

wtorek, 31 sierpnia 2021 | aktualizacja raportu

## Cognor: akumuluj (obniżona)

COG.PW; COG.WA | przemysł stalowy, Polska

### Dobre otoczenie utrzymuje się

Obecnie w Polsce od kilku tygodni ma miejsce korekta cen stali, która jednak omija pręty żebrowane (ostatnie ceny 4200 PLN/t). Przy lekko spadających cenach złomu (obecnie ~1800 PLN/t) marże na produkcji pręta żebrowanego utrzymują się na blisko rekordowych poziomach (~2200 PLN/t). Biorąc pod uwagę, że w bieżącym roku Zarząd zdecydował się na przesunięcie przestoju modernizacyjnego Ferrostalu na styczeń, to przed Cognorem kolejny udany kwartał z EBITDA ponad 100 mln PLN. Z uwagi na lepsze wyniki 2Q'21 oraz bardzo dobre perspektywy 3Q'21 podnosimy nasze całoroczne prognozy EBITDA na 2021 rok z 222 mln PLN do 354 mln PLN. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę oczekiwane niskie zadłużenie na koniec roku (0,2xEBITDA'21) Zarząd może rekomendować wypłatę nawet 50% wyniku netto za 2021 rok, co implikuje DPS na poziomie 0,70 PLN/akcja oraz Dyield powyżej 15% w 2022 roku. Warto również naszym zdaniem zauważyć, że we wrześniu odetnie się jeszcze prawo do dywidendy za 2020 rok w wysokości 0,15 PLN/akcja (~3%Dyield). Decydujemy się również na podwyższenie wyników na 2022 i 2023 rok z uwagi na korzystne zabezpieczenie cen energii na ten okres (poniżej 240 PLN/mwh). Po raz kolejny podnosimy naszą cenę docelową, tym razem do 5,05 PLN/akcja (wcześniej 4,30 PLN/akcja). Obniżamy rekomendację do akumuluj (wcześniej kupuj) z uwagi na znaczny wzrost kursu akcji w ostatnich tygodniach.

### Krótką korekta cen stali?

Obecnie globalnie ceny stali korygują się z uwagi na dynamiczne spadki ceny rudy żelaza (podcięcia produkcji stali w 2H'21 w Chinach). W efekcie marże producentów wielkopiecowych (BOF) dynamicznie zwiększyły się, co pozwoliło na obniżenie cen dla klientów. Oczekujemy jednak, że wspomniane ograniczenia produkcji stali w Chinach w 2H'21 mogą przełożyć się na spadek zapasów stali i ponowny wzrost cen. Dodatkowo szansą dla cen rudy żelaza na koniec 2021 roku jest prawdopodobna 4-ta fala COVID-19. Najwięksi producenci rudy (Australia ~35% oraz Brazylia ~20%) obecnie prezentują bardzo wolne tempo szczyptę (Australia w pełni zaszczepione 25%, a w Brazylii 27% populacji). Potencjalny wzrost zachorowań w tych krajach może przekładać się na wyraźny wzrost cen rudy żelaza. Warto zauważyć również, że notowania węgla koksującego w Chinach oscylują wokół 350 USD/t, ale ostatnie wzrosty cen na Atlantyku implikują, że ceny importowanego surowca przesuną się w kierunku 450 USD/t, a możliwe jest, że wkrótce zobaczymy ceny na poziomie 500 USD/t.

### Bardzo dobre perspektywy 3Q'21

Marże na produkcji prętów żebrowanych obecnie konsolidują się na rekordowych w historii Spółki poziomach (ponad 2000 PLN/t). Warto zwrócić uwagę, że w 2Q'21 Cognor tylko jeden miesiąc korzystał z rekordowych spreadów na pręcie żebrowanym. W 3Q'21 spready implikują, że bardzo dobre otoczenie sprzyjać będzie cały kwartał. Dodatkowo warto zauważyć, że huta Ferrostal zajmująca się produkcją kęsów pod pręty w bieżącym roku nie zostanie wyłączona na tymczasowy przegląd modernizacyjny (zwykle ten miał miejsce w sierpniu), który został przełożony na styczeń 2022 roku. Mimo braku efektu FIFO na zapasach liczymy, że po raz kolejny w 3Q'21 kwartałna EBITDA może przekroczyć 100 mln PLN.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 632	2 372	2 002
EBITDA skor.	93	92	354	203	174
marża EBITDA	4,9%	5,3%	13,4%	8,5%	8,7%
EBIT skor.	47	44	303	153	125
zysk netto skor.	11	10	236	115	93
P/E skor.	70,5	78,5	3,3	6,9	8,5
P/FCFE	6,5	4,2	4,5	3,7	5,2
FCFF/EV	19,2%	27,0%	26,6%	32,6%	25,2%
EV/EA skor.	11,1	10,6	2,5	4,1	4,7
DPS	0,21	0,00	0,15	0,70	0,46
DYield	4,6%	0,0%	3,2%	15,4%	10,1%

cena bieżąca	4,52 PLN
cena docelowa	5,05 PLN
kapitalizacja	791 mln PLN
free float	240 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,9 mln PLN

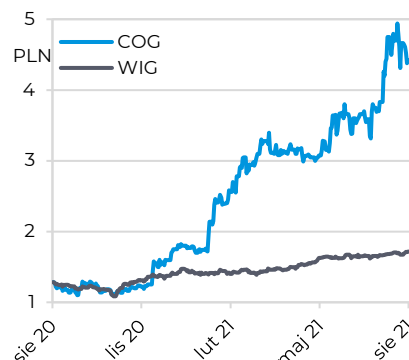
### Struktura akcjonariatu

PS HoldCo	69,7%
pozostali akcjonariusze	30,3%

### 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 Łabędy 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. Grupa Cognor posiada własne skupy złomu, które pozwalają na zaopatrzenie do około 50% potrzebnego złomu.

### Kurs akcji COG na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cognor	5,05	4,30	akumuluj	kupuj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
Cognor	4,52	5,05	+11,8%

zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P		
	2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży	+5,1%	+1,6%	+1,6%
EBITDA	+59,0%	+19,6%	+21,1%
zysk netto	+83,2%	+33,1%	+39,3%
wolumen sprzedaży	+1,2%	+1,2%	+1,2%
ceny produktów	+5,1%	+0,7%	+0,8%
ceny złomu	-6,0%	0,0%	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 CO<sub>2</sub> potrzebnych dla produkcji. Przy tym udziale i cenie certyfikatu na poziomie 1 EUR za tonę emisji CO<sub>2</sub>, koszt do tony produktu gotowego wynosi około 1 PLN. W przypadku wzrostu ceny rynkowej należy się spodziewać proporcjonalnego wzrostu kosztów produkcji. Obecnie technologia EAF emituje 4x mniej CO<sub>2</sub> niż BOF.

Szansą dla branży produkcji stali w Europie jest tzw. Carbon Tax na import towarów spoza UE. Wprowadzenie takich restrykcji byłoby naszym zdaniem skuteczną barierą celną i zmianą warunków gry dla europejskich producentów.

### 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

Historycznie Cognor miał wyemitowane około 17 mln EUR obligacji zamiennych na akcje, które zostały skonwertowane na akcje po cenie 1,61 PLN. Przy wyższym kursie byli wierzyciele mogą szukać wyjścia z inwestycji, co wiązałoby się z podażą akcji.

### 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 Edelstahl GmbH odpowiadała za 16% łącznych obrotów Huty Stali Jakościowych, a Węglokoks 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 wyłączania hut i drastycznych cięć wolumenów produkcji.

## Wycena

Wartość spółki Cognor szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 5,05 PLN

### Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	4,65
wycena DCF	50%	4,78
	cena wynikowa	4,71
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>5,05</b>

Źródło: mBank

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Grupy Cognor odnosimy do światowych producentów i dystrybutorów stali. Dodatkowo do wyceny porównawczej dodajemy Alumetal, który również topi złom na stopy, ale jego podstawowym surowcem jest

aluminium. W wycenie zastosowaliśmy 20% dyskonto do grupy porównawczej ze względu na obecność obligacji zamiennych na akcje oraz dużą zmienność wyników w zależności od kształtowania się relacji cen złomu i produktów końcowych.

### Wycena porównawcza

	kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ALUMETAL SA	Polska	7,3	11,0	10,4	6,7	8,4	6,7
ARCELORMITTAL	Luksemburg	3,2	4,8	7,8	2,4	3,2	4,3
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	8,8	8,4	8,0	4,6	4,2	3,7
COMMERCIAL METALS CO	USA	10,2	10,8	11,8	6,0	5,9	5,3
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	9,2	8,2	7,2	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	-	58,9	26,5	29,0	12,5	9,7
HYUNDAI STEEL CO	Korea Pld.	5,6	6,0	5,9	5,2	5,1	4,9
JFE HOLDINGS INC	Japonia	-	4,6	5,8	12,7	5,4	6,0
JSW STEEL LTD	Indie	21,8	7,4	8,9	11,2	5,6	6,1
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	3,2	12,2	12,8	2,1	4,5	4,5
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	3,8	9,7	8,9	-	-	-
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	13,1	5,5	5,7	-	-	-
NUCOR CORP	USA	6,0	10,1	18,0	4,1	5,6	7,8
OLYMPIC STEEL INC	USA	3,2	12,3	-	-	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	6,3	8,2	8,5	4,0	4,3	4,1
POSCO	Korea Pld.	5,3	6,1	6,1	3,3	3,3	3,0
SALZGITTER AG	Niemcy	4,0	6,8	8,0	2,5	3,7	3,5
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	4,7	8,0	11,6	2,7	3,7	4,4
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	10,5	3,4	4,9	7,0	3,0	3,4
STEEL DYNAMICS INC	USA	5,1	8,1	12,3	3,4	4,5	5,7
TATA STEEL LTD	Indie	22,1	4,9	7,7	9,2	3,7	4,8
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	-	11,2	11,4	1,4	1,0	1,0
maksimum		22,1	58,9	26,5	29,0	12,5	9,7
minimum		2,2	3,4	4,9	1,4	1,0	1,0
<b>mediana</b>		<b>5,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>
Cognor		3,3	6,9	8,5	2,5	4,1	4,7
premia (dyskonto)		-42,6%	-14,3%	-4,4%	-42,8%	-6,0%	-0,3%

### Implikowana wycena

mediana	5,8	8,1	8,9	4,3	4,4	4,7
premia (dyskonto)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>4,65</b>					

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 nawis podaży akcji po zamianie warrantów na akcje przez wierzycieli.

- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec sierpnia 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2020 roku.

### Model DCF

(mIn PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	+
<b>przychody ze sprzedaży</b>	<b>2 631,6</b>	<b>2 372,4</b>	<b>2 001,9</b>	<b>1 946,2</b>	<b>1 963,7</b>	<b>1 982,3</b>	<b>1 984,5</b>	<b>1 987,4</b>	<b>1 984,9</b>	<b>1 988,2</b>	<b>1 991,6</b>
zmiana	51,8%	-9,8%	-15,6%	-2,8%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,2%
<b>EBITDA</b>	<b>360,5</b>	<b>202,6</b>	<b>173,6</b>	<b>118,2</b>	<b>121,6</b>	<b>127,6</b>	<b>129,0</b>	<b>130,1</b>	<b>133,1</b>	<b>129,6</b>	<b>126,0</b>
marża EBITDA	13,7%	8,5%	8,7%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,7%	6,5%	6,3%
amortyzacja	50,1	50,1	48,3	47,0	46,4	46,5	47,2	47,0	46,5	48,5	48,5
<b>EBIT</b>	<b>310,4</b>	<b>152,5</b>	<b>125,3</b>	<b>71,2</b>	<b>75,2</b>	<b>81,2</b>	<b>81,8</b>	<b>83,1</b>	<b>86,6</b>	<b>81,2</b>	<b>77,5</b>
marża EBIT	11,8%	6,4%	6,3%	3,7%	3,8%	4,1%	4,1%	4,2%	4,4%	4,1%	3,9%
opodatkowane EBIT	57,1	26,9	21,7	11,3	12,0	13,1	13,3	13,5	14,2	13,1	12,4
<b>NOPLAT</b>	<b>253,3</b>	<b>125,6</b>	<b>103,6</b>	<b>60,0</b>	<b>63,2</b>	<b>68,0</b>	<b>68,5</b>	<b>69,6</b>	<b>72,4</b>	<b>68,0</b>	<b>65,1</b>
CAPEX	-50,0	-50,0	-39,4	-40,3	-41,5	-43,2	-46,5	-46,3	-46,1	-45,6	-47,6
kapitał obrotowy	-129,4	49,0	13,4	2,0	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1
<b>FCF</b>	<b>124,1</b>	<b>174,8</b>	<b>125,8</b>	<b>68,7</b>	<b>67,4</b>	<b>70,6</b>	<b>69,1</b>	<b>70,2</b>	<b>72,9</b>	<b>70,8</b>	<b>66,9</b>
WACC	9,3%	9,5%	9,7%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
współczynnik dyskonta	0,97	0,89	0,81	0,74	0,67	0,61	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
PV FCF	120,4	154,8	101,4	50,5	45,1	43,1	38,5	35,6	33,7	29,8	25,7
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>9,7%</b>
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	8,0%	3,6%	0,0%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
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)	868,5
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	366,0
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	653,0
wartość firmy (EV)	1 019,0
dług netto	164,0
udziałowcy mniejszościowi	19,3
wartość firmy	835,7
liczba akcji (mIn)	175,0
<b>wartość firmy na akcję</b>	<b>4,78</b>
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%
<b>cena docelowa (PLN)</b>	<b>5,12</b>

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	2,7
P/E ('21) dla ceny docelowej	3,7
udział TV w EV	35,9%

Źródło: mBank

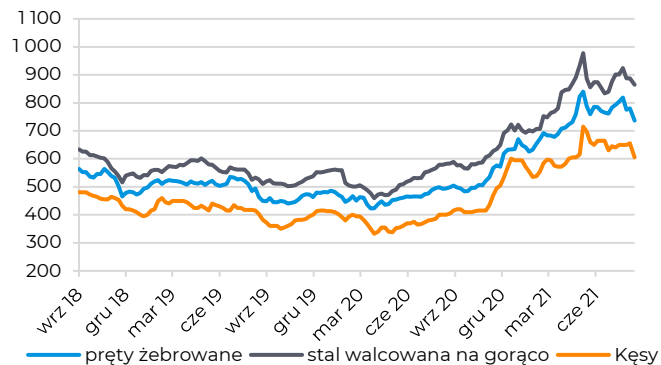
### Analiza wrażliwości

	wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	4,24	4,40	4,58	4,82	5,54
WACC +0,5 p.p.	4,44	4,62	4,84	5,12	6,00
WACC	4,66	4,86	<b>5,12</b>	5,45	6,55
WACC -0,5 p.p.	4,90	5,14	5,44	5,84	7,23
WACC -1,0 p.p.	5,16	5,44	5,81	6,30	8,08

## Otoczenie w światowym hutnictwie stali

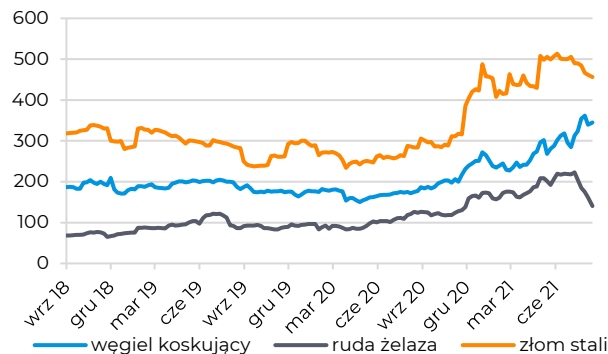
**Ceny produktów stalowych w Chinach w ostatnich tygodniach znalazły się pod presją z uwagi na dynamiczne spadki cen rudy żelaza.** Ruda żelaza, to główny czynnik kosztowy przy produkcji stali w produkcji wielkopiecowej. Spadek został wywołany zapowiedziami cięć produkcji stali w Chinach w związku z celami klimatycznymi. Technologia wielkopiecową odpowiada w Chinach za ~90% produkcji stali i jest drugim największym emitentem CO<sub>2</sub> do atmosfery.

### Ceny produktów stalowych w Chinach (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

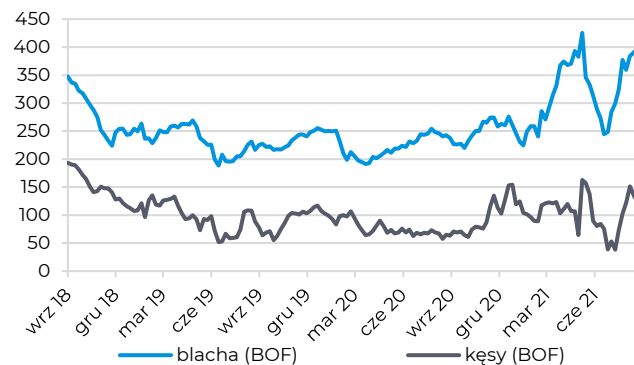
### Ceny węgla koksowego, rudy żelaza i złomu stali w Chinach (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

W efekcie niższych cen rudy żelaza **marże producentów wielkopiecowych wyraźnie rozszerzyły się**, a producenci część swoich ponad normatywnych zysków oddają w rynek.

### Marże producentów wielkopiecowych w Chinach (USD/t)



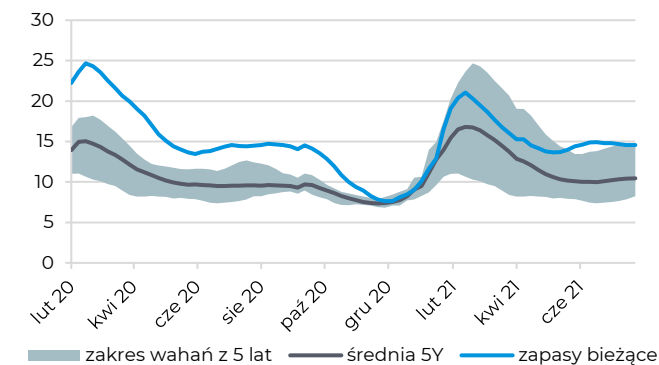
Źródło: Bloomberg, mBank

Obecnie zapasy stali w Chinach są w górnych widełkach notowań za ostatnie pięć lat. Gdyby jednak w efekcie ograniczeń produkcyjnych zapasy stali spadały, to istnieje ryzyko nagłego wzrostu cen, czego następstwem byłoby wycofanie się Rządu z ograniczeń produkcyjnych. Mniejsza dostępność stali w Chinach **w efekcie cięć produkcyjnych prawdopodobnie przełoży się na odbicie cen w 4Q'21.**

Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że obecnie w Chinach jesteśmy w fazie finalnych przygotowań do Olimpiady zimowej, która będzie mieć miejsce w II'22. Wyższe ceny stali, lub problemy w jej dostępności nie mogą zagrozić realizacji kluczowych inwestycji pod organizowane wydarzenie.

Dodatkowo szansą dla cen rudy żelaza na koniec 2021 roku jest możliwa 4-ta fala COVID-19. Najwięksi producenci rudy żelaza to Australia ~35% oraz Brazylia ~20%. W Australii obecnie w pełni zaszczepione jest 25%, a w Brazylii 27% populacji. Warto również zauważyć, że wcześniej Australia stosunkowo dynamicznie wprowadzała lock-down'y i blokady miast.

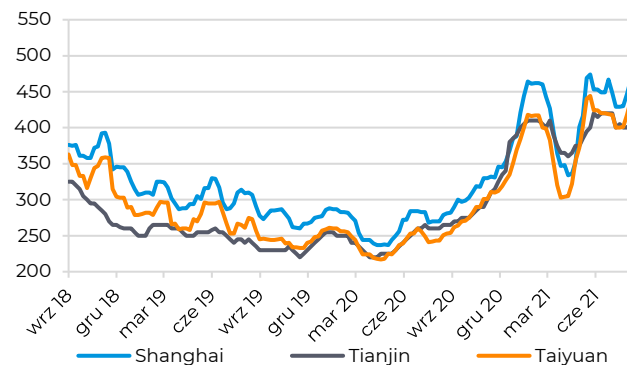
### Zapasy stali w Chinach (mln t)



Źródło: Bloomberg, mBank

W nadchodzących tygodniach producenci wielkopiecowi w Chinach prawdopodobnie będą musieli zmierzyć się z **dynamicznie rosnącymi cenami węgla koksującego**. Chiny borykają się z rekordowo niskimi zapasami koksu w portach oraz małą dostępnością węgla koksującego w efekcie zamknięcia granicy z Mongolią po tym jak u kilku kierowców przewożących węgiel wykryto COVID-19. Notowania węgla koksującego w Chinach oscylują wokół 350 USD/t, ale ostatnie wzrosty cen na Atlantyku implikują, że ceny importowanego surowca rosną w kierunku 450 USD/t, a możliwe jest, że wkrótce zobaczymy ceny na poziomie 500 USD/t. W rezultacie **dynamicznie w Chinach rosną ceny koksu.**

### Ceny koksu w Chinach (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

## Otoczenie w polskim hutnictwie stali

Podobnie jak na świecie, tak również w Polsce obecnie widać **korektę cen produktów stalowych**. Ta dotyczy przede wszystkim produktów walcowanych na gorąco i na zimno. Jest to efektem importu tańszej stali do Antwerpii, gdzie produkty walcowane zaczęto oferować po cenach poniżej 1000 EUR/t. Ceny produktów żebrowanych pozostają na wysokich poziomach.

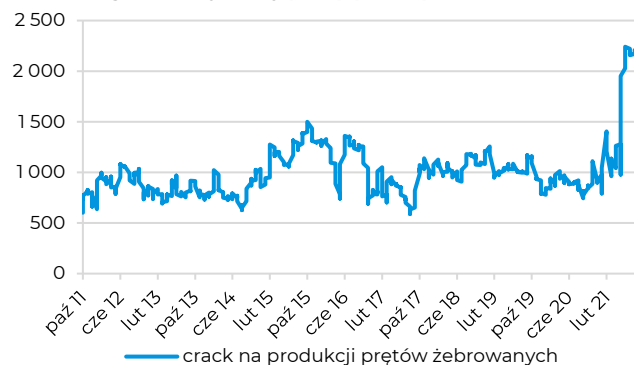
### Ceny prętów żebrowanych oraz złomu stalowego w Polsce (PLN/t)



Źródło: PUDS, mBank

**Marże na produkcji prętów żebrowanych konsolidują się na rekordowych w historii Spółki poziomach (ponad 2000 PLN/t).** Warto zwrócić uwagę, że w 2Q'21 Cognor tylko jeden miesiąc korzystał z rekordowych spreadów na pręcie żebrowanym. W 3Q'21 spready implikują, że bardzo dobre otoczenie sprzyjać będzie cały kwartał. Dodatkowo warto zauważyć, że huta Ferrostal zajmująca się produkcją kęsów pod pręty w bieżącym roku nie zostanie wyłączona na tymczasowy przegląd modernizacyjny (zwykle ten w sierpniu), który został przełożony na styczeń 2022 roku.

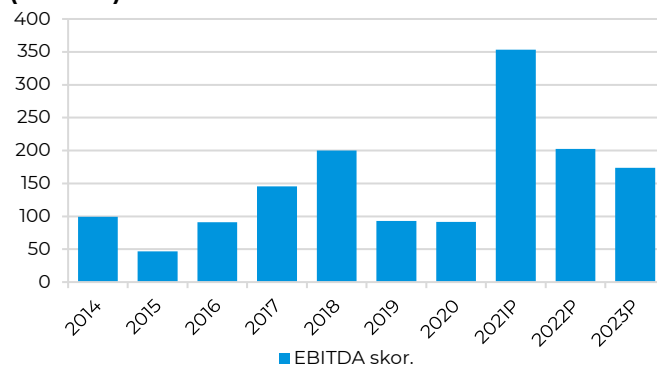
### Marże modelowe na produkcji prętów żebrowanych w technologii elektrycznej (EAF) (PLN/t)



Źródło: PUDS, Bloomberg, mBank

W efekcie lepszych od oczekiwań wyników 2Q'21 oraz bardzo dobrych perspektyw na 3Q'21 podwyższamy naszą całoroczną prognozę skorygowanej **EBITDA z 222 mln PLN do 354 mln PLN**. Podwyższamy również nasze prognozy na lata 2022-2023 z uwagi na zabezpieczenie cen energii elektrycznej na niższym poziomie niż wynika to z obecnych cen na giełdzie energii.

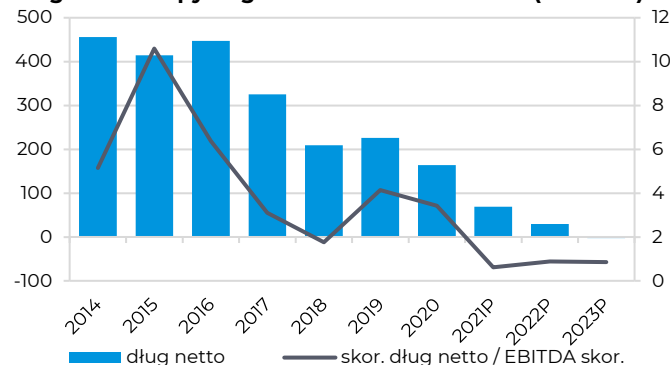
### Skorygowana EBITDA Grupy Cognor w latach 2014-2023P (mln PLN)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

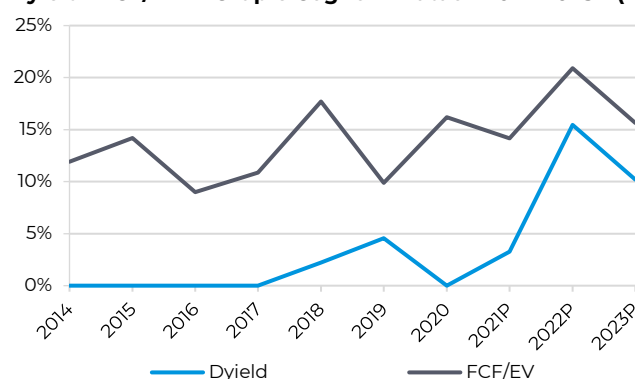
W efekcie rekordowych wyników finansowych w 2021 roku naszym zdaniem **dług netto na koniec 2021 roku spadnie do 67 mln PLN** (~200 m PLN biorąc pod uwagę należności faktoringowe). Niskie zadłużenie naszym zdaniem zachęci Zarząd do szczodrej rekomendacji dywidendy z zysku za 2021 rok. Zakładamy, że Zarząd może rekomendować wypłatę nawet 50% wyniku netto za 2021 rok, co implikować będzie **DPS na poziomie 0,70 PLN/akcja i Dyield na poziomie ponad 15%**. Warto zauważyć, że we wrześniu br. odcina się prawo do dywidendy za 2020 rok w wysokości 0,15 PLN/akcja (~3% Dyield).

### Dług netto Grupy Cognor w latach 2014-2023P (mln PLN)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

### Dyield i FCF/EV w Grupie Cognor w latach 2014-2023P (%)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

## RZIS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>przychody</b>	<b>1 902</b>	<b>1 733</b>	<b>2 632</b>	<b>2 372</b>	<b>2 002</b>
Ferrostal	873	817	1 292	1 142	959
HSJ	532	465	723	670	588
Złomrex Metal	142	137	144	147	150
pozostałe	364	328	393	341	298
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>1 731</b>	<b>1 574</b>	<b>2 321</b>	<b>2 220</b>	<b>1 877</b>
amortyzacja	46	48	49	49	47
amateriały i energ.	1 230	1 099	1 659	1 587	1 256
złom	725	696	1 249	1 172	831
energ. el.	115	196	181	185	190
usługi obce	177	168	185	191	197
podatki i opłaty	10	10	11	11	11
wynagrodzenia	182	174	184	204	209
pozostałe	7	6	7	7	6
towary	193	162	226	170	149
zmiana st. prod.	-10	-37	0	0	0
amortyzacja	46	48	50	50	48
EBIT	55	67	310	153	125
dz. fin.	-31	-34	-10	-11	-11
zysk brutto	22	32	300	142	114
podatek doch.	3	-1	57	27	22
zysk netto	19	33	243	115	93
<b>skor. EBITDA</b>	<b>93</b>	<b>92</b>	<b>354</b>	<b>203</b>	<b>174</b>
<b>skor. ZN</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>236</b>	<b>115</b>	<b>93</b>

## Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>487</b>	<b>515</b>	<b>496</b>	<b>492</b>	<b>484</b>
rzeczowe	376	397	374	370	358
niematerialne	22	18	32	37	40
goodwill	9	9	9	9	9
<b>aktywa obrot.</b>	<b>564</b>	<b>517</b>	<b>763</b>	<b>740</b>	<b>683</b>
zapasy	297	274	416	375	317
należności	188	142	215	194	164
gotówka	79	101	131	171	202
<b>kapitały wł.</b>	<b>259</b>	<b>288</b>	<b>505</b>	<b>498</b>	<b>511</b>
mniejszości	18	19	19	19	19
<b>zob. długo.</b>	<b>279</b>	<b>243</b>	<b>236</b>	<b>236</b>	<b>236</b>
kredyty	250	208	200	200	200
<b>zob. krótko.</b>	<b>482</b>	<b>470</b>	<b>485</b>	<b>469</b>	<b>396</b>
kredyty	55	57	0	0	0
zob. handlowe	427	413	485	469	396
<b>dług netto</b>	<b>226</b>	<b>164</b>	<b>69</b>	<b>29</b>	<b>-2</b>
DN/EBITDA	2,24	1,44	0,19	0,15	-0,01
DN/EA skor.	4,14	3,42	0,62	0,88	0,85

Źródło: mBank

## Rachunek CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>CF oper.</b>	<b>142</b>	<b>206</b>	<b>184</b>	<b>224</b>	<b>164</b>
kapitał obrot.	61	98	-129	49	13
<b>CF inw.</b>	<b>-56</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-39</b>
CAPEX	-56	-57	-50	-50	-39
<b>CF fin.</b>	<b>-84</b>	<b>-127</b>	<b>-103</b>	<b>-135</b>	<b>-93</b>
dywidenda	-36	0	-26	-122	-80
<b>CF</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>32</b>
CFO/EBITDA	153,3%	224,9%	52,1%	110,5%	94,7%
FCFF	199	263	234	274	204
<b>FCFF/EV</b>	<b>19,2%</b>	<b>27,0%</b>	<b>26,6%</b>	<b>32,6%</b>	<b>25,2%</b>
FCFE	122	187	174	213	153
<b>FCFE/MCAP</b>	<b>15,4%</b>	<b>23,6%</b>	<b>22,0%</b>	<b>26,9%</b>	<b>19,4%</b>
ROIC	9,8%	13,2%	46,8%	22,2%	19,1%
ROCE	10,3%	11,3%	46,6%	20,6%	17,0%
DPS	0,21	0,00	0,15	0,70	0,46
wsk. wypłaty	38,4%	0,0%	254,9%	51,5%	70,0%
<b>DYield</b>	<b>4,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,2%</b>	<b>15,4%</b>	<b>10,1%</b>

## Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	41,4	24,2	3,3	6,9	8,5
<b>P/E skor.</b>	<b>70,5</b>	<b>78,5</b>	<b>3,3</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>
EV/EBITDA	10,3	8,5	2,4	4,1	4,7
<b>EV/EA skor.</b>	<b>11,1</b>	<b>10,6</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>
P/S	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4
P/BV	3,1	2,7	1,6	1,6	1,5
P/CF	5,6	3,8	4,3	3,5	4,8
P/FCFE	6,5	4,2	4,5	3,7	5,2
<b>marża EBITDA</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>13,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>
zm. EBITDA r/r	-53,5%	-1,4%	285,8%	-42,7%	-14,3%
marża netto	0,6%	0,6%	9,0%	4,8%	4,6%
<b>zm. EPS r/r</b>	<b>734,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>-95,7%</b>	<b>106,2%</b>	<b>23,8%</b>
cena (PLN)	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52
l. akcji (mln)	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
MCap	791	791	791	791	791
EV	1 035	974	879	840	808



### Założenia makro

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
blacha walc.	2 463	2 425	4 500	3 500	2 650
Pręt żebrowany	2 275	2 150	3 300	3 000	2 600
Prod. stali (PL)	9,1	7,9	8,3	8,5	8,6
Prod. stali (EU)	157	139	153	157	159
udział Polska %	7,3%	8,4%	8,1%	8,0%	8,0%
USD/PLN	3,81	3,89	3,73	3,60	3,60
koks (USD)	170	133	145	155	155
ruda (USD)	121	125	180	160	130
żłom (USD/t)	343	322	470	470	330
BOF (USD)	368	347	474	448	370
EAF (USD)	382	359	524	524	368
BOF - EAF (USD)	-14	-12	-50	-76	2
BOE (PLN)	1 402	1 353	1 767	1 612	1 333
EAF (PLN)	1 456	1 399	1 955	1 887	1 325
żłom (PLN/t)	1 303	1 255	1 753	1 692	1 188
żłom / stal	53%	53%	47%	52%	44%
energia (PLN/mwh)	360	437	438	442	452
zużycie	380	450	414	417	421

### Założenia Żłomrex Metal

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. tys. ton	142	137	144	147	150
obroty mln PLN	132	123	223	219	157
śr. ceny PLN/t	930	898	1 543	1 489	1 045
dyskonto (%)	-29%	-28%	-12%	-12%	-12%

### Założenia Ferrostal

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	204	147	216	163	118
pręty gładkie	72	63	106	90	73
plaskowniki	93	98	165	140	113
<b>pręty żebr.</b>	<b>429</b>	<b>434</b>	<b>679</b>	<b>642</b>	<b>567</b>
wolumeny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	110	83	77	71	65
pręty gładkie	31	29	31	31	32
plaskowniki	40	45	47	48	49
<b>pręty żebr.</b>	<b>211</b>	<b>231</b>	<b>236</b>	<b>241</b>	<b>246</b>
ceny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
żłom	930	907	1 578	1 438	1 010
kęsy	1 850	1 760	2 816	2 317	1 823
pręty gładkie	2 338	2 177	3 483	2 889	2 298
plaskowniki	2 331	2 182	3 491	2 896	2 304
<b>pręty żebr.</b>	<b>2 031</b>	<b>1 873</b>	<b>2 875</b>	<b>2 666</b>	<b>2 310</b>
spready	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	920	853	1 238	879	813
pręty gładkie	1 408	1 270	1 905	1 451	1 288
plaskowniki	1 401	1 275	1 913	1 458	1 294
<b>pręty żebr.</b>	<b>1 101</b>	<b>966</b>	<b>1 297</b>	<b>1 228</b>	<b>1 301</b>

### Założenia HSJ

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>kęsy</b>	<b>166</b>	<b>164</b>	<b>218</b>	<b>202</b>	<b>177</b>
<b>pręty SQ</b>	<b>503</b>	<b>444</b>	<b>695</b>	<b>644</b>	<b>565</b>
wolumeny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>kęsy</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>75</b>
<b>pręty SQ</b>	<b>158</b>	<b>160</b>	<b>173</b>	<b>176</b>	<b>180</b>
ceny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Żłom	1 079	1 006	1 806	1 726	1 212
<b>kęsy</b>	<b>2 224</b>	<b>2 160</b>	<b>3 023</b>	<b>2 746</b>	<b>2 362</b>
<b>pręty SQ</b>	<b>3 194</b>	<b>2 775</b>	<b>4 023</b>	<b>3 654</b>	<b>3 142</b>
spready	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>kęsy</b>	<b>1 145</b>	<b>1 154</b>	<b>1 218</b>	<b>1 021</b>	<b>1 150</b>
<b>pręty SQ</b>	<b>2 115</b>	<b>1 769</b>	<b>2 217</b>	<b>1 929</b>	<b>1 931</b>

Źródło: mBank



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynke/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzenie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 31 sierpnia 2021 o godzinie 08:02.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 sierpnia 2021 o godzinie 08:30.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynke/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98
kurs z dnia rekomendacji	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93



## mBank S.A.

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

### Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@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

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

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

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

Janusz Pięta  
+48 22 438 24 08  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)

### 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)

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

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

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Piotr Brożyna  
+48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)