

piątek, 14 czerwca 2019 | raport analityczny

## Cognor: akumuluj (podtrzymana)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

### Atrakcyjny mimo spadku wyników

Słabsze otoczenie w przemyśle stalowym w 1H'19 naszym zdaniem przełoży się na wyraźny spadek wyników finansowych w 2019 roku z rekordowych zanotowanych rok wcześniej. Naszym zdaniem niższy o 2% r/r wolumen sprzedaży połączony ze spadkiem spreadów rynkowych przełoży się na obniżenie wyniku o około 46 mln PLN. Dodatkowo wyższe będą koszty energii (+35 mln PLN) oraz koszty zatrudnienia (+10 mln PLN). Pomimo oczekiwanego prawie 50% spadku wyniku EBITDA w 2019 roku Cognor przez najbliższe trzy lata według nas wciąż generować będzie około 60 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (FCF), co przekładać się w znaczącej mierze będzie na strumień dywidend dla akcjonariuszy. We wrześniu odcina się prawo do dywidendy 0,30 PLN/akcja za 2018 rok, co przy aktualnej liczbie akcji daje DYield na poziomie 19% (najwyższy na GPW). Zakładamy, że przy średniorocznej EBITDA na poziomie około 100 mln PLN Grupa jest w stanie utrzymać stopę dywidendy na poziomie około 10% w 2020 i 2021. O ile oczekujemy wciąż słabych wyników finansowych za 2Q'19, to w 2H'19 Grupie Cognor sprzyjać będzie zamknięcie wielkiego pieca ArcelorMittal w Krakowie oraz obserwowany wzrost konkurencyjności „elektrycznych” producentów stali (EAF) nad „wielkopieczowymi” (BOF). Po przecenie akcji podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla Grupy Cognor (akumuluj, wcześniej pozycjonowanie przeważaj). Cenę docelową ustalamy na poziomie 1,79 PLN/akcja.

### Mniejsza konkurencja w kęsach w 2H'19

Ograniczenie produkcji przez ArcelorMittal w Krakowie, to spadek produkcji o około 1,3 mln ton kęsów w skali roku (13% produkcji stali w Polsce z 2018 roku). Wygaszenie pieca powinno mieć pozytywny wpływ na rynek w 2H'19. Mniejsza podaż powinna przełożyć się na zrównoważenie rynku, a dodatkowo producenci elektryczni odczuwają mniejszą konkurencję o złom (Arcelor w Krakowie zużywał nawet 200 tys. ton złomu rocznie). Już teraz po decyzji ArcelorMittal Cognor spostrzega większe zainteresowanie klientów dostawami półproduktów (kęsy) do walcowni.

### Poprawia się konkurencyjność EAF nad BOF

Utrzymujące się wysokie ceny rudy żelaza i koksu powodują, że konkurencyjność producentów wielkopieczowych (BOF) nad elektrycznymi (EAF) wyraźnie spada. Obecnie producenci „elektryczni” są o około 20 USD/t tańsi od wielkopieczowych w wytwarzaniu kęsów, a taka sytuacja ma miejsce po raz pierwszy od początku 2017 roku.

### Zwiększenie mocy, obniżenie kosztów na horyzoncie

Obecnie Cognor ma zaplanowany szereg prac modernizacyjnych w hutach Ferostal i HSJ oraz kluczowych walcowniach. W ich efekcie w 2H'20 łączne moce produkcyjne Grupy zwiększą się o ponad 30%, a oszczędności wynikające z usprawnienia procesów produkcyjnych według naszych szacunków zmniejszą się o około 64 PLN/t (potencjał nawet 60 mln PLN oszczędności rocznie przy wolumenach za 2018 rok). Dodatkowo obserwowane spadki cen elektrod grafitowych naszym zdaniem przełożą się na oszczędności rzędu 25 PLN/t już w 2020 roku (prawie 16 mln PLN oszczędności rocznie przy wolumenach za 2018 rok).

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789,3	2 081,8	2 004,2	1 900,4	2 086,3
EBITDA skor.	145,7	200,0	108,5	99,9	106,4
marża EBITDA skor.	8,1%	9,6%	5,4%	5,3%	5,1%
EBIT skor.	104,4	156,2	61,7	49,6	57,0
Zysk netto skor.	31,9	93,7	33,9	27,0	35,0
P/E skor.	9,0	3,1	8,5	10,6	8,2
P/CE	3,2	2,6	3,4	3,7	3,4
P/BV	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA skor.	4,6	2,7	5,2	5,4	4,9
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	6,1%	12,5%	7,7%	6,6%

\*wskaźniki przy pełnym rozwodnieniu

Cena bieżąca	1,64 PLN
Cena docelowa	1,79 PLN
Kapitalizacja	287 mln PLN
Free float	67 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,4 mln PLN

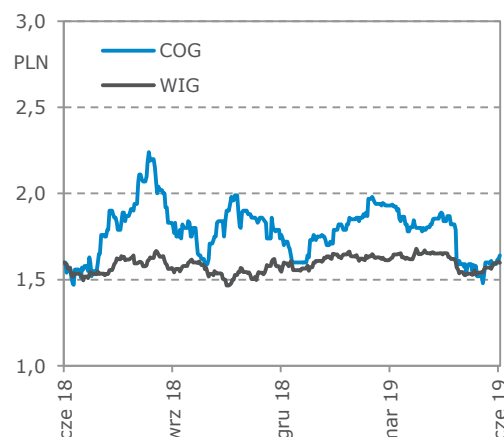
### Akcjonariat

PS HoldCo Sp.z o.o	76,76%
Pozostali	23,24%

### 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 - Ferostal Łabędy koncentruje się na produkcji kęsów okrągłych i kwadratowych w piecach łukowych elektrycznych, a Huta Stali Jakościowych zajmuje 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	1,79	-	akumuluj	przeważaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	1,64	1,79	+9,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	-2,7%	-1,3%	+1,7%
EBITDA	-5,5%	-3,3%	+0,4%
Zysk netto	-13,0%	-9,2%	+1,1%
Wolumen sprzedaży	0,0%	-0,5%	+4,6%
Ceny produktów	-2,5%	-2,0%	-2,8%
Ceny złomu	-3,3%	0,0%	-1,8%

### 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) oraz 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 roku 2020 Grupa Cognor w zakresie certyfikatów CO<sub>2</sub> będzie kupowała na rynku około 10% certyfikatów 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 produkuje 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). Wówczas mogą oni zakupywać 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 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 1,91 PLN/akcja, gdyż właśnie po emisji 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 odpowiadał za 16% łącznych obrotów Huty Stali Jakościowych, a Węglkokoks i Coutinho&Ferrostal za odpowiednio 20% i 12% obrotów Ferrostal. Dużym klientem Ferrostalu są walcowanie Alchemii – 11% obrotów w 2013 roku. W latach 2014-2016 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 2,05 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,30 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	1,30
Wycena DCF	50%	2,05
	cena wynikowa	1,67
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>1,79</b>

## Wycena porównawcza

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

## Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
AK STEEL HOLDING CORP	USA	5,9	6,4	6,4	6,1	6,4	5,9
ALUMETAL SA	Polska	8,6	9,3	9,1	7,1	6,7	6,1
ARCELORMITTAL	Luksemburg	5,8	5,0	4,8	3,7	3,3	3,2
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	9,1	8,5	8,5	4,4	4,0	4,1
COMMERCIAL METALS CO	USA	8,0	7,0	6,9	5,8	4,7	4,3
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	14,2	14,0	13,2	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	14,2	16,2	12,7	6,8	6,2	5,4
HYUNDAI STEEL CO	Korea Płd.	9,4	7,9	7,4	5,9	5,3	4,9
JFE HOLDINGS INC	Japonia	5,7	7,3	6,8	6,3	6,6	6,3
JSW STEEL LTD	Indie	8,5	10,6	9,2	5,9	6,4	6,0
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	20,0	12,0	10,8	5,5	4,5	4,0
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	6,8	5,6	-	11,8	-	3,0
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	4,3	-	-	-	-	-
NUCOR CORP	USA	9,3	10,4	10,6	5,8	6,1	5,9
OLYMPIC STEEL INC	USA	13,3	12,3	14,7	7,6	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	16,9	6,7	5,6	5,9	4,3	3,9
POSCO	Korea Płd.	7,6	7,1	6,8	4,4	4,1	3,8
SALZGITTER AG	Niemcy	8,4	7,5	6,7	2,8	2,8	3,3
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	8,7	9,0	8,7	4,1	3,8	3,5
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	8,2	6,3	6,0	7,1	6,3	5,2
STEEL DYNAMICS INC	USA	7,6	8,1	8,6	4,8	5,2	5,8
TATA STEEL LTD	Indie	6,4	7,3	7,0	5,7	5,8	5,7
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	15,3	9,4	8,2	6,1	5,2	4,6
UNITED STATES STEEL CORP	USA	8,9	10,4	11,6	4,2	4,8	5,3
VOESTALPINE AG	Austria	10,3	9,8	8,1	5,4	5,3	4,8
Maksimum		20,0	16,2	14,7	11,8	6,7	6,3
Minimum		4,3	5,0	4,8	2,8	2,8	3,0
<b>Mediana</b>		<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>
Cognor		8,3	10,4	8,0	5,1	5,4	4,8
premia (dyskonto)		-4,0%	24,9%	-2,4%	-11,3%	2,8%	-1,2%
<b>Implikowana wycena</b>							
Mediana		8,6	8,3	8,2	5,8	5,2	4,9
Dyskonto		20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika			50%			50%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wartość firmy (PLN)</b>		<b>1,30</b>					

## Dodatkowe założenia

### Dane sprzedażowe Żłomrex Metal w latach 2014-2022P

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	100,1	119,0	95,0	130,9	172,8	176,2	179,7	183,3	187,0
Sprzedaż (mln PLN)	94,2	100,1	71,6	136,9	186,0	187,8	177,1	177,9	181,4
Średnie ceny (PLN/t)	941,3	840,8	753,4	1 046,0	1 076,6	1 065,8	985,1	970,2	970,2
Dyskonto do cen złomu (%)	-10%	4%	-11%	-2%	-13%	-2%	-2%	-2%	-2%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Dane sprzedażowe Huty Ferrostał 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>85,9</b>	<b>79,0</b>	<b>118,5</b>	<b>130,3</b>
Pręty gładkie	35,7	32,3	29,3	30,0	30,3	29,1	26,7	29,7	32,6
<b>Płaskowniki</b>	<b>64,2</b>	<b>60,2</b>	<b>61,4</b>	<b>48,1</b>	<b>44,1</b>	<b>42,3</b>	<b>38,9</b>	<b>43,2</b>	<b>47,5</b>
Kwadraty	13,7	11,0	7,7	6,5	8,3	8,0	7,4	8,2	9,0
<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>205,1</b>	<b>188,7</b>	<b>209,5</b>	<b>230,4</b>
Kątowniki	30,1	32,2	24,9	17,5	22,3	21,4	19,7	21,8	24,0
Inne	1,2	6,3	6,6	3,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,2
Średnie spready (PLN/ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>868,9</b>	<b>802,7</b>	<b>718,5</b>	<b>878,0</b>	<b>1 046,0</b>	<b>1 010,6</b>	<b>1 026,8</b>	<b>1 064,5</b>	<b>1 077,7</b>
Pręty gładkie	1 081,0	1 088,0	1 120,6	1 069,0	1 365,0	1 315,5	1 322,5	1 363,7	1 378,9
<b>Płaskowniki</b>	<b>1 083,8</b>	<b>1 110,4</b>	<b>1 157,8</b>	<b>1 075,0</b>	<b>1 386,0</b>	<b>1 335,6</b>	<b>1 342,0</b>	<b>1 383,4</b>	<b>1 398,7</b>
Kwadraty	1 067,5	1 082,6	1 130,7	1 048,0	1 342,0	1 293,5	1 301,2	1 342,1	1 357,2
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>880,0</b>	<b>772,4</b>	<b>822,9</b>	<b>937,0</b>	<b>1 151,0</b>	<b>1 111,0</b>	<b>1 124,2</b>	<b>1 163,0</b>	<b>1 176,9</b>
Kątowniki	1 121,8	1 091,8	1 170,4	1 050,0	1 397,0	1 346,1	1 352,2	1 393,7	1 409,1
Inne	1 732,4	1 322,9	1 421,3	1 117,0	1 892,0	1 819,3	1 811,0	1 857,9	1 876,4

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>57,5</b>	<b>69,0</b>	<b>79,4</b>	<b>80,9</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>172,1</b>	<b>180,7</b>	<b>186,1</b>	<b>189,9</b>
Blachy grube	5,8	16,4	5,7	7,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Blachy cienkie	0,9	1,1	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Inne	0,5	0,7	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Średnie spready (PLN/ton)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Kęsy</b>	<b>1 873,3</b>	<b>1 341,3</b>	<b>978,6</b>	<b>1 176,0</b>	<b>1 486,0</b>	<b>1 464,0</b>	<b>1 470,0</b>	<b>1 514,8</b>	<b>1 531,4</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>1 746,2</b>	<b>1 687,5</b>	<b>1 552,5</b>	<b>1 709,0</b>	<b>2 192,0</b>	<b>2 138,9</b>	<b>2 124,4</b>	<b>2 176,9</b>	<b>2 197,9</b>
Blachy grube	1 912,1	1 529,9	1 885,4	1 742,0	3 446,0	3 337,6	3 286,8	3 352,9	3 381,6
Blachy cienkie	10 048,6	9 922,3	10 284,5	9 897,0	10 307,0	9 896,1	9 646,5	9 787,1	9 858,3
Inne	23 149,4	22 629,1	20 890,9	24 078,0	22 173,0	21 238,8	20 645,5	20 915,1	21 059,7

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	2 365	2 297	2 327	2 343
Profil HEB (PLN/t)	2 336	2 204	2 240	2 282	2 614	2 545	2 434	2 460	2 475
Pręt żebrowany (PLN/t)	2 328	2 200	2 170	2 139	2 439	2 394	2 352	2 380	2 395
Produkcja stali Polska (mln ton)	8,6	9,1	8,9	10,3	10,3	9,5	9,3	9,8	10,0
udział Polska %	6,1%	5,8%	6,8%	6,4%	6,2%	6,6%	6,6%	7,2%	7,5%
USD/PLN	3,15	3,74	3,94	3,78	3,61	3,75	3,59	3,60	3,60
Koks (USD/t)	126	102	119	179	193	185	175	165	165
Ruda (USD/t)	98	57	59	72	70	90	80	75	75
Złom (USD/t)	333	216	215	282	343	290	280	275	275
BOF (USD/t)	302	198	212	282	299	316	292	277	277
EAF (USD/t)	371	241	239	315	383	323	312	307	307
BOF - EAF (USD)	-69	-44	-28	-33	-83	-7	-20	-30	-30
BOF (PLN/t)	951	740	835	1 066	1 081	1 185	1 048	996	996
EAF (PLN/t)	1 168	903	944	1 190	1 381	1 213	1 121	1 104	1 104
Złom (PLN/t)	1 048	810	847	1 067	1 238	1 088	1 005	990	990

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 czerwca 2019 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2018 roku.

### Model DCF

(mIn PLN)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	+
Przychody ze sprzedaży	2 004,2	1 900,4	2 086,3	2 207,5	2 286,2	2 357,6	2 409,2	2 461,9	2 478,0	2 494,1	2 510,3
zmiana	-3,7%	-5,2%	9,8%	5,8%	3,6%	3,1%	2,2%	2,2%	0,7%	0,7%	0,6%
EBITDA	108,5	99,9	106,4	94,3	89,6	85,5	83,4	80,8	81,0	82,9	84,5
marża EBITDA	5,4%	5,3%	5,1%	4,3%	3,9%	3,6%	3,5%	3,3%	3,3%	3,3%	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	61,7	49,6	57,0	46,9	43,4	39,9	37,8	34,5	33,6	35,0	36,6
marża EBIT	3,1%	2,6%	2,7%	2,1%	1,9%	1,7%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
Opodatkowane EBIT	7,4	6,3	8,2	6,3	5,9	5,4	5,3	4,9	4,7	4,9	5,2
NOPLAT	54,3	43,3	48,8	40,6	37,5	34,5	32,4	29,7	28,9	30,0	31,3
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	14,8	16,8	-5,4	-4,8	-6,0	-5,5	-4,0	-4,0	-1,2	-1,2	-1,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
FCF	65,9	60,4	58,2	46,8	40,5	36,0	33,8	29,4	28,9	31,2	33,0
WACC	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
współczynnik dyskonta	0,96	0,90	0,83	0,77	0,71	0,66	0,61	0,57	0,52	0,48	0,44
PV FCF	63,6	54,1	48,3	36,1	28,9	23,8	20,7	16,6	15,1	15,0	14,7
WACC	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
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	17,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	44,5%	42,1%	39,0%	38,0%	36,8%	35,9%	34,9%	34,4%	33,6%	32,6%	31,8%
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)	547,3
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	263,7
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	322,2
Wartość firmy (EV)	585,9
Dług netto	209,4
Udziałowcy mniejszościowi	17,7
Wartość firmy	358,7
Liczba akcji (mIn)	175,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,1
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,0%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>2,2</b>
EV/EBITDA ('19) dla ceny docelowej	5,8
P/E ('19) dla ceny docelowej	10,4
Udział TV w EV	45,0%

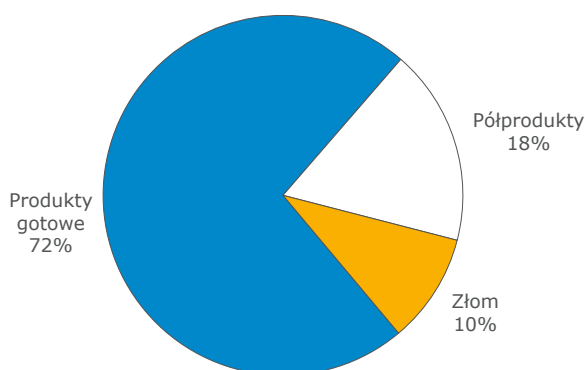
### Analiza wrażliwości

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

## Model biznesowy i strategia

Większość sprzedaży Grupy Cognor w 2018 roku stanowiły **produkty stalowe gotowe (72%)**, jak pręty gładkie, płaskowniki, kwadraty, pręty żebrowane, kątniki, pręty dużych średnic, blachy grube, czy blachy cienkie. Mniej, bo jedynie **18%** (w 2016 roku) obrotów przypadało na **produkty półprzetworzone** (głównie kęsy), będące surowcem dla walcowni do dalszego przetworzenia na blachy, rury profile i inne wyroby stalowe. Grupa, posiadając około 16 lokalizacji zakupu złomu jest jednym z większych podmiotów zajmującym się obrotem stali z rynku wtórnego w kraju. W 2018 roku obroty złomem do klientów zewnętrznych sięgnęły **10%** sprzedaży całej Grupy.

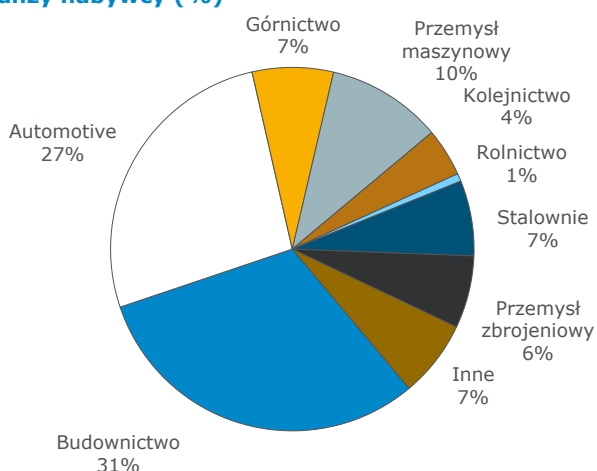
### Sprzedaż Grupy Cognor 2018 roku w zależności od stopnia przetworzenia produktu (%)



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

Grupa Cognor jest stosunkowo **dobrze zdywersyfikowanym podmiotem** pod względem branży, do której sprzedawane są wyroby. Największymi klientami w 2018 roku były podmioty z branży **budowlanej (31%)** oraz **automotive (27%)**. W dalszej kolejności **przemysł maszynowy (10%)**, czy **górnictwo (7%)**.

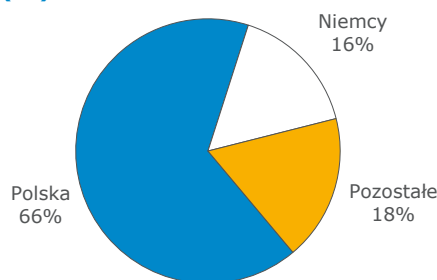
### Sprzedaż Grupy Cognor w 2018 roku w zależności od branży nabywcy (%)



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

Pod względem geograficznej struktury sprzedaży największym odbiorcą produktów Grupy Cognor byli klienci z **Polski (66%)** oraz **Niemiec (16%)**.

### Sprzedaż Grupy Cognor w 2018 roku od kraju odbiorcy (%)

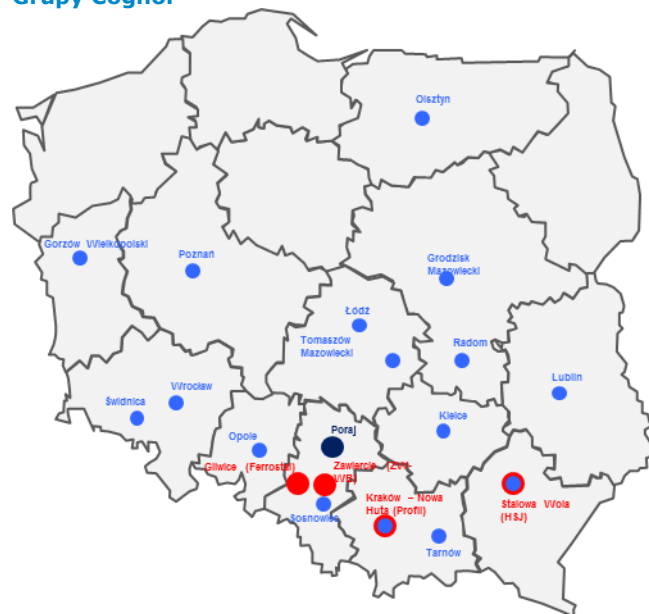


Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

W skład Grupy Cognor wchodzi dwie dywizje - surowcowa (punkty skupu złomu - **Złomrex Metal**) oraz produkcyjna (dwie huty: **Huta Stali Jakościowych** oraz **Ferrostal Łabędy**).

W przypadku **Ferrostalu Łabędy** podmiot koncentruje się na produkcji **kęsów kwadratowych** w kilku formatach w piecach łukowych elektrycznych. Kęsy następnie używane są przez odlewnie, huty, przemysł samochodowy i maszynowy oraz przez jednostki grupy jako surowiec do produkcji wyrobów gotowych. Łączne moce produkcyjne Ferrostalu Łabędy wynoszą **375 tys. ton** kęsów rocznie, a **Walcowni Bruzdowa 198 tys. ton** wyrobów gotowych łącznie (głównie płaskowniki, kwadraty, pręty gładkie oraz tzw. merczanty). Uzupełnieniem produkcji jest również **ZW Profil** z Krakowa, który produkuje głównie pręt żebrowany oraz w mniejszym stopniu merczanty (łącznie **198 tys. ton** mocy produkcyjnych).

### Lokalizacje hut, walcowni oraz punktów skupu złomu Grupy Cognor



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

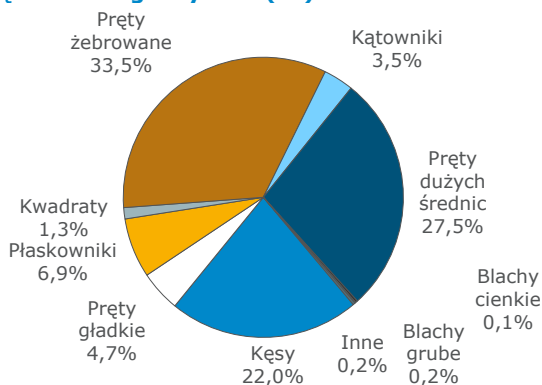
Ferrostal jak i Huta Stali Jakościowych działają w oparciu o **piec łukowy schyłkowy** służący do topienia złomu metalowego przy użyciu energii elektrycznej. Surowiec do pieców (złom) dostarczany jest w ponad **80%** przez własne sieci zakupowe (Złomrex Metal). Spółka z rynku zbiera około **300 tys. ton** złomu rocznie (cały krajowy rynek złomu szacowany jest na 6-6,5 mln ton). Grupa Cognor poprzez Złomrex Metal oraz bezpośrednio przez huty od niezależnych dostawców kupuje ponad **800 tys. ton** złomu stalowego rocznie.

W przypadku **Huty Stali Jakościowych** podmiot zajmuje się produkcją kęsów i wlewków ze stali jakościowych. Łączne moce produkcyjne Spółki wynoszą **261 tys. ton** kęsów rocznie, z czego **178 tys. ton** wyrobów gotowych długich oraz **100,8 tys. ton** wyrobów gotowych płaskich. W tym zakresie huta produkuje między innymi blachy zbrojeniowe (moce produkcyjne **36 tys. ton** rocznie). Ostatni asortyment sprzedawany jest z wysoką 200%-300% marżą brutto ze sprzedaży (duże bariery wejścia oraz wysokie wymagania jakościowe).

Udział Cognor w produkcji stali surowej w Polsce jest stosunkowo mały i wynosi około **6-7%**. W kraju około **70%** produkcji stali pochodzi z tak zwanej produkcji wielkopiecowej (BOF) w oparciu o topienie rudy żelaza węglem koksowym. W segmencie topienia złomu Cognor odpowiada za około **15%**.

Grupa Cognor oferuje stosunkowo **zdywersyfikowane portfolio produktowe**, co daje możliwość łatwego reagowania na zmieniające się warunki rynkowe i spready na poszczególnych asortymentach sprzedażowych. Intencją Zarządu jest w przyszłości oferowanie jak największej ilości produktów końcowych o najwyższej wartości dodanej. W planach zarządu Ferrostal jest dalsze zwiększanie jakości sprzedawanych prętów żebrowanych, wprowadzanie nowych kątników oraz nowych metod walcowania. W HSJ Zarząd skupi się nad poprawą kontroli jakości, zwiększeniem oferty kęsów oraz poprawą produktywności na wyrobach walcowanych długich, (obecnie 100% wykorzystania). Stosunkowo mała produkcja na tle producentów wielkopiecowych i posiadanie kilku walcowni pozwala Grupie na elastyczne reagowanie na popyt generowany przez klientów.

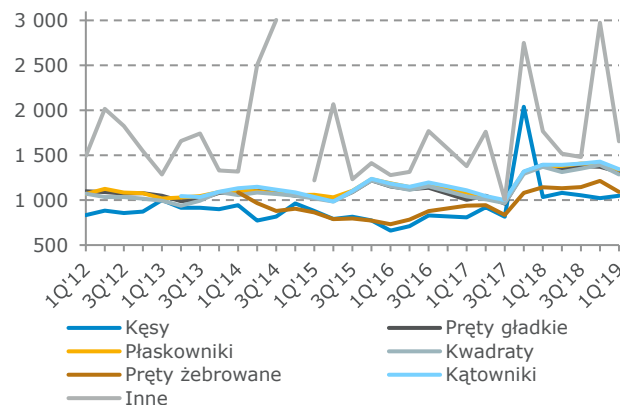
**Struktura wolumenu sprzedaży Grupy Cognor pod względem danego wyrobu (%) w 2018 roku**



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

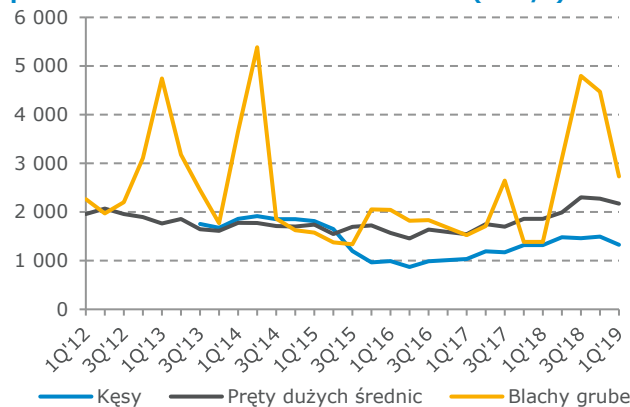
W przypadku Ferrostal Łabędy największe różnice pomiędzy cenami złomu, a ceną produktu końcowego mają miejsce w zakresie prętów gładkich, płaskowników, kwadratów i kątników (tzw. mierzanty). Największy wolumenowy udział sprzedaży Ferrostalu przypada na pręty żebrowane, kęsy, płaskowniki i pręty gładkie. HSJ realizuje najwyższe różnice do cen złomu na blachach cienkich, blachach grubych oraz jakościowych o dużych średnicach (ang. SQ bars). Dominującym produktem w wolumenie sprzedaży jest ten ostatni asortyment oraz kęsy.

**Spready pomiędzy cenami złomu a głównymi produktami Ferrostal Łabędy w latach 2012-2019P (PLN/t)**



Źródło: Cognor, Prognozy Domu Maklerski mBanku

**Spready pomiędzy cenami złomu a głównymi produktami HSJ w latach 2012-2019P (PLN/t)**



Źródło: Cognor, Prognozy Domu Maklerski mBanku

**Proces produkcyjny**

Cały proces produkcyjny w Grupie Cognor rozpoczyna się od procesu **zakupu złomu** stalowego, który realizowany jest za pomocą **16 punktów** zakupowych na terenie całego kraju. Zarząd Cognor szacuje, że około **50%** zakupowanego wolumenu jest dostarczane przez **małe i średnie skupy**, które ze względu na niski wolumen sprzedaży nie są w stanie zrealizować dostaw do wielko wolumenowych odbiorców jak huty czy odlewnie. Około **1/3** zakupów jest realizowanych od **zakładów produkcyjnych** (odpad poprodukcyjny), a **5-10%** przez **osoby fizyczne**.

Złom stalowy po skompletowaniu odpowiednio dużej dostawy jest przewożony do huty i aplikowany do **pieca elektrycznego**, gdzie za pomocą energii łuku elektrycznego jest roztopiany na płynny metal. Stąd trafia do **kadzi**, do której dodawane są inne pierwiastki (np. wanad) w celu uzyskania wyżej jakościowego stopu. W kolejnym etapie stopiona stal trafia na linie ciągłego odlewania, gdzie metal formowany jest w długie odlewy, tzw. **kęsy** (półprodukt). Kęsy następnie w zależności od popytu są kierowane do walcowni, gdzie po podgrzaniu i procesie walcowania są produkowane pręty żebrowane, kątowniki, blachy grube i cienkie, pręty gładkie czy kwadraty.

Najważniejszym czynnikiem mającym wpływ na proces jest ciągłe jego udoskonalanie i optymalizację w celu osiągnięcia jak najniższego zużycia energii i innych nośników kosztów.



## Strategia spółki Cognor

W przeszłości Cognor podchodził z dużą dozą ostrożności do remontów i nakładów inwestycyjnych bowiem dysponował ograniczonymi środkami własnymi. Po zmniejszeniu kosztów odsetkowych oraz dzięki zasadniczo lepszym wynikom operacyjnym w ostatnich dwóch latach Grupa skupi się na kolejnych inwestycjach oraz zintensyfikuje nakłady na badania i rozwój.

### Wśród głównych projektów są:

#### Stalownia w Gliwicach (Ferrostal):

- modernizacja pieca EAF za 30,0 mln PLN – planowe zakończenie 2Q'19
- wymiana transformatora za 5,0 mln PLN do końca 4Q'19
- nowa stacja kompensacji mocy biernej; 12,0 mln PLN do końca 4Q'19

#### Walcownia w Krakowie (Profil):

- zamknięcie obiegu wodnego za 16,5 mln PLN w 2Q'19
- modernizacja klatek grupy wstępnej za 7,0 mln PLN w 3Q'19
- modernizacja pieca grzewczego za 12,0 mln PLN w 4Q'19
- modernizacja klatek i wykańczalni za 62,0 mln PLN w 2Q'20

#### Stalownia w Stalowej Woli (HSJ):

- modernizacja krystalizatora CCM za 12,8 mln PLN w 2Q'20
- modernizacja pieca LF za 6,4 mln PLN w 4Q'19

#### Walcownia prętów SQ w Stalowej Woli (HSJ):

- wymiana pieca grzewczego za 23,2 mln PLN w 3Q'19
- modernizacja chłodni za 4,3 mln PLN w 2Q'19
- modernizacja cięcia palnikowego za 3,0 mln PLN w 2Q'19

### Omawiane projekty rozwojowe mają spowodować następującą poprawę w zakresie działalności operacyjnej:

#### Stalownia w Gliwicach (Ferrostal):

- wzrost produkcji do około 550 tysięcy ton
- zmniejszenie kosztu zmiennego o około 4,0 PLN/t stali surowej

#### Walcownia w Krakowie (Profil):

- zmniejszenie kosztu zmiennego o około 20,0 PLN/t
- zmniejszenie kosztu stałego o około 6,0 mln PLN rocznie
- poszerzenie portfela produktowego

#### Stalownia w Stalowej Woli (HSJ):

- wzrost produkcji do około 300 tysięcy ton
- zmniejszenie kosztu zmiennego o około 13,0 PLN/t stali surowej
- poszerzenie portfela produktowego

#### Walcownia prętów SQ w Stalowej Woli (HSJ):

- wzrost produkcji do około 210 tysięcy ton
- zmniejszenie kosztu zmiennego o około 51,0 PLN/t
- zmniejszenie kosztu stałego o około 6,0 mln PLN rocznie.

## Rynek stali w Polsce

Największym w regionie graczem pod względem produkcji stali jest **ArcelorMittal**, który dysponuje mocami na poziomie **9,5 mln ton**, z czego poza jedną hutą w Warszawie (0,7 mln ton) cała produkcja oparta jest o technologię wielkopieczową. **Polska** w 2016 roku była **9-tym największym importerem stali** (4,7 mln ton).

W przypadku pieców łukowych (EAF) w Polsce stal w takiej technologii produkuje się w pięciu podmiotach: **Huta ArcelorMittal w Warszawie** (o mocach 0,7 mln ton), **CMC Zawiercie** (o mocach 1,1 mln ton; należąca do amerykańskiego koncernu CMC), **Celsa Huta Ostrowiec** (o mocach 1,2 mln ton; należąca do hiszpańskiego koncernu w przeszłości popadła w problemy płynnościowe; obecnie kontrolę nad podmiotem sprawują banki) oraz **Grupa Cognor** (łącznie moce 0,6 mln ton). Znacznie mniejszym podmiotem, który również posiada piec łukowy w Polsce jest Huta Batory (Alchemia), która przerabia około 0,1 mln ton złomu rocznie.

W zakresie sprzedawanych produktów Celsa specjalizuje się w wytwarzaniu kęsów, prętów żebrowanych oraz wyrobów długich. CMC sprzedaje głównie kęsy, pręty żebrowane oraz walcówkę, a Arcelor w Warszawie pręty żebrowane oraz pręty dużych średnic (motoryzacja).

Działalność hut wykorzystujących piece łukowe opiera się na skupie złomu, jaki następnie jest topiony na elementy stalowe. Obecnie na terenie kraju huty oparte o piec łukowy są gotowe przerobić do **4,1 mln ton** złomu rocznie, natomiast huty wielkopieczowe przerabiają **1,7 mln ton** złomu rocznie. Polska cały czas pozostaje netto eksporterem złomu z roczną podażą na poziomie ponad **6 mln ton**. Od ponad 10-ciu lat na terenie Polski nie miała miejsce żadna inwestycja w zakresie budowy nowego pieca do topienia złomu łukiem elektrycznym, poza inwestycjami odtworzeniowymi. Cognor planuje inwestycje w istniejących hutach w celu eliminacji „wąskich gardeł”. To mogłoby zwiększyć zdolności produkcyjne Spółki od 2020 roku.

Głównym elementem konkurencji na rynku producentów stali działających w oparciu o piece łukowe **jest zdolność do pozyskania taniego materiału wsadowego** (złom metalowy). Nieodłącznym elementem huty jest własna sieć skupu, która zapewnia stabilny dopływ surowca oraz pozwala na lepsze rozeznanie się w panujących na niezwykle spekulacyjnym rynku trendach cenowych. W przypadku **CMC Zawiercie** podmiot posiada stosunkowo małą sieć skupu, a **Celsa** od kilku lat podejmuje trud budowy własnej sieci zakupu. Według naszych szacunków konkurenci Ferrostal i HSJ kupują nie więcej niż 30-40% wsadu z własnej sieci zakupowej. Sieć **Złomrex Metal** obecnie skupuje więcej złomu niż wynosi zapotrzebowanie hut Ferrostal Łąbędy i Huta Stali Jakościowych. Po wejściu Polski do UE w 2004 roku podmioty chcące budować własną sieć skupu napotykały liczne problemy natury środowiskowej (duże wymagania odnośnie infrastruktury placów składowych). Dodatkowo nowe skupy napotykały stosunkowo duży opór społeczny lokalnych mieszkańców przed gromadzeniem odpadów w bliskiej odległości od zabudowań. Czynniki te obok zapotrzebowania na kapitał obrotowy stanowią dużą barierę wejścia do branży.

Innym czynnikiem konkurencyjnym wśród hut elektrycznych jest odległość walcowni od hut. W tym przypadku Cognor wypada praktycznie najgorzej na tle swojej konkurencji – konieczność przewożenia kęsów z hut do walcowni, gdzie podejmowana jest dalsza obróbka.

**Moce produkcyjne w Środkowej Europie w zakresie produkcji stali w oparciu o topienie złomu łukiem elektrycznym oraz topienie rudy żelaza węglem koksowym**

**Niemcy Wschodnie:**

**Riva Stahl**  
Moce produkcyjne: 2.7 mln ton  
Popyt na złom: 3.0 mln ton

**ArcelorMittal (Eisenhüttenstadt)**  
Moce produkcyjne: 2.1 mln ton  
Popyt na złom: 0.4 mln ton

**Stahlwerk Thüringen**  
Moce produkcyjne: 0.9 mln ton  
Popyt na złom: 1.2 mln ton

**Feralpi Stahl (Riesa)**  
Moce produkcyjne: 0.9 mln ton  
Popyt na złom: 1.2 mln ton

**Republika Czeska:**

**Trinecke Zelezarny**  
Moce produkcyjne: 2.6 mln ton  
Popyt na złom: 0.7 mln ton

**Arcelor Mittal (Ostrava)**  
Moce produkcyjne: 2.4 mln ton  
Popyt na złom: 0.5 mln ton

**Słowacja:**

**USS Kosice**  
Moce produkcyjne: 1.0 mln ton  
Popyt na złom: brak danych

**Slovakia Steel Mills**  
Moce produkcyjne: 0.9 mln ton  
Popyt na złom: 1.2 mln ton

**Litwa:**

**Liejajas Metalurgs**  
Moce produkcyjne: 0.6 mln ton  
Popyt na złom: 0.7 mln ton



**Polska:**

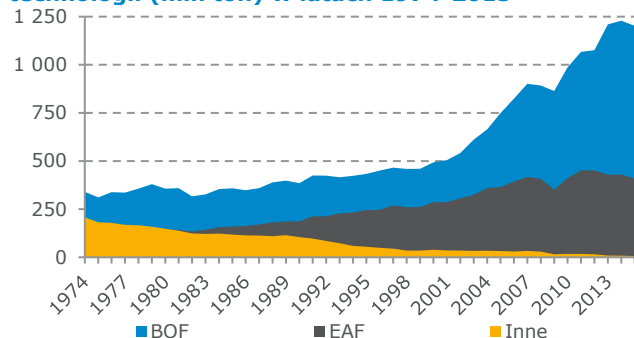
<p><b>ArcelorMittal (Kraków, Dąbrowa Gornicza)</b> Moce produkcyjne: 4.3 mln ton Popyt na złom: 1.2 mln ton</p> <p><b>Celsa Group</b> Moce produkcyjne: 1.2 mln ton Popyt na złom: 1.3 mln ton</p> <p><b>CMC Poland</b> Moce produkcyjne: 1.1 mln ton Popyt na złom: 1.3 mln ton</p>	<p><b>ArcelorMittal (Warszawa)</b> Moce produkcyjne: 0.7 mln ton Popyt na złom: 0.8 mln ton</p> <p><b>Cognor Holding</b> Moce produkcyjne: 0.6 mln ton Popyt na złom: 0.7 mln ton</p> <p><b>ISD Częstochowa</b> Moce produkcyjne: 0.4 mln ton Popyt na złom: 0.5 mln ton</p>
--	--

Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

## Rynek stali na świecie

Na świecie około **74%** stali jest uzyskiwane w **technologii wielkopiecowej (BOF)**, natomiast **25%** pochodzi z **pieców elektrycznych (EAF)**. Pozostałe 1% produkcji przypada na inne stare technologie, które tracą na znaczeniu.

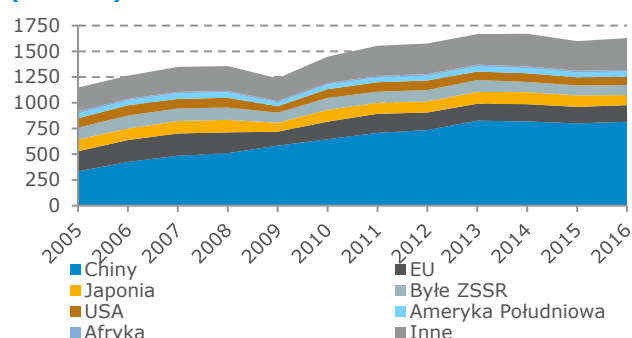
### Produkcja stali na świecie w zależności od technologii (mln ton) w latach 1974-2015



Źródło: worldsteel.org, Dom Maklerski mBanku

Produkcja stali na Świecie w ostatnich 50-ciu latach wzrosła praktycznie dziesięciokrotnie, z czego najdynamiczniej swoją pozycję **umacniają Chiny**. Udział tego kraju w światowej produkcji wzrósł w ostatnich 15-stu latach z 18% do 50% w 2016 roku. Produkcja stali w Chinach rosła głównie w oparciu o technologię wielkopiecową (obecnie 93% produkcji pochodzi z technologii wielkopiecowej) z uwagi na brak zasobów stali ze złomu (gospodarka rozwijająca się). Średnio po 15-20 latach użyte zasoby stali zaczynają być uwalniane w formie złomu, co powoduje, że prawdopodobnie w niedalekiej przyszłości **Chiny staną się znaczącym producentem złomu stalowego na świecie**. Wood McKenzie prognozuje przyśpieszenie dynamiki podaży złomu na tym rynku po roku 2020. Jeszcze na początku lat 2000 podaż złomu wynosiła poniżej 50 mln ton. Obecnie jest to około 150 mln ton. W ciągu najbliższych 10 lat podaż ma zwiększyć się o kolejne 100 mln ton.

### Produkcja stali na świecie w zależności od lokalizacji (mln ton) w latach 2005-2016



Źródło: worldsteel.org, Dom Maklerski mBanku

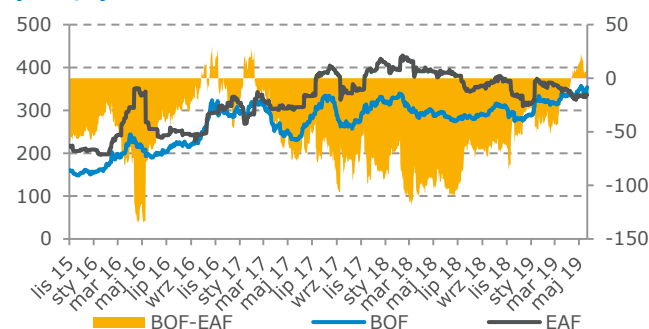
Zbyt dynamiczny wzrost produkcji stali w Chinach doprowadził do **nadpodaży w światowej produkcji** w latach 2012-2016. W rezultacie **Unia Europejska i NAFTA** zdecydowały się na **obronę własnych rynków przed dumpingową produkcją** z Chin. W 2016 roku Komisja Europejska nałożyła **cła antydumpingowe** na import produktów stalowych między innymi z Chin i Rosji, które wygasną najszybciej w 2021 roku. W sumie ustalono **39 ceł importowych**, z czego 17 dotyczy produktów importowanych z Chin. W czerwcu 2016 roku Chiny zdecydowały się po raz pierwszy ograniczyć możliwości produkcyjne o 150 mln ton w ciągu najbliższych 5-ciu lat.

Obecnie **problemem** na światowym rynku stali jest obserwowana **wojna handlowa** między USA, a Chinami. Wysokie stawki celne skierowane na towary importowane z Chin spowodowały schłodzenie koniunktury na rynku stali i zmusiły największego jej producenta do szukania rynków alternatywnych (np. Europy). Problemem obecnie jest również duża **подаż towaru z Turcji**, a lokalnej produkcji pomaga słaba wartość lokalnej waluty (TRY).

Producenci stali w technologii elektrycznej rywalizują między sobą oraz z producentami wielkopiecowymi o surowiec, jakim jest złom. Jeżeli koszt produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) spada poniżej kosztu produkcji w oparciu o energię (EAF), to producenci wielkopiecowi mogą sobie pozwolić na zwiększenie domieszki złomu do produkcji, co z kolei przekłada się na wyższe jego ceny. Na cenę złomu ma również wpływ relacja jego dostępności wynikająca z historycznej konsumpcji stali w stosunku do zapotrzebowania wynikającego z bieżącego poziomu jej produkcji. Średnio **do produkcji jednej tony stali potrzebna jest 1,6 tony rudy żelaza, 0,6 tony koksu oraz 0,21 tony złomu**. Natomiast do produkcji tony stali w piecu elektrycznym potrzeba **1,15 tony złomu**. Samo wytopienie tony stali w piecu łukowym niesie zapotrzebowanie na około **450-500 MWh** energii elektrycznej, a kolejny etap przetworzenia produktu końcowego około **100 MWh**.

Spadek cen koksu i rudy żelaza w latach 2013-2016 przekładał się na niższe koszty produkcji dla producentów wielkopiecowych, co dodatkowo zwiększało rywalizację na rynku złomu. **Na końcu 2016 i początku 2017 roku sytuacja odmieniła się** na korzyść producentów opartych o technologię elektryczną, ale w 2Q'17 producenci wielkopiecowi znów zyskali przewagę.

### Koszty produkcji stali producentów wielkopiecowych (BOF) oraz topienia energią elektryczną (EAF) (USD/t)

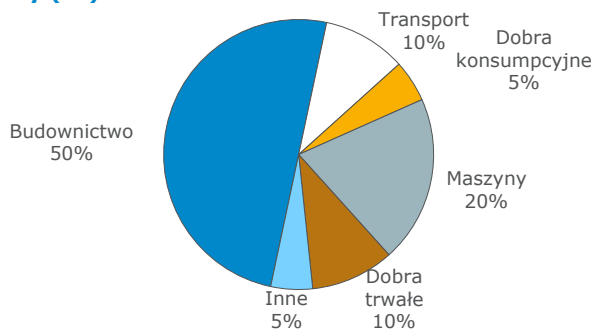


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wśród pozytywnych cech elektrycznego topienia stali (EAF) na pewno należy przedstawić bardziej **pro środowiskowy charakter działalności** (4x mniejsza emisja CO<sub>2</sub> niż w BOF) oraz **niższe zapotrzebowanie kapitałowe** na realizację inwestycji. Z drugiej strony negatywnie wpływa **duża wrażliwość na zmiany cen** energii elektrycznej oraz cen złomu. W przypadku hutnictwa wielkopiecowego (BOF) w produkcji **łatwiejsze jest uzyskanie wysokiego jakościowych gatunków stali** oraz technologia jest **bardziej efektywna przy wysokim wolumenie produkcji**. Wśród negatywnych cech należałoby wymienić **wysokie zapotrzebowanie kapitałowe** na realizację inwestycji (według źródeł rynkowych BOF jest 3-4x droższa niż EAF przy inwestycji, a koszt CAPEX na tonę stali jest w efekcie około dwukrotnie wyższy), dużą **wrażliwość na wahania cen** surowców żelaza i cen węgla kokсового oraz **brak możliwości czasowego wyłączenia pieca** w przypadku spadku koniunktury na wyroby.

Z punktu widzenia **popytu na stal** największe jej użycie w skali globalnej ma miejsce w **budownictwie** (50%), następnie w **przemśle maszynowym** (20%), **transporcie** (10%) oraz **dobrach trwałych** (10%). Duża zależność od budownictwa sprawia, że popyt na stal jest bardzo cykliczny, a marże na produkcji podlegają cyklom.

**Wykorzystanie stali na świecie w zależności od branży (%)**



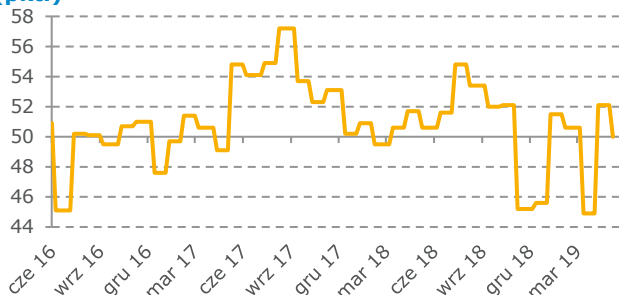
Źródło: Steel Business Briefing

**Rentowności firm** z branży są bardzo dobrze **skorelowane z cyklami w gospodarce** i zapotrzebowaniem na stal.

**Aktualne otoczenie Cognor**

**Otoczenie w światowym hutnictwie stali uległo wyraźnemu pogorszeniu** na początku 2019 roku, na co prawdopodobnie największy wpływ miało zaostrenie polityki celnej między USA, a Chinami. Indeks PMI w przemyśle stalowym w Chinach (największy producent) spadł poniżej 50 pkt na przełomie 2018/2019 roku, a subindeks nowych zamówień zbliżył się do 35 punktów w I'19. Chiny po zwiększeniu ceł na import do USA zostały zmuszone do poszukiwania alternatywnych rynków, w tym również Europy. W przypadku Unii Europejskiej mechanizmy pozwalają na obronę przed importem taniej produkcji, ale kwoty rozliczane są w długich (rocznych) odstępach czasu, co spowodowało duży import w 1Q'19, co znacząco wykorzystało całoroczne limity.

**Wskaźnik PMI w Chinach w przemyśle stalowym (pkt.)**

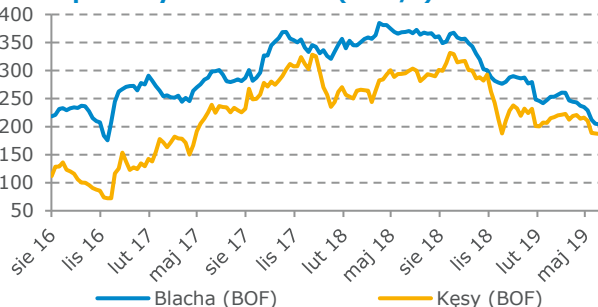


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Patrząc od strony popytu uczestnicy rynku zwracają uwagę na **słabszą kondycję rynku motoryzacyjnego** w Europie i Chinach na początku 2019 roku (drugi największy konsument stali na świecie). Wciąż dobra koniunktura ma miejsce w zakresie budownictwa. **Ratunkiem** dla branży mogłyby być **programy stymulacyjne w Chinach** (nowe inwestycje budowlane + obniżki podatków + ulgi podatkowe na zakup AGD i nowych samochodów). Wprowadzenie ulg podatkowych w Chinach ma łagodzić efekty spadku obrotów handlowych w efekcie wyższych nałożonych stawek celnych.

Spadające ceny produktów stalowych przy wysokich cenach rudy żelaza przełożyły się na **spadek marży modelowych dla producentów wielkopiecowych**. Dodatkowo w Europie presję na tradycyjne huty stali wywierają rosnące koszty uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> oraz koszty energii elektrycznej. Największy w Europie Środkowo-Wschodniej producent stali (Arcelor Mittal) zdecydował o zamknięciu łącznie 3 mln ton rocznej produkcji w Europie (2% mocy w UE), w tym również wielkiego pieca w Krakowie (prawdopodobnie w VII'19).

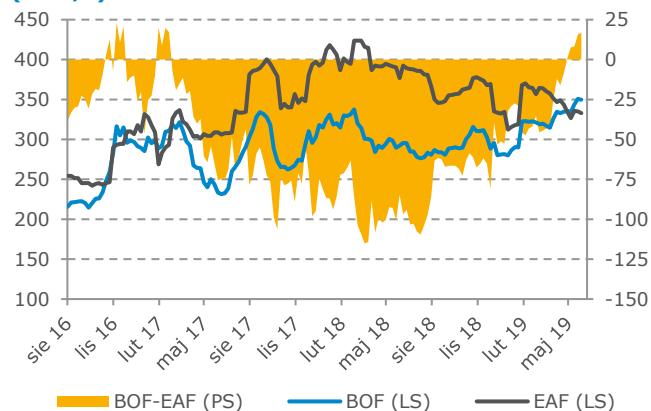
**Marże modelowe na produkcji blachy gorącowalcowanej oraz kęsów dla producentów wielkopiecowych w Chinach (USD/t)**



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

**Ograniczenie produkcji przez Arcelor Mittal w Krakowie, to spadek produkcji o około 1,3 mln ton kęsów w skali roku** (13% produkcji stali w Polsce z 2018 roku). Wygaszenie pieca powinno mieć pozytywny wpływ na rynek w 2H'19. Mniejsza podaż powinna przełożyć się na zrównoważenie rynku, a dodatkowo producenci elektryczni odczuwają mniejszą konkurencję o złom (Arcelor w Krakowie zużywał nawet 200 tys. ton złomu rocznie). Już obecnie po decyzji Cognor spostrzega większe zainteresowanie klientów dostawami półproduktów (kęsów) do walcowni. Taka sytuacja ma miejsce szczególnie w kontekście poprawy konkurencyjności produkcji kęsów przez producentów elektrycznych (EAF) względem tradycyjnych wielkopiecowych (BOF). **Obecnie producenci „elektryczni” są o około 20 USD/t tańsi od wielkopiecowych w wytwarzaniu kęsów** (po raz pierwszy od początku 2017 roku). Porównanie to nie uwzględnia jednak wzrostów cen energii i certyfikatów CO<sub>2</sub>.

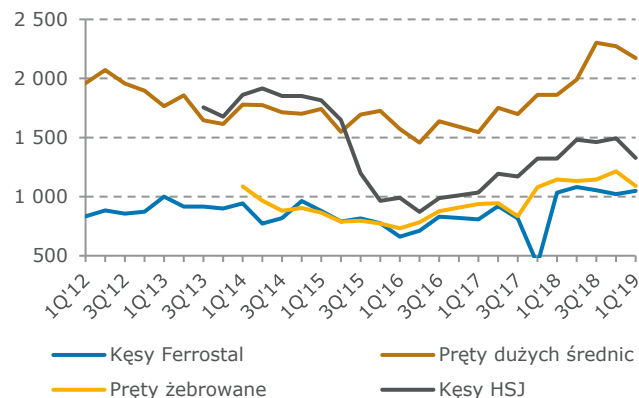
**Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)**



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wraz z pogorszeniem na światowym rynku stali **pogorszeniu w 1Q'19 uległy marże rynkowe na podstawowych produktach** w hutach Grupy Cognor (Ferrostal i HSJ). W 1Q'19 jedynie wyższe r/r były spready osiągnięte na kęsach w Ferrostatu, pozostałe produkty zanotowały spadek marży w ujęciu r/r. Niższe marże utrzymują się również w 2Q'19. Naszym zdaniem poprawa marży rynkowych nie będzie możliwa szybciej niż w 2H'19 (przed pierwszymi efektami zamknięcia wielkiego pieca w Krakowie i wykorzystaniu limitów importowych przez kraje pozaeuropejskie).

### Marże na głównych asortymentach produktowych Grupy Cognor (PLN/t)

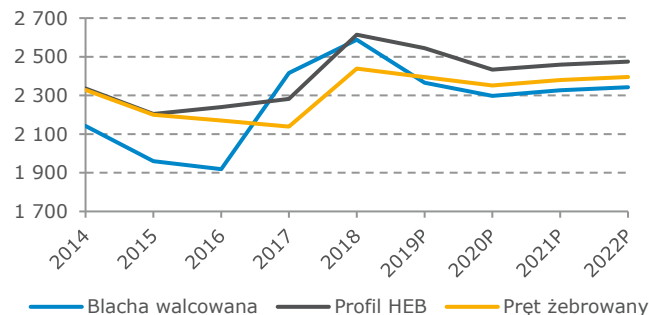


Źródło: HSJ, Dom Maklerski mBanku

### Założenia do prognoz Cognor

W naszych prognozach zakładamy, że **ceny podstawowych produktów stalowych w Polsce w 2019 roku będą pod presją**, co może w naszym scenariuszu spadków cen rudy żelaza w 2020 roku przełożyć na dalsze pogłębienie przecen w 2020 roku.

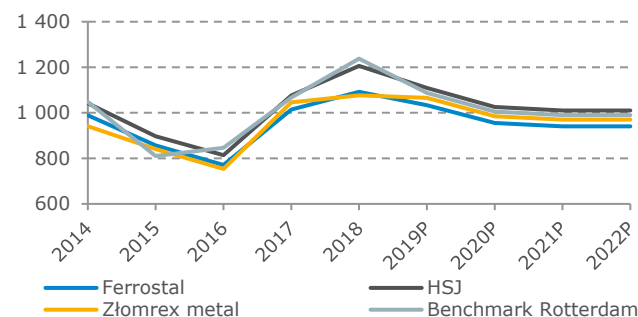
### Średnie ceny podstawowych produktów stalowych w Polsce w latach 2014-2022 (PLN/t)



Źródło: PUDS, Dom Maklerski mBanku

W efekcie oczekiwanego wyłączenia pieca Huty Arcelor Mittal w Krakowie oraz spadku cen wyrobów gotowych **ceny złomu powinny spadać** zarówno w 2019 jak i 2020 roku. Szacujemy, że w Polsce w 2019 roku produkcja stali spadnie o 8% r/r do 9,5 mln ton (najniżej od 2016 roku). Spadki produkcji będą widoczne w 2H'19 wraz z wyłączeniem huty Arcelora.

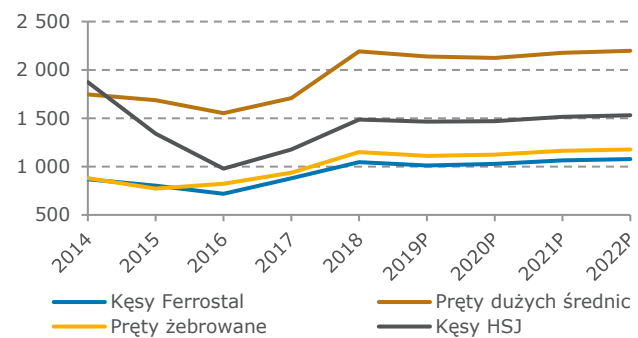
### Średnie ceny złomu w latach 2014-2022 (PLN/t)



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

**Marże na produkcji poszczególnych asortymentów Grupy Cognor zanotują naszym zdaniem spadek w 2019 roku.** Najbardziej naszym zdaniem może ucierpieć huta HSJ oferująca swoje wyroby do segmentu motoryzacji.

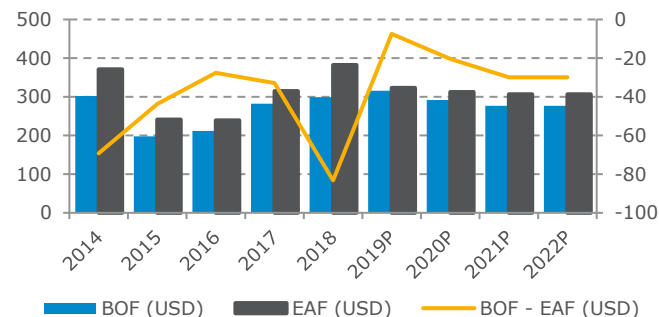
### Średnie spready na produktach Grupy Cognor w latach 2014-2022 (PLN/t)



Źródło: Cognor, Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach zakładamy, że w 2019 roku **produkcji „elektryczni” (EAF) zwiększą swoją konkurencyjność w kosztach produkcji względem „wielkopieczowych” (BOF).** W kolejnych latach oczekiwane spadki cen rudy żelaza i węgla koksowego powinny poprawić konkurencyjność producentów wielkopieczowych, ale dysproporcja nie będzie tak duża jak miało to miejsce w 2018 roku.

### Koszty produkcji stali producentów wielkopieczowych (BOF) oraz topienia energią elektryczną (EAF) (USD/t)



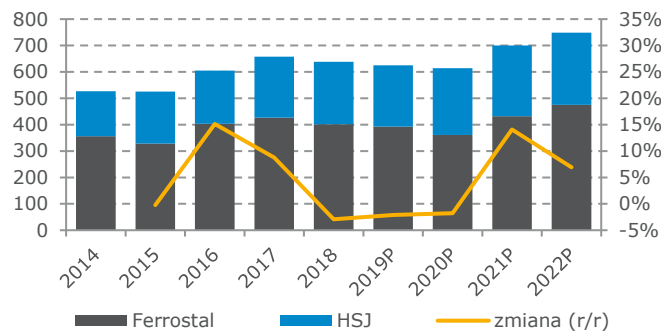
Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Pod względem wolumenów sprzedaży oczekujemy, że słabsza koniunktura w hutnictwie stali przełoży się na **niższe r/r wolumeny Grupy Cognor w 2019 roku.** Naszym zdaniem wolumeny w Grupie będą również pod presją w 2020 roku z uwagi na planowany większy przestój w hucie Ferrostat (konieczność wyłączenia zakładu na około miesiąc w 2020 roku). W kolejnych latach

oczekujemy dużego odbicia produkcji w Grupie Cognor ze względu na prowadzone **inwestycje w HSJ i Ferrostalu zwiększające możliwości produkcyjne z 636 tys. ton rocznie do 850 tys. ton rocznie**. Naszym zdaniem poprawiająca się konkurencyjność producentów „elektrycznych” (EAF) względem „wielkopieczowych” (BOF) może skutkować poprawą sprzedaży półproduktów (kęsów) w nadchodzących miesiącach.

W sumie szacujemy, że **niższe r/r spready** na produktach oraz **niższy r/r wolumen sprzedaży** przełoży się na **spadek wyniku o 46 mln PLN**.

**Wolumen sprzedaży Grupy Cognor w poszczególnych hutach (LP; tys. ton) oraz zmiana sprzedaży r/r (PP; %) w latach 2014-2022P**

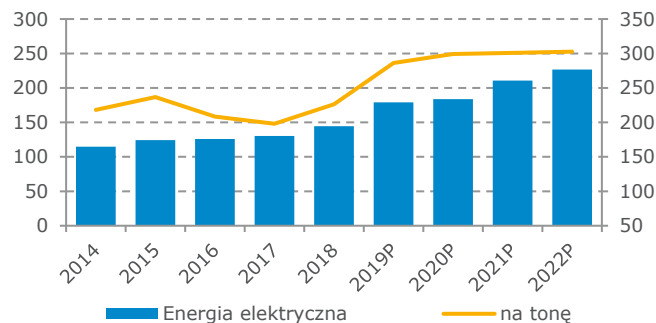


Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Przy słabszym otoczeniu Cognor dodatkowo w 2019 roku doświadcza **znaczącej presji kosztowej** ze strony rosnących **kosztów energii elektrycznej** (wpływ 35 mln PLN r/r w 2019 roku) oraz **inflacji płac** (wpływ 10 mln PLN r/r w 2019 roku).

W naszych prognozach w scenariuszu bazowym zakładamy **brak mechanizmów rekompensat rosnących cen energii** dla producentów. W efekcie średnia cena zakupu energii w Grupie Cognor rośnie około **32% r/r** w 2019 roku, a jednostkowy koszt na tonę o **60 PLN/t r/r**.

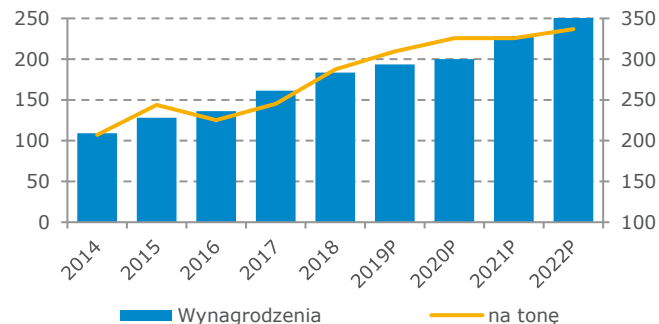
**Roczne koszty energii elektrycznej w Grupie Cognor (LP; mln PLN) oraz koszt na tonę produktu (PP; PLN/t) w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

Kolejnym istotnym czynnikiem wzrostu kosztów w 2019 roku są **rosnące płace**. W 2017 roku średni koszt zatrudnienia pracownika w Grupie Cognor wzrósł o 11% r/r, a w 2018 roku o 13% r/r. Naszym zdaniem wzrost kosztów zatrudnienia może wynieść około **10% r/r w 2019 roku**. W efekcie oczekujemy, że średni wzrost na każdej tonie produktu wyniesie około 22 PLN/t w 2019 roku. Warto zauważyć, że spośród obserwowanych spółek przemysłowych Cognor w ostatnich dwóch latach odnotował jeden z najwyższych wzrostów kosztów zatrudnienia.

**Roczne koszty energii elektrycznej w Grupie Cognor (LP; mln PLN) oraz koszt na tonę produktu (PP; PLN/t) w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach zakładamy, że wartość pozostałych kosztów rodzajowych (koszty zmienne do wytopu jak elektrody grafitowe, półprodukty, materiały itd.) nie wzrośnie już w 2019 roku. Obecnie na rynku obserwowany jest bardzo **wyraźny spadek cen elektrod grafitowych**, które w ostatnich dwóch latach bardzo dynamicznie wzrastały. Zakładamy, że obserwowane obecnie spadki pozwolą na **spadek kosztów zakupu elektrod w 2019 roku o 5 PLN/t**, a w dwóch kolejnych latach o **25 PLN/t** rocznie (cały 2019 rok praktycznie zabezpieczony po wyższych cenach elektrod z 2018 roku). Dodatkowo oczekujemy, że **prowadzone inwestycje** w Ferrostalu, HSJ, Walcowni Profil oraz walcowni HSJ **przełożą się na spadek kosztów w 2020 roku o 32 PLN/t** i kolejną taką wartość w 2021 roku. W sumie zakładamy, że wszystkie wymienione oszczędności przełożą się na spadek jednostkowego kosztu produkcji w latach 2018-2021 o około 97 PLN/t (przy oczekiwanym wzroście wolumenów -28 mln PLN).

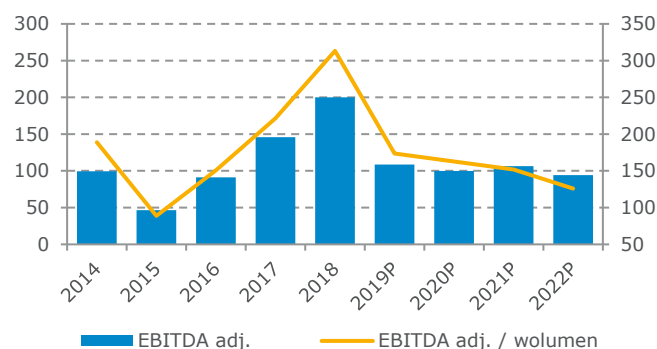
**Roczne koszty pozostałych kosztów rodzajowych w Grupie Cognor (LP; mln PLN) oraz koszt na tonę produktu (PP; PLN/t) w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

Podsumowując niższe spready, niższy wolumen sprzedaży oraz inflacja kosztów powinna przełożyć się **w 2019 roku na spadek skorygowanej EBITDA o około 92 mln PLN**. W naszym scenariuszu bazowym wartość EBITDA w kolejnych latach powinna się konsolidować wokół średniorocznej wartości 100 mln PLN.

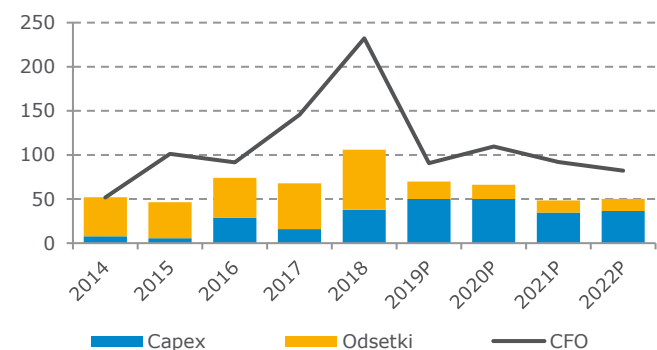
**Średnioroczna wartość oczyszczonej o zdarzenia jednorazowe EBITDA w Grupie Cognor (LP; mln PLN) oraz oczyszczona EBITDA na tonę produktu (PP; PLN/t) w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

Mimo oczekiwanego spadku wyników finansowych w 2019 roku wciąż wartość przepływów z działalności operacyjnej przewyższa wartość płaconych odsetek oraz planowanych wydatków inwestycyjnych w Grupie Cognor. Naszym zdaniem Spółka w najbliższych trzech latach jest w stanie generować średniorocznie około 60 mln PLN FCF, które w dużej części transferowane powinny być na dywidendy do akcjonariuszy.

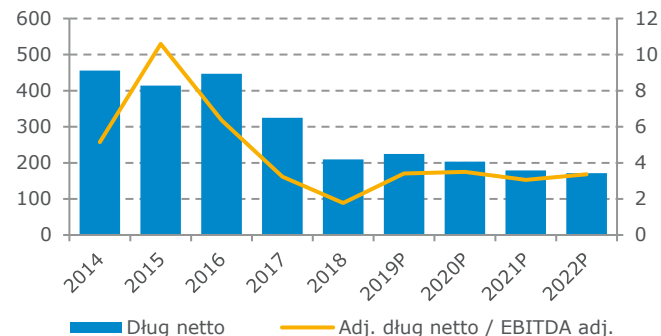
**Wartość przepływu operacyjnego, wydatków inwestycyjnych oraz odsetek Grupy Cognor (mln PLN) w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

Według naszych szacunków w trzech najbliższych latach dług netto w relacji do EBITDA nie powinien przekroczyć poziomu 2,5x, a dług powiększony o zobowiązania faktoringowe nie przekroczy 3,5x w relacji do EBITDA.

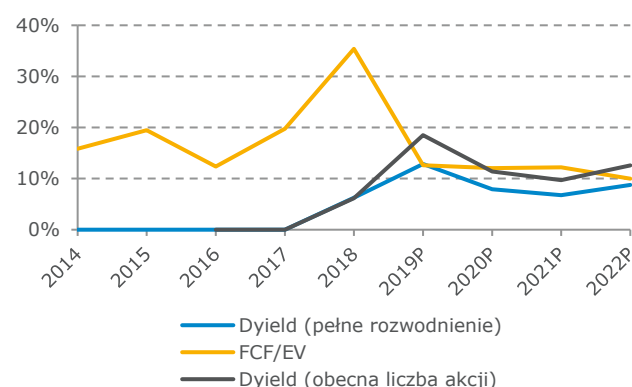
**Wartość długu netto (LP; mln PLN) oraz skorygowany o wartość zobowiązań faktoringowych dług netto w relacji do EBITDA (PP) Grupy Cognor w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

Obecnie bazując na zadeklarowanej dywidendzie z zysku za 2018 rok stopa dywidendy Cognor sięga 19%, a w przypadku kolejnych lat szacujemy, że może się utrzymać na poziomie około 10%.

**Relacja wolnych przepływów gotówki do wartości przedsiębiorstwa oraz stopa dywidendy przy aktualnej liczbie akcji oraz pełnym rozwodnieniu (%) Grupy Cognor w latach 2014-2022P**



Źródło: Cognor, prognozy Dom Maklerski mBanku

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	1 422,5	1 364,8	1 352,4	1 789,3	2 081,8	2 004,2	1 900,4	2 086,3	2 207,5
zmiana	9,9%	-4,1%	-0,9%	32,3%	16,4%	-3,7%	-5,2%	9,8%	5,8%
Ferrostat	695,5	586,2	678,4	838,8	916,6	856,2	763,8	919,5	1 018,2
HSJ	442,7	455,2	400,2	471,8	623,7	584,3	595,0	620,0	636,6
Złomrex Metal	100,1	119,0	95,0	130,9	172,8	176,2	179,7	183,3	187,0
Pozostałe	190,2	223,3	202,3	323,4	393,1	375,9	364,6	368,9	371,3
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	1 319,0	1 222,2	1 350,0	1 444,0
w tym złom	590,1	510,5	527,3	761,9	807,6	739,8	673,5	755,1	806,5
w tym energia elektryczna	114,8	124,3	126,0	130,2	144,5	179,0	183,8	210,6	226,6
Usługi obce	200,4	203,4	228,4	152,5	170,6	171,8	173,4	194,6	208,8
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	193,5	200,0	228,1	252,2
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	225,5	218,8	221,3	222,8
zmiana stanu produktów	58,4	-7,2	14,4	13,0	79,5	30,0	30,0	30,0	30,0
Koszty wytworzenia	1 275,9	1 269,0	1 209,7	1 573,0	1 805,5	1 942,5	1 850,9	2 029,3	2 160,6
Koszty sprzedaży	43,0	47,8	50,0	65,8	76,7	77,2	78,0	87,5	93,9
Koszty zarządu	38,5	34,6	37,9	50,5	46,0	47,0	47,9	48,9	49,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,9	-0,2	1,7	-0,7	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdarzenia jednorazowe	1,0	2,4	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	65,4	13,1	56,5	99,2	156,2	61,7	49,6	57,0	46,9
zmiana	132,6%	-79,9%	329,9%	75,5%	57,5%	-60,5%	-19,6%	15,0%	-17,8%
marża EBIT	4,6%	1,0%	4,2%	5,5%	7,5%	3,1%	2,6%	2,7%	2,1%
EBIT skor.	64,4	10,8	53,1	104,4	156,2	61,7	49,6	57,0	46,9
EBITDA skor.	99,5	46,6	91,2	145,7	200,0	108,5	99,9	106,4	94,3
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	44,9	33,3	43,2	33,1
Podatek dochodowy	-6,4	3,3	7,9	18,1	20,7	8,0	6,3	8,2	6,3
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	37,0	27,0	35,0	26,8
zmiana	-111,7%	-361,8%	-110,3%	3019,5%	44,0%	-46,0%	-27,1%	29,8%	-23,4%
marża	0,4%	-1,1%	0,1%	2,7%	3,3%	1,8%	1,4%	1,7%	1,2%
Zysk netto skor.	15,3	-43,9	8,6	31,9	93,7	33,9	27,0	35,0	26,8
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	108,5	99,9	106,4	94,3
zmiana	54,1%	-51,2%	93,0%	48,6%	42,4%	-45,8%	-8,0%	6,5%	-11,3%
marża EBITDA	7,1%	3,6%	7,0%	7,9%	9,6%	5,4%	5,3%	5,1%	4,3%
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	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,6	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4
ROAE	3,4%	-10,1%	1,1%	21,1%	24,6%	13,3%	9,5%	11,7%	8,9%
ROAA	0,6%	-1,8%	0,2%	5,0%	6,8%	3,6%	2,8%	3,6%	2,7%



## 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	1 034,6	970,1	985,7	1 010,5
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	633,2	577,0	615,3	654,6
Zapasy	283,1	263,5	297,7	277,5	377,0	362,9	344,1	377,8	399,7
Należności krótkoterminowe	187,4	127,4	137,0	171,9	168,0	161,7	153,3	168,3	178,1
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	107,9	78,9	68,5	76,1
Krótkoterminowe RM	0,0	0,3	1,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>PASYWA</b>	940,5	846,3	895,3	950,7	1 001,4	1 034,6	970,1	985,7	1 010,5
Kapitał własny	166,0	147,1	142,1	225,3	278,2	279,2	283,9	300,1	302,4
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	11,8	16,6	32,7	35,0
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	485,0	416,1	415,0	437,1
Zobowiązania handlowe	188,3	169,6	223,7	247,4	379,2	365,0	346,1	380,0	402,1
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	6,6	6,2	6,8	7,2
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	224,6	203,6	179,0	171,4
(Dług netto / Kapitał własny)	274,6%	281,6%	314,5%	144,3%	75,3%	80,5%	71,7%	59,6%	56,7%
(Dług netto / EBITDA)	4,5	8,5	4,7	2,3	1,0	2,1	2,0	1,7	1,8
(Dług netto / skor. EBITDA)	4,6	8,9	4,9	2,2	1,0	2,1	2,0	1,7	1,8
Faktoring	56,3	9,8	10,5	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania)	0,0	55,6	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7	110,7
Prefinansowanie złomu	0,0	14,3	12,3	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
(skor. Dług netto / skor. EBITDA)	5,2	10,6	6,4	3,2	1,8	3,4	3,5	3,1	3,4
BVPS	2,5	2,1	1,9	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Przepływy operacyjne</b>	51,8	101,3	91,6	145,4	232,2	90,7	109,5	91,9	82,3
Zysk netto	5,7	-14,8	1,5	47,6	68,5	37,0	27,0	35,0	26,8
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	14,8	16,8	-5,4	-4,8
Pozostałe	11,3	17,1	45,7	45,7	76,2	-8,0	15,4	12,9	12,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	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
<b>Przepływy finansowe</b>	-38,5	-105,8	-83,8	-52,6	-195,6	-9,2	-88,5	-67,7	-38,3
Dług	6,2	-64,6	-28,2	-36,0	-113,2	46,6	-50,0	-35,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,9	-36,0	-22,2	-18,9	-24,5
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	39,8	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od obligacji zamiennych	-2,6	-5,3	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-41,7	-35,5	-39,7	-52,0	-68,2	-19,8	-16,3	-13,8	-13,8
Pozostałe	-0,5	-0,4	-10,6	-4,4	-1,3	0,0	-0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	13,9	-7,6	-19,3	77,4	-1,0	31,4	-29,0	-10,4	7,6
Środki pieniężne na koniec okresu	28,7	21,1	1,8	79,3	76,5	107,9	78,9	68,5	76,1
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11	0,14
FCF	92,3	106,5	71,9	122,9	179,5	65,9	60,4	58,2	46,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-0,6%	-0,4%	-2,1%	-0,9%	-1,8%	-2,5%	-2,6%	-1,7%	-1,6%

**Wskaźniki rynkowe\***

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	19,2	-7,7	80,9	6,0	4,2	7,8	10,6	8,2	10,7
P/E skor.	7,1	-2,6	14,3	9,0	3,1	8,5	10,6	8,2	10,7
P/CE	2,7	5,4	3,1	3,2	2,6	3,4	3,7	3,4	3,9
P/BV	0,7	0,8	0,9	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9
P/S	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
FCF/EV	16,4%	20,1%	12,6%	20,1%	36,2%	12,9%	12,3%	12,5%	10,2%
EV/EBITDA	5,8	11,2	6,2	4,5	2,6	4,9	5,1	4,5	5,0
skor. EV/EBITDA		12,3	6,7	4,6	2,7	5,2	5,4	4,9	5,4
EV/EBIT	9,0	41,9	10,3	6,3	3,3	8,6	10,2	8,5	10,2
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
CFO/EBITDA	52%	207%	97%	103%	116%	84%	110%	86%	87%
CFO/ skor. EBITDA	52%	217%	100%	100%	116%	84%	110%	86%	87%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	12,5%	7,7%	6,6%	8,5%
Cena (PLN)	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64	1,64
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)	108,6	114,6	123,4	287,0	287,0	287,0	287,0	287,0	287,0
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)	585,8	550,4	584,2	628,5	514,1	529,3	508,2	483,7	476,1

\*Zakładając pełne rozwodnienie

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

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

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) 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 materiały, ani żadna z jego kopii nie mogą 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 tych materiałów na stronach internetowych Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechnią 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 14 czerwca 2019 o godzinie 8:32.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 14 czerwca 2019 o godzinie 8:32.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne 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 Cognor wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	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

**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)  
finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

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

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

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

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

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

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

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

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

### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

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