

czwartek, 7 kwietnia 2022 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

Comprenum kupuj (podtrzymana)

Antoni Kania +48 22 438 24 03 antoni.kania@mbank.pl

Spadki cen akcji spółki Comprenum były w dużej mierze związane z ogólnym sentymentem panującym na rynku giełdowym oraz negatywnymi doniesieniami z postępowań przetargowych. Rozczarowująca jest zwłaszcza informacja o niewygraniu przetargu na modernizację 90 wagonów, który był największym przetargiem w którym konsorcjum brało udział. Z drugiej strony spółce udało się zabezpieczyć kontrakt na wykonanie naprawy okresowej 14 wagonów opiewający na 38 mln PLN netto z czego 60% ma trafić do Comprenum. W związku z tym obniżamy prognozy przychodów pochodzących z tego segmentu w 2022 roku o połowę. W następnych okresach również zdecydowaliśmy się na obniżenie prognoz. W tym momencie konsorcjum nie jest w stanie obsłużyć tak dużych zamówień na co wskazuje przegranie przetargu modernizacyjnego 90 wagonów. Segment kolejowy nie jest jednak głównym źródłem dochodów grupy dlatego gorsze perspektywy sektora w dużym stopniu nie wpływają na pozycje finansową spółki. W pozostałej działalności nie przewidujemy zmian. Spółka dalej wykonuje kontrakt GSMR z segmentu budownictwa, który stanowi główną część przychodów spółki. Biorąc pod uwagę trudności w segmencie kolejowym obniżamy cenę docelową, ale nie znajdujemy uzasadnienia dla takiej przeceny kursu i utrzymujemy rekomendację kupuj.

cena bieżąca	3,20 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	4,87 PLN	+52,2%

	rekomenacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	4,87 PLN	2022-04-07
poprzednia	kupuj	5,32 PLN	2022-01-17
Podstawowe dane			CPR PW vs. WIG
ticker	CPR PW	zmiana 1M	-2,4% -12,5%
ISIN	PLPZBDT00013	zmiana YTD	-17,1% -9,8%
liczba akcji (mln)	44,8	średni obrót 1M	0,1 mln PLN
MC (mln PLN)	143,5	średni obrót 6M	0,2 mln PLN
EV (mln PLN)	192,2	EV/EBITDA 12M fwd	4,8 +18,4%
free float	31,6%	EV/EBITDA 5Y avg	4,1 premia

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
przychody	194	190	242	333	290
EBITDA skor.	51	48	49	55	42
marża EBITDA	26,1%	24,9%	20,4%	16,4%	14,5%
EBIT skor.	42	39	41	45	31
zysk netto skor.	25	29	29	30	18
P/E skor.	5,8	5,0	4,9	4,7	8,1
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA skor.	4,2	3,8	3,9	4,3	6,1
DPS	0,00	0,00	0,00	0,16	0,20
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	5,1%	6,3%
Zmiana prognoz			2022P	2023P	2024P
usługi bud.			-10,5%	-9,0%	0,0%
OZE			-3,4%	-25,0%	-33,3%
przem. kolej.			-50,0%	-44,4%	-65,0%
EBITDA			+12,1%	-2,2%	-4,5%
zysk netto			+27,1%	+0,7%	-11,6%
DPS			0,0%	0,0%	0,0%
OCF			+9,0%	-66,0%	+27,1%
dług netto			+94,9%	+165,8%	+233,3%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
deweloperka	7	2	0	0	0
usługi bud.	159	160	170	191	100
GSMR	83	139	170	191	0
OZE	0	0	21	68	92
przem. kolej.	0	0	12	20	21
przepływy oper.	33	38	24	7	23
amortyzacja	8	8	8	10	11
kapitał obrotowy	-16	-2	-18	-39	-14
przepływy inw.	-1	-5	-30	-40	-30
CAPEX	-1	-5	-30	-40	-30
przepływy fin.	-8	-24	7	-11	-13
dywidenda/buyback	0	0	0	-7	-9
FCF	34	43	54	47	53
FCF/EBITDA	67%	90%	109%	86%	126%
CFO/EBITDA	65%	80%	49%	13%	54%

Model DCF

(mln PLN)	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	31P	+
stolarka	39	55	77	100	100	100	100	100	100	100	100
usługi bud.	170	191	100	100	100	100	100	100	100	100	100
OZE	21	68	92	138	184	184	184	184	184	184	184
przem. kolej.	12	20	21	22	23	24	40	40	40	40	40
przychody	242	333	290	360	407	408	424	424	424	424	425
EBITDA	49	55	42	53	54	54	55	55	55	53	54
marża EBITDA	20,4%	16,4%	14,5%	14,8%	13,3%	13,2%	13,0%	12,9%	12,9%	12,4%	12,7%
EBIT	41	45	31	41	42	42	43	43	43	43	44
podatek	8	8	5	7	8	8	8	8	8	8	8
CAPEX	-30	-40	-30	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-5
kapitał obrotowy	-18	-39	-14	-38	-36	0	-1	0	0	0	0
FCF	-6	-33	-7	-2	1	36	36	37	37	35	36
PV FCF	-5	-27	-5	-1	0	22	20	18	16		
WACC	8,8%	8,5%	8,2%	8,1%	7,9%	8,2%	8,4%	8,7%	9,1%	9,5%	10,0%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Bilans

(mln PLN)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
aktywa	524	530	570	595	607
aktywa trwałe	208	205	226	257	276
kapitał własny	222	251	280	303	311
udział mniejszości	0	0	1	4	7
dług netto	69	39	49	93	113
dług netto/EBITDA (x)	137%	83%	99%	170%	270%
dług netto/kap. wł. (x)	31%	16%	17%	31%	36%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	22P	23P	24P	22P	23P	24P
minimum	5,4	6,0	8,5	2,4	2,8	2,7
maksimum	14,9	11,7	11,0	8,8	8,7	8,1
mediana	8,1	9,5	9,9	5,3	5,1	7,3
waga	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,4
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	249,7
dług netto	69,2
inne korekty	0,0
wycena DCF na akcję (PLN)	4,03

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	5,04
DCF	50%	4,03
cena wynikowa		4,53
koszt kapitału 9M		7,4%
cena docelowa za 9M		4,87

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:** FCFE - 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, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 7 kwietnia 2022 o godzinie 7:44. Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 kwietnia 2022 o godzinie 8:30.

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

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

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennej 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
Compreum (Antoni Kania)

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-09-06
cena docelowa (PLN)	4,87	5,32	5,24
kurs z dnia rekomendacji	3,20	3,98	5,16

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

Compreum Alumetal, Amica, Boryszew, Cognor, Famur, Ferro, Forte, Grupa Kęty, Mangata, Newag, PKP Cargo, Stalprodukt, Wielton

mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl