

piątek, 9 kwietnia 2021 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

Cognor trzymaj (obniżona)

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

Po lepszych od oczekiwań wynikach za 4Q'20 Zarząd Cognor oczekuje wzrostów rezultatów w 2021 roku wynikających z odbicia popytu w segmentach budownictwa infrastrukturalnego i motoryzacji oraz wzrostu spreadów na podstawowych produktach. Zarząd planuje powrócić do wypłaty dywidendy akcjonariuszom, a swoją rekomendację planuje przedstawić w IV'21 lub V'21 (nasze oczekiwania 0,13 PLN/akcja). Szansą dla Cognor jest również procedowana przez Komisję Europejską formuła podatku od importu wyrobów stalowych licząca ich ślad węglowy (Carbon Tax). Nowy system ochrony rynku europejskiego zwiększyłby znacząco naszym zdaniem konkurencyjność rodzimych producentów i pozytywnie przełożyłby się na ceny wyrobów stalowych. Po ponad 240% wzroście kursu akcji od zmiany naszego zalecenia inwestycyjnego kurs dotarł do naszej ceny docelowej, dlatego obniżamy naszą rekomendację do trzymaj (wcześniej kupuj) dla Grupy Cognor. Cenę docelową pozostawiamy bez zmian.

Cena bieżąca	3,16 PLN	potencjał zmiany
Cena docelowa	3,19 PLN	+0,9%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania	
nowa	trzymaj	3,19 PLN	2021-04-09	
poprzednia	kupuj	3,19 PLN	2021-03-05	
Podstawowe dane		COG PW	vs. WIG	
Ticker	COG PW	Zmiana 1M	+8,6%	+6,7%
ISIN	PLCNTSL00014	Zmiana YTD	+80,6%	+76,3%
Liczba akcji (mln)	175,0	Średni obrót 1M	0,9 mln PLN	
MC (mln PLN)	552,9	Średni obrót 6M	0,5 mln PLN	
EV (mln PLN)	640,9	EV/EBITDA 12M fwd	4,1	+9,9%
Free float	32,9%	EV/EBITDA 5Y avg	3,8	premija

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 902	1 733	2 268	2 205	2 036
EBITDA skor.	93	92	158	125	120
marża EBITDA	4,9%	5,3%	7,0%	5,7%	5,9%
EBIT skor.	47	44	110	78	74
Zysk netto skor.	11	10	78	52	50
P/E skor.	49,3	54,8	7,1	10,6	11,2
P/BV	2,1	1,9	1,6	1,6	1,5
EV/EBITDA skor.	8,6	8,0	4,0	5,0	5,0
DPS	0,21	0,00	0,13	0,27	0,21
DYield	6,5%	0,0%	4,1%	8,5%	6,6%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
Zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
Ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Wol. Ferrostal (tys. ton)	424	424	435	436	437
Wol. HSJ (tys. ton)	237	238	246	251	256
Wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
Spread Ferrostal (PLN/t)	1 127	1 022	1 098	1 093	1 113
Spread HSJ (PLN/t)	1 508	1 265	1 252	1 234	1 250
Przepływy oper.	142	206	161	116	106
Amortyzacja	46	48	49	47	45
Kapitał obrotowy	61	98	11	4	-1
Przepływy inw.	-56	-57	-30	-36	-37
CAPEX	56	57	30	36	37
Przepływy fin.	-84	-127	-100	-60	-50
Dywidenda/buyback	-36	0	-23	-47	-37
FCF	102	157	121	81	70
FCF/EBITDA	101%	138%	76%	65%	58%
CFO/EBITDA	141%	180%	102%	93%	89%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
Wolumen sprzedaży	680	686	693	700	707	713	711	709	706	706	706
Ceny produktów	2 440	2 358	2 174	2 091	2 091	2 091	2 094	2 097	2 098	2 098	2 098
Ceny złomu	1 602	1 512	1 260	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152	1 152
Przychody	2 268	2 205	2 036	1 969	1 985	2 002	2 003	2 005	2 001	2 005	2 008
EBITDA	158	125	120	105	101	103	100	97	96	93	90
marża EBITDA	7,0%	5,7%	5,9%	5,4%	5,1%	5,1%	5,0%	4,8%	4,8%	4,6%	4,5%
EBIT	110	78	74	61	58	60	56	54	54	49	46
Podatek	18	12	12	9	9	9	8	8	8	7	6
CAPEX	-30	-36	-37	-38	-39	-40	-43	-43	-42	-41	-43
Kapitał obrotowy	11	4	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF	121	81	70	58	54	54	49	46	46	45	42
PV FCF	113	69	54	41	35	31	26	22	20	18	18
WACC	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
Beta	1,2
Wzrost FCF po prognozie	2,0%
Zdyskontowana wartość FCF	429
Dług netto	164
Inne korekty	19
Wycena DCF na akcję (PLN)	2,65

Wycena

(PLN)	waga	cena
Porównawcza	50%	3,31
DCF	50%	2,65
Cena wynikowa		2,98
Koszt kapitału 9M		7,2%
Cena docelowa za 9M		3,19

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 dzieleny 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:

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

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, 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 sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_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.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 9 kwietnia 2021 o godzinie 08:00. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 9 kwietnia 2021 o godzinie 08:30.

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_rynke/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

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

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

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

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

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Cognor

rekomendacja	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04	2020-04-22
cena docelowa (PLN)	3.19	3.19	2.89	2.29	2.03	1.98	0.94
kurs z dnia rekomendacji	3.16	2.55	2.15	1.25	1.10	0.93	0.95

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej
Cognor

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

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl