

piątek, 20 maja 2022 | aktualizacja raportu

Cognor: akumuluj (obniżona)

COG.PW; COG.WA | przemysł stalowy, Polska

Za nami rekord przed nami rekord

Wysoko marżowe otoczenie utrzymuje się. W Polsce ceny długich wyrobów stalowych sięgnęły średnio poziomów 6 tys. PLN, a powoli słabnąca gospodarka nie jest w stanie szybko zrównoważyć zakłóceń podaźowych wywołanych konfliktem. Wzrost cen wsadu hutniczego również skutecznie przeciwdziała gwałtownym spadkom cen stali. W tym otoczeniu, mimo oczekiwanego spowolnienia, Cognor wciąż poprawia wyniki. Na korzyść spółki działa zabezpieczenie cen energii, dające Cognorowi kosztową przewagę względem innych producentów elektrycznych. To może okazać się kluczowe w przyszłym roku, w którym ceny energii prawdopodobnie osiągną szczyty i dla wielu producentów mogą okazać się dużym problemem. W Europie niewykluczone jest ograniczanie części mocy produkcyjnych, producenci elektryczni odpowiadają za ok. 50% mocy produkcyjnych starego kontynentu. Po wynikach za pierwszy kwartał zmieniamy prognozy wyników przyszłych okresów. W bieżącym roku podnosimy prognozę EBITDA o 2%, widzimy potencjał do niższych cen złomu względem poprzednich założeń. W roku 2023 i 2024 obniżamy prognozy ze względu na trudniejszą sytuację gospodarczą, mniejszy wolumen produkcji w 2023 roku oraz wyższe zakładane ceny energii w 2024 roku. Jednocześnie ze względu na niższą wycenę porównawczą zmieniamy rekomendację z kupuj do akumuluj i cenę docelową z 6,75 do 5,97 PLN za akcję.

Rozpędzona produkcja

Cognor nie walczy i stara się maksymalnie wykorzystać obecną sytuację rynkową. Planowany przestój huty zostaje przesunięty na mniej sprzyjający okres, co jest odpowiedzią na wysokie marże osiągnięte przez spółkę. W 1Q'22 spread produkcyjny na przecie żebrowanym wyniósł 2080 PLN na tonę i jest o 800 PLN wyższy niż przed rokiem. Obecnie oczekujemy, że spread może być aż o 25% wyższy. Taki poziom pozwoli spółce na znaczną poprawę wyników w drugim kwartale 2022 roku.

Regulowanie kontyngentu złomu?

Minister rozwoju i technologii W. Buda wystąpił z apelem do Komisji Europejskiej aby otworzyć debatę na temat rynku stali. Minister proponuje wspólne europejskie kontyngenty na eksport złomu stali. Takie rozwiązanie powinno ograniczyć wzrost cen złomu napędzany przez zagraniczny popyt. Złom stalowy to główny element kosztów grupy, redukcja cen i zmniejszenie jej wahań byłaby korzystna dla spółki, jednak samo wdrożenie rozwiązania zaproponowanego przez ministra stoi pod dużym znakiem zapytania.

Zabezpieczone finansowanie i koszt odsetek

Cognor rozpoczął budowę walcowni w Siemianowicach. Na ten projekt planuje przeznaczyć ok. 500 mln PLN. W celu sfinansowania inwestycji Cognor otrzymał finansowanie kredytowe oraz wyemitował obligacje na kwotę 200 milionów PLN. Jednocześnie spółka zabezpieczyła stopę procentową przez instrumenty IRS, dzięki czemu nie odnosi negatywnego efektu podwyżek stóp procentowych.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	1 733	2 734	3 435	2 550	2 807
EBITDA skor.	92	518	619	299	201
marża EBITDA	5,3%	18,9%	18,0%	11,7%	7,2%
EBIT skor.	44	468	549	210	112
zysk netto skor.	10	357	434	159	81
P/E skor.	93,9	2,7	2,2	5,9	11,7
P/FCFE	5,1	8,2	2,8	2,5	7,2
FCFF/EV	23,3%	17,8%	56,1%	57,8%	18,4%
EV/EA skor.	12,3	2,5	1,9	4,0	5,9
DPS	0,00	0,15	0,15	0,63	0,23
DYield	0,0%	2,7%	2,7%	11,5%	4,2%

cena bieżąca	5,52 PLN
cena docelowa	5,97 PLN
kapitalizacja	946 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	7,8 mln PLN

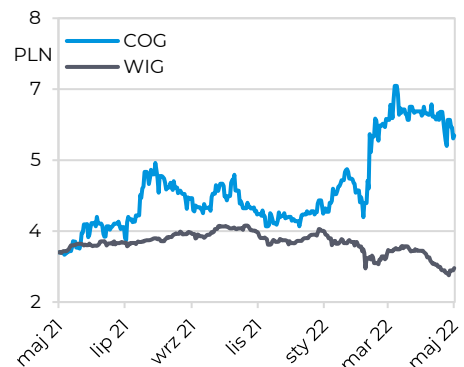
Struktura akcjonariatu

PS HoldCo	71,42%
pozostali akcjonariusze	28,58%

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 Łabędy 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. Grupa Cognor posiada własne skupy złomu, które pozwalają na zaopatrzenie do około 50% potrzebnego złomu.

Kurs akcji COG na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cognor	5,97	6,75	akumuluj	kupuj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Cognor	5,52	5,97	+8,2%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2022P	2023P	2024P
przychody ze sprzedaży		-0,2%	-10,1%	-1,1%
EBITDA		+2,3%	-1,8%	-10,1%
zysk netto		+2,9%	-2,6%	-18,6%
wolumen sprzedaży		0,0%	-5,7%	+1,5%
ceny produktów		0,0%	-5,6%	-1,9%
ceny złomu		-2,0%	-12,1%	-5,6%

Analitik:

Antoni Chęciński
+48 22 438 24 03 | +48 509 595 736
antoni.kania@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Recesja w Chinach

Chiny jako największy producent i konsument stali ma znaczący wpływ na koniunkturę i globalne trendy branży stalowej. W tym momencie sytuacja w państwie środka nie wygląda najlepiej, drugi miesiąc z rzędu wskaźniki PMI wskazują poziom poniżej 50. Globalne agencje ratingowe prognozują niższy wzrost gospodarczy w 2022 roku. Stanowcza polityka Pekinu wobec COVID-19 wywołuje zaburzenia na wszystkich etapach łańcucha dostaw. Utrzymanie lub pogłębienie obecnej sytuacji może być negatywne nie tylko dla perspektyw rynku stalowego, ale i całej gospodarki. Na czym ucierpiałyby wyniki i perspektywy Cognora.

Spadek bazy kosztowej producentów wielkopiecowych

Drogi wsad hutniczy w postaci rudy żelaza, węgla koksowego i złomu stalowego skutecznie utrzymuje ceny stali na wysokich poziomach. Mając na względzie problemy produkcyjne globalnych spółek wydobywczych nie należy oczekiwać, aby sytuacja szybko uległa znacznej zmianie, jednak ponownie bardzo ważna jest kondycja gospodarki Chińskiej i ciągłość jej zamówień. Chiny odpowiadają za 70% morskiego rynku rudy żelaza.

Szybka odbudowa zdolności produkcji stali na Ukrainie

Ukraina to duży i znaczący w regionie producent stali i rudy żelaza. Agresja Rosji spowodowała zniszczenie części zakładów, a w niektórych wstrzymanie produkcji. Większość mocy produkcyjnych zlokalizowana jest na wschodzie kraju, gdzie toczą się działania militarne. Mimo to, Ukraina dość szybko jak na wciąż trwający konflikt odbudowuje swoje zdolności. Gdyby Ukrainie udało się przywrócić produkcję stali, aby jeszcze w 2022 roku ponownie wykorzystywać swoje limity eksportowe to byłaby to negatywna informacja dla kształtowania się cen stali w Europie i tym samym dla marżowości Cognora.

Ryzyko rosnących kosztów operacyjnych

Głównym składnikiem kosztów Cognora jest złom stalowy. Brak rosyjskiego złomu i silny popyt z Turcji przełożył się na gwałtowny wzrost cen złomu. Utrzymanie się cen na niezmiennych poziomach przy oczekiwanym spadku cen produktów stalowych będzie silnie wpływać na zmniejszenie spreadów. W tym momencie ceny stali wzrosły więcej niż złom jednak sytuacja może ulec zmianie. Co działałoby na niekorzyść spółki.

Ryzyko awarii huty Ferrostal

Huta Ferrostal miała zaplanowany przestój modernizacyjny przed rokiem. Nie odbył się on z uwagi na wyjątkowo sprzyjające warunki rynkowe, sytuacja nie zmieniła się jednak od prawie roku i huta działa bez rutynowego przestoju, tym samym zwiększając ryzyko potencjalnej awarii i konieczności wstrzymania produkcji.

Zniesienie zakazu importu stali z Rosji i Białorusi

Unia Europejska w odpowiedzi na agresję Rosji nałożyła embargo na towary stalowe wyprodukowane w Rosji i Białorusi. Gdyby zakaz ten został zdjęty ceny stali w Europie powinny gwałtownie spaść, co uderzyłoby w wyniki sprzedaży Cognora.

Oslabienie budownictwa w Europie oraz brak odbudowy branży motoryzacyjnej

Rynek budownictwa i motoryzacji jest największym odbiorcą produktów holdingu. Dlatego performance tych gałęzi gospodarki jest dla spółki szczególnie ważny. Rynek nieruchomości w otoczeniu rosnących stóp procentowy powinien być słabszy, jednak oczekuje się stabilnych wydatków na infrastrukturę. W branży motoryzacyjnej od dłuższego czasu oczekiwany jest powrót zamówień i produkcji. Przerwane łańcuchy dostaw od wybuchu pandemii stoją na drodze do odbudowy automotive. Gdyby jednak zabrakło zamówień z budownictwa oraz przemysłu samochodowego, ceny stali powinny się silnie korygować.

Ryzyko związane z COVID-19

Obecnie nie zaobserwowano spadku wyników grupy wywołanego pandemią COVID-19. Jednak ze względu na wyjątkowość obecnej sytuacji oraz niepewność dot. dalszego przebiegu pandemii, nie można wykluczyć negatywnego wpływu pandemii. To zagrożenie niekoniecznie musi materializować się w granicach naszego kraju, ale silne zaburzenia łańcucha dostaw mogą skutecznie zmniejszyć lub odroczyć w czasie zamówienia produktów Cognora.

Ryzyko eskalacji wojny

Mimo, że sam konflikt pozytywnie wpłynął na ceny produktów stalowych, to dalsza jego eskalacja byłaby raczej negatywna dla spółki. W scenariuszu eskalacyjnym nie doszłoby już do dalszego ograniczenia podaży, lecz do pogarszania prognoz wzrostu gospodarczego.

Wycena

Wartość spółki Cognor szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 5,97 PLN

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	5,49
wycena DCF	50%	5,66
	cena wynikowa	5,57
	cena docelowa za 9 m-cy	5,97

Zródło: mBank

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.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
ALUMETAL SA	6,9	8,4	8,6	6,1	6,5	6,1
TATA STEEL LTD	4,2	6,1	6,8	3,5	4,3	4,3
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	3,9	5,4	5,5	-	-	-
JSW STEEL LTD	7,7	9,3	8,4	5,9	6,3	5,6
STEEL AUTHORITY OF INDIA	3,0	4,8	4,2	2,9	3,7	2,9
STEEL DYNAMICS INC	4,4	7,9	11,1	2,7	3,8	4,3
UNITED STATES STEEL CORP	2,6	7,3	6,9	1,5	2,6	2,4
OLYMPIC STEEL INC	7,8	12,2	-	-	-	-
COMMERCIAL METALS CO	5,9	8,5	9,1	4,2	5,0	5,0
ARCELORMITTAL	2,4	4,3	4,5	1,7	2,6	2,7
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	5,7	5,5	6,0	3,2	2,9	2,6
POSCO	4,8	5,0	5,3	3,1	2,9	2,7
HYUNDAI STEEL CO	3,8	4,3	4,4	3,9	3,8	3,6
THYSSENKRUPP AG	4,3	5,7	6,0	0,4	0,4	0,3
SALZGITTER AG	2,9	5,5	6,5	1,9	2,6	3,6
KLOECKNER & CO SE	3,8	12,1	11,4	2,8	5,1	4,1
OUTOKUMPU OYJ	3,4	5,8	6,7	1,9	2,6	2,8
SSAB AB-A SHARES	3,2	7,0	10,3	1,5	2,9	3,7
HITACHI METALS LTD	63,3	26,1	29,6	7,9	7,4	10,3
HESTEEL CO LTD-A	7,9	7,5	-	-	-	-
JFE HOLDINGS INC	3,4	5,2	6,1	4,9	6,4	6,1
VOESTALPINE AG	4,1	5,1	6,8	3,1	2,9	3,3
NUCOR CORP	5,8	12,3	13,1	3,9	6,5	6,9
Maksimum	63,3	26,1	29,6	7,9	7,4	10,3
Minimum	2,4	4,3	4,2	0,4	0,4	0,3
Mediana	4,2	6,1	6,8	3,1	3,7	3,7
Cognor	1,7	6,2	7,6	2,2	1,7	4,8
premia (dyskonto)	-60%	2%	11%	-30%	-54%	31%

Implikowana wycena

waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%

wartość firmy na akcję (PLN) 5,49

Zródło: mBank, Bloomberg

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.
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec kwietnia 2022 roku.
- Tempo wzrostu FCF po okresie prognozy wynosi 2%.
- Wartość amortyzacji w okresie rezydualnym jest równa sumie nakładów inwestycyjnych.
- Dług netto przyjmujemy na poziomie z końca grudnia 2021.

Model DCF

(mIn PLN)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	+
EBIT	549,1	210,2	111,5	114,2	157,3	156,7	154,9	150,5	143,8	143,8	147,2
marża EBIT	16,0%	8,2%	4,0%	3,8%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%
opodatkowanie EBIT	101,8	37,4	18,9	19,4	27,6	27,5	27,2	26,3	25,0	25,0	25,7
efektywna st. podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
NOPLAT	447,4	172,9	92,6	94,8	129,7	129,2	127,7	124,2	118,8	118,7	121,5
amortyzacja	69,6	88,5	89,9	92,3	95,8	100,3	104,3	108,3	115,0	115,1	114,9
CAPEX	-300	-305	-75	-80	-87	-96	-99	-103	-107	-114	-115
kapitał obrotowy i pozostałe	-165	129	-38	-33	-30	-7	-1	0	0	0	-2
FCF	52	86	70	74	108	127	132	129	126	120	122
WACC	8,92%	8,79%	8,85%	8,98%	9,24%	9,60%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%
współczynnik dyskonta	0,97	0,89	0,82	0,75	0,68	0,61	0,56	0,51	0,46	0,42	0,38
PV FCF	50,82	76,58	57,79	55,30	73,72	78,04	73,24	65,39	58,36	50,72	46,83
WACC	8,41%	8,27%	8,57%	8,63%	8,69%	8,80%	9,07%	9,33%	9,60%	9,70%	9,70%
koszt długu	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
premia za ryzyko	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
efektywna st. podatkowa	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
dług netto / EV	16,12%	18,73%	17,64%	14,94%	9,41%	2,07%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
koszt kapitału własnego	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%	9,70%
premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
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%
wartość rezydualna (TV)	1583,1
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	608,2
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	640,0
wartość firmy (EV)	1248,2
dług netto (koniec grudnia'21)	230
inne aktywa nieoperacyjne	0,0
udziałowcy mniejszościowi	48,7
wartość firmy	969,4
liczba akcji (mln)	171,4
wartość firmy na akcję (PLN)	5,66
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%
cena docelowa	6,06

EV/EBITDA ('22) dla ceny docelowej	2,0
P/E ('22) dla ceny docelowej	2,4
udział TV w EV	48,7%

Źródło: mBank

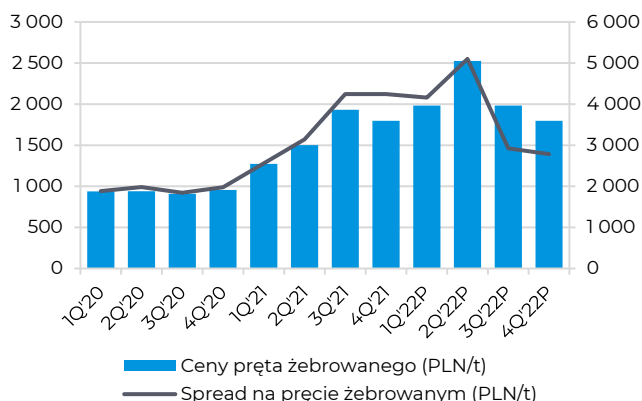
Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC +1,0 p.p.	4,67	4,99	5,38	5,86	6,50
WACC +0,5 p.p.	4,90	5,25	5,69	6,24	6,97
WACC	5,15	5,54	6,06	6,66	7,52
WACC -0,5 p.p.	5,42	5,85	6,41	7,14	8,16
WACC -1,0 p.p.	6,19	6,68	7,32	8,17	9,39

Outlook wyników za 2022 rok

Wyniki pierwszego kwartału były rekordowe i lepsze od oczekiwań. W drugim kwartale spodziewamy się ponownej poprawy wyników. W wynikach za pierwszy kwartał skokowy wzrost cen stali wywołany konfliktem nie był znacznie widoczny. Średni spread produkcyjny wyrobów finalnych w hucie Ferrostal w porównaniu kwartał do kwartału wzrósł o jedynie 30 PLN na tonę. W bieżącym kwartale oczekujemy znacznej poprawy marżowości produkcji. Oczekujemy wzrostu spreadu produkcyjnego na przecie żebrowanym z 2080 PLN do 2550 PLN na tonie oraz podobnej skali wzrostów na innych produktach holdingu.

Ceny przeciętne żebrowanego (PS), spread produkcyjny (LS)



Źródło: Cognor, mBank

Przy takim wzroście spreadów szacujemy, że wyniki 2Q ponownie będą rekordowe. Oczekujemy wyższej marżowości i EBITDA równej 253 miliony PLN.

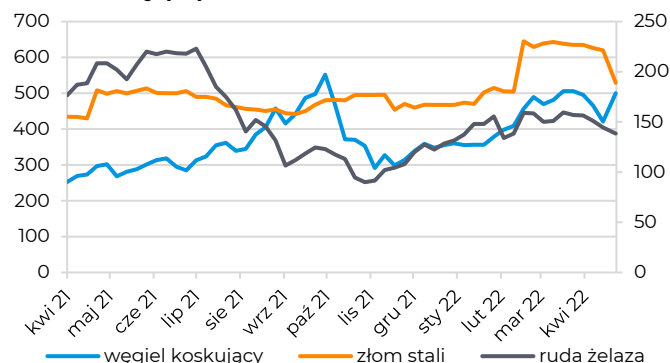
Prognozy 2Q'22 Cognor

(mIn PLN)	2Q'22P	2Q'21	zmiana	2022P	YTD
przychody	1 123	584	92%	3 442	61%
EBITDA	253	80,1	216%	630	71%
marża EBITDA	23%	13,7%	-	18%	-
EBIT	241	66,8	261%	560	75%
zysk netto	191	43	344%	443	78%

Źródło: Cognor, P- prognozy mBanku

Jednocześnie drugi kwartał 2022 roku powinien być ósmym i ostatnim kwartałem z rzędu, w którym spółka poprawia wyniki. W kolejnych kwartałach spadek aktywności gospodarczej oraz powolne odblokowanie wolumenów stali z Ukrainy będą pozwalały na równoważenie się rynku przy niższych cenach. Przy obecnych prognozach makroekonomicznych zakładających wzrost gospodarczy w całym 2022 roku nie widzimy powodów do dużych i szybkich spadków. Zakładamy stopniowe obniżanie cen, ponieważ wciąż dużo przemawia za podwyższonymi cenami. Pierwszym czynnikiem jest droga energia elektryczna w Europie, w której 50% produkcji stali opartej jest na metodzie EAF. Drogie składniki wsadu hutniczego również w metodzie BOF i silniejszy dolar zmniejszający atrakcyjność importu stali spoza Europy.

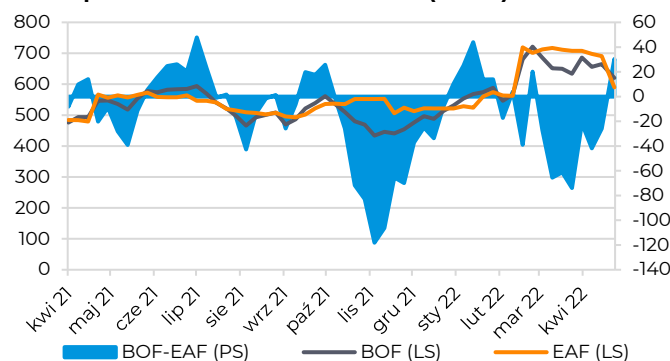
Ceny wsadu hutniczego: ruda żelaza (PS), węgiel koksowy, złom stalowy (LS)



Źródło: Bloomberg, mBank

Ceny wsadu hutniczego pomimo ostatniej korekty historycznie pozostają na wysokich poziomach. Oporny spadek jest zwłaszcza węgiel koksowy, odpowiedzialna jest za to niepogoda oraz problemy produkcyjne spółek wydobywczych w Australii. Pozytywną informacją dla Cognora jest ostatni spadek cen złomu stalowego.

Marże producentów stali BOF vs EAF (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Po ostatniej korekcie złomu stalowego, producenci EAF odzyskali przewagę marżową na produkcji względem producentów wielkopiecowych. Do obliczania marżowości wykorzystywane są ceny wsadu hutniczego przedstawione na poprzednim wykresie. Gdyby jednak przy uwzględnieniu marżowości dołączyć ceny certyfikatów emisyjnych oraz koszty energii, to marża Cognora wyglądałaby jeszcze lepiej. Byłoby tak dzięki korzystnym zabezpieczeniu cen energii oraz dopłatom do certyfikatów, które otrzymuje Cognor. W obecnym roku spółka oczekuje 24 mln PLN przychodów z tego tytułu.

Zmiana prognoz dla Cognor

(mIn PLN)	przychody 2022P	przychody 2023P	EBITDA skor. 2022P	EBITDA skor. 2023P
stara prognoza	3 432	2 835	605	305
nowa prognoza	3 435	2 550	619	299
zmiana	0%	-10%	2,3%	-2,1%

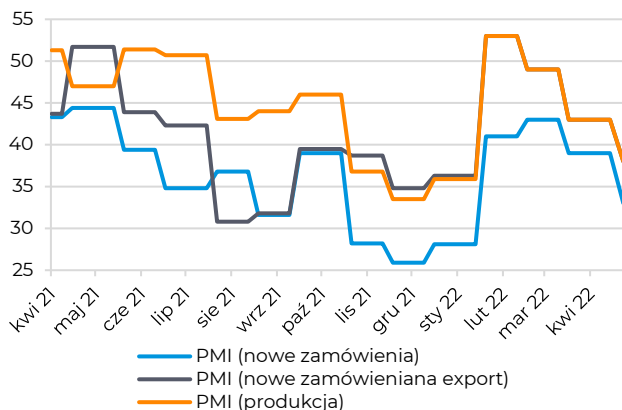
Źródło: mBank

Po zaraportowanym pierwszym kwartale marginalnie zmieniamy nasze prognozy. Różnica w przychodach wynika z niewielkiej zmiany w sprzedaży produktów w stronę półwyrobów, wzrost EBITDy wynika natomiast z obniżenia prognoz cen złomu stalowego do 2420 PLN w całym roku. Dla 2023 roku widzimy niższe ceny stali wynikające ze zwiększania podaży oraz słabszej kondycji gospodarki. Mniejsza zmiana na poziomie wyniku EBITDA niż przychodach wynika z tańszego złomu stalowego.

Otoczenie globalne na rynku stalowym

Globalny rynek stali razem z całą gospodarką zwalnia. Zachwiania podażowe wywołane konfliktem na Ukrainie, głównie przełożyły się na destabilizację rynku europejskiego. Europa była głównym odbiorcą stali, półproduktów i wsadu hutniczego z Rosji i Ukrainy. Dodatkowo Europa chroniona limitem importu stali nie mogła kupić znacznie większej jej ilości z innych krajów co wydłuża proces arbitrażu cen i przedłuża lepsze otoczenie dla lokalnych producentów stali.

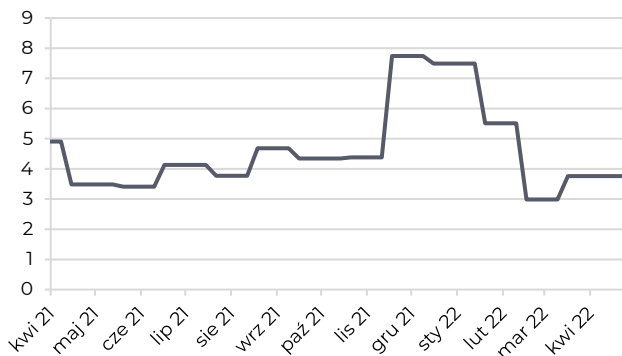
Wybrane komponenty PMI cenowego w przemyśle stalowym w Chinach (pkt)



Źródło: Bloomberg, mBank

Gospodarką nadającą puls globalnemu rynkowi stali są Chiny. W państwie środka po nowym roku obserwowana była poprawa w branży stalowej, ale nie trwała ona długo. Ostatnie odczyty PMI wskazują na deteriorację biznesu stalowego. W Chinach ciężą silne obstrzenia covidowe oraz kryzys deweloperów mieszkaniowych.

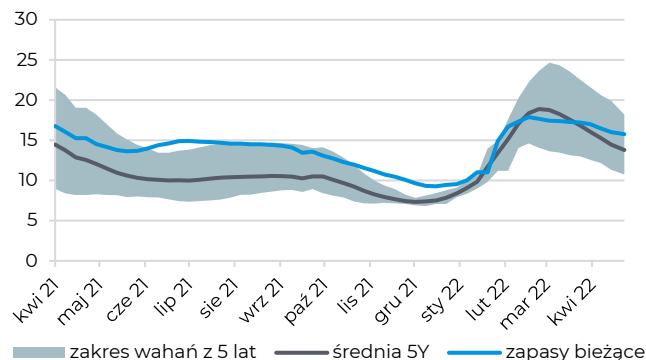
Import węgla koksowego do Chin (mln ton)



Źródło: Bloomberg, mBank

Dane importowe węgla koksowego do Chin wskazują na niewielkie odbicie i możliwość zwiększania produkcji. Jednak podwyższony import łączymy raczej z okazją do tańszych zakupów rosyjskiego węgla niż ochotą do silnego zwiększenia produkcji.

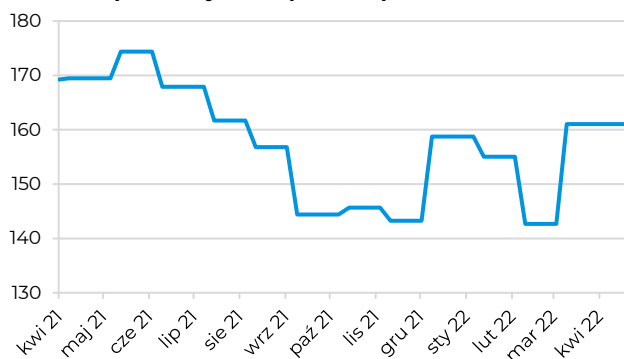
Zapasy stali w Chinach (mln ton)



Źródło: Bloomberg, mBank

Patrząc na zapasy stali widać ich spadek w ostatnich tygodniach, jednak jest to zjawisko sezonowe i zapasy utrzymane są powyżej 5 letniej średniej.

Światowa produkcja stali (mln ton)



Źródło: Bloomberg, mBank

Wykorzystanie globalnych mocy produkcyjnych silnie wzrosło w kwietniu, co zaprzecza szerszemu obrazowi jednak traktujemy to jako krótkie i przejściowe zjawisko, wyrównanie niskiej produkcji z marca.

Re-rating

Na przestrzeni miesiąca spółki stalowe doświadczyły de-ratingu. Średnio w ciągu miesiąca o 18% zmniejszyły się mnożniki Forward P/E oraz Forward EV/EBITDA.

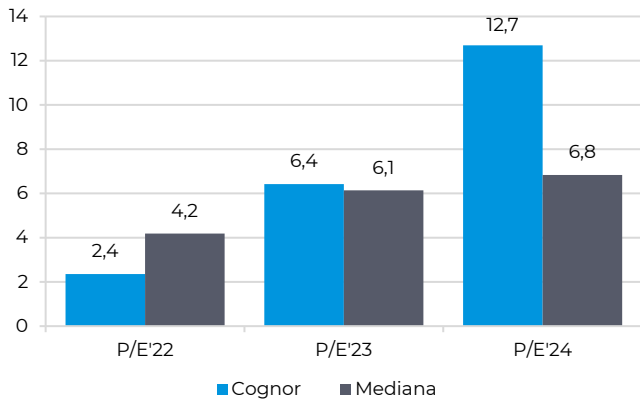
Analiza Porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
mediana (kwiecień)	5,2	7,7	7,9	3,6	4,5	4,7
mediana (maj)	4,2	6,1	6,8	3,1	3,7	3,7
zmiana	-20%	-20%	-13%	-14%	-17%	-21%

Źródło: Bloomberg, mBank

W ostatnim czasie szeroki rynek akcji tracił na skutek zaciskania polityki monetarnej, słabszych odczytów makroekonomicznych oraz obawy o przyszłą koniunkturę. Ucierpiały na tym silnie skorelowane z gospodarką akcje spółek stalowych. Co przełożyło się na spadek ich mnożników.

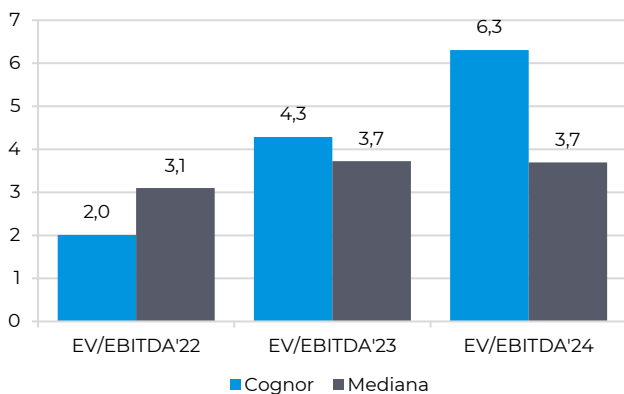
P/E Cognor vs mediana



Źródło: Bloomberg, mBank

Pomimo spadków, w obecnym roku grupa porównywalna wciąż jest wyceniana znacznie wyżej niż Cognor. Inaczej jest już w następnym roku. W 2023 zarówno P/E jak i EV/EBITDA dla Cognora jest wyżej niż dla grupy porównywalnej. Różnica nie jest jednak duża. Cognor przy założeniu ceny na poziomie 6 PLN jest wyceniony względnie neutralnie.

EV/EBITDA Cognor vs mediana

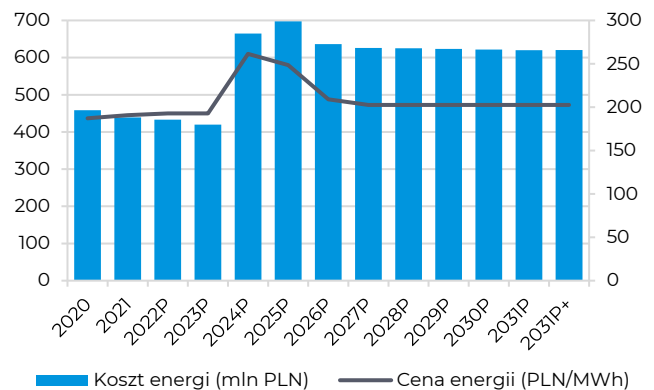


Źródło: Bloomberg, mBank

Niestety wraz ze stratą przewagi konkurencyjnej w postaci zabezpieczenia cen energii Cognor w 2024 roku na podstawie analizy porównawczej i naszych prognoz jest przewartościowany. W naszych prognozach za spadek EBTIDY do 201 mln PLN i zysku netto do 81 mln PLN odpowiada głównie droższa energia elektryczna. Na rok 2024 przyjmujemy łączną cenę energii na poziomie 610 PLN/MWh. Co stanowi 34% wzrost względem ceny przyjętej w 2023 roku. Zwracamy jednak uwagę, że rok 2024 w naszej prognozie jest najgorszy. W długim terminie oczekujemy niższych wskaźników, średnio w okresie prognozy oczekujemy P/E na poziomie 8,8 oraz EV/EBITDA również 4,2. Historycznie są to poziomy poniżej mediany wartości wskaźników z lat poprzednich. Historyczna mediana dla P/E wynosi 13,9 i 5,6 dla EV/EBITDA.

Potencjalne zaskoczenia

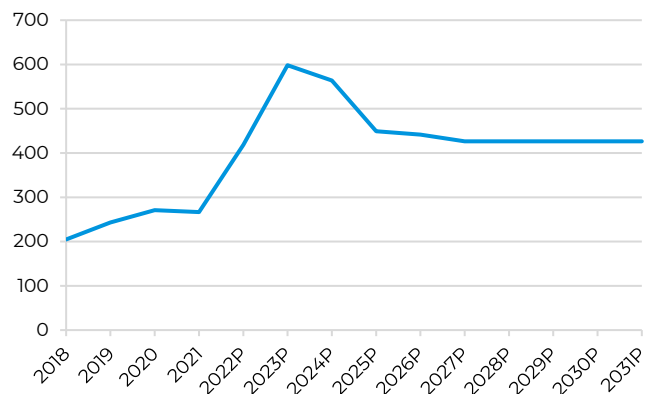
Prognozy ceny energii dla COG (LS) i kosztów energii (PS)



Źródło: Bloomberg, mBank

W bieżącym i następnym roku ceny energii są zabezpieczone po średniej cenie ok. 310 PLN (bez opłaty dystrybucyjnej i mocowej). W 2023 roku oczekujemy spadku kosztów ze względu na niższą produkcję spowodowaną przestojami modernizacyjnymi. W naszych prognozach szacujemy koszty energii w 2024 roku na poziomie 284 mln PLN, dla roku 2025 oczekujemy jeszcze wyższych kosztów mimo spadku cen. Będzie to efektem zwiększania produkcji i pełnego rozruchu zakładu w Siemianowicach. W kolejnych latach oczekujemy normalizacji cen na niższym poziomie.

Prognozy cen energii PLN/MWh



Źródło: mBank

W przyszłym roku oczekujemy szczytu cen energii, zwracamy jednak uwagę, że nasze założenia mogą okazać się konserwatywne. **Obecnie cena energii w kontraktach terminowych na TGE dla roku 2023 sięga 1300 PLN za MWh (wliczając koszt dostawy), względem 600 PLN/MWh przez nas prognozowanych. W scenariuszu znacznie wyższych kosztów energii elektrycznej marża Cognora przy zabezpieczonych cenach byłaby jeszcze lepsza.** Co więcej, możliwe jest częściowe ograniczanie mocy przez producentów, którzy zabezpieczyli tylko część swojego zapotrzebowania. Producenci elektryczni stanowią 50% mocy produkcyjnych Europy, nawet częściowe ograniczanie mocy mogłoby spowodować dalsze ograniczanie przez nich produkcji, co skutkowałoby uszczuplaniem już i tak niższej podaży.

Wsparcie popytu

Zakończenie importu rosyjskich węglowodorów przez kraje Unii Europejskiej, będzie głównym powodem wyższych kosztów energii w przyszłych latach. Ta polityka mająca na celu ograniczenie napływów finansowych do Rosji ze sprzedaży surowców jednocześnie wspiera, a wręcz wymusza większe inwestycje w odnawialne źródła energii. W Europejskich planach transformacji energetycznej dużą rolę odgrywają turbiny wiatrowe. Do ich produkcji niezbędna jest stal w dużej ilości.

Dodatkowym źródłem wzmożonego popytu na stal będą większe zamówienia z sektora zbrojeniowego. Na skutek konfliktu na Ukrainie większość liczących się państw ogłosiła znacznie wyższe wydatki na obronność w następnych latach.

Cognor w przeszłości współpracował z Polską Grupą Zbrojeniową przy produkcji wozów pancernych Rosomak, mimo że dotychczas realizowany kontrakt praktycznie się skończył, to oczekujemy większych zamówień z PGZ w 2023 roku. Obecnie Cognor realizuje niewielkie dostawy blach dla podmiotów ukraińskich pod wkłady do kamizelek obronnych.

Podsumowanie i dywidenda

Obserwując globalne trendy makroekonomiczne i te bezpośrednio dotyczące rynku stalowego trudno nie zauważyć światowej zniżkowej tendencji. Niemniej podtrzymujemy, że sprzyjające otoczenie dla wyników Cognora utrzyma się w bieżącym roku. W przyszłym roku ze względu na spowolnienie gospodarcze oczekujemy niższych cen produktów stalowych. Pozytywnym zaskoczeniem mogą być potencjalnie jeszcze wyższe ceny energii stawiające Cognora w lepszej pozycji kosztowej względem konkurencji, wzmożony popyt ze strony inwestycji OZE oraz wydatków zbrojeniowych. Zwłaszcza, że inwestycje te nie będą zależne od cyklu koniunkturalnego i mogą ratować ceny stali w okresach dekonunktury.

Dywidenda

Rekomendacja zarządu w sprawie wysokości dywidendy za rok 2021 w kwocie 0,15 PLN za akcję była rozczarowująca. Mimo to mając na względzie wysokie prognozy wyniku 2022 roku, zaciągnięte i zabezpieczone finansowanie inwestycji w Siemianowicach oczekujemy wysokiej dywidendy za rok 2022 równej 0,63 PLN co dla ceny docelowej przełożyłoby się na 10,6% stopy dywidendy.

RZiS

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	1 733	2 734	3 435	2 550	2 807
Ferrostal	817	1 275	1 610	1 132	1 387
HSJ	465	745	899	705	718
Złomrex Metal	123	213	333	243	241
pozostałe	328	501	593	470	460
Koszty wytworzenia	1 574	2 222	2 886	2 340	2 695
amortyzacja	48	49	69	88	89
materiały i energ.	1 099	1 510	2 086	1 568	1 858
złom	696	1 213	1 671	1 165	1 311
energ. el.	196	188	186	180	285
usługi obce	168	186	206	206	234
podatki i opłaty	10	11	17	22	22
wynagrodzenia	174	187	206	215	255
pozostałe	6	7	7	6	7
towary	162	288	297	235	230
zmiana st. prod.	-37	0	0	0	0
amortyzacja	48	50	70	88	90
EBIT	67	468	549	210	112
dz. fin.	-34	-13	-14	-14	-12
zysk brutto	32	453	536	197	100
podatek doch.	-1	89	102	37	19
zysk netto	33	364	434	159	81
skor. EBITDA	92	518	619	299	201
skor. ZN	10	357	434	159	81

Bilans

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
aktywa trwałe	515	564	703	921	907
rzeczowe	397	493	575	763	741
niematerialne	18	0	62	92	99
goodwill	9	9	9	9	9
aktywa obrot.	517	941	1 102	790	846
zapasy	274	425	534	396	436
należności	142	398	500	371	409
gotówka	101	98	43	4	-19
kapitały wł.	288	635	1 034	1 085	1 126
mniejszości	19	19	19	19	19
zob. długo.	243	276	276	276	236
kredyty	208	240	240	240	200
zob. krótko.	470	559	536	398	438
kredyty	57	65	0	0	0
zob. handlowe	413	494	536	398	438
dług netto	164	306	197	236	219
DN/EBITDA	1,44	0,59	0,32	0,79	1,09
DN/EA skor.	3,42	0,88	0,56	1,29	1,83

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
CF oper.	206	127	351	390	144
kapitał obrot.	98	-309	-165	129	-38
CF inv.	-57	-92	-300	-305	-75
CAPEX	-57	-99	-300	-305	-75
CF fin.	-127	-38	-106	-124	-93
dywidenda	0	-26	-25	-108	-40
CF	22	-2	-55	-39	-23
CFO/EBITDA	224,9%	24,6%	56,8%	130,5%	71,5%
FCFF	263	227	651	695	218
FCFF/EV	23,3%	17,8%	56,1%	57,8%	18,4%
FCFE	187	115	338	376	132
FCFE/MCAP	19,8%	12,1%	35,7%	39,8%	14,0%
ROIC	10,7%	42,0%	37,6%	12,9%	6,6%
ROCE	10,1%	50,4%	46,5%	15,8%	8,1%
DPS	0,00	0,15	0,15	0,63	0,23
wsk. wypłaty	0,0%	254,9%	7,1%	25,0%	25,0%
DYield	0,0%	2,7%	2,7%	11,5%	4,2%

Wskaźniki

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
P/E	29,6	2,6	2,2	5,9	11,7
P/E skor.	93,9	2,7	2,2	5,9	11,7
EV/EBITDA	10,1	2,3	1,9	4,0	5,9
EV/EA skor.	12,3	2,5	1,9	4,0	5,9
P/S	0,6	0,3	0,3	0,4	0,3
P/BV	3,4	1,5	0,9	0,9	0,8
P/CF	4,6	7,4	2,7	2,4	6,6
P/FCFE	5,1	8,2	2,8	2,5	7,2
marża EBITDA	5,3%	18,9%	18,0%	11,7%	7,2%
zm. EBITDA r/r	-1,4%	465,1%	19,5%	-51,7%	-32,6%
marża netto	0,6%	13,0%	12,6%	6,2%	2,9%
zm. EPS r/r	11,3%	-97,2%	-17,8%	172,4%	97,5%
cena (PLN)	5,52	5,52	5,52	5,52	5,52
l. akcji (mln)	171,4	171,4	171,4	171,4	171,4
MCap	946	946	946	946	946
EV	1 129	1 271	1 162	1 201	1 185



Założenia makro

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
blacha walc.	2 425	4 500	4 600	3 600	3 450
pręt żebrowany	2 150	3 300	4 300	3 180	3 150
prod. stali (PL)	7,9	8,3	8,5	8,6	8,8
prod. stali (EU)	139	153	157	159	161
udział Polska %	8,4%	8,1%	7,9%	7,6%	8,7%
USD/PLN	3,92	3,95	4,15	3,83	3,60
koks (USD)	189	145	600	230	230
ruda (USD)	117	180	130	100	100
żłom (USD/t)	319	470	550	500	500
BOF (USD)	368	474	684	403	403
EAF (USD)	356	524	613	558	558
BOF - EAF (USD)	12	-50	70	-155	-155
BOE (PLN)	1 442	1 870	2 837	1 543	1 451
EAF (PLN)	1 396	2 068	2 545	2 135	2 007
żłom (PLN/t)	1 252	1 700	2 440	1 750	1 700
żłom / stal	53%	45%	55%	53%	52%
energia (PLN/mwh)	437	455	450	450	610
zużycie	450	414	412	400	467

Założenia Żłomrex Metal

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody					
wol. tys. ton	137	152	155	158	161
obroty mln PLN	123	213	333	243	241
śr. ceny PLN/t	898	1 496	2 147	1 540	1 496
dyskonto (%)	-28%	-12%	-12%	-12%	-12%

Źródło: mBank

Założenia Ferrostal

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody					
kęsy	147	216	215	146	129
pręty gładkie	63	106	123	91	107
plaskownicy	98	165	192	141	167
pręty żebr.	434	679	933	638	848
wolumeny					
kęsy	83	77	67	63	60
pręty gładkie	29	31	31	31	39
plaskownicy	45	47	48	49	61
pręty żebr.	231	236	236	218	293
ceny					
żłom	907	1 534	2 074	1 488	1 445
kęsy	1 760	2 816	3 189	2 306	2 158
pręty gładkie	2 177	3 483	3 968	2 894	2 733
plaskownicy	2 182	3 491	3 977	2 901	2 740
pręty żebr.	1 873	2 875	3 950	2 921	2 894
spready					
kęsy	853	1 282	1 115	819	713
pręty gładkie	1 270	1 949	1 894	1 407	1 288
plaskownicy	1 275	1 957	1 903	1 414	1 295
pręty żebr.	966	1 341	1 876	1 434	1 449

Założenia HSJ

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody					
kęsy	164	218	271	213	229
pręty SQ	444	695	863	677	690
wolumeny					
kęsy	76	72	74	74	80
pręty SQ	160	173	176	176	180
ceny					
Żłom	1 006	1 751	2 489	1 785	1 734
kęsy	2 160	3 023	3 683	2 889	2 886
pręty SQ	2 775	4 023	4 901	3 845	3 841
spready					
kęsy	1 154	1 272	1 194	1 104	1 152
pręty SQ	1 769	2 272	2 412	2 060	2 107

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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

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

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia 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.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzenie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 maja 2022 o godzinie 07:56.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 maja 2022 o godzinie 08:25.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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

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

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

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

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2022-04-07	2022-01-17	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18
cena docelowa (PLN)	6,75	4,10	5,05	5,05	4,30
kurs z dnia rekomendacji	5,85	4,15	3,93	4,52	3,57



mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl