

środa, 6 listopada 2019 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

Cognor trzymaj (bez zmian)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Wyniki 3Q'19 okazały się słabsze od naszych prognoz i oczekiwań Zarządu, głównie za sprawą dłuższych przestołów modernizacyjnych, co przełożyło się na słabsze wolumeny sprzedaży. W efekcie byliśmy zmuszeni do obniżenia naszych tegorocznych prognoz na poziomie EBITDA ze 123 mln PLN do 110 mln PLN, a wyniku netto z 45 do 36 mln PLN. Naszym zdaniem w kolejnym kwartale Cognor może zaraportować zbliżone r/r wyniki na poziomie EBITDA, co z jednej strony wspierać będzie zmiana sposobu księgowania wydatków remontowych, z drugiej zaś oczekujemy ujemnego wpływu wyceny zapasów (FIFO) w związku z dalszymi spadkami cen złomu i produktów końcowych na rynku krajowym. Naszym zdaniem po odcięciu prawa do dywidendy (0,28 PLN/akcja) oraz przy perspektywie stabilnych wyników w 4Q'19, w krótkim terminie może zabraknąć powodów do wzrostu kursu akcji Grupy Cognor. Nie zmieniamy naszej rekomendacji trzymaj oraz ceny docelowej na poziomie 1,55 PLN/akcja.

Cena bieżąca	1,36 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	1,55 PLN	+14,0%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
aktualna	trzymaj	1,55 PLN	2019-11-04

Podstawowe dane			COG PW	vs. WIG
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	-7,8%	-14,1%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+3,0%	-0,1%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M		0,2 mln PLN
MC (mln PLN)	238,0	Średni obrót 6M		0,1 mln PLN
EV (mln PLN)	472,2	EV/EBITDA 12M fwd	3,8	+8,7%
Free float	-	EV/EBITDA 5Y avg	3,5	premija

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789	2 082	1 920	1 798	2 019
EBITDA skor.	146	200	110	99	96
marża EBITDA	8,1%	9,6%	5,8%	5,5%	4,7%
EBIT skor.	104	156	64	49	46
Zysk netto skor.	32	94	35	26	26
P/E skor.	7,5	2,5	6,7	9,0	9,0
P/BV	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA skor.	4,0	2,3	4,3	4,6	4,6
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	5,0%	15,1%	9,7%	7,8%
Zmiana prognoz			2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	426	401	381	350	425
Wol. HSJ (tys. ton)	231	237	213	232	251
Wol. Złomrex (tys. ton)	131	173	176	180	183
Spread Ferrostal (PLN/t)	953	1 191	1 120	1 162	1 173
Spread HSJ (PLN/t)	1 272	1 723	1 656	1 606	1 586
Przepływy oper.	145	232	99	110	81
Amortyzacja	41	44	47	50	49
Kapitał obrotowy	11	44	21	18	-8
Przepływy inw.	-15	-38	-50	-50	-35
CAPEX	16	38	50	50	35
Przepływy fin.	-53	-196	-9	-89	-67
Dywidenda/buyback	0	-12	-36	-23	-18
FCF	123	179	74	61	47
FCF/EBITDA	87%	90%	67%	62%	49%
CFO/EBITDA	103%	116%	89%	111%	84%

Model DCF

(mln PLN)	19P	20P	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	+
Wolumen sprzedaży	594	582	677	724	753	777	793	809	809	809	809
Ceny produktów	2 284,4	2 179,0	2 181,8	2 193,0	2 205,3	2 217,9	2 231,4	2 244,0	2 256,5	2 269,0	2 281,5
Ceny złomu	1 099	969	990	990	990	990	990	990	990	990	990
Przychody	1 920	1 798	2 019	2 137	2 215	2 286	2 337	2 388	2 405	2 421	2 437
EBITDA	110	99	96	83	79	76	75	73	73	76	78
marża EBITDA	5,8%	5,5%	4,7%	3,9%	3,6%	3,3%	3,2%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%
EBIT	64	49	46	36	33	30	29	26	26	28	30
Podatek	8	6	6	4	4	4	4	3	3	4	4
CAPEX	-50	-50	-35	-36	-37	-39	-40	-43	-46	-47	-47
Kapitał obrotowy	21	18	-8	-5	-6	-5	-4	-4	-1	-1	-1
FCF	74	61	47	38	32	28	27	23	23	25	27
PV FCF	73	56	40	30	24	19	17	13	12	13	
WACC	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
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%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	298
Dług netto	245
Inne korekty	18
Wycena DCF na akcję (PLN)	1,54

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	1,35
DCF	50%	1,54
Cena wynikowa		1,45
Koszt kapitału 9M		7,0%
Cena docelowa za 9M		1,55

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + procentowane 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:

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

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), 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 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.

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, Comarch, VRG, 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 świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentów papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGZ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopec, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NVAI Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeleiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NVAI Dom Maklerski, Orbis, Pfeleiderer Group, Polenergia, Prime Car Management, Primatech.

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

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci 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

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 upozupłażone 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 branżowych 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.

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

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

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

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

Cognor

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-11-04	2019-09-05	2019-07-25	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	1,55	2,00	1,84	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,52	1,65	1,75	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

Cognor
AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Gerdaul, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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