

piątek, 25 września 2020 | aktualizacja raportu

Cognor: kupuj (podtrzymana)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

Odporny na zawirowania w branży

Mimo epidemii COVID-19 i schłodzenia koniunktury w przemyśle stalowym wytwórcy oparli o technologię elektryczną (EAF) mniej odczuwają spowolnienie niż wielkopiecowi (BOF) ze względu na elastyczniejsze dostosowanie produkcji oraz większą ekspozycję na wyroby długie wykorzystywane przez mniej dotknięte budownictwo. W efekcie lepszych od oczekiwań wyników w IH'20 Cognor w 2020 roku utrzyma wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 2,1x, co naszym zdaniem pozwoli na powrót do wypłaty dywidendy w 2021 roku (zakładamy Dyield'21 10% przy pełnym rozwodnieniu akcji). Dodatkowo outlook Zarządu na 3Q'20 implikuje, że w nadchodzącym kwartale Spółka przerwie spadkowy trend wyników finansowych obserwowany w ostatnich okresach. Wyniki 2Q'20 okazały się wyższe od naszych prognoz. Uwagę zwraca niższy dług netto i przyżywość w tych warunkach przepływ gotówki z działalności operacyjnej. Podwyższamy nieznacznie nasze prognozy na 2020 rok z uwagi na wysokie wykonanie po IH'20. W efekcie nasza cena docelowa rośnie do 2,03 PLN/akcja (wcześniej 1,98 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj dla Grupy Cognor.

Wyniki 2Q'20

Raportowana EBITDA w 2Q'20 wyniosła 39 mln PLN vs. nasze oczekiwania na poziomie 30 mln PLN i 43 mln PLN w 2Q'19. Wyniki Cognor w 2Q'20 wsparte były przez dofinansowanie 8,4 mln PLN z rządowej tarczy antykryzysowej. Warto zwrócić uwagę, że w 2Q'19 Cognor zaksięgował zyski z tytułu rekompensaty wyższych kosztów energii w ramach „ustawy prądowej” za cały IH'19. Oczyszczona o zdarzenia EBITDA wyniosła 29 mln PLN i była o 20% r/r niższa, ale wyższa niż zakładaliśmy w prognozach o 29%. Dług netto na koniec IH'20 spadł o 34 mln PLN q/q do 226 mln PLN (my oczekiwaliśmy 257 mln PLN).

Sprzyja wzrost cen produktów stalowych

Wyraźnie wyższe niż w ostatnich pięciu latach zapasy stali nie przeszkadzają producentom we wprowadzeniu podwyżek cen produktów. Te w Chinach rosną nieprzerwanie praktycznie we wszystkich asortymentach od kwietnia 2020 roku. Podwyżki cen stali naszym zdaniem są głównie wymuszane przez producentów wielkopiecowych (BOF), którzy zmagają się z wyższymi cenami rudy żelaza, a ostatnio również odbiciem cen węgla koksowego.

Przewaga producentów elektrycznych utrzymuje się w 3Q'20

W 3Q'20 na rynku utrzymuje się przewaga kosztowa producentów elektrycznych (EAF) nad wielkopiecowymi (BOF). Obecnie odbijające ceny węgla koksowego mogą dalej powodować, że półprodukty (kęsy) oferowane przez producentów wielkopiecowych będą droższe. To sprzyjać będzie producentom opartym o topienie złomu w tym Cognor.

Powrót do dywidendy w 2021

W efekcie dużej odporności na spowolnienie wyników finansowych zakładamy, że Cognor w 2021 roku powróci do wypłaty dywidendy, a 0,11 PLN dywidendy na akcję implikować będzie stopę dywidendy na poziomie 10% (przy założeniu pełnego rozwodnienia).

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 081,8	1 901,6	1 695,5	1 872,9	1 968,6
EBITDA skor.	200,0	92,9	106,8	93,2	88,7
marża EBITDA skor.	9,6%	4,9%	6,3%	5,0%	4,5%
EBIT skor.	156,2	46,7	58,9	46,4	43,8
Zysk netto skor.	93,7	11,2	31,9	21,8	19,7
P/E skor.	2,1	17,2	6,0	8,8	9,8
P/CE	1,7	2,9	2,4	2,8	3,0
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA skor.	2,1	4,7	4,0	4,4	4,5
DPS	0,07	0,21	0,00	0,11	0,09
DYield	9,1%	18,7%	0,0%	9,9%	7,9%

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

Cena bieżąca	1,10 PLN
Cena docelowa	2,03 PLN
Kapitalizacja	192 mln PLN
Free float	45 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,3 mln PLN

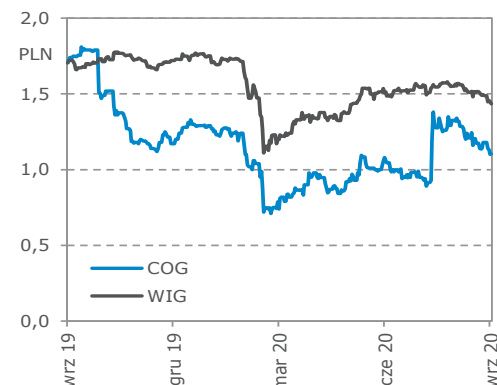
Struktura akcjonariatu

PS HoldCo Sp. z o.o	74,90%
Pozostali akcjonariusze	25,10%

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	2,03	1,98	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	1,10	2,03	+84,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	-0,1%	0,0%	0,0%
EBITDA	6,6%	0,0%	0,0%
Zysk netto	20,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu	-1,3%	0,0%	0,0%

Analityk:

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

Czynniki ryzyka

Koniunktura na światowym rynku stali

Rynek stali jest bardzo cykliczny. Przy spadku koniunktury wielkopiecowi producenci stali (BOF) nie mogą natychmiastowo zamknąć produkcji, więc plasują wyroby stalowe na rynku po każdej możliwej cenie. To z kolei powoduje presję na ceny i rentowność innych podmiotów z branży – zarówno producentów opartych o piece elektryczne (EAF), 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 CO₂ potrzebnych dla produkcji. Przy tym udziale i cenie certyfikatu na poziomie 1 EUR za tonę emisji CO₂ 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 CO₂ niż BOF.

Spadki cen rudy żelaza i węgla koksowego

Niższe ceny rudy żelaza i węgla koksowego obniżają koszty wytworzenia dla producentów stali opartych o technologię wielkopiecową (BOF). 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 17,4 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 Edelmetall 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 wyłączania hut i drastycznych cięć wolumenów produkcji. Cognor w przyszłości również prawdopodobnie odczuje spadek popytu na swoje wyroby.

Wycena

Wartość akcji spółki Cognor na podstawie wyceny DCF szacujemy na 2,17 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,61 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	1,61
Wycena DCF	50%	2,17
	cena wynikowa	1,89
	cena docelowa za 9 m-cy	2,03

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę Grupy Cognor odnosimy do światowych producentów i dystrybutorów stali. Dodatkowo do wyceny porównawczej dodajemy Alumental, 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 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	20,6	11,5	9,5	7,4	6,2	5,4
ARCELORMITTAL	Luksemburg	-	9,9	6,1	6,9	4,1	3,3
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	12,0	10,1	8,9	4,5	3,9	3,5
COMMERCIAL METALS CO	USA	8,3	10,3	11,2	4,8	5,2	5,5
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	14,2	12,9	11,2	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	-	-	34,9	19,7	15,1	8,6
HYUNDAI STEEL CO	Korea Pld.	-	14,0	10,3	8,4	6,6	6,3
JFE HOLDINGS INC	Japonia	-	-	9,4	8,7	15,5	7,7
JSW STEEL LTD	Indie	20,3	29,5	11,3	9,7	10,2	6,9
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	-	100,4	17,2	64,8	5,2	4,3
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	12,9	11,2	10,1	-	-	-
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	4,7	6,9	5,9	-	-	-
NUCOR CORP	USA	20,5	16,5	13,3	8,7	8,0	6,8
OLYMPIC STEEL INC	USA	-	19,0	-	-	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	-	12,6	7,7	9,1	5,2	4,3
POSCO	Korea Pld.	14,7	8,4	7,1	5,2	4,2	3,8
SALZGITTER AG	Niemcy	-	12,9	5,2	8,6	4,0	3,5
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	-	15,6	9,4	11,8	5,6	4,2
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	-	-	9,2	2,0	2,0	1,1
STEEL DYNAMICS INC	USA	12,5	13,1	9,1	7,3	7,5	5,5
TATA STEEL LTD	Indie	22,9	-	6,9	8,4	9,4	6,0
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	1,1	-	31,5	-	1,0	1,2
UNITED STATES STEEL CORP	USA	-	-	-	-	10,9	7,4
VOESTALPINE AG	Austria	-	-	14,2	7,6	9,0	5,5
Maksimum		22,9	100,4	34,9	64,8	15,5	8,6
Minimum		1,1	6,9	5,2	2,0	1,0	1,1
Mediana		13,6	12,9	9,5	8,4	5,9	5,5
Cognor		6,0	8,8	9,8	4,0	4,4	4,5
premia (dyskonto)		-55,5%	-31,5%	3,0%	-51,8%	-24,8%	-17,5%

Implikowana wycena

Mediana	13,6	12,9	9,5	8,4	5,9	5,5
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%

Wartość firmy (PLN) **1,61**

Dodatkowe założenia

Dane sprzedażowe Huty Ferrostal w latach 2016-2024P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Kęsy	85,3	119,2	81,8	110,3	88,2	136,7	150,4	157,9	164,2
Pręty gładkie	29,3	30,0	30,3	30,9	26,3	29,4	32,4	34,0	35,4
Płaskowniki	61,4	48,1	44,1	39,9	35,9	40,2	44,3	46,5	48,3
Kwadraty	7,7	6,5	8,3	8,7	7,4	8,3	9,2	9,6	10,0
Pręty żebrowane	188,1	202,1	213,7	211,1	221,6	232,7	244,3	249,2	254,2
Kątowniki	24,9	17,5	22,3	22,0	18,7	21,0	23,1	24,2	25,2
Inne	6,6	3,1	1,1	1,5	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7
Średnie spready (PLN/ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Kęsy	718	878	1 046	920	909	935	948	960	971
Pręty gładkie	1 121	1 069	1 365	1 408	1 380	1 407	1 424	1 439	1 453
Płaskowniki	1 158	1 075	1 386	1 401	1 373	1 401	1 417	1 432	1 446
Kwadraty	1 131	1 048	1 342	1 331	1 305	1 333	1 348	1 363	1 377
Pręty żebrowane	823	937	1 151	1 101	1 104	1 130	1 145	1 158	1 170
Kątowniki	1 170	1 050	1 397	1 403	1 375	1 402	1 419	1 434	1 448
Inne	1 421	1 117	1 892	1 643	1 606	1 635	1 653	1 670	1 685

Źródło: mBank

Dane sprzedażowe Huty Stali Jakościowych w latach 2016-2024P

Wolumeny sprzedaży (tys. ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Kęsy	40,5	66,2	58,7	74,7	67,2	70,5	72,0	73,4	74,9
Pręty dużych średnic	153,7	156,5	175,6	157,6	141,8	148,9	151,9	154,9	158,0
Blachy grube	5,7	7,7	1,6	3,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3
Blachy cienkie	0,6	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Inne	0,6	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Średnie spready (PLN/ton)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Kęsy	979	1 176	1 486	1 145	1 073	1 146	1 161	1 176	1 189
Pręty dużych średnic	1 553	1 709	2 192	2 115	1 998	2 094	2 116	2 137	2 157
Blachy grube	1 885	1 742	3 446	2 589	2 450	2 557	2 583	2 607	2 629
Blachy cienkie	10 284	9 897	10 307	9 970	9 487	9 771	9 849	9 921	9 989
Inne	20 891	24 078	22 173	19 436	18 513	19 024	19 168	19 302	19 427

Źródło: mBank

Założenia makro w latach 2016-2022P

Makro	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Blacha walcowana (PLN/t)	1 919	2 417	2 588	2 463	2 100	2 127	2 143	2 157	2 171
Profil HEB (PLN/t)	2 240	2 282	2 614	2 593	2 400	2 410	2 426	2 441	2 455
Pręt żebrowany (PLN/t)	2 170	2 139	2 439	2 275	2 050	2 046	2 062	2 077	2 090
Produkcja stali Polska (mln ton)	8,9	10,3	10,3	9,1	8,2	8,6	8,8	8,9	9,1
udział Polska %	6,8%	6,4%	6,2%	7,3%	7,5%	8,1%	8,4%	8,4%	8,5%
USD/PLN	3,94	3,78	3,61	3,84	3,95	3,60	3,60	3,60	3,60
Koks (USD/t)	119	179	193	170	150	155	155	155	155
Ruda (USD/t)	59	72	70	97	80	75	75	75	75
Złom (USD/t)	215	282	343	292	260	280	280	280	280
BOF (USD/t)	212	282	299	319	273	272	272	272	272
EAF (USD/t)	239	315	383	326	290	312	312	312	312
BOF-EAF (USD/t)	-28	-33	-83	-7	-17	-40	-40	-40	-40
BOF (PLN/t)	835	1 066	1 081	1 225	1 077	978	978	978	978
EAF (PLN/t)	944	1 190	1 381	1 251	1 145	1 124	1 124	1 124	1 124
Złom (PLN/t)	847	1 067	1 238	1 084	1 027	1 008	1 008	1 008	1 008

Źródło: mBank

Zadłużenie Grupy Cognor w latach 2016-2022P

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Należności faktoringowe (wyłączone ze sprawozdania)	110,7	121,9	139,0	157,7	157,7	157,7	157,7	157,7	157,7
Należności faktoringowe	21,7	14,7	21,0	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
Obligacje	384,2	363,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Faktoring zwrotny + odwrotny	10,5	4,2	2,7	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prefinansowanie złomu	12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostały dług	87,8	59,8	280,6	304,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Dług wynikający z zamiany	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty odsetek	45,9	47,2	32,0	21,6	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
%	9,3%	11,0%	11,3%	7,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Koszty bankowe i transakcyjne	5,7	4,8	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EUR/PLN (koniec roku)	4,42	4,18	4,30	4,25	4,40	4,30	4,30	4,30	4,30

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 października 2020 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2019 roku. Do długu netto dodajemy wartość dywidendy za 2018 roku (0,28 PLN/akcja), która zastała wypłacona na początku 2020 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	+
Przychody ze sprzedaży	1 695,5	1 872,9	1 968,6	2 029,6	2 086,6	2 128,7	2 171,8	2 187,2	2 202,8	2 213,2	2 223,7
zmiana	-10,8%	10,5%	5,1%	3,1%	2,8%	2,0%	2,0%	0,7%	0,7%	0,5%	0,5%
EBITDA	106,8	93,2	88,7	102,7	98,9	94,3	93,1	92,0	91,6	88,4	84,9
marża EBITDA	6,3%	5,0%	4,5%	5,1%	4,7%	4,4%	4,3%	4,2%	4,2%	4,0%	3,8%
Amortyzacja	47,9	46,9	44,9	43,6	42,7	42,5	42,9	43,8	44,0	44,1	44,1
EBIT	58,9	46,4	43,8	59,2	56,2	51,8	50,2	48,3	47,6	44,3	40,8
marża EBIT	3,5%	2,5%	2,2%	2,9%	2,7%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,0%	1,8%
Opodatkowane EBIT	7,5	5,1	4,6	7,5	7,0	6,1	5,8	5,5	5,3	4,7	4,1
NOPLAT	51,4	41,3	39,2	51,6	49,2	45,7	44,4	42,8	42,3	39,6	36,8
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	-22,2	0,9	0,1	-2,8	-2,6	-1,9	-1,9	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	27,2	56,0	49,7	57,2	53,1	48,6	45,7	43,0	42,7	40,1	37,2
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
współczynnik dyskonta	0,99	0,92	0,86	0,80	0,74	0,69	0,63	0,59	0,54	0,50	0,47
PV FCF	26,8	51,7	42,6	45,6	39,2	33,3	29,0	25,3	23,2	20,2	17,3
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,5%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%	7,8%	7,8%	7,8%
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	53,2%	51,3%	49,5%	46,2%	44,7%	43,5%	42,3%	41,3%	40,2%	39,5%	39,3%
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)	641,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	322,7
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	336,9
Wartość firmy (EV)	659,6
Dług netto	261,9
Udziałowcy mniejszościowi	18,4
Wartość firmy	379,3
Liczba akcji (mln)	175,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,17
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%
Cena docelowa (PLN)	2,32

EV/EBITDA ('20) dla ceny docelowej	6,0
P/E ('20) dla ceny docelowej	12,7
Udział TV w EV	48,9%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	1,47	1,62	1,82	2,09	3,04
WACC +0,5 p.p.	1,63	1,81	2,05	2,38	3,64
WACC	1,82	2,03	2,32	2,74	4,44
WACC -0,5 p.p.	2,03	2,29	2,64	3,17	5,59
WACC -1,0 p.p.	2,26	2,58	3,03	3,71	7,37

Wyniki 2Q'20

W 2Q'20 **wolumen sprzedaży** półproduktów i wyrobów hutniczych wyniósł 161 tys. ton i był o 6% r/r niższy oraz 9% wyższy niż zakładaliśmy. Wolumen sprzedaży złomów w 2Q'20 był 15% r/r niższy, ale 8% wyższy niż zakładaliśmy. W efekcie **przychody ze sprzedaży** w 2Q'20 były o 13% wyższe niż zakładaliśmy oraz 12% r/r niższe—głównie w efekcie niższych realizowanych cen.

Raportowana EBITDA w 2Q'20 wyniosła 39 mln PLN vs. nasze oczekiwania na poziomie 30 mln PLN i 43 mln PLN w 2Q'19. Wyniki Cognor w 2Q'20 wsparte były przez **zdarzenia jednorazowe** na kwotę 10 mln PLN, z czego głównym czynnikiem było dofinansowanie 8,4 mln PLN z rządowej tarczy antykryzysowej. Warto zwrócić uwagę, że w 2Q'19 Cognor zaksięgował zyski z tytułu rekompensaty wyższych kosztów energii w ramach „ustawy prądowej” za cały IH'19. **Oczyszczona o zdarzenia EBITDA** wyniosła 29 mln PLN i była o 20% r/r niższa, ale wyższa niż zakładaliśmy w prognozach o 29%. Głównymi czynnikami wpływającymi na spadek wyników były niższe realizowane spready na produktach i niższy wolumen sprzedaży.

Efekt FIFO w 2Q'20 wyniósł -3,7 vs. -9,5 w 2Q'20 (efekt spadku cen). Podobnie jak w 1Q'20 Cognor zdecydował się na zaksięgowanie 2,5 mln PLN pozytywnego wpływu rekompensaty wyższych kosztów CO₂ dla branży energochłonnej. Kwota rekompensaty za 2020 rok w wysokości 10 mln PLN prawdopodobnie zostanie przyznana Spółce w 2021 roku.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej w 2Q'20 wyniósł +53 mln PLN vs. +81 mln PLN rok wcześniej. **Dług netto** na koniec IH'20 wyniósł 226 mln PLN i był o 34 mln PLN q/q niższy. Relacja długu netto do EBITDA wyniosła 2,2x na koniec IH'20. W naszych prognoza zakładaliśmy, że dług netto na koniec IH'20 wyniesie 257 mln PLN.

Wyniki finansowe Grupy Cognor za 2Q'20 na tle oczekiwań

(mln PLN)	2Q'20	2Q'19	Zmiana	2Q'20P	Różnica
Przychody	456,0	516,3	-11,7%	402,1	13,4%
EBITDA	39,0	42,9	-9,3%	30,4	28,0%
marża	8,5%	8,3%	-	7,6%	
EBIT	27,1	31,6	-14,0%	18,9	43,2%
Zysk netto	20,9	16,1	29,2%	12,3	70,2%

Źródło: Cognor, mBank

Feedback po konferencji z Zarządem

W 2Q'20 **obciążenie mocy produkcyjnych** wyniosło 107% vs. 116% w 2Q'19. Bez udziału sprzedaży złomu Grupa zwiększyła wolumen sprzedaży produktów i półproduktów o 7% r/r.

W 2Q'20 Cognor wciąż korzystał z **przewagi kosztowej** producentów elektrycznych (EAF) nad wielkopiecowym (BOF).

Spadek marży przerobowych przełożył się w 2Q'20 na spadek wyniku operacyjnego o 29,6 mln PLN. Mimo tego rekompensata w ramach tarczy antykryzysowej pozwoliła na zamortyzowanie tego negatywnego efektu. Spadek marży odczuł zarówno Ferrostal jak i HSJ. W przypadku Ferrostalu spread na tonę spadł o 13% r/r (ale +3% q/q), a w HSJ spread na tonę spadł o 19% r/r (-3% q/q).

Obecnie Zarząd odczuwa **dobre otoczenie dla wyrobów dla budownictwa, słabe perspektywy** utrzymują się u **producentów Automotive**, ale perspektywy poprawiły się

względem 2Q'20. Produkcja stali u producentów elektrycznych w Polsce utrzymuje się na wysokich poziomach względem zainstalowanych mocy produkcyjnych.

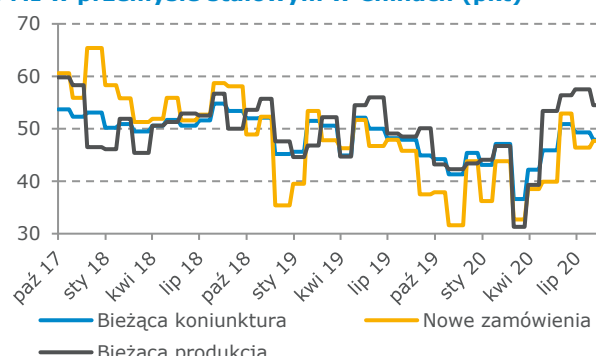
Zarząd oczekuje w **3Q'20 lekkich wzrostów cen złomu przy cenach kęsów i produktów na zbliżonych do poziomu z 2Q'20**. Spready prawdopodobnie będą nieznacznie niższe w 3Q'20 w porównaniu do 2Q'20, ale na wyraźnie niższych poziomach niż w 3Q'19. W 3Q'20 utrzymuje się przewaga kosztowa producentów elektrycznych (EAF) nad wielkopiecowymi (BOF).

Zarząd oczekuje, że EBITDA w 3Q'20 będzie na niższym poziomie niż w 2Q'20 (39 mln PLN) oraz na wyższym niż w 3Q'19 (16,9 mln PLN).

Otoczenie rynkowe

W Chinach **wskaźnik wyprzedzający PMI** wyraźnie piął się w górę od załamania, jakie miało miejsce w IV'20. W IV'20 negatywna ocena perspektyw przez branżę została wywołana przez **epidemię COVID-19**, która przełożyła się na spadek zapotrzebowania na stal przez sektor samochodowy i budowlany, a także wolumeny eksportu z Chin. W okresie wakacyjnym wskaźniki wyprzedzające wytraciły wzrostowy charakter przez mniejszą aktywną w sektorze budowlanym na co miała wpływ mniej korzystna pogoda. Wskaźnik pokazujący koniunkturę w zakresie nowych zamówień znajduje się poniżej 50 punktów, głównie przez niskie odczyty subindeksu odpowiadającego za zamówienia eksportowe.

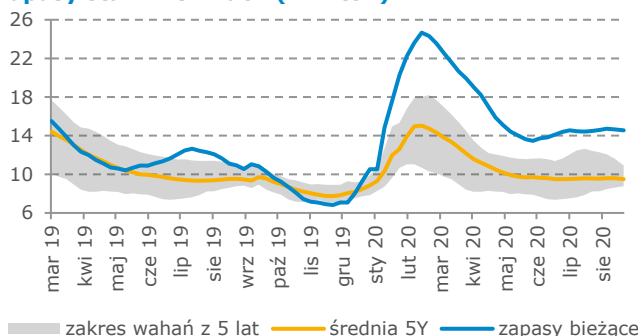
PMI w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



Źródło: Bloomberg, mBank

Problemem branży stalowej w Chinach w bieżącym roku są utrzymujące się wysokie zapasy produktów. Te wzrosły w związku z czasowym zamknięciem działalności przedsiębiorstw w kluczowych przemysłowych regionach i utrzymują się powyżej średnich poziomów z ostatnich 5-ciu lat i najwyżej od początku 2019 roku.

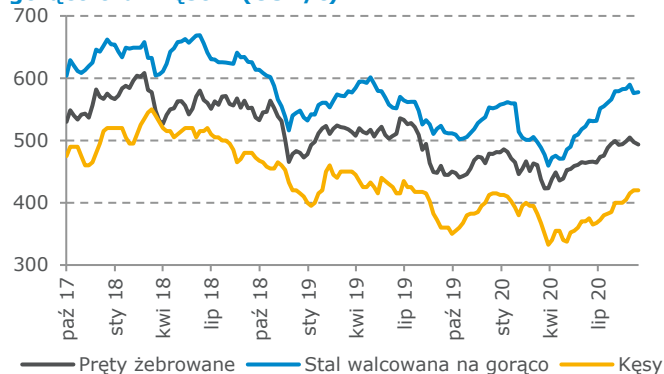
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wyższe niż zwykle zapasy nie przeszkadzają producentom na **podwyżki cen produktów**. Te w Chinach rosną nieprzerwanie praktycznie we wszystkich asortymentach od kwietnia 2020 roku.

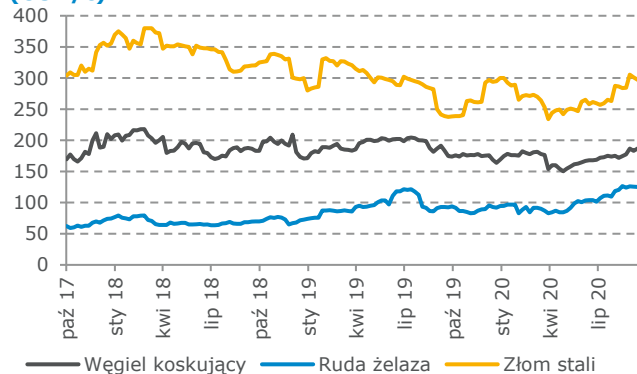
Ceny prętów żebrowanych, stali walcowanej na gorąco oraz kęsów (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

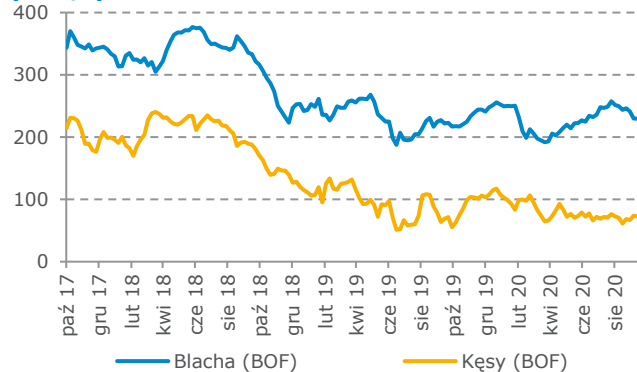
Podwyżki cen stali naszym zdaniem są głównie wymuszane przez producentów wielkopiecowych, którzy zmagają się z wyższymi cenami rudy żelaza, a ostatnio również odbiciem cen węgla koksowego. Mimo rosnących cen produktów **marże dla producentów wielkopiecowych** pozostają na raczej **niskich historycznie poziomach**.

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



Źródło: Bloomberg, mBank

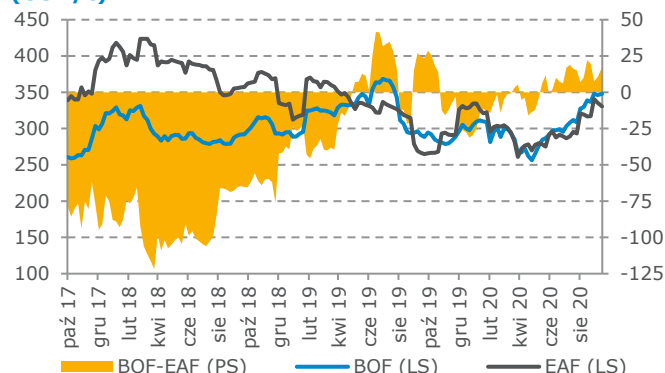
Marże dla producentów wielkopiecowych (BOF) (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wyższe ceny złomu stalowego przełożyły się w 3Q'20 na wzrost kosztów produkcji producentów elektrycznych (EAF). Mimo tego wciąż na rynku **utrzymuje się przewaga kosztowa producentów elektrycznych (EAF) nad wielkopiecowymi (BOF)**. Obecnie odbijające ceny węgla koksowego mogą dalej powodować, że półprodukty (kęsy) oferowane przez producentów wielkopiecowych będą droższe.

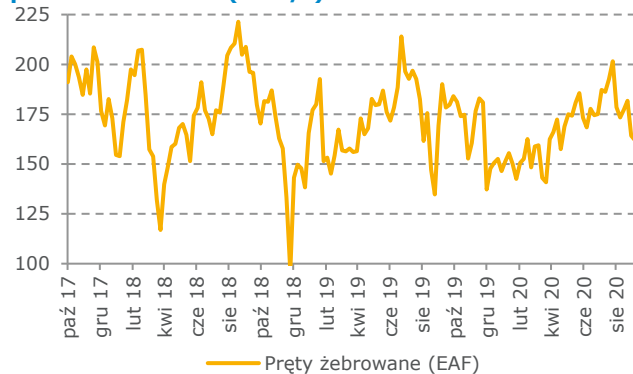
Koszty produkcji stali dla producentów wielkopiecowych (BOF) oraz elektrycznych (EAF) (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Marża producentów elektrycznych na produkcji prętów żebrowanych wyraźnie odbudowywała się w 2Q'20 oraz 3Q'20. Obecnie jednak widzimy **stabilizację marży** do średnich poziomów.

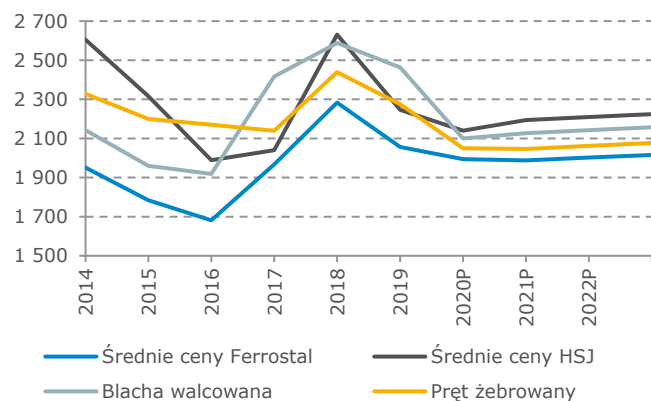
Marże na produkcji prętów żebrowanych dla producentów EAF (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

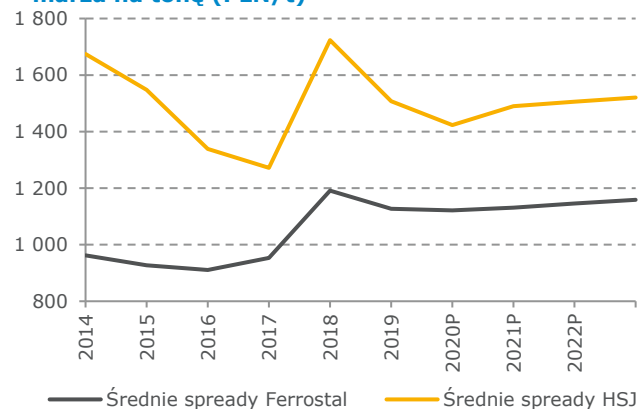
W naszych prognozach oczekujemy, że ceny wyrobów Ferrostalu i HSJ będą podążały za cenami światowymi. Zakładamy również, że **w efekcie słabszych spreadów** na produktach, **wynik całej Grupy spadnie w 2020 roku o około 85 mln PLN**. Z drugiej strony pozytywnie na wyniki wpływać będą niższe koszty elektrod grafitowych oraz oszczędności z programu inwestycyjnego (**58 mln PLN**); pomoc w ramach tarczy antykryzysowej (**10 mln PLN**), czy rekompensany wyższych kosztów CO₂ (**10 mln PLN**).

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



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

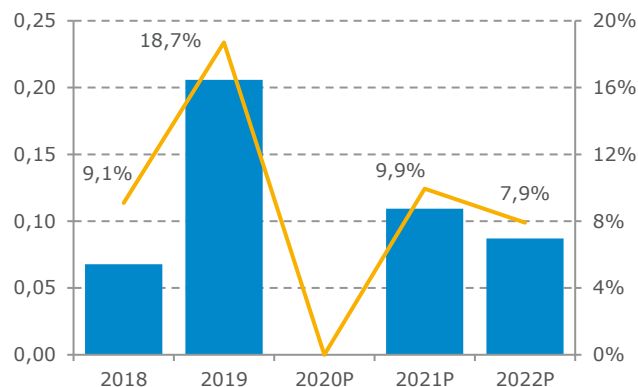
Średnie zakładane spready w Ferrostralu i HSJ – marża na tonę (PLN/t)



Źródło: Cognor, Rynek Stali, mBank

W efekcie dużej odporności na spowolnienie wyników finansowych zakładamy, że Cognor w 2021 roku powróci do wypłaty dywidendy, a **0,11 PLN dywidendy na akcję** implikować będzie **stopę dywidendy na poziomie 10%** (przy założeniu pełnego rozwodnienia).

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
Przychody ze sprzedaży	1 352,4	1 789,3	2 081,8	1 901,6	1 695,5	1 872,9	1 968,6	2 029,6	2 086,6
zmiana	-0,9%	32,3%	16,4%	-8,7%	-10,8%	10,5%	5,1%	3,1%	2,8%
Ferrostal	678,4	838,8	916,6	872,9	796,7	933,9	1 011,4	1 054,3	1 093,1
HSJ	400,2	471,8	623,7	532,3	455,4	490,2	503,6	517,1	530,7
Złomrex Metal	95,0	130,9	172,8	141,8	130,5	137,0	139,8	142,6	145,4
Pozostałe	202,3	323,4	393,0	364,5	325,5	327,2	329,5	331,7	333,8
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	1 104,0	1 227,4	1 296,7	1 324,7	1 366,5
w tym złom	527,3	761,9	807,6	725,1	637,4	705,0	743,9	766,3	786,8
w tym energia elektryczna	126,0	130,2	144,5	146,3	166,5	179,5	188,5	181,4	190,7
Usługi obce	228,4	152,5	170,6	177,0	165,9	187,0	199,5	208,8	217,9
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	170,1	185,7	203,2	212,2	221,0
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	162,7	163,6	164,8	165,9	166,9
zmiana stanu produktów	14,4	13,0	79,5	-10,2	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty wytworzenia	1 209,7	1 573,0	1 805,5	1 730,6	1 646,7	1 826,5	1 924,7	1 970,4	2 030,4
Koszty sprzedaży	50,0	65,8	76,7	75,3	70,6	79,5	84,8	88,8	92,7
Koszty zarządu	37,9	50,5	46,0	48,1	49,1	50,1	51,1	52,1	53,2
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	56,5	99,2	156,2	54,6	58,9	46,4	43,8	59,2	56,2
zmiana	329,9%	75,5%	57,5%	-65,1%	7,8%	-21,2%	-5,5%	35,1%	-5,0%
marża EBIT	4,2%	5,5%	7,5%	2,9%	3,5%	2,5%	2,2%	2,9%	2,7%
EBIT skor.	53,1	104,4	156,2	46,7	58,9	46,4	43,8	59,2	56,2
EBITDA skor.	91,2	145,7	200,0	92,9	106,8	93,2	88,7	102,7	98,9
Wynik na działalności finansowej	-63,0	-31,2	-62,8	-30,8	-19,5	-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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	-6,4	68,1	92,8	22,3	39,4	26,9	24,3	39,7	36,7
Podatek dochodowy	7,9	18,1	20,7	2,6	7,5	5,1	4,6	7,5	7,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,1	2,3	3,5	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	1,5	47,6	68,5	19,1	31,9	21,8	19,7	32,1	29,7
zmiana	-	--	44,0%	-72,1%	66,9%	-31,7%	-9,5%	63,2%	-7,5%
marża	0,1%	2,7%	3,3%	1,0%	1,9%	1,2%	1,0%	1,6%	1,4%
Zysk netto skor.	8,6	31,9	93,7	11,2	31,9	21,8	19,7	32,1	29,7
Amortyzacja	38,1	41,3	43,9	46,2	47,9	46,9	44,9	43,6	42,7
EBITDA	94,6	140,5	200,1	100,8	106,8	93,2	88,7	102,7	98,9
zmiana	93,0%	48,6%	42,4%	-49,6%	5,9%	-12,7%	-4,9%	15,9%	-3,7%
marża EBITDA	7,0%	7,9%	9,6%	5,3%	6,3%	5,0%	4,5%	5,1%	4,7%
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	0,1	0,1	0,2	0,2
CEPS	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
ROAE	1,1%	21,1%	24,6%	7,4%	11,0%	7,4%	6,6%	10,2%	9,2%
ROAA	0,2%	5,0%	6,8%	1,8%	3,2%	2,1%	1,9%	2,9%	2,7%

Bilans

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	895,3	950,7	1 001,4	1 051,7	995,1	1 035,0	1 059,6	1 090,7	1 109,9
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	513,9	575,6	614,1	652,7	677,4
Zapasy	297,7	277,5	377,0	297,0	264,8	292,5	307,5	317,0	325,9
Należności krótkoterminowe	137,0	171,9	168,0	188,3	167,9	185,5	195,0	201,0	206,7
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	80,9	97,4	111,5	134,5	144,6
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
PASYWA	895,3	950,7	1 001,4	1 051,7	995,1	1 035,0	1 059,6	1 090,7	1 109,9
Kapitał własny	142,1	225,3	278,2	258,8	290,7	293,3	297,8	316,1	323,4
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	17,7	20,3	24,8	43,1	50,4
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	344,5	380,5	399,9	412,3	423,9
Zobowiązania handlowe	223,7	247,4	379,2	426,7	344,5	380,5	399,9	412,3	423,9
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	11,7	12,9	13,6	14,0	14,4

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	219,1	202,6	188,5	165,5	155,4
(Dług netto / Kapitał własny)	314,5%	144,3%	75,3%	87,3%	75,4%	69,1%	63,3%	52,4%	48,0%
(Dług netto / EBITDA)	4,7	2,3	1,0	2,2	2,1	2,2	2,1	1,6	1,6
(Dług netto / skor. EBITDA)	4,9	2,2	1,0	2,4	2,1	2,2	2,1	1,6	1,6
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	3,5	3,9	3,9	3,1	3,2
BVPS	1,9	1,3	1,6	1,5	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8

Przepływy pieniężne*

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	91,6	145,4	232,2	142,5	76,3	88,1	83,3	91,5	88,4
Zysk netto	1,5	47,6	68,5	19,1	31,9	21,8	19,7	32,1	29,7
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	-22,2	0,9	0,1	-2,8	-2,6
Pozostałe	45,7	45,7	76,2	15,9	18,7	18,6	18,6	18,6	18,5
Przepływy inwestycyjne	-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
Przepływy finansowe	-83,8	-52,6	-195,6	-83,8	-24,3	-38,6	-34,7	-33,3	-42,0
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	-19,1	-15,2	-13,8	-22,5
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
Zmiana stanu środków pieniężnych	-19,3	77,4	-1,0	2,5	2,0	16,5	14,0	23,0	10,1
Środki pieniężne na koniec okresu	1,8	79,3	76,5	79,0	80,9	97,4	111,5	134,5	144,6
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,07	0,21	0,00	0,11	0,09	0,08	0,13
FCF	71,9	122,9	179,5	101,9	27,2	56,0	49,7	57,2	53,1
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-2,1%	-0,8%	-1,8%	-3,0%	-2,9%	-1,8%	-1,8%	-1,7%	-1,7%

*Zakładając pełne rozwodnienie

Wskaźniki rynkowe*

	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	54,3	4,0	2,8	10,1	6,0	8,8	9,8	6,0	6,5
P/E skor.	9,6	6,0	2,1	17,2	6,0	8,8	9,8	6,0	6,5
P/CE	2,1	2,2	1,7	2,9	2,4	2,8	3,0	2,5	2,7
P/BV	0,6	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
FCF/EV	13,6%	23,7%	44,7%	24,4%	6,6%	14,2%	13,0%	16,0%	15,3%
EV/EBITDA	5,7	3,8	2,1	4,3	4,0	4,4	4,5	3,7	3,7
skor. EV/EBITDA	6,2	3,7	2,1	4,7	4,0	4,4	4,5	3,7	3,7
EV/EBIT	9,6	5,4	2,7	8,0	7,3	8,9	9,1	6,4	6,5
EV/S	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
CFO/EBITDA	97%	103%	116%	141%	71%	95%	94%	89%	89%
CFO/skor. EBITDA	100%	100%	116%	153%	71%	95%	94%	89%	89%
DYield	0,0%	0,0%	9,1%	18,7%	0,0%	9,9%	7,9%	7,2%	11,7%
Cena (PLN)	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
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)	82,8	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5
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)	543,6	534,0	419,6	436,7	429,9	413,4	399,4	376,4	366,2

*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 księgowa
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 księgowa) – 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. Senatorskiej 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

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 25 września 2020 o godzinie 08:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 września 2020 o godzinie 08:35.

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

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	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-08-04	2020-04-22	2019-12-06	2019-12-05	2019-11-04	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	1,98	0,94	1,25	1,25	1,55	2,00
kurs z dnia rekomendacji	0,93	0,95	1,20	1,17	1,52	1,65

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 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