

środa, 22 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Cognor: trzymaj (podtrzymana)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

Wymagające otoczenie w 2020 roku

Epidemia COVID-19 i w efekcie schłodzenie światowej koniunktury negatywnie przekłada się na otoczenie w przemyśle stalowym. Wysokie zapasy stali w Chinach (obecnie ponad 20 mln ton vs. maksymalnie 15 mln ton w tym okresie w ostatnich 5-ciu latach) negatywnie przekładają się na ceny wyrobów, co powoduje, że marże producentów wielkopiecowych (BOF) i elektrycznych (EAF) znalazły się na początku roku pod presją. Dodatkowo w 1Q'20 przewaga kosztowa producentów elektrycznych nad wielkopiecowymi wyraźnie stopniała. Oczekujemy, że w efekcie gorszej r/r koniunktury wolumeny Cognor spadną o 9% r/r, a dodatkowo zwiększona konkurencja przełoży się na obniżenie spreadów na produktach, co prowadzić będzie do spadku wyniku o 138 mln PLN. Wyzwaniem na 2020 rok są wyższe o 7% r/r ceny energii oraz brak rekompensat dla producentów (jak w IH'19), co przekłada się na dodatkowe 17 mln PLN kosztów przy założonym wolumenie produkcji. Pozytywny z kolei wpływ na działalność może mieć spadek cen elektrod grafitowych (60 mln PLN), oszczędności wynikające z przeprowadzonego programu inwestycyjnego (31 mln PLN) oraz niższe koszty wynagrodzeń i usług obcych związanych z niższym wolumenem (około +30 mln PLN). Według naszych szacunków spadek EBITDA o 30% r/r do 70 mln PLN w 2020 roku powoduje, że wskaźnik długu netto do EBITDA rośnie do 3,5x, co nie powinno być zagrożeniem dla Grupy. W naszych prognozach Cognor będzie musiał jednak na jakiś czas zapomnieć o wypłacie dywidendy dla akcjonariuszy. Obniżamy nasze prognozy wyników na 2020 rok z uwagi na bardziej ostrożne podejście do wolumenów sprzedaży, obniżamy naszą cenę docelową do 0,94 PLN/akcja (wcześniej 1,25 PLN/akcja) oraz pozostawiamy rekomendację trzymaj (bez zmian).

Wyniki 4Q'19

Wyniki w 4Q'19 były poniżej naszych oczekiwań oraz poniżej oczekiwań Zarządu, które były prezentowane przy prezentacji wyników za 3Q'19. Mimo wyższego niż oczekiwaliśmy wolumenu sprzedaży, skorygowana o zdarzenia jednorazowe EBITDA była o 19% niższa niż zakładaliśmy. Dług netto Cognor na koniec 2019 roku był bliski naszych oczekiwań (225 mln PLN vs. nasze szacunki 218 mln PLN). W obliczu trudności jakie spółka może odnotować w efekcie epidemii COVID-19 Zarząd zdecydował się na zatrzymanie całego wypracowanego w 2019 roku zysku i brak dywidendy.

Koniunktura w 1Q'20 jeszcze sprzyjała

Według wywiadu udzielonego po wynikach za 4Q'19 otoczenie dla Grupy Cognor pozostawało sprzyjające w pierwszych miesiącach 2020 roku. Spółka z uwagi na wyłączenia produkcji stali we Włoszech dostarczała produkty stalowe do dotychczas mniej aktywnych klientów, a branża budowlana ze względu na łagodną zimę odbierała dostawy prętów żebrowanych bez zakłóceń. W efekcie Zarząd oczekuje w 1Q'20 zbliżonej r/r EBITDA na poziomie około 25 mln PLN. Warto zwrócić uwagę, że w 1Q'20 pozytywny wpływ na wyniki będzie miało zaniechanie zawiązywania rezerwy na modernizację (około 10-15 mln PLN na kwartał) – spółka księguje całe obciążenie w momencie wykonania prac naprawczych (zwykle w 3Q).

| (mln PLN) | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 2 081,8 | 1 901,6 | 1 630,0 | 1 828,3 | 1 943,6 |
| EBITDA skor. | 200,0 | 92,9 | 70,0 | 67,0 | 64,1 |
| marża EBITDA skor. | 9,6% | 4,9% | 4,3% | 3,7% | 3,3% |
| EBIT skor. | 156,2 | 46,7 | 22,1 | 20,1 | 19,2 |
| Zysk netto skor. | 93,7 | 11,2 | 2,1 | 0,5 | -0,2 |
| P/E skor. | 1,8 | 14,8 | 79,2 | - | - |
| P/CE | 1,5 | 2,5 | 3,3 | 3,5 | 3,7 |
| P/BV | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| EV/EBITDA skor. | 2,0 | 4,4 | 6,2 | 6,3 | 6,4 |
| DPS | 0,07 | 0,21 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| DYield | 10,5% | 21,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

*wskaźniki dot. lat 2018-2022P przy pełnym rozwodnieniu

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Cena bieżąca | 0,95 PLN |
| Cena docelowa | 0,94 PLN |
| Kapitalizacja | 166 mln PLN |
| Free float | 39 mln PLN |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 0,2 mln PLN |

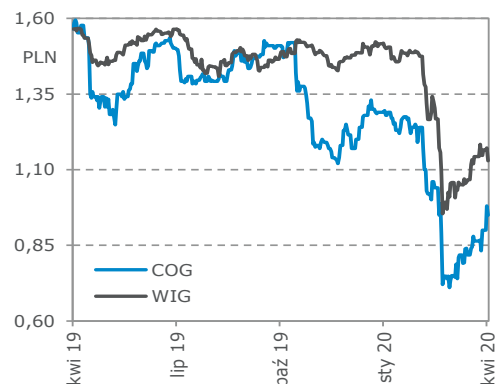
Struktura akcjonariatu

| | |
|-------------------------|--------|
| 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 | 0,94 | 1,25 | trzymaj | trzymaj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| Cognor | 0,95 | 0,94 | -1,6% |

| Zmiana prognoz od ostatniego raportu | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| Przychody ze sprzedaży | -9,5% | -9,0% | -9,6% |
| EBITDA | -4,7% | -9,4% | -10,0% |
| Zysk netto | -62,7% | -94,3% | - |
| Wolumen sprzedaży | -1,0% | +0,7% | +1,1% |
| Ceny produktów | -9,2% | -9,6% | -10,3% |
| Ceny złomu | +3,7% | +1,8% | 0,0% |

Analitik:

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 2019 Grupa Cognor kupowała na rynku około 10% certyfikatów CO₂ potrzebnych dla produkcji. Przy tym udziale i cenie certyfikatu na poziomie 1 EUR za tonę emisji CO₂ 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 CO₂ 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 gardeł 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 17,4 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 decydował 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 odpowiadała 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.

Wpływ COVID-19 na wyniki

Epidemia COVID-19 negatywnie wpłynęła na produkcję i sprzedaż samochodów osobowych na całym świecie (drugi największy klient branży stalowej). Spadek popytu na stal przełożył się na konieczność wyłączenia hut i drastycznych ciężeń wolumenów produkcji. Cognor w przyszłości również prawdopodobnie odczuje spadek popytu na swoje wyroby.

Wycena

Wartość akcji spółki Cognor na podstawie wyceny DCF szacujemy na 0,96 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 0,53 PLN.

| (PLN) | waga | cena |
|--------------------|--------------------------------|-------------|
| Wycena porównawcza | 20% | 0,53 |
| Wycena DCF | 80% | 0,96 |
| | cena wynikowa | 0,87 |
| | cena docelowa za 9 m-cy | 0,94 |

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 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.

Ze względu na dużą zmienność na rynku zdecydowaliśmy się na obniżenie wagi wyceny porównawczej do 20% (wcześniej 50%).

Wycena porównawcza

| | Kraj | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| | | 2019P | 2020P | 2021P | 2019P | 2020P | 2021P |
| AK STEEL HOLDING CORP | USA | 5,8 | 17,4 | 12,2 | 6,0 | 7,7 | 7,5 |
| ALUMETAL SA | Polska | 11,6 | 13,5 | 10,9 | 6,5 | 7,3 | 6,5 |
| ARCELORMITTAL | Luksemburg | 25,6 | - | 6,0 | 4,2 | 6,2 | 3,9 |
| BAOSHAN IRON & STEEL CO-A | Chiny | 9,1 | 8,8 | 7,7 | 4,1 | 4,1 | 3,6 |
| COMMERCIAL METALS CO | USA | 8,0 | 8,7 | 9,2 | 5,7 | 5,0 | 4,8 |
| HESTEEL CO LTD-A | Chiny | 9,1 | 10,4 | 10,4 | - | - | - |
| HITACHI METALS LTD | Japonia | 12,5 | - | 41,8 | 6,2 | 22,6 | 7,7 |
| HYUNDAI STEEL CO | Korea Pld. | 22,2 | 25,5 | 8,1 | 6,2 | 6,8 | 5,8 |
| JFE HOLDINGS INC | Japonia | 2,6 | - | - | 4,9 | 9,7 | 9,5 |
| JSW STEEL LTD | Indie | 5,3 | 12,0 | 10,2 | 4,4 | 7,5 | 7,0 |
| KLOECKNER & CO SE | Niemcy | - | - | 365,2 | 6,3 | 8,8 | 4,3 |
| METALURGICA GERDAU SA-PREF | Brazylia | 7,6 | 7,2 | 6,2 | - | - | - |
| NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD | Japonia | 3,0 | 4,6 | 4,2 | - | - | - |
| NUCOR CORP | USA | 9,1 | 20,2 | 13,1 | 5,5 | 8,0 | 6,9 |
| OLYMPIC STEEL INC | USA | 42,8 | - | 16,7 | 8,5 | - | - |
| OSAKA STEEL CO LTD | Japonia | - | - | - | - | - | - |
| OUTOKUMPU OYJ | Finlandia | - | - | 10,6 | 8,7 | 8,6 | 5,1 |
| POSCO | Korea Pld. | 6,7 | 10,1 | 6,8 | 3,7 | 4,3 | 3,6 |
| SALZGITTER AG | Niemcy | - | - | 8,0 | 3,8 | 4,3 | 3,7 |
| SSAB AB-A SHARES | Szwecja | 12,1 | - | 10,5 | 4,7 | 8,6 | 4,6 |
| STEEL AUTHORITY OF INDIA | Indie | 4,6 | - | 4,1 | 6,1 | 1,2 | 0,7 |
| STEEL DYNAMICS INC | USA | 7,8 | 13,8 | 11,0 | 4,7 | 7,2 | 6,5 |
| TATA STEEL LTD | Indie | 3,7 | 14,1 | 16,9 | 4,8 | 7,8 | 7,9 |
| THYSSENKRUPP AG | Niemcy | - | - | 34,6 | 4,4 | 11,8 | 6,0 |
| UNITED STATES STEEL CORP | USA | - | - | - | 6,0 | - | 8,3 |
| VOESTALPINE AG | Austria | 8,2 | - | - | 4,7 | 7,2 | 7,8 |
| Maksimum | | 42,8 | 25,5 | 365,2 | 8,7 | 22,6 | 9,5 |
| Minimum | | 2,6 | 4,6 | 4,1 | 3,7 | 1,2 | 0,7 |
| Mediana | | 8,1 | 12,0 | 10,5 | 5,2 | 7,4 | 6,0 |
| Cognor | | 14,8 | 79,2 | - | 4,4 | 6,2 | 6,3 |
| premia (dyskonto) | | 82,5% | 559,6% | - | -15,4% | -16,7% | 4,8% |

Implikowana wycena

| | | | | | | |
|----------------|-----|------|------|-----|-----|-----|
| Mediana | 8,1 | 12,0 | 10,5 | 5,2 | 7,4 | 6,0 |
| Dyskonto | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Waga wskaźnika | | 50% | | | 50% | |
| Waga roku | 0% | 50% | 50% | 0% | 50% | 50% |

Wartość firmy (PLN) **0,53**

Dodatkowe założenia

Dane sprzedażowe Huty Ferrostał w latach 2014-2022P

| Wolumeny sprzedaży (tys. ton) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kęsy | 169,9 | 104,1 | 85,3 | 119,2 | 81,8 | 110,3 | 93,7 | 145,3 | 159,8 |
| Pręty gładkie | 35,7 | 32,3 | 29,3 | 30,0 | 30,3 | 30,9 | 26,3 | 29,4 | 32,4 |
| Płaskowniki | 64,2 | 60,2 | 61,4 | 48,1 | 44,1 | 39,9 | 33,9 | 38,0 | 41,8 |
| Kwadraty | 13,7 | 11,0 | 7,7 | 6,5 | 8,3 | 8,7 | 7,4 | 8,3 | 9,2 |
| Pręty żebrowane | 41,6 | 82,5 | 188,1 | 202,1 | 213,7 | 211,1 | 190,0 | 212,8 | 234,0 |
| Kątowniki | 30,1 | 32,2 | 24,9 | 17,5 | 22,3 | 22,0 | 18,7 | 21,0 | 23,1 |
| Inne | 1,2 | 6,3 | 6,6 | 3,1 | 1,1 | 1,5 | 1,2 | 1,4 | 1,5 |
| Średnie spready (PLN/ton) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
| Kęsy | 869 | 803 | 718 | 878 | 1 046 | 920 | 898 | 935 | 948 |
| Pręty gładkie | 1 081 | 1 088 | 1 121 | 1 069 | 1 365 | 1 408 | 1 369 | 1 407 | 1 424 |
| Płaskowniki | 1 084 | 1 110 | 1 158 | 1 075 | 1 386 | 1 401 | 1 362 | 1 400 | 1 417 |
| Kwadraty | 1 068 | 1 083 | 1 131 | 1 048 | 1 342 | 1 331 | 1 294 | 1 333 | 1 348 |
| Pręty żebrowane | 880 | 772 | 823 | 937 | 1 151 | 1 101 | 1 093 | 1 130 | 1 145 |
| Kątowniki | 1 122 | 1 092 | 1 170 | 1 050 | 1 397 | 1 403 | 1 364 | 1 402 | 1 419 |
| Inne | 1 732 | 1 323 | 1 421 | 1 117 | 1 892 | 1 643 | 1 595 | 1 635 | 1 653 |

Źródło: mBank

Dane sprzedażowe Huty Stali Jakościowych w latach 2014-2022P

| Wolumeny sprzedaży (tys. ton) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kęsy | 18,1 | 28,1 | 40,5 | 66,2 | 58,7 | 74,7 | 89,6 | 104,8 | 106,9 |
| Pręty dużych średnic | 144,6 | 150,3 | 153,7 | 156,5 | 175,6 | 157,6 | 133,9 | 140,6 | 143,4 |
| Blachy grube | 5,8 | 16,4 | 5,7 | 7,7 | 1,6 | 3,7 | 3,5 | 3,7 | 3,8 |
| Blachy cienkie | 0,9 | 1,1 | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| Inne | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Średnie spready (PLN/ton) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
| Kęsy | 1 873 | 1 341 | 979 | 1 176 | 1 486 | 1 145 | 1 060 | 1 146 | 1 161 |
| Pręty dużych średnic | 1 746 | 1 687 | 1 553 | 1 709 | 2 192 | 2 115 | 1 984 | 2 094 | 2 116 |
| Blachy grube | 1 912 | 1 530 | 1 885 | 1 742 | 3 446 | 2 589 | 2 436 | 2 557 | 2 583 |
| Blachy cienkie | 10 049 | 9 922 | 10 284 | 9 897 | 10 307 | 9 970 | 9 474 | 9 771 | 9 849 |
| Inne | 23 149 | 22 629 | 20 891 | 24 078 | 22 173 | 19 436 | 18 499 | 19 023 | 19 167 |

Źródło: mBank

Założenia makro w latach 2014-2022P

| Makro | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Blacha walcowana (PLN/t) | 2 142 | 1 960 | 1 919 | 2 417 | 2 588 | 2 463 | 2 100 | 2 127 | 2 143 |
| Profil HEB (PLN/t) | 2 336 | 2 204 | 2 240 | 2 282 | 2 614 | 2 593 | 2 400 | 2 410 | 2 426 |
| Pręt żebrowany (PLN/t) | 2 328 | 2 200 | 2 170 | 2 139 | 2 439 | 2 275 | 2 050 | 2 046 | 2 062 |
| Produkcja stali Polska (mln ton) | 8,6 | 9,1 | 8,9 | 10,3 | 10,3 | 9,1 | 8,2 | 8,6 | 8,8 |
| udział Polska % | 6,1% | 5,8% | 6,8% | 6,4% | 6,2% | 7,3% | 7,3% | 8,2% | 8,6% |
| USD/PLN | 3,15 | 3,74 | 3,94 | 3,78 | 3,61 | 3,84 | 4,00 | 3,60 | 3,60 |
| Koks (USD/t) | 126 | 102 | 119 | 179 | 193 | 170 | 150 | 155 | 155 |
| Ruda (USD/t) | 98 | 57 | 59 | 72 | 70 | 97 | 80 | 75 | 75 |
| Złom (USD/t) | 333 | 216 | 215 | 282 | 343 | 292 | 260 | 280 | 280 |
| BOF (USD/t) | 302 | 198 | 212 | 282 | 299 | 319 | 273 | 272 | 272 |
| EAF (USD/t) | 371 | 241 | 239 | 315 | 383 | 326 | 290 | 312 | 312 |
| BOF-EAF (USD/t) | -69 | -44 | -28 | -33 | -83 | -7 | -17 | -40 | -40 |
| BOF (PLN/t) | 951 | 740 | 835 | 1 066 | 1 081 | 1 225 | 1 090 | 978 | 978 |
| EAF (PLN/t) | 1 168 | 903 | 944 | 1 190 | 1 381 | 1 251 | 1 160 | 1 124 | 1 124 |
| Złom (PLN/t) | 1 048 | 810 | 847 | 1 067 | 1 238 | 1 084 | 1 040 | 1 008 | 1 008 |

Źródło: mBank

Zadłużenie Grupy Cognor w latach 2014-2022P

| (mln PLN) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania) | 0,0 | 55,6 | 110,7 | 121,9 | 139,0 | 157,7 | 157,7 | 157,7 | 157,7 |
| Należności faktoringowe | 33,4 | 20,7 | 21,7 | 14,7 | 21,0 | 42,2 | 42,2 | 42,2 | 42,2 |
| Obligacje | 423,1 | 382,2 | 384,2 | 363,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Faktoring zwrotny + odwrotny | 56,3 | 9,8 | 10,5 | 4,2 | 2,7 | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Prefinansowanie złomu | 0,0 | 14,3 | 12,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostały dług | 80,2 | 69,0 | 87,8 | 59,8 | 280,6 | 304,0 | 300,0 | 300,0 | 300,0 |
| 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 | 32,0 | 21,6 | 19,5 | 19,5 | 19,5 |
| % | 9,2% | 10,3% | 9,3% | 11,0% | 11,3% | 7,1% | 6,5% | 6,5% | 6,5% |
| 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 | 4,70 | 4,30 | 4,30 |

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- W wycenie zakładamy parametr Beta na poziomie 1,2x. 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 maja 2020 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2019 roku. Do długu netto dodajemy wartość dywidendy za 2018 rok (0,28 PLN/akcja), która zastała wypłacona na początku 2020 roku.

Model DCF

| (mln PLN) | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | + |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 630,0 | 1 828,3 | 1 943,6 | 2 018,4 | 2 085,3 | 2 127,6 | 2 170,8 | 2 186,2 | 2 201,7 | 2 212,2 | 2 222,8 |
| zmiana | -14,3% | 12,2% | 6,3% | 3,8% | 3,3% | 2,0% | 2,0% | 0,7% | 0,7% | 0,5% | 0,5% |
| EBITDA | 70,0 | 67,0 | 64,1 | 79,5 | 76,4 | 72,4 | 72,0 | 72,4 | 73,5 | 71,7 | 69,6 |
| marża EBITDA | 4,3% | 3,7% | 3,3% | 3,9% | 3,7% | 3,4% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,2% | 3,1% |
| Amortyzacja | 47,9 | 46,9 | 44,9 | 43,6 | 42,7 | 42,5 | 42,9 | 43,8 | 44,0 | 44,1 | 44,1 |
| EBIT | 22,1 | 20,1 | 19,2 | 35,9 | 33,7 | 29,9 | 29,1 | 28,7 | 29,5 | 27,6 | 25,5 |
| marża EBIT | 1,4% | 1,1% | 1,0% | 1,8% | 1,6% | 1,4% | 1,3% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,1% |
| Opodatkowane EBIT | 0,5 | 0,1 | -0,1 | 3,1 | 2,7 | 2,0 | 1,8 | 1,7 | 1,9 | 1,5 | 1,1 |
| NOPLAT | 21,6 | 20,0 | 19,3 | 32,8 | 31,0 | 27,9 | 27,3 | 26,9 | 27,6 | 26,1 | 24,3 |
| CAPEX | -50,0 | -33,0 | -34,5 | -35,2 | -36,3 | -37,7 | -39,6 | -42,9 | -42,9 | -43,1 | -43,2 |
| Kapitał obrotowy | -20,6 | -0,2 | -0,9 | -3,4 | -3,1 | -1,9 | -2,0 | -0,7 | -0,7 | -0,5 | -0,5 |
| Pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | -1,1 | 33,6 | 28,7 | 37,7 | 34,4 | 30,8 | 28,6 | 27,1 | 28,0 | 26,5 | 24,8 |
| WACC | 6,7% | 6,8% | 6,8% | 6,9% | 6,9% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% |
| współczynnik dyskonta | 0,95 | 0,89 | 0,83 | 0,78 | 0,73 | 0,68 | 0,63 | 0,59 | 0,55 | 0,52 | 0,48 |
| PV FCF | -1,0 | 30,0 | 24,0 | 29,3 | 25,0 | 20,9 | 18,1 | 16,1 | 15,5 | 13,7 | 12,0 |
| WACC | 6,7% | 6,8% | 6,8% | 6,9% | 6,9% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% |
| 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 | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| Dług netto / EV | 59,8% | 58,5% | 57,6% | 55,6% | 55,1% | 54,8% | 54,5% | 54,3% | 54,0% | 54,0% | 54,2% |
| 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) | 496,4 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 256,7 |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 191,6 |
| Wartość firmy (EV) | 448,3 |
| Dług netto | 261,9 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 18,4 |
| Wartość firmy | 168,1 |
| Liczba akcji (mln) | 175,0 |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | 0,96 |
| 9-miesięczny koszt kapitału własnego | 7,0% |
| Cena docelowa (PLN) | 1,03 |

| | |
|------------------------------------|-------|
| EV/EBITDA ('20) dla ceny docelowej | 6,4 |
| P/E ('20) dla ceny docelowej | 85,7 |
| Udział TV w EV | 57,3% |

Analiza wrażliwości

| | Wzrost FCF w nieskończoności | | | | |
|----------------|------------------------------|------|-------------|------|------|
| | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 5,0% |
| WACC +1,0 p.p. | 0,30 | 0,43 | 0,60 | 0,84 | 1,80 |
| WACC +0,5 p.p. | 0,43 | 0,58 | 0,79 | 1,10 | 2,44 |
| WACC | 0,58 | 0,77 | 1,03 | 1,42 | 3,40 |
| WACC -0,5 p.p. | 0,75 | 0,98 | 1,31 | 1,84 | 5,00 |
| WACC -1,0 p.p. | 0,95 | 1,24 | 1,67 | 2,39 | 8,22 |

Wyniki 4Q'19

W 4Q'19 **przychody ze sprzedaży** wyniosły 424 mln PLN i były o 10% wyższe od naszych prognoz oraz zbliżone w ujęciu r/r. Wyższe w 4Q'19 okazały się wolumeny sprzedaży wyrobów stalowych, zaś zgodne z NASZYMI oczekiwaniami były wolumeny obrotu złotem.

EBITDA w 4Q'19 wyniosła 14,2 mln PLN i była poniżej naszych prognoz (-16% vs. nasze oczekiwania) oraz 41% niższa r/r. EBITDA była również poniżej oczekiwań zarządu, jakie były formułowane po wynikach za 3Q'19 (Zarząd wówczas oczekiwał, że wyniki mogą się wahać w przedziale 17-24 mln PLN). Wpływ zdarzeń jednorazowych na wynik EBITDA 4Q'19 był niewielki (+0,5 mln PLN). Efekt FIFO w 4Q'19 był ujemny (-10 mln PLN w 4Q'19 vs. +0,4 mln PLN w 4Q'18).

Wynik netto w 4Q'19 wyniósł -5,1 mln PLN vs. nasze oczekiwania 3,1 mln PLN. Wpływ zdarzeń jednorazowych na wynik netto był lekko pozytywny (+1,2 mln PLN).

Skorygowany wynik netto w 4Q'19 wyniósł -6,7 mln PLN.

Wyniki finansowe Grupy Cognor za 4Q'19 na tle oczekiwań

| (mln PLN) | 4Q'19 | 4Q'18 | zmiana | 4Q'19P | różnica |
|------------|-------|-------|--------|--------|---------|
| Przychody | 466,1 | 471,2 | -1,1% | 424,3 | 9,8% |
| EBITDA | 14,2 | 24,0 | -41,1% | 16,9 | -16,1% |
| marża | 3,0% | 5,1% | - | 4,0% | - |
| EBIT | 2,6 | 13,0 | -80,4% | 5,4 | -52,6% |
| Zysk netto | -5,1 | -5,0 | - | 3,1 | - |

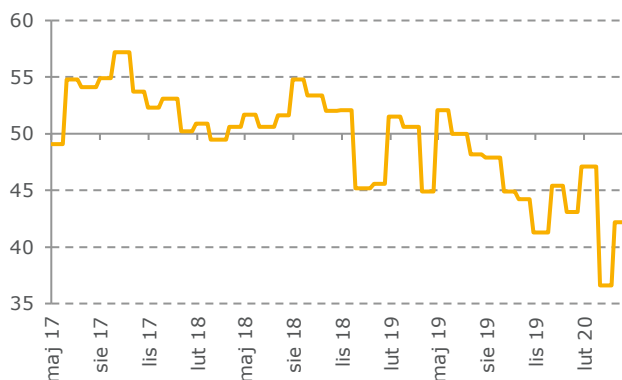
Źródło: Cognor, mBank

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł w 4Q'19 81 mln PLN i był niższy r/r (111 mln PLN w 4Q'18). **Dług netto** na koniec 2019 roku wyniósł 225 mln PLN (2,2xEBITDA'19) i był zbliżony do naszych oczekiwań (218 mln PLN).

Otoczenie rynkowe

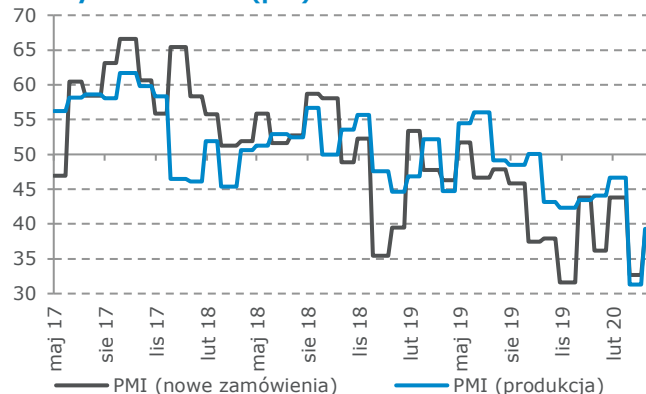
W Chinach **wskaźnik wyprzedzający PMI** w kwietniu wyniósł 42 pkt i znajduje się poniżej granicznych 50 punktów od połowy 2019 roku. Negatywna ocena perspektyw przez branżę wywołała **epidemia COVID-19**, która przełożyła się na spadek zapotrzebowania na stal przez sektor samochodowy i budowlany, a także wolumeny eksportu z Chin. Sub-indeksy nowych zamówień oraz bieżącej produkcji znajdują się na poziomie 39 punktów.

PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



Źródło: Bloomberg, mBank

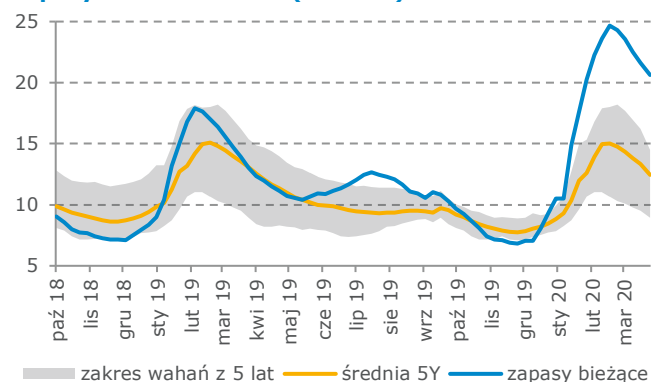
PMI (nowe zamówienia i produkcja w przemyśle stalowym w Chinach (pkt))



Źródło: Bloomberg, Dom mBank

Zapasy stali w China dotarły do poziomu **25 mln ton** w końcu marca i utrzymują się na znacząco wyższym poziomie niż wynosiły zapasy o tej porze roku w ostatnich pięciu latach. Obecnie zapasy wciąż utrzymują się powyżej 20 mln ton. Producenci stali informują o cięciach produkcji z uwagi na słabszy popyt i wyższe zapasy.

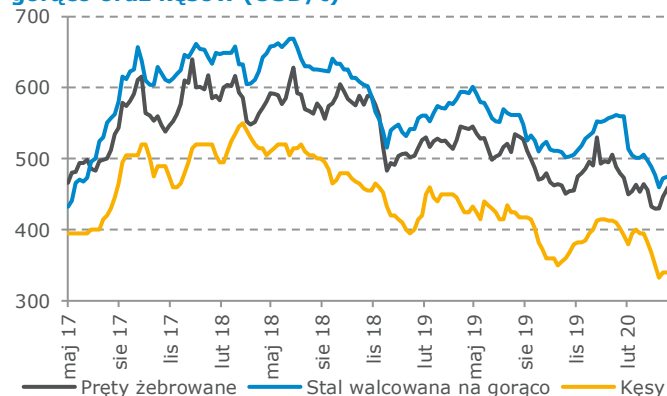
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wyższe zapasy stali wywierają **presję na ceny produktów**, które znajdują się w trendzie spadkowym od końca 2018 roku. Niższe ceny obniżają marże producentów wielkopiecowych.

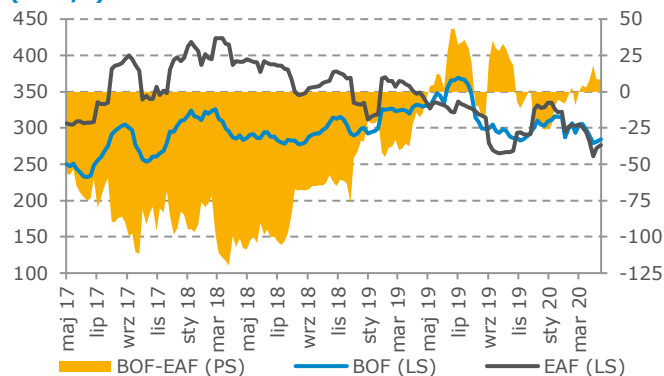
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

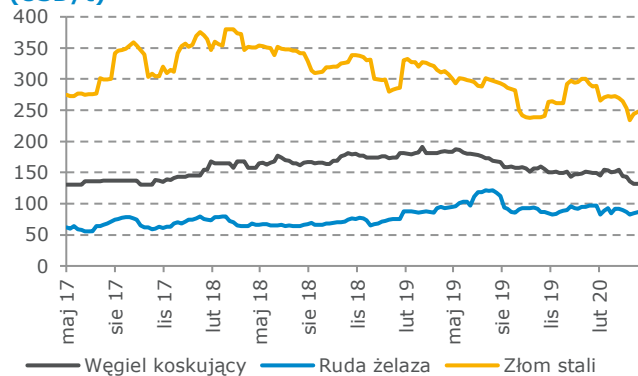
Przewaga kosztów produkcji wytwórców elektrycznych nad wielkopieczowymi stopniała na początku 2020 roku. Spadające ceny węgla koksowego pomagają producentom wielkopieczowym. Z kolei ceny złomu wyraźnie opierają się spadkom poniżej 250 USD/t.

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



Źródło: Bloomberg, mBank

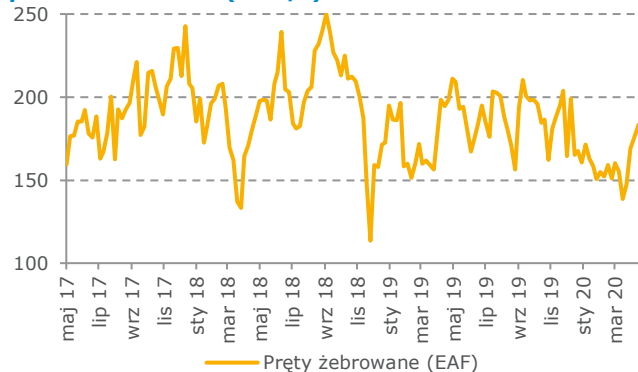
Ceny węgla koksującego, rudy żelaza i złomu stali (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Marża producentów elektrycznych na produkcji prętów żebrowanych znalazła się pod presją na początku 2020 roku. Obecnie korekta spadków cen prętów żebrowanych pomaga producentom elektrycznym na początku 2Q'20.

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

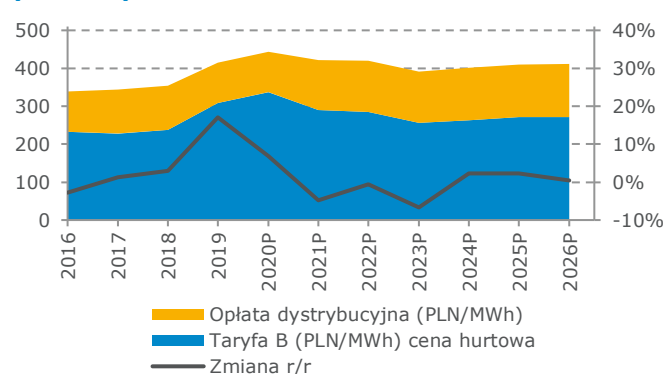


Źródło: Bloomberg, mBank

Dużym wyzwaniem elektrycznych producentów stali w Polsce w 2020 roku są rosnące ceny energii. Producenci nie będą już mogli liczyć na rekompensatę wyższych kosztów energii, jaka miała miejsce w IH'19. Poza tym **cena zakupu energii w taryfie B** według naszych szacunków **wzrośnie**

w 2020 roku o 7% r/r, a w 2021 roku spadnie o około 5%. W przypadku Cognor oznacza, to wyższy koszt o około 17 mln PLN, przy założonym przez nas 9% spadku wolumenów sprzedaży. Zakładamy, natomiast, że **oszczędności w grupie Cognor po stronie zakupów elektrod grafitowych i wynikających z przeprowadzonych w 2020 roku inwestycji sięgną 91 mln PLN** (odpowiednio 60 mln PLN i 31 mln PLN).

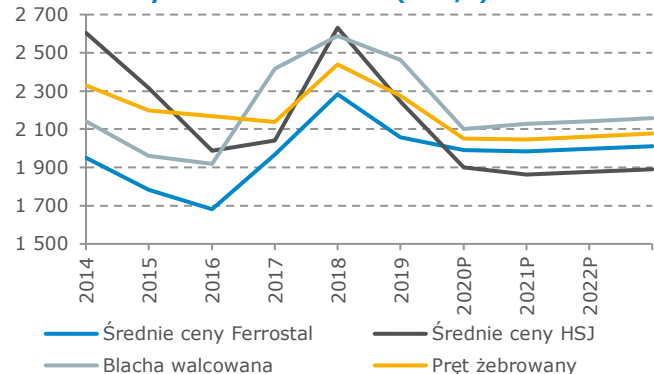
Ceny energii w Polsce dla przedsiębiorców w taryfie B (mln PLN)



Źródło: Bloomberg, mBank

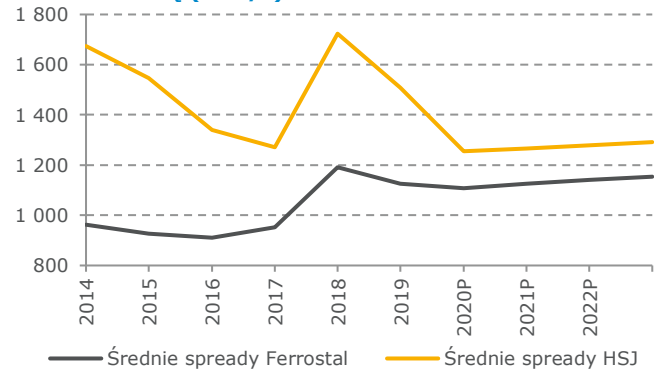
W naszych prognozach oczekujemy, że ceny wyrobów Ferrostalu i HSJ będą podążały za cenami światowymi. Zakładamy również, że **w efekcie słabszych spreadów** na produktach, **wynik całej Grupy spadnie w 2020 roku o około 138 mln PLN.**

Ceny blachy walcowanej, prętów żebrowanych oraz średnie ceny w Ferrostalu i HSJ (PLN/t)



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

Średnie zakładane spready w Ferrostalu i HSJ - marża na tonę (PLN/t)



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

Rachunek wyników

| (mln PLN) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 422,5 | 1 364,8 | 1 352,4 | 1 789,3 | 2 081,8 | 1 901,6 | 1 630,0 | 1 828,3 | 1 943,6 |
| zmiana | 9,9% | -4,1% | -0,9% | 32,3% | 16,4% | -8,7% | -14,3% | 12,2% | 6,3% |
| Ferrostal | 695,5 | 586,2 | 678,4 | 838,8 | 916,6 | 872,9 | 739,4 | 904,5 | 1 002,2 |
| HSJ | 442,7 | 455,2 | 400,2 | 471,8 | 623,7 | 532,3 | 432,7 | 465,7 | 478,5 |
| Złomrex Metal | 100,1 | 119,0 | 95,0 | 130,9 | 172,8 | 141,8 | 144,7 | 147,6 | 150,5 |
| Pozostałe | 190,2 | 223,3 | 202,3 | 323,4 | 393,0 | 364,5 | 325,5 | 327,1 | 329,5 |
| Amortyzacja | 34,8 | 35,3 | 37,9 | 41,3 | 43,9 | 45,6 | 47,1 | 46,0 | 44,0 |
| Zużycie materiałów i energii | 895,9 | 799,4 | 747,2 | 1 129,9 | 1 364,5 | 1 229,5 | 1 065,4 | 1 199,4 | 1 281,6 |
| w tym złom | 590,1 | 510,5 | 527,3 | 761,9 | 807,6 | 725,1 | 635,5 | 722,4 | 771,7 |
| w tym energia elektryczna | 114,8 | 124,3 | 126,0 | 130,2 | 144,5 | 146,3 | 162,9 | 182,8 | 194,6 |
| Usługi obce | 200,4 | 203,4 | 228,4 | 152,5 | 170,6 | 177,0 | 165,9 | 191,6 | 206,4 |
| Podatki i opłaty | 11,8 | 15,0 | 9,2 | 10,8 | 11,9 | 10,0 | 10,7 | 10,4 | 10,1 |
| Wynagrodzenia | 109,0 | 128,1 | 136,2 | 161,3 | 183,6 | 181,6 | 170,0 | 190,9 | 211,1 |
| Pozostałe koszty rodzajowe | 4,9 | 4,8 | 4,3 | 4,7 | 6,2 | 7,1 | 6,0 | 6,4 | 6,5 |
| Koszt sprzedanych towarów i materiałów | 158,9 | 158,1 | 148,8 | 201,8 | 227,2 | 192,9 | 162,7 | 163,6 | 164,8 |
| zmiana stanu produktów | 58,4 | -7,2 | 14,4 | 13,0 | 79,5 | -10,2 | 20,0 | 0,0 | 0,0 |
| Koszty wytworzenia | 1 275,9 | 1 269,0 | 1 209,7 | 1 573,0 | 1 805,5 | 1 730,6 | 1 607,9 | 1 808,2 | 1 924,4 |
| Koszty sprzedaży | 43,0 | 47,8 | 50,0 | 65,8 | 76,7 | 75,3 | 70,5 | 81,5 | 87,8 |
| Koszty zarządu | 38,5 | 34,6 | 37,9 | 50,5 | 46,0 | 48,1 | 49,1 | 50,1 | 51,1 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 0,9 | -0,2 | 1,7 | -0,7 | 2,6 | 6,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zdarzenia jednorazowe | 1,0 | 2,4 | 3,4 | -5,2 | 0,0 | 7,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 65,4 | 13,1 | 56,5 | 99,2 | 156,2 | 54,6 | 22,1 | 20,1 | 19,2 |
| zmiana | 132,6% | -79,9% | 329,9% | 75,5% | 57,5% | -65,1% | -59,5% | -9,0% | -4,4% |
| marża EBIT | 4,6% | 1,0% | 4,2% | 5,5% | 7,5% | 2,9% | 1,4% | 1,1% | 1,0% |
| EBIT skor. | 64,4 | 10,8 | 53,1 | 104,4 | 156,2 | 46,7 | 22,1 | 20,1 | 19,2 |
| EBITDA skor. | 99,5 | 46,6 | 91,2 | 145,7 | 200,0 | 92,9 | 70,0 | 67,0 | 64,1 |
| Wynik na działalności finansowej | -67,3 | -30,3 | -63,0 | -31,2 | -62,8 | -30,8 | -19,5 | -19,5 | -19,5 |
| Koszt odsetek | 55,7 | 55,0 | 45,9 | 52,0 | 38,3 | 20,9 | 19,5 | 19,5 | 19,5 |
| Zysk z tyt. wykupu obligacji, różnice kursowe | -10,6 | 26,7 | -10,5 | 20,8 | -25,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 3,3 | -17,3 | -6,4 | 68,1 | 92,8 | 22,3 | 2,6 | 0,6 | -0,3 |
| Podatek dochodowy | -6,4 | 3,3 | 7,9 | 18,1 | 20,7 | 2,6 | 0,5 | 0,1 | -0,1 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0,0 | 0,9 | 0,1 | 2,3 | 3,5 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto | 5,7 | -14,8 | 1,5 | 47,6 | 68,5 | 19,1 | 2,1 | 0,5 | -0,2 |
| zmiana | - | - | - | -- | 44,0% | -72,1% | -89,0% | -76,5% | - |
| marża | 0,4% | -1,1% | 0,1% | 2,7% | 3,3% | 1,0% | 0,1% | 0,0% | 0,0% |
| Zysk netto skor. | 15,3 | -43,9 | 8,6 | 31,9 | 93,7 | 11,2 | 2,1 | 0,5 | -0,2 |
| Amortyzacja | 35,1 | 35,9 | 38,1 | 41,3 | 43,9 | 46,2 | 47,9 | 46,9 | 44,9 |
| EBITDA | 100,5 | 49,0 | 94,6 | 140,5 | 200,1 | 100,8 | 70,0 | 67,0 | 64,1 |
| zmiana | 54,1% | -51,2% | 93,0% | 48,6% | 42,4% | -49,6% | -30,5% | -4,4% | -4,3% |
| marża EBITDA | 7,1% | 3,6% | 7,0% | 7,9% | 9,6% | 5,3% | 4,3% | 3,7% | 3,3% |
| 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 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| CEPS | 0,6 | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| ROAE | 3,4% | -10,1% | 1,1% | 21,1% | 24,6% | 7,4% | 0,8% | 0,2% | -0,1% |
| ROAA | 0,6% | -1,8% | 0,2% | 5,0% | 6,8% | 1,8% | 0,2% | 0,0% | 0,0% |

Bilans

| (mIn PLN) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|---------|
| AKTYWA | 940,5 | 846,3 | 895,3 | 950,7 | 1 001,4 | 1 051,7 | 950,2 | 992,2 | 1 016,0 |
| Majątek trwały | 422,7 | 408,5 | 424,9 | 398,5 | 379,3 | 487,2 | 481,3 | 459,4 | 445,5 |
| Wartość niematerialne i prawne | 11,3 | 10,8 | 11,9 | 13,0 | 18,0 | 22,3 | 27,0 | 30,1 | 33,3 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 289,6 | 278,0 | 292,8 | 285,9 | 284,6 | 375,6 | 373,8 | 357,7 | 345,1 |
| 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 | 40,9 | 40,9 | 40,9 | 40,9 |
| Inwestycje długoterminowe | 17,0 | 16,7 | 8,1 | 3,4 | 2,8 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Długoterminowe RM | 81,9 | 82,0 | 92,1 | 70,2 | 50,6 | 47,2 | 38,3 | 29,4 | 25,0 |
| Majątek obrotowy | 517,9 | 437,8 | 470,4 | 552,2 | 622,1 | 564,5 | 468,9 | 532,8 | 570,6 |
| Zapasy | 283,1 | 263,5 | 297,7 | 277,5 | 377,0 | 297,0 | 254,6 | 285,6 | 303,6 |
| Należności krótkoterminowe | 187,4 | 127,4 | 137,0 | 171,9 | 168,0 | 188,3 | 161,4 | 181,1 | 192,5 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 11,7 | 9,7 | 8,7 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Środki pieniężne | 35,6 | 36,9 | 25,0 | 102,0 | 76,5 | 79,0 | 52,7 | 66,0 | 74,3 |
| Krótkoterminowe RM | 0,0 | 0,3 | 1,9 | 0,8 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

| (mIn PLN) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|---------|
| PASYWA | 940,5 | 846,3 | 895,3 | 950,7 | 1 001,4 | 1 051,7 | 950,2 | 992,2 | 1 016,0 |
| Kapitał własny | 166,0 | 147,1 | 142,1 | 225,3 | 278,2 | 258,8 | 260,9 | 261,4 | 261,2 |
| Kapitał akcyjny | 132,4 | 139,7 | 150,5 | 177,9 | 180,6 | 185,9 | 185,9 | 185,9 | 185,9 |
| Kapitał zapasowy | 202,2 | 194,9 | 184,6 | 221,0 | 86,7 | 87,0 | 87,0 | 87,0 | 87,0 |
| Zysk z lat ubiegłych | -168,1 | -187,5 | -193,1 | -173,6 | 10,8 | -14,2 | -12,1 | -11,6 | -11,8 |
| Udziały mniejszości | 21,3 | 21,6 | 13,8 | 16,5 | 17,7 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 |
| Zobowiązania długoterminowe | 452,8 | 433,0 | 410,7 | 388,8 | 258,4 | 279,3 | 329,6 | 329,6 | 329,6 |
| Dług | 408,9 | 386,4 | 376,4 | 358,0 | 229,2 | 249,7 | 300,0 | 300,0 | 300,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 282,7 | 234,4 | 319,3 | 316,6 | 435,9 | 481,9 | 329,8 | 369,9 | 393,2 |
| Zobowiązania handlowe | 188,3 | 169,6 | 223,7 | 247,4 | 379,2 | 426,7 | 329,8 | 369,9 | 393,2 |
| Dług | 94,4 | 64,7 | 95,6 | 69,1 | 56,7 | 55,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rezerwy na zobowiązania | 6,5 | 3,7 | 3,1 | 3,4 | 4,4 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Pozostałe | 11,2 | 6,5 | 6,3 | 0,1 | 6,8 | 13,1 | 11,3 | 12,6 | 13,4 |

| | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dług | 503,3 | 451,2 | 472,0 | 427,1 | 285,9 | 304,8 | 300,0 | 300,0 | 300,0 |
| Dług netto | 455,9 | 414,2 | 447,0 | 325,1 | 209,4 | 225,9 | 247,3 | 234,0 | 225,7 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | 274,6% | 281,6% | 314,5% | 144,3% | 75,3% | 87,3% | 94,8% | 89,5% | 86,4% |
| (Dług netto / EBITDA) | 4,5 | 8,5 | 4,7 | 2,3 | 1,0 | 2,2 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| (Dług netto / skor. EBITDA) | 4,6 | 8,9 | 4,9 | 2,2 | 1,0 | 2,4 | 3,5 | 3,5 | 3,5 |
| Factoring | 56,3 | 9,8 | 10,5 | 20,0 | 20,0 | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania) | 0,0 | 55,6 | 110,7 | 110,7 | 110,7 | 157,7 | 157,7 | 157,7 | 157,7 |
| Prefinansowanie złomu | 0,0 | 14,3 | 12,3 | 15,0 | 15,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (skor. Dług netto / skor. EBITDA) | 5,2 | 10,6 | 6,4 | 3,2 | 1,8 | 4,1 | 5,8 | 5,8 | 6,0 |
| BVPS | 2,5 | 2,1 | 1,9 | 1,3 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |

Przepływy pieniężne*

| (mln PLN) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|---|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Przepływy operacyjne | 51,8 | 101,3 | 91,6 | 145,4 | 232,2 | 142,5 | 48,1 | 65,7 | 62,4 |
| Zysk netto | 5,7 | -14,8 | 1,5 | 47,6 | 68,5 | 19,1 | 2,1 | 0,5 | -0,2 |
| Amortyzacja | 35,1 | 35,9 | 38,1 | 41,3 | 43,9 | 46,2 | 47,9 | 46,9 | 44,9 |
| Kapitał obrotowy | -0,3 | 63,1 | 6,3 | 10,8 | 43,6 | 61,2 | -20,6 | -0,2 | -0,9 |
| Pozostałe | 11,3 | 17,1 | 45,7 | 45,7 | 76,2 | 15,9 | 18,7 | 18,6 | 18,6 |
| Przepływy inwestycyjne | 0,6 | -3,1 | -27,1 | -15,4 | -37,6 | -56,2 | -50,0 | -33,0 | -34,5 |
| CAPEX | -7,8 | -5,6 | -29,0 | -15,9 | -37,8 | -56,2 | -50,0 | -33,0 | -34,5 |
| Inwestycje kapitałowe | 8,5 | 2,5 | 1,9 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy finansowe | -38,5 | -105,8 | -83,8 | -52,6 | -195,6 | -83,8 | -24,3 | -19,5 | -19,5 |
| Dług | 6,2 | -64,6 | -28,2 | -36,0 | -113,2 | -59,4 | -4,8 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidendy/buy-back | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -11,9 | -36,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 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 | -20,9 | -19,5 | -19,5 | -19,5 |
| Pozostałe | -0,5 | -0,4 | -10,6 | -4,4 | -1,3 | 32,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 13,9 | -7,6 | -19,3 | 77,4 | -1,0 | 2,5 | -26,3 | 13,3 | 8,3 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 28,7 | 21,1 | 1,8 | 79,3 | 76,5 | 79,0 | 52,7 | 66,0 | 74,3 |
| DPS (PLN) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,07 | 0,21 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| FCF | 92,3 | 106,5 | 71,9 | 122,9 | 179,5 | 101,9 | -1,1 | 33,6 | 28,7 |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży) | -0,6% | -0,4% | -2,1% | -0,9% | -1,8% | -3,0% | -3,1% | -1,8% | -1,8% |

*Zakładając pełne rozwodnienie

Wskaźniki rynkowe*

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 11,1 | -4,5 | 46,9 | 3,5 | 2,4 | 8,7 | 79,2 | - | - |
| P/E skor. | 4,1 | -1,5 | 8,3 | 5,2 | 1,8 | 14,8 | 79,2 | - | - |
| P/CE | 1,5 | 3,2 | 1,8 | 1,9 | 1,5 | 2,5 | 3,3 | 3,5 | 3,7 |
| P/BV | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| P/S | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| FCF/EV | 17,8% | 22,2% | 13,9% | 25,0% | 47,8% | 26,0% | -0,3% | 8,4% | 7,3% |
| EV/EBITDA | 5,4 | 10,2 | 5,6 | 3,6 | 2,0 | 4,1 | 6,2 | 6,3 | 6,4 |
| skor. EV/EBITDA | | 11,3 | 6,1 | 3,5 | 2,0 | 4,4 | 6,2 | 6,3 | 6,4 |
| EV/EBIT | 8,3 | 38,2 | 9,4 | 5,1 | 2,5 | 7,5 | 19,6 | 20,8 | 21,4 |
| EV/S | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| CFO/EBITDA | 52% | 207% | 97% | 103% | 116% | 141% | 69% | 98% | 97% |
| CFO/skor. EBITDA | 52% | 217% | 100% | 100% | 116% | 153% | 69% | 98% | 97% |
| DYield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 10,5% | 21,7% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Cena (PLN) | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 | 0,95 |
| 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) | 62,9 | 66,4 | 71,5 | 166,2 | 166,2 | 166,2 | 166,2 | 166,2 | 166,2 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 21,3 | 21,6 | 13,8 | 16,5 | 17,7 | 18,4 | 18,4 | 18,4 | 18,4 |
| EV (mln PLN) | 540,1 | 502,2 | 532,3 | 507,8 | 393,4 | 410,5 | 431,9 | 418,6 | 410,3 |

*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 Biura maklerskiego mBank:

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 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”), które 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 stanowił 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, 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

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 22 kwietnia 2020 o godzinie 08:20.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 kwietnia 2020 o godzinie 08:20.

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 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 branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennoanalityków 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) – wyliczona 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 | trzymaj | akumuluj | trzymaj | akumuluj | akumuluj | przeważaj | równoważ |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2019-12-06 | 2019-12-05 | 2019-11-04 | 2019-09-05 | 2019-07-25 | 2019-07-03 | 2019-06-14 | 2019-06-03 | 2019-05-09 |
| cena docelowa (PLN) | 1,25 | 1,25 | 1,55 | 2,00 | 1,84 | 1,84 | 1,79 | - | - |
| kurs z dnia rekomendacji | 1,20 | 1,17 | 1,52 | 1,65 | 1,75 | 1,77 | 1,64 | 1,60 | 1,59 |

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl