

poniedziałek, 24 stycznia 2022 | komentarz specjalny

Cognor: Komentarz do prognozy zarządu za rok 2021

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 4,10 PLN | cena bieżąca: 3,95 PLN

COG.PW; COG.P.WA | Przemysł hutniczy, Polska

Opracowanie: Antoni Kania +48 22 438 24 03 | +48 509 595 736

Cognor szacuje, że w 4Q'21 osiągnął najwyższe wyniki finansowe w tym roku. Przychody oraz wynik EBITDA spółki za rok 2021 ma osiągnąć rekordowy poziom, odpowiednio 2811 i 520 milionów PLN. Co przełoży się również na najwyższe wyniki kwartalne wynoszące 794 milionów przychodów oraz 165 milionów EBITDA. Zestawiając 4Q z poprzednim dynamika wynosi 10,7% na przychodach i 2,7% EBITDA. Przedstawione wyniki kwartalnie są wyższe od naszych prognoz kolejno o 16% i 40%. Wyższe prognozy zarządu mogą świadczyć o większym od zakładanego wolumenie sprzedaży w spółce. Marżowość EBITDA zakładana przez zarząd wynosi 20,7% i stanowi spadek względem ostatniego kwartału. Kierunek zmian pokrywa się z naszymi oczekiwaniami, jednak spadek marży nie był tak duży jak wcześniej zakładany. Wyniki zaprezentowane w raporcie bieżącym spółki są lepsze od tych zaraportowanych w bardzo dobrym 3Q i należy ocenić je pozytywnie.

- Naszym zdaniem w 4Q należy spodziewać się wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych w hucie Ferrostal, ze względu na chęć wykorzystania wciąż sprzyjającego otoczenia rynkowego. Postój modernizacyjny stalowni Huty Ferrostal został ponownie odłożony w czasie i jest zaplanowany na marzec 2022, prace mają potrwać

około 40 dni. Jednak zgromadzone zapasy wsadu powinny pozwolić na pracę walcowni. Mimo to oczekiwany utracony wolumen sprzedaży półwyrobów (kęsów) jest szacowany na ok. 18 tysięcy ton.

- Zakładamy, że wysokie wyniki finansowe przełożą się na przepływ gotówki z działalności operacyjnej w wysokości około 70 mln PLN. W rezultacie zakładamy, że dług netto na koniec 4Q'21 spadnie do około 165 mln PLN.
- W 4Q'21 oczekujemy zbliżonych cen sprzedaży produktów stalowych uzyskiwanych przez Cognor co w 3Q'21. Jeśli spółce w 4Q udało się uzyskać wyraźnie wyższe ceny to może to stanowić przyczynę do potencjalnej rewizji w górę prognozowanych cen stali w 2022 roku. W nadchodzących miesiącach ceny mogą dalej rosnąć między innymi na skutek drogiej energii elektrycznej, oraz potencjalnych problemów w produkcji spowodowanych kolejną falą pandemii. W takim scenariuszu marże Cognora rozszerzałyby się dzięki zabezpieczeniu cen energii do 2023 roku. Negatywną dla spółki informacją pozostają wysokie ceny złomu stalowego, które na przestrzeni 4Q utrzymały wysokie poziomy. Na przestrzeni 2022 roku nadal oczekujemy spadków cen produktów stalowych w miarę jak producenci BOF będą osiągać tańsze ceny wsadu hutniczego na skutek tańszej rudy żelaza oraz koksu.

Prognozy wyników finansowych Cognor w 4Q'21

(mln PLN)	4Q'21	4Q'21P	4Q'20	r/r	2021	2021P
przychody	794	685	445	54%	2811	2702
EBITDA	165	117	23,5	397%	520	472
marża EBITDA	21%	17%	5,3%		18%	17%
EBIT	151	105	11,3	833%	468	412
zysk netto	127	87	7	1142%	366	325

Źródło: Cognor, P-prognozy mBanku

Szczegóły prognoz wyników finansowych Cognor w 4Q'21

wykorzystanie mocy (%)	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21P
Ferrostal	88%	151%	119%	131%	89%	113%	103%	115%	93%	104%
HSJ	76%	82%	95%	92%	84%	94%	109%	106%	85%	96%
(mln PLN)	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21P
przychody ze sprzedaży	400	466	460	456	372	445	584	716	717	685
EBITDA skor.	13	19	28	29	12	23	75	116	145	117
zdarzenia jednorazowe	4	0	2	10	10	0	5	-2	16	0
OCF	29	82	40	53	27	86	53	-24	22	70
dług netto	286	226	260	226	218	164	126	177	206	165

Źródło: prognozy mBank, Cognor



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielnika przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielnika przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

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 Biura 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. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comprenum, Sygnity. 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

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawione 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, Comprenum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, Cavatina, CD Projekt, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, Grupa Pracuj, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Deweloper, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Primetech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Shoper, Skarbiec Holding, Solar Company, STS Holding SA, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej Klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź 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 Biura 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

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 Biurze 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 Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia 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.

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02 | +48 667 770 837
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09 | +48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Antoni Kania
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Michał Konarski
+48 22 438 24 05 | +48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07 | +48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06 | +48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08 | +48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl