

środa, 10 lutego 2021 | aktualizacja raportu

## Cognor: kupuj (podtrzymana)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

### Wzrosty cen produktów wróżą udaną 1H'21

Dynamicznie rosnące ceny prętów żebrowanych oraz wzrost marży modelowej na ich produkcji do najwyższych od 2018 roku poziomów powodują, że perspektywy Cognor wyraźnie się poprawiają na 1H'21. Rosnące ceny prętów żebrowanych, to efekt nałożonych przez Rosję ceł na eksport kęsów (do 13%) oraz prętów żebrowanych (do 12%), co powoduje, że jeszcze przed rozpoczęciem sezonu budowlanego na rynku występują braki asortymentów. Przy wzroście cen produktów stalowych Cognor korzysta na pionowej integracji w zakresie zakupu złomu stalowego (25-50% dostaw ze Złomrex metal), co sprawia, że obserwowane wzrosty cen złomu wolniej przekładają się na wyniki Spółki (efekt opóźnienia ze względu na zapasy). Wraz z oczekiwaną poprawą wyników (do 158 mln PLN EBITDA) naszym zdaniem zadłużenie netto Spółki na koniec 2021 roku w relacji do EBITDA spadnie 1,0x, co pozwoli na zwiększenie wypłaty dywidendy do 0,25 PLN na akcję w 2022 roku (12% Dyield). Cognor w perspektywie dwóch najbliższych lat (2021-22) generuje FCF na poziomie ponad 16% EV oraz notowany jest ze średnio 40% dyskontem do spółek porównywalnych. Zagrożeniem w krótkim terminie jest oczekiwana na trzeci tydzień lutego (prawdopodobnie 16 II) konwersja obligacji zamiennych na akcję (17,3 mln EUR) po cenie 1,61 PLN/akcja. Naszym zdaniem akcje za co najmniej 3 mln EUR należące do mniejszych inwestorów mogą w najbliższych dniach ciężać kursowi akcji, co wykorzystywalibyśmy do ich kupna. Podwyższamy nasze prognozy na 2021 i 2022 roku, a w efekcie nasza cena docelowa rośnie do 2,89 PLN/akcja (wcześniej 2,29 PLN/akcja). Po około 100% wzroście kursu akcji od zmiany naszego zalecenia inwestycyjnego wciąż podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Cognor.

### Prognoza na 4Q'20

Oczekujemy, że w 4Q'20 Cognor będzie kontynuował wzrostowy trend wyników, zapoczątkowany w 3Q'20, a EBITDA kwartału wzrośnie o 10% r/r do 15,6 mln PLN. Zarząd przy okazji wyników może ogłosić rekomendację dywidendy za 2020 rok (nasze oczekiwania 0,13 PLN/akcja; 6% Dyield) oraz oczekiwany wyraźny wzrost wyników w 1Q'21. Naszym zdaniem na koniec 2020 roku dług netto w relacji do EBITDA spadnie do poziomu 1,8x.

### Konwersja obligacji zamiennych na akcje

W II'21 roku naszym zdaniem nastąpi konwersja obligacji zamiennych na akcje. Cognor ma obecnie wyemitowane 17,3 mln EUR obligacji zamiennych na akcje przy cenie konwersji 1,61 PLN/akcja. Cognor ma opcję wykupu obligacji w celu uniknięcia konwersji, ale naszym zdaniem Spółka z tego prawa nie skorzysta. Równowartość około 5,5-6 mln EUR obligacji przypada na głównego akcjonariusza Cognor - Pana Przemysława Sztuczковского, dalej dwóch inwestorów instytucjonalnych posiada obligacje o wartości 9 mln EUR. Mniejsi inwestorzy posiadają obligacje o wartości około 3 mln EUR. Mniejsi inwestorzy —3 mln EUR (około 8,4 mln akcji) mogą zdecydować się na sprzedaż swoich pakietów w rynku, co może powodować nawis podaży w perspektywie kilku nadchodzących tygodni.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 081,8	1 901,6	1 737,3	2 267,8	2 203,5
EBITDA skor.	200,0	92,9	96,9	157,5	122,2
marża EBITDA skor.	9,6%	4,9%	5,6%	6,9%	5,5%
EBIT skor.	156,2	46,7	48,9	110,6	77,3
Zysk netto skor.	93,7	11,2	14,7	73,8	46,9
P/E skor.	4,0	33,5	25,5	5,1	8,0
P/CE	3,3	5,8	4,4	3,1	4,1
P/BV	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA skor.	3,0	6,7	6,3	3,6	4,4
DPS	0,07	0,21	0,00	0,13	0,25
DYield	4,7%	9,6%	0,0%	5,9%	11,8%

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

Cena bieżąca	2,15 PLN
Cena docelowa	2,89 PLN
Kapitalizacja	376 mln PLN
Free float	96 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,7 mln PLN

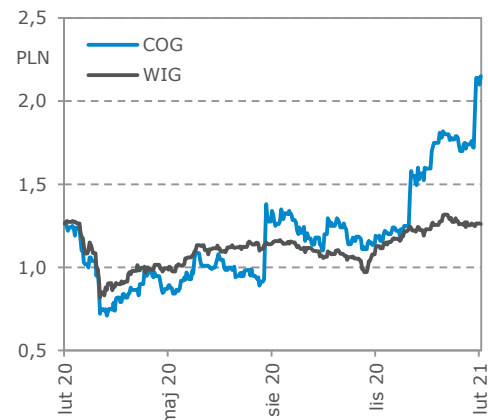
### Struktura akcjonariatu

PS HoldCo Sp. z o.o	74,58%
Pozostali akcjonariusze	25,42%

### Profil spółki

Grupa Cognor posiada około 6% udział w krajowej produkcji stali oraz około 15% udział w produkcji stali za pomocą łuku elektrycznego (EAF). Spółka posiada dwie huty: Ferrostal Łąbędy koncentrującą się na produkcji kęsów okrągłych i kwadratowych w piecach łukowych elektrycznych oraz Hutę Stali Jakościowych zajmującą się produkcją kęsów i wlewków ze stali jakościowych. Łączne moce produkcyjne spółki wynoszą 636 tys. ton, które w 2021 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	2,89	2,29	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	2,15	2,89	+34,4%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	+20,9%	+15,6%	+5,9%
EBITDA	+41,0%	+5,7%	+0,1%
Zysk netto	+101,1%	+13,0%	+0,3%
Wolumen sprzedaży	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Ceny produktów	+20,6%	+15,2%	+6,1%
Ceny złomu	+41,3%	+35,5%	+14,8%

### 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

Według naszych szacunków, posiadacze obligacji zamiennych na akcje posiadają jeszcze zadłużenie w kwocie około 17,3 mln EUR, które może obecnie być wymienione na akcje. Duża ilość akcji posiadana przez byłych obligatariuszy może powodować presję na notowania, gdyż byli wierzyciele prawdopodobnie będą chcieli odzyskać część zainwestowanych środków. Znaczny poziom oporu dostrzegamy na poziomie 1,61 PLN/akcja, gdyż właśnie po tej cenie konwersji warranty będą mogły być konwertowane na akcje.

## Agresywna strategia rozwojowa w przeszłości

Historia pokazała, że Zarząd Cognor w celu realizacji ambitnych projektów akwizycyjnych decydował się na wysokie emisje długu. Niewykluczone, że jeśli koniunktura się poprawi w nadchodzących dwóch latach, to Zarząd Cognor ponownie zdecyduje się na ambitne przejęcia i ponowne zadłużenie Grupy Kapitałowej.

## Rosnące ceny energii elektrycznej

Ceny energii elektrycznej odpowiadają za około 10% łącznych kosztów działalności Grupy Cognor. Wzrost cen wywołany przez rosnące ceny węgla energetycznego może negatywnie wpływać na rentowność prowadzonej działalności w przyszłości.

## Historycznie wysoka koncentracja na pojedynczego klienta

Jeszcze w 2013 roku Sholz Edelstahl GmbH odpowiadała za 16% łącznych obrotów Huty Stali Jakościowych, a Węglkokoks i Coutinho&Ferrostal za odpowiednio 20% i 12% obrotów Ferrostal. Dużym klientem Ferrostalu są walcownie Alchemii – 11% obrotów w 2013 roku. W latach 2014-16 żaden z pojedynczych odbiorców nie odpowiadał za więcej niż 10% obrotów Ferrostalu, ani Huty Stali Jakościowych.

## Wpływ COVID-19 na wyniki

Epidemia COVID-19 negatywnie wpłynęła na produkcję i sprzedaż samochodów osobowych na całym świecie (drugi największy klient branży stalowej). Spadek popytu na stal przełożył się na konieczność wyłączenia hut i drastycznych cięć wolumenów produkcji.

## Wycena

Wartość akcji spółki Cognor na podstawie wyceny DCF szacujemy na 2,60 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,79 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	2,79
Wycena DCF	50%	2,60
	cena wynikowa	2,70
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>2,89</b>

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Grupy Cognor odnosimy do światowych producentów i dystrybutorów stali. Dodatkowo do wyceny porównawczej dodajemy Alumetal, który również topi żelazo na stopy, ale jego podstawowym surowcem jest aluminium. W wycenie zastosowaliśmy 20%

dyskonto do grupy porównawczej ze względu na obecność obligacji zamiennych na akcje oraz dużej zmienności wyników w zależności od kształtowania się relacji cen złomu i produktów końcowych.

## Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ALUMETAL SA	Polska	16,8	14,2	12,6	10,2	8,7	7,9
ARCELORMITTAL	Luksemburg	-	7,4	8,3	8,7	4,3	4,2
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	13,1	10,5	9,6	5,1	4,1	3,7
COMMERCIAL METALS CO	USA	9,1	11,5	10,9	5,2	5,6	5,5
HITACHI METALS LTD	Japonia	-	-	38,7	20,8	34,3	9,8
HYUNDAI STEEL CO	Korea Pld.	-	21,9	14,2	10,0	7,8	7,0
JFE HOLDINGS INC	Japonia	-	-	9,5	9,5	15,7	8,0
JSW STEEL LTD	Indie	32,8	14,6	11,2	13,2	8,6	7,0
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	-	28,7	16,1	9,7	5,7	4,7
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	24,0	8,3	9,3	5,0	4,1	3,8
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	6,1	12,4	10,6	-	-	-
NUCOR CORP	USA	18,0	12,8	16,2	8,3	7,1	7,7
OLYMPIC STEEL INC	USA	-	14,1	19,4	-	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	-	21,7	11,2	13,1	6,7	5,4
POSCO	Korea Pld.	16,4	9,3	8,5	5,9	4,5	4,0
SALZGITTER AG	Niemcy	-	10,4	7,3	16,3	4,7	4,2
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	-	11,2	10,3	15,4	5,1	4,7
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	-	6,5	6,8	5,2	7,8	5,9
STEEL DYNAMICS INC	USA	14,4	10,2	12,8	8,5	6,6	7,0
TATA STEEL LTD	Indie	46,7	18,7	8,6	10,9	8,1	6,5
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	-	-	32,2	-	2,7	1,8
UNITED STATES STEEL CORP	USA	-	13,1	89,5	-	6,1	8,5
VOESTALPINE AG	Austria	-	-	15,8	8,8	9,8	6,2
Maksimum		46,7	28,7	89,5	20,8	34,3	9,8
Minimum		6,1	6,5	6,8	5,0	2,7	1,8
<b>Mediana</b>		<b>16,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,2</b>	<b>9,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>
Cognor		25,5	5,1	8,0	6,3	3,6	4,4
premia (dyskonto)		54,0%	-59,0%	-28,3%	-34,1%	-45,9%	-24,6%

## Implikowana wycena

Mediana	16,6	12,4	11,2	9,5	6,6	5,9
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%

**Wartość firmy (PLN)** **2,79**

## Dodatkowe założenia

### Dane sprzedażowe Huty Ferrostał w latach 2016-2024P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Kęsy</b>	<b>85,3</b>	<b>119,2</b>	<b>81,8</b>	<b>110,3</b>	<b>89,9</b>	<b>82,8</b>	<b>76,1</b>	<b>70,0</b>	<b>64,4</b>
Pręty gładkie	29,3	30,0	30,3	30,9	26,2	29,3	29,9	30,5	31,1
<b>Płaskowniki</b>	<b>61,4</b>	<b>48,1</b>	<b>44,1</b>	<b>39,9</b>	<b>39,9</b>	<b>44,7</b>	<b>45,6</b>	<b>46,5</b>	<b>47,4</b>
Kwadraty	7,7	6,5	8,3	8,7	8,7	9,8	10,0	10,2	10,4
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>188,1</b>	<b>202,1</b>	<b>213,7</b>	<b>211,1</b>	<b>246,2</b>	<b>251,1</b>	<b>256,1</b>	<b>261,2</b>	<b>266,5</b>
Kątowniki	24,9	17,5	22,3	22,0	21,4	24,0	24,5	25,0	25,5
Inne	6,6	3,1	1,1	1,5	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8
Średnie spready (PLN/ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Kęsy</b>	<b>718</b>	<b>878</b>	<b>1 046</b>	<b>920</b>	<b>840</b>	<b>826</b>	<b>827</b>	<b>890</b>	<b>907</b>
Pręty gładkie	1 121	1 069	1 365	1 408	1 266	1 351	1 334	1 362	1 360
<b>Płaskowniki</b>	<b>1 158</b>	<b>1 075</b>	<b>1 386</b>	<b>1 401</b>	<b>1 233</b>	<b>1 310</b>	<b>1 295</b>	<b>1 325</b>	<b>1 324</b>
Kwadraty	1 131	1 048	1 342	1 331	1 151	1 210	1 197	1 234	1 237
<b>Pręty żebrowane</b>	<b>823</b>	<b>937</b>	<b>1 151</b>	<b>1 101</b>	<b>973</b>	<b>1 126</b>	<b>1 113</b>	<b>1 106</b>	<b>1 109</b>
Kątowniki	1 170	1 050	1 397	1 403	1 224	1 300	1 285	1 315	1 315
Inne	1 421	1 117	1 892	1 643	1 353	1 459	1 438	1 458	1 452

Źródło: mBank

### Dane sprzedażowe Huty Stali Jakościowych w latach 2016-2024P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Kęsy</b>	<b>40,5</b>	<b>66,2</b>	<b>58,7</b>	<b>74,7</b>	<b>80,1</b>	<b>76,1</b>	<b>77,6</b>	<b>79,2</b>	<b>80,8</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>153,7</b>	<b>156,5</b>	<b>175,6</b>	<b>157,6</b>	<b>154,7</b>	<b>165,5</b>	<b>168,8</b>	<b>172,2</b>	<b>175,6</b>
Blachy grube	5,7	7,7	1,6	3,7	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6
Blachy cienkie	0,6	0,5	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Inne	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Średnie spready (PLN/ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Kęsy</b>	<b>979</b>	<b>1 176</b>	<b>1 486</b>	<b>1 145</b>	<b>1 146</b>	<b>926</b>	<b>929</b>	<b>1 010</b>	<b>1 032</b>
<b>Pręty dużych średnic</b>	<b>1 553</b>	<b>1 709</b>	<b>2 192</b>	<b>2 115</b>	<b>1 800</b>	<b>1 704</b>	<b>1 681</b>	<b>1 708</b>	<b>1 703</b>
Blachy grube	1 885	1 742	3 446	2 589	2 772	2 863	2 800	2 747	2 702
Blachy cienkie	10 284	9 897	10 307	9 970	10 702	12 313	11 924	11 219	10 848
Inne	20 891	24 078	22 173	19 436	22 448	26 309	25 437	23 767	22 914

Źródło: mBank

## Założenia makro w latach 2016-2024P

Makro	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Blacha walcowana (PLN/t)	1 919	2 417	2 588	2 463	2 425	2 900	2 800	2 600	2 550
Profil HEB (PLN/t)	2 240	2 282	2 614	2 593	2 489	3 000	2 900	2 750	2 600
Pręt żebrowany (PLN/t)	2 170	2 139	2 439	2 275	2 150	2 800	2 700	2 450	2 350
Produkcja stali Polska (mln ton)	8,9	10,3	10,3	9,1	8,0	8,4	8,6	8,7	8,9
udział Polska %	166	169,0	169,0	159,0	136,6	143	148	149	151
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,83	3,91	3,60	3,60	3,60	3,60
Koks (USD/t)	119	179	193	170	127	155	160	155	155
Ruda (USD/t)	59	72	70	102	106	140	100	85	85
Złom (USD/t)	215	282	343	297	277	445	420	350	320
BOF (USD/t)	212	282	299	327	303	410	344	303	296
EAF (USD/t)	239	315	383	331	308	496	468	390	357
BOF-EAF (USD/t)	-28	-33	-83	-4	-5	-86	-124	-88	-61
BOF (PLN/t)	835	1 066	1 081	1 253	1 186	1 478	1 239	1 089	1 066
EAF (PLN/t)	944	1 190	1 381	1 267	1 206	1 786	1 686	1 405	1 284
Złom (PLN/t)	847	1 067	1 238	1 136	1 082	1 602	1 512	1 260	1 152

Źródło: mBank

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- W wycenie zakładamy parametr Beta na poziomie 1,2x. Wyższa wartość związana jest z dużą cyklicznością działalności jaką prowadzi Cognor. Dodatkowo, za wyższym dyskontem przemawia możliwy duży nawis podaży akcji po zamianie warrantów na akcje przez wierzycieli.

- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na początek lutego 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2019 roku. Do długu netto dodajemy wartość dywidendy za 2018 rok (0,28 PLN/akcja), która została wypłacona na początku 2020 roku.

### Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	+
Przychody ze sprzedaży	1 737,3	2 267,8	2 203,5	2 034,2	1 966,5	1 981,9	1 998,5	1 998,4	1 999,0	1 995,2	1 998,3
zmiana	-8,6%	30,5%	-2,8%	-7,7%	-3,3%	0,8%	0,8%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,2%
EBITDA	119,1	157,5	122,2	119,1	106,0	101,9	103,5	100,3	96,8	95,6	92,3
marża EBITDA	6,9%	6,9%	5,5%	5,9%	5,4%	5,1%	5,2%	5,0%	4,8%	4,8%	4,6%
Amortyzacja	47,9	46,9	44,9	43,6	42,7	42,5	42,9	43,8	44,0	44,1	44,1
EBIT	71,2	110,6	77,3	75,5	63,2	59,4	60,7	56,6	52,8	51,5	48,2
marża EBIT	4,1%	4,9%	3,5%	3,7%	3,2%	3,0%	3,0%	2,8%	2,6%	2,6%	2,4%
Opodatkowane EBIT	9,8	17,3	11,0	10,6	8,3	7,6	7,8	7,0	6,3	6,1	5,5
NOPLAT	61,3	93,3	66,4	64,9	54,9	51,8	52,9	49,5	46,5	45,4	42,8
CAPEX	-50,0	-33,0	-34,5	-35,2	-36,3	-37,7	-39,6	-42,9	-42,9	-43,1	-43,2
Kapitał obrotowy	-23,2	-14,8	7,3	7,6	3,0	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,2	-0,1
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	36,1	92,4	84,0	80,8	64,4	56,0	55,4	50,4	47,6	46,6	43,5
WACC	7,9%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%
współczynnik dyskonta	1,00	0,93	0,86	0,79	0,72	0,66	0,61	0,55	0,51	0,46	0,42
PV FCF	36,1	85,9	72,0	63,6	46,5	37,1	33,6	28,0	24,1	21,6	18,5
WACC	7,9%	8,2%	8,3%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%
Koszt długu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	36,4%	30,5%	27,9%	23,9%	22,0%	20,2%	18,1%	16,8%	15,6%	14,3%	13,6%
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)	618,2
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	286,5
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	448,7
Wartość firmy (EV)	735,1
Dług netto	261,9
Udziałowcy mniejszościowi	18,4
<b>Wartość firmy</b>	<b>454,8</b>
Liczba akcji (mln)	175,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,60
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	<b>2,79</b>

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	4,3
P/E ('21) dla ceny docelowej	6,6
Udział TV w EV	39,0%

### Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	2,08	2,21	2,37	2,57	3,21
WACC +0,5 p.p.	2,23	2,38	2,56	2,80	3,60
WACC	2,40	2,57	<b>2,79</b>	3,08	4,09
WACC -0,5 p.p.	2,58	2,78	3,05	3,40	4,71
WACC -1,0 p.p.	2,79	3,03	3,34	3,78	5,53



## Prognoza na 4Q'20

W 4Q'20 zakładamy 3% r/r wzrost **wolumenu sprzedaży** produktów i półproduktów oraz 17% r/r spadek wolumenu sprzedaży złomów. Zakładamy, że **przychody** w 4Q'20 spadną o 6% r/r do 437 mln PLN.

Mimo niższej sprzedaży naszym zdaniem w 4Q'20 pozytywnie na Grupę wpływać będzie spadek kosztów produkcji związanych z przeprowadzonym programem inwestycyjnym w Hucie Stali Jakościowych oraz niższe ceny elektrod grafitowych. Dodatkowo Grupie sprzyjało osłabienie PLN do EUR, oraz ożywienie zamówień od klientów z branży motoryzacyjnej.

W efekcie oczekujemy, że w 4Q'20 Cognor będzie kontynuował wzrostowy trend wyników, zapoczątkowany w 3Q'20, a EBITDA wzrośnie o 10% r/r do 15,6 mln PLN.

### Prognoza wyników Grupy Cognor w 4Q'20

(mln PLN)	4Q'20P	4Q'19	zmiana
Przychody	436,7	466,1	-6,3%
EBITDA	15,6	14,2	10,2%
marża	3,6%	3,0%	
EBIT	3,6	2,6	41,7%
Zysk netto	0,5	-5,1	-

Zródło: Cognor, mBank

## Zamiana obligacji na akcje

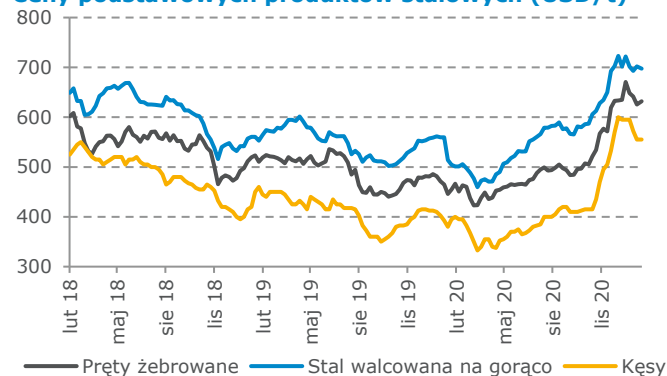
W lutym 2021 roku (prawdopodobnie trzeci tydzień lutego) naszym zdaniem nastąpi **konwersja obligacji zamiennych na akcje**. Cognor ma obecnie wyemitowane **17,3 mln EUR** obligacji zamiennych na akcje przy cenie konwersji **1,61 PLN/akcja**. Cognor ma opcję wykupu obligacji w celu uniknięcia konwersji, ale naszym zdaniem Spółka z tego prawa nie skorzysta (małe prawdopodobieństwo gotówkowego wykupienia obligacji). Równowartość około **5,5-6 mln EUR** obligacji przypada na głównego akcjonariusza Cognor - Pana Przemysława Sztuczkińskiego, dalej dwóch inwestorów instytucjonalnych posiada obligacje o wartości **9 mln EUR**. Mniejsi inwestorzy posiadają obligacje o wartości około **3 mln EUR**. O ile mało prawdopodobne żeby duzi inwestorzy instytucjonalni sprzedawali akcje w rynku (bardziej prawdopodobne transakcje pakietowe), to ci mniejsi (3 mln EUR; około 8,4 mln akcji) mogą decydować się na sprzedaż swoich pakietów w rynku, co może powodować nawet podażowy w perspektywie kilku nadchodzących tygodni. Naszym zdaniem raczej mało prawdopodobne by kurs spadał mocno poniżej ceny konwersji (1,61 PLN), gdyż wówczas obligatariusze notują straty. Podaż naszym zdaniem jest okazją do zwiększenia zaangażowanie w akcje Cognor z uwagi na korzystne otoczenie w IH'21.

## Otoczenie rynkowe

**Ceny produktów stalowych w Chinach rosły nieustannie od III'20**. Na początku 2021 roku wzrost cen spowolnił, co naszym zdaniem związane jest z nadchodzącymi obchodami Chińskiego Nowego Roku, co przekłada się na spadek aktywności przedsiębiorstw i wzrost zapasów. **Styczeniowy odczyt PMI w przemyśle stalowym w Chinach zaskoczył negatywnie** (spadek o 1,5 pkt do 44,3 pkt), głównie za sprawą niższych nowych zamówień z kraju (indeks zamówień z rynku wewnętrznego spadł o 7 pkt do 35 pkt). Koniunktura wewnątrz Chin nieco spadła w końcu 2020 roku, co również widać na słabszych (ale sygnalizujących wzrost gospodarczy) wskaźnikach PMI dla przemysłu. W przypadku PMI dla przemysłu w Chinach pozytywnie zaskoczył indeks nowych zamówień eksportowych (wzrost o 0,8 pkt do 55 pkt).

W poprzednich kwartałach w przypadku PMI w przemyśle stalowym w Chinach subindeks nowych zamówień z eksportu był wyraźnie poniżej 50 pkt w związku ze spadkiem koniunktury, spowodowanym pandemią COVID-19. Z kolei wysoko ponad 50 pkt znajdował się subindeks nowych zamówień krajowych. Naszym zdaniem po obchodach Chińskiego Nowego Roku popyt z rynku lokalnego wróci (efekt wzrostu popytu na wyroby z Chin po zwalczeniu pandemii COVID-19, liczne ogłaszane programy infrastrukturalne), co przełoży się na wzrost całego indeksu PMI.

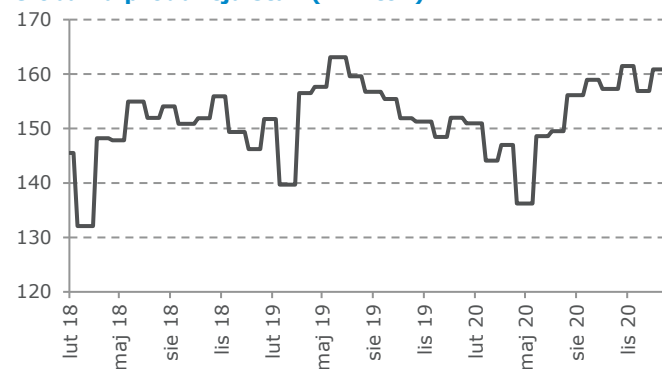
### Ceny podstawowych produktów stalowych (USD/t)



Zródło: Bloomberg, mBank

Ceny produktów stalowych w Chinach dotarły do poziomów z 2018 roku, który był bardzo dobry dla światowego hutnictwa. Globalna produkcja stali w 2H'20 wróciła do poziomów powyżej 2018 roku, co gwarantuje **ponad 80% wykorzystanie globalnych mocy produkcyjnych**.

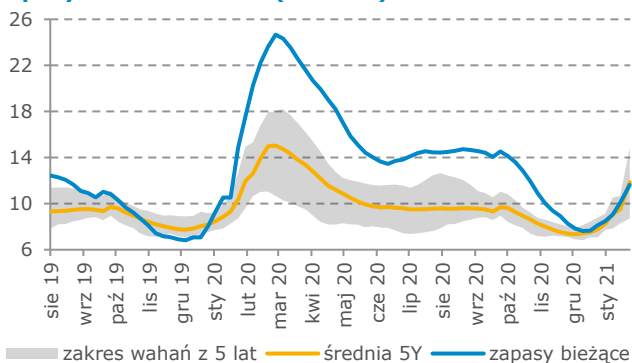
### Globalna produkcja stali (mln ton)



Zródło: Bloomberg, mBank

Pozytywnym zaskoczeniem na rynku stali w Chinach w 2020 roku był dynamiczny spadek zapasów z rekordowych poziomów powstałych po pandemii COVID-19 na wiosnę 2020 roku. **Spadek zapasów był pozytywny dla cen produktów stalowych**. Obecnie zapasy sezonowo odbijają, co związane jest z obchodami Chińskiego Nowego Roku. Wciąż jednak utrzymują się poniżej poziomów średniej za ostatnie 5 lat.

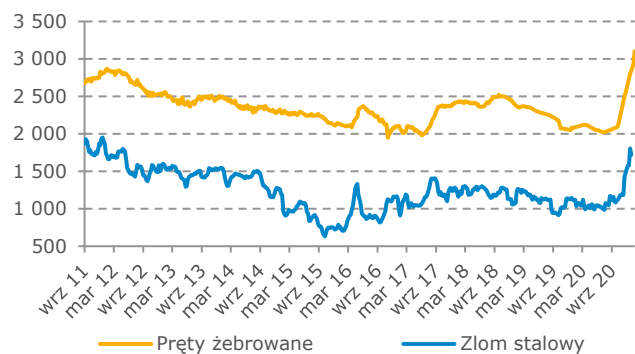
**Zapasy stali w Chinach (mln ton)**



Źródło: Bloomberg, mBank

W Polsce ceny wyrobów płaskich gorącowalcowanych wzrosły do poziomu 3400 PLN/t – najwyżej odkąd zbieramy dane o cenach, a prętów żebrowanych do 3100 PLN/t – najwyżej od 2011 roku. Już wiadomo, że krajowi producenci prętów kontraktują sprzedaż po ponad 3000 PLN/t na II’21. Powodem wzrostów cen jest ożywienie popytu ze strony przemysłu, producentów samochodów i ceny stali równające do tych dynamicznie rosnących w Chinach. Dodatkowo w styczniu **Rosja** w związku z gwałtownymi wzrostami cen wyrobów stalowych **nałożyła cła eksportowe na złom** stalowy (z 5% do 15%), **kęsy** (do 13%) oraz **pręty żebrowane** (do 12%). W efekcie przy wyłączonych hutach w technologii wielkopiecowej w Europie (w 2Q’20 około 40% mocy było wyłączone) na rynku zaczyna brakować towarów (a jesteśmy przed rozpoczęciem sezonu budowlanego), a **producenci szybko podnoszą ceny stali**.

**Ceny blachy gorącowalcowanej oraz prętów żebrowanych w Polsce (PLN/t)**

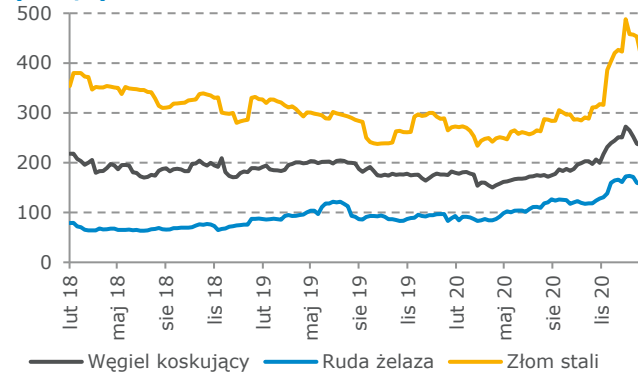


Źródło: PUDS, mBank

W związku ze wzrostem cen produktów stalowych huty w Europie decydują się na wznowienie zatrzymanej w 2Q’20 produkcji. Decyzję o **reaktywacji oddziałów hutniczych** w Belgii (w Ghent 2,3 mln ton stali rocznie), Hiszpanii (Sestao 1 mln ton stali rocznie) i we Włoszech (w Tarantu piec numer 2 o mocy 1,6 mln ton rocznie) podjął Arcelor Mittal, a Voestalpine podjął decyzję o wznowieniu produkcji w drugiej hucie w Austrii (w Donwitz 0,7 mln ton stali rocznie). W Koszycach planowane jest uruchomienie 3-ciego pieca w hucie produkującej 4,5 mln ton stali rocznie.

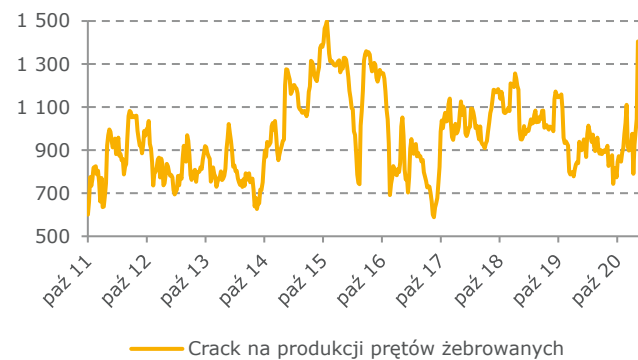
W efekcie planowego ponownego włączenia hut ceny koksu oraz złomu wyraźnie wzrosły na rynku europejskim. W Rotterdamie w połowie I’21 za **złom** płacono **1800 PLN/t**, podczas gdy średnia za 2020 rok wyniosła 1110 PLN/t. Obecnie ceny złomu stabilizują się na poziomach blisko 1500 PLN/t, co z kolei przekłada się na **wzrost marży na produkcji prętów żebrowanych do najwyższych poziomów od 2018 roku**.

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



Źródło: Bloomberg, mBank

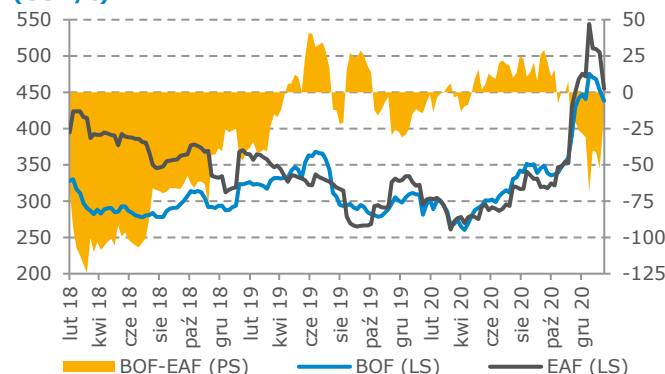
**Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)**



Źródło: Bloomberg, mBank

Wyższe ceny złomu stalowego przełożyły się w końcu 2020 roku wzrost kosztów produkcji producentów elektrycznych (EAF). Obecnie na rynku **produkcja kęsów w technologii elektrycznej (EAF) jest około 20-30 USD/t tańsza niż w technologii wielkopiecowej (BOF)**. Naszym zdaniem obserwowany dynamiczny wzrost uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> oraz niedobory końcowych produktów na rynku powinny zrekompensować efekt wyższych kosztów złomów.

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

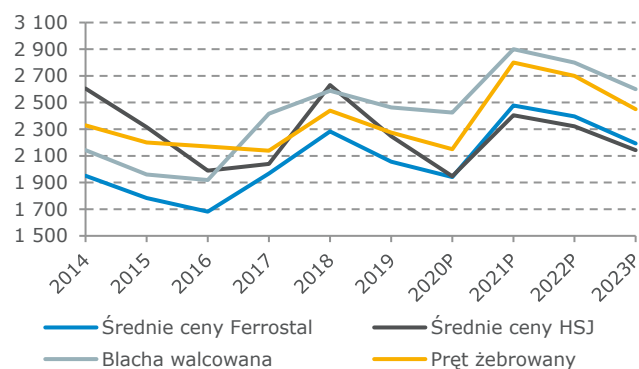


Źródło: Bloomberg, mBank

W naszych prognozach oczekujemy, że ceny wyrobów Ferrostalu i HSJ będą podążały za cenami światowymi. Zakładamy, że **w efekcie poprawy spreadów** na prętach żebrowanych, **wynik EBITDA całej Grupy w 2021 roku wzrośnie do 158 mln PLN**. Liczymy na wyraźną poprawę marży produktowych w 2021 roku w Ferrostal. Tylko nieznaczna poprawę marży naszym zdaniem zanotuje HSJ.

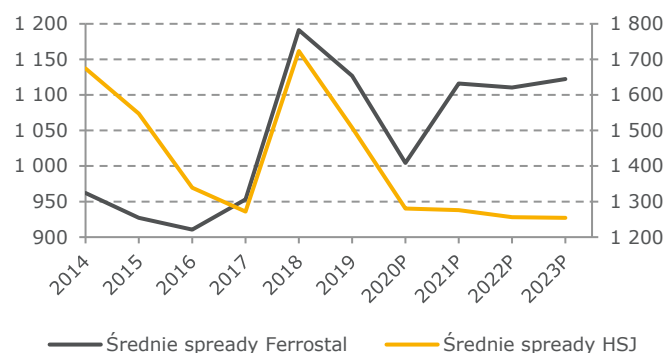


### Ceny blachy walcowanej, prętów żebrowanych oraz średnie ceny w Ferrostral i HSJ (PLN/t)



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

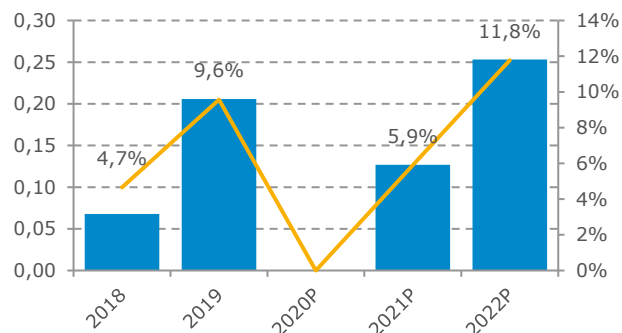
### Średnie zakładane spready w Ferrostral i HSJ – marża na tonę (PLN/t)



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

Naszym zdaniem **na koniec 2020** dług netto w relacji do **EBITDA spadnie do poziomu 1,8x**, a brak chęci Spółki do wykupu obligacji zamiennych na akcję przybliżyć będzie Zarząd do podjęcia decyzji o **wypłacie dywidendy z zysku za 2020 rok (szacujemy 0,13 PLN/akcja i Dyield 6%)**. Z kolei po bardzo dobrych oczekiwanych wynikach w 2021 roku Cognor jest w stanie wypłacić nawet do 0,25 PLN dywidendy na akcję **w 2022 roku, co dawałoby 12% Dyield** przy dzisiejszym kursie i zakładanej pełnej konwersji obligacji na akcje.

### Wartość dywidendy na akcję (LP; PLN) oraz stopa dywidendy (PP; %) Grupy Cognor przy pełnym rozwodnieniu akcji



Źródło: Cognor, prognozy mBank

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	1 352,4	1 901,6	2 081,8	1 901,6	1 737,3	2 267,8	2 203,5	2 034,2	1 966,5
zmiana	-0,9%	40,6%	9,5%	-8,7%	-8,6%	30,5%	-2,8%	-7,7%	-3,3%
Ferrostal	678,4	838,8	916,6	872,9	842,1	1 098,3	1 063,3	978,9	945,5
HSJ	400,2	471,8	623,7	532,3	465,9	592,1	583,1	552,3	541,7
Złomrex Metal	95,0	130,9	172,8	141,8	126,0	132,3	134,9	137,6	140,4
Pozostałe	202,3	454,1	355,5	364,5	316,7	391,0	377,5	350,4	337,0
Amortyzacja	37,9	41,3	43,9	45,6	47,1	46,0	44,0	42,7	41,9
Zużycie materiałów i energii	747,2	1 129,9	1 364,5	1 229,5	1 113,1	1 532,0	1 490,0	1 327,2	1 268,0
w tym złom	527,3	761,9	807,6	725,1	720,4	1 121,6	1 067,9	898,6	830,4
w tym energia elektryczna	126,0	124,4	137,4	124,0	175,4	187,4	195,8	198,7	203,9
Usługi obce	228,4	152,5	170,6	177,0	177,2	185,4	190,7	196,4	202,4
Podatki i opłaty	9,2	10,8	11,9	10,0	10,7	10,4	10,1	9,9	9,8
Wynagrodzenia	136,2	161,3	183,6	181,6	183,7	186,5	196,0	201,0	206,3
Pozostałe koszty rodzajowe	4,3	4,7	6,2	7,1	6,0	6,4	6,5	6,3	6,4
Koszt sprzedanych towarów i materiałów	148,8	201,8	227,2	192,9	158,4	195,5	188,8	175,2	168,5
zmiana stanu produktów	14,4	13,0	79,5	-10,2	20,0	5,0	0,0	0,0	0,0
<b>Koszty wytworzenia</b>	1 209,7	1 573,0	1 805,5	1 730,6	1 676,2	2 157,2	2 126,1	1 958,7	1 903,3
Koszty sprzedaży	50,0	65,8	76,7	75,3	71,3	74,6	76,8	79,0	81,4
Koszty zarządu	37,9	50,5	46,0	48,1	44,8	45,7	46,6	47,5	48,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1,7	-0,7	2,6	6,9	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zdarzenia jednorazowe	3,4	-5,2	0,0	7,9	22,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	56,5	99,2	156,2	54,6	71,2	110,6	77,3	75,5	63,2
zmiana	329,9%	75,5%	57,5%	-65,1%	30,3%	55,5%	-30,1%	-2,4%	-16,3%
marża EBIT	4,2%	5,2%	7,5%	2,9%	4,1%	4,9%	3,5%	3,7%	3,2%
<b>EBIT skor.</b>	53,1	104,4	156,2	46,7	48,9	110,6	77,3	75,5	63,2
<b>EBITDA skor.</b>	91,2	145,7	200,0	92,9	96,9	157,5	122,2	119,1	106,0
Wynik na działalności finansowej	-63,0	-31,2	-62,8	-30,8	-25,5	-19,5	-19,5	-19,5	-19,5
Koszt odsetek	45,9	52,0	38,3	20,9	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Zysk z tyt. wykupu obligacji, różnice kursowe	-10,5	20,8	-25,1	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	-6,4	68,1	92,8	22,3	45,7	91,1	57,8	56,0	43,7
Podatek dochodowy	7,9	18,1	20,7	2,6	8,7	17,3	11,0	10,6	8,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	2,3	3,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	1,5	47,6	68,5	19,1	37,0	73,8	46,9	45,4	35,4
zmiana	-110,3%	3019,5%	44,0%	-72,1%	93,5%	99,6%	-36,5%	-3,2%	-21,9%
marża	0,1%	2,5%	3,3%	1,0%	2,1%	3,3%	2,1%	2,2%	1,8%
<b>Zysk netto skor.</b>	8,6	31,9	93,7	11,2	14,7	73,8	46,9	45,4	35,4
Amortyzacja	38,1	41,3	43,9	46,2	47,9	46,9	44,9	43,6	42,7
<b>EBITDA</b>	94,6	140,5	200,1	100,8	119,1	157,5	122,2	119,1	106,0
zmiana	93,0%	48,6%	42,4%	-49,6%	18,1%	32,2%	-22,4%	-2,6%	-11,0%
marża EBITDA	7,0%	7,4%	9,6%	5,3%	6,9%	6,9%	5,5%	5,9%	5,4%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	75,3	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
EPS	0,0	0,3	0,4	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
CEPS	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,4
ROAE	1,1%	21,1%	24,6%	7,4%	12,5%	21,2%	13,4%	12,5%	9,7%
ROAA	0,2%	5,0%	6,8%	1,8%	3,7%	6,3%	4,0%	4,0%	3,1%

## Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>AKTYWA</b>	895,3	950,7	1 001,4	1 051,7	1 009,9	1 173,2	1 162,2	1 139,1	1 128,6
Majątek trwały	424,9	398,5	379,3	487,2	481,3	459,4	445,5	438,1	432,6
Wartość niematerialne i prawne	11,9	13,0	18,0	22,3	27,0	30,1	33,3	36,5	39,9
Rzeczowe aktywa trwałe	292,8	285,9	284,6	375,6	373,8	357,7	345,1	334,4	325,6
Wartość firmy	15,2	15,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Należności długoterminowe	20,1	26,0	23,3	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9	40,9
Inwestycje długoterminowe	8,1	3,4	2,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Długoterminowe RM	92,1	70,2	50,6	47,2	38,3	29,4	25,0	25,0	25,0
Majątek obrotowy	470,4	552,2	622,1	564,5	528,6	713,9	716,8	701,1	696,0
Zapasy	297,7	277,5	377,0	297,0	271,3	354,2	344,1	317,7	307,1
Należności krótkoterminowe	137,0	171,9	168,0	188,3	172,1	224,6	218,2	201,5	194,8
Inwestycje krótkoterminowe	8,7	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne	25,0	102,0	76,5	79,0	85,0	134,9	154,2	181,7	193,9
Krótkoterminowe RM	1,9	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>PASYWA</b>	895,3	950,7	1 001,4	1 051,7	1 009,9	1 173,2	1 162,2	1 139,1	1 128,6
Kapitał własny	142,1	225,3	278,2	258,8	295,8	347,4	350,0	362,5	366,2
Kapitał akcyjny	150,5	177,9	180,6	185,9	185,9	185,9	185,9	185,9	185,9
Kapitał zapasowy	184,6	221,0	86,7	87,0	87,0	87,0	87,0	87,0	87,0
Zysk z lat ubiegłych	-193,1	-173,6	10,8	-14,2	22,8	74,4	77,0	89,6	93,2
Udziały mniejszości	13,8	16,5	17,7	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
Zobowiązania długoterminowe	410,7	388,8	258,4	279,3	329,6	329,6	329,6	329,6	329,6
Dług	376,4	358,0	229,2	249,7	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Zobowiązania krótkoterminowe	319,3	316,6	435,9	481,9	353,9	461,9	448,8	414,3	400,5
Zobowiązania handlowe	223,7	247,4	379,2	426,7	353,9	461,9	448,8	414,3	400,5
Dług	95,6	69,1	56,7	55,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy na zobowiązania	3,1	3,4	4,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe	6,3	0,1	6,8	13,1	12,0	15,7	15,2	14,0	13,6

Dług	472,0	427,1	285,9	304,8	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Dług netto	447,0	325,1	209,4	225,9	215,0	165,1	145,8	118,3	106,1
(Dług netto / Kapitał własny)	314,5%	144,3%	75,3%	87,3%	72,7%	47,5%	41,7%	32,6%	29,0%
(Dług netto / EBITDA)	4,7	2,3	1,0	2,2	1,8	1,0	1,2	1,0	1,0
(Dług netto / skor. EBITDA)	4,9	2,2	1,0	2,4	2,2	1,0	1,2	1,0	1,0
Factoring	10,5	4,2	2,7	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania)	110,7	121,9	139,0	157,7	157,7	157,7	157,7	157,7	157,7
Prefinansowanie złomu	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(skor. Dług netto / skor. EBITDA)	6,4	3,1	1,8	4,1	3,8	2,0	2,5	2,3	2,5
BVPS	1,9	1,3	1,6	1,5	1,7	2,0	2,0	2,1	2,1

**Przepływy pieniężne\***

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przepływy operacyjne</b>	91,6	145,4	232,2	142,5	80,4	124,5	117,6	115,1	99,7
Zysk netto	1,5	47,6	68,5	19,1	37,0	73,8	46,9	45,4	35,4
Amortyzacja	38,1	41,3	43,9	46,2	47,9	46,9	44,9	43,6	42,7
Kapitał obrotowy	6,3	10,8	43,6	61,2	-23,2	-14,8	7,3	7,6	3,0
Pozostałe	45,7	45,7	76,2	15,9	18,7	18,6	18,6	18,6	18,5
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	-27,1	-15,4	-37,6	-56,2	-50,0	-33,0	-34,5	-35,2	-36,3
CAPEX	-29,0	-15,9	-37,8	-56,2	-50,0	-33,0	-34,5	-35,2	-36,3
Inwestycje kapitałowe	1,9	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	-83,8	-52,6	-195,6	-83,8	-24,3	-41,7	-63,8	-52,3	-51,3
Dług	-28,2	-36,0	-113,2	-59,4	-4,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	-11,9	-36,0	0,0	-22,2	-44,3	-32,8	-31,8
Emisja akcji	0,0	39,8	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od obligacji zamiennych	-5,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-39,7	-52,0	-68,2	-20,9	-19,5	-19,5	-19,5	-19,5	-19,5
Pozostałe	-10,6	-4,4	-1,3	32,4	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	-19,3	77,4	-1,0	2,5	6,1	49,8	19,3	27,5	12,2
Środki pieniężne na koniec okresu	1,8	79,3	76,5	79,0	85,0	134,9	154,2	181,7	193,9
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,07	0,21	0,00	0,13	0,25	0,19	0,18
FCF	71,9	122,9	179,5	101,9	36,1	92,4	84,0	80,8	64,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-2,1%	-0,8%	-1,8%	-3,0%	-2,9%	-1,5%	-1,6%	-1,7%	-1,8%

\*Zakładając pełne rozwodnienie

**Wskaźniki rynkowe\***

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	106,0	7,9	5,5	19,7	10,2	5,1	8,0	8,3	10,6
P/E skor.	18,8	11,8	4,0	33,5	25,5	5,1	8,0	8,3	10,6
P/CE	4,1	4,2	3,3	5,8	4,4	3,1	4,1	4,2	4,8
P/BV	1,1	1,7	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0
P/S	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	11,8%	17,5%	30,6%	16,9%	6,1%	17,1%	16,1%	16,3%	13,3%
EV/EBITDA	6,6	5,1	3,0	6,2	5,1	3,6	4,4	4,3	4,7
skor. EV/EBITDA	7,1	5,0	3,0	6,7	6,3	3,6	4,4	4,3	4,7
EV/EBIT	11,0	7,2	3,9	11,4	8,6	5,1	7,0	6,8	7,9
EV/S	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3
CFO/EBITDA	97%	103%	116%	141%	68%	79%	96%	97%	94%
CFO/skor. EBITDA	100%	100%	116%	153%	83%	79%	96%	97%	94%
DYield	0,0%	0,0%	4,7%	9,6%	0,0%	5,9%	11,8%	8,7%	8,4%
<b>Cena (PLN)</b>	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	75,3	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
MC (mln PLN)	161,8	376,2	376,2	376,2	376,2	376,2	376,2	376,2	376,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	13,8	16,5	17,7	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4
EV (mln PLN)	622,6	717,8	603,3	620,5	609,6	559,7	540,4	512,9	500,7

\*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 Biura 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. 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, Comarch, Sygnity, 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\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/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, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

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 10 lutego 2021 o godzinie 07:50.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 10 lutego 2021 o godzinie 08:25.

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

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/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	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22
cena docelowa (PLN)	2,29	2,03	1,98	0,94
kurs z dnia rekomendacji	1,25	1,10	0,93	0,95

**mBank S.A.**

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

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
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, gaming

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

Piotr Poniąkowski  
+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

**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)

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

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

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