9	18,1	20,7	6,9	1,3	2,0	1,9
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	32,5	5,6	8,7	8,1
zmiana	-111,7%	-361,8%	-110,3%	3019,5%	44,0%	-52,6%	-82,7%	55,1%	-7,7%
marża	0,4%	-1,1%	0,1%	2,7%	3,3%	1,7%	0,3%	0,4%	0,4%
Zysk netto skor.	15,3	-43,9	8,6	31,9	93,7	29,4	5,6	8,7	8,1
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	102,9	73,5	73,9	71,2
zmiana	54,1%	-51,2%	93,0%	48,6%	42,4%	-48,6%	-28,6%	0,5%	-3,7%
marża EBITDA	7,1%	3,6%	7,0%	7,9%	9,6%	5,5%	4,1%	3,7%	3,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)									
EPS	66,2	69,9	75,3	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
CEPS	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
	0,6	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3
ROAE									
ROAA	3,4%	-10,1%	1,1%	21,1%	24,6%	11,8%	2,1%	3,2%	2,9%

**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	1 003,3	935,2	942,9	971,0
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	601,9	542,1	572,5	615,2
Zapasy	283,1	263,5	297,7	277,5	377,0	336,8	326,3	363,8	389,4
Należności krótkoterminowe	187,4	127,4	137,0	171,9	168,0	150,1	145,4	162,1	173,5
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	114,5	69,8	45,9	51,5
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	1 003,3	935,2	942,9	971,0
Kapitał własny	166,0	147,1	142,1	225,3	278,2	274,7	267,3	271,5	273,5
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	7,3	-0,1	4,1	6,1
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	458,7	398,2	401,0	426,7
Zobowiązania handlowe	188,3	169,6	223,7	247,4	379,2	338,7	328,2	366,0	391,7
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	6,1	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	218,0	212,7	201,6	196,0
(Dług netto / Kapitał własny)	274,6%	281,6%	314,5%	144,3%	75,3%	79,4%	79,6%	74,3%	71,7%
(Dług netto / EBITDA)	4,5	8,5	4,7	2,3	1,0	2,1	2,9	2,7	2,8
(Dług netto / skor. EBITDA)	4,6	8,9	4,9	2,2	1,0	2,1	2,9	2,7	2,8
Factoring	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	3,5	4,9	4,7	4,8
BVPS	2,5	2,1	1,9	1,3	1,6	1,6	1,5	1,6	1,6

## 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	97,2	84,6	63,9	62,0
Zysk netto	5,7	-14,8	1,5	47,6	68,5	32,5	5,6	8,7	8,1
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	25,9	13,3	-7,0	-6,4
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	-79,3	-53,3	-19,9
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	-13,0	-4,5	-6,1
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	38,0	-44,6	-24,0	5,7
Środki pieniężne na koniec okresu	28,7	21,1	1,8	79,3	76,5	114,5	69,8	45,9	51,5
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,21	0,07	0,03	0,03
FCF	92,3	106,5	71,9	122,9	179,5	72,5	35,5	30,2	26,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,6%	-0,4%	-2,1%	-0,9%	-1,8%	-2,7%	-2,8%	-1,7%	-1,7%

\*Zakładając pełne rozwodnienie

## Wskaźniki rynkowe\*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	13,6	-5,5	57,2	4,3	3,0	6,2	36,0	23,2	25,2
P/E skor.	5,0	-1,8	10,1	6,4	2,2	6,9	36,0	23,2	25,2
P/CE	1,9	3,9	2,2	2,3	1,8	2,6	3,6	3,5	3,7
P/BV	0,5	0,6	0,6	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	17,3%	21,5%	13,5%	23,3%	43,5%	17,2%	8,5%	7,5%	6,6%
EV/EBITDA	5,5	10,5	5,8	3,9	2,1	4,3	5,9	5,7	5,9
skor. EV/EBITDA		11,6	6,3	4,0	2,3	4,6	6,4	6,2	6,3
EV/EBIT	8,5	39,3	9,7	5,5	2,8	7,8	18,6	17,2	17,5
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CFO/EBITDA	52%	207%	97%	103%	116%	94%	115%	87%	87%
CFO/skor. EBITDA	52%	217%	100%	100%	116%	94%	115%	87%	87%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,6%	17,7%	6,4%	2,2%	3,0%
Cena (PLN)	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16	1,16
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)	76,8	81,0	87,3	203,0	203,0	203,0	203,0	203,0	203,0
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)	554,0	516,8	548,1	544,5	430,1	438,7	433,4	422,3	416,6

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

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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 6 grudnia 2019 o godzinie 08:33. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 grudnia 2019 o godzinie 08:33.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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 branżowych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

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

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

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

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

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

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**
**Cognor**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-12-05	2019-11-04	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)	1,25	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,17	1,52	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)

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

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

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