

piątek, 18 czerwca 2021 | aktualizacja raportu

Cognor: kupuj (podwyższona)

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

Rekordowe spready na pręcie żebrowanym

Według danych Polskiej Unii Dystrybutorów Stali w czerwcu ceny prętów żebrowanych wzrosły do ponad 4000 PLN/t, co stanowi rekord ostatnich kilkunastu lat. Przy znacznie mniejszym wzroście cen złomu spread na produkcji pręta żebrowanego wzrósł w ostatnich dniach do ponad 2000 PLN/t (vs. średnio 900 PLN/t w 2020 roku). To implikuje, że w końcówce 2Q'21 oraz w 3Q'21 Cognor może odnotować rekordowe wyniki finansowe w hucie Ferrostal, a co za tym idzie wynik EBITDA w 2021 roku może się zbliżyć do rekordowego, jaki miał miejsce w 2007 roku (wówczas 227 mln PLN vs. oczekiwane 222 mln PLN w 2021 roku). W efekcie oczekiwanej poprawy wyników finansowych na koniec 2021 roku dług netto według nas spadnie poniżej 40 mln PLN, co wzbudzi oczekiwania inwestorów odnośnie możliwej dywidendy w kolejnym roku (oczekujemy 0,44 PLN/akcja, co daje ponad 12% Dyield). Podnosimy nasze założenia odnośnie cen produktów oraz złomu, rewidujemy w górę prognozę cen energii na kolejne dwa lata oraz podnosimy wartość oczekiwaną dywidend w 2021 i 2022 roku. W dłuższej perspektywie pozytywnie na popyt i ceny prętów żebrowanych powinny przekładać się inwestycje infrastrukturalne w zakresie *Nowego Ładu*. Obecnie również Cognor notowany jest ze średnio ponad 20% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA na lata 2021-2023. Podnosimy naszą cenę docelową do 4,30 PLN/akcja (wcześniej 3,19 PLN/akcja) oraz rekomendację z trzymaj do kupuj.

Nowy Ład stimuluje inwestycje infrastrukturalne

W ramach rządowego programu „Nowy Ład” planowana jest do 2025 roku budowa ponad 2 tysięcy kilometrów nowych dróg ekspresowych i autostrad, ponad 100 mostów i obwodnic oraz przebudowa 50 tysięcy kilometrów dróg. Dodatkowo do 2030 roku planowane jest pełne połączenie miast wojewódzkich drogami szybkiego ruchu. Inwestycje infrastrukturalne będą przekładały się na utrzymanie wysokiego popytu na pręty żebrowane, co przy ograniczonych mocach będzie powodować utrzymanie wysokich cen.

Wyzwaniem wyższe ceny energii w 2022 roku

Naszym zdaniem głównym wyzwaniem na 2022 rok są oczekiwane wyższe ceny energii elektrycznej w związku z obserwowanymi obecnie rosnącymi cenami hurtowymi. W 2022 roku zakładamy, że cena energii w taryfie B wzrośnie do 517 PLN/mwh (+18% r/r), co w przypadku Grupy Cognor generuje dodatkowe 34 mln PLN kosztów w skali roku.

Ferrostal wyraźnie poprawia marże

W efekcie wzrostu sprzedów na produkcji prętów naszym zdaniem w 2021 roku marże w hucie Ferrostal Grupy Cognor wzrosną do rekordowych w historii poziomów. W przypadku Huty Stali Jakościowych poprawa marży będzie mniej wyraźna ze względu na opóźnienie w przenoszeniu cen złomu na produkty końcowe. Powolna odbudowa wolumenów w motoryzacji sprzyjać powinna odbudowie marży HSJ w kolejnych latach.

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 503	2 336	1 970
EBITDA skor.	93	92	222	169	143
marża EBITDA	4,9%	5,3%	8,9%	7,3%	7,3%
EBIT skor.	47	44	172	119	95
zysk netto skor.	11	10	129	86	66
P/E skor.	55,5	61,8	4,8	7,2	9,4
P/FCFE	5,1	3,3	3,1	4,5	5,6
FCFF/EV	22,9%	32,6%	38,9%	30,2%	25,1%
EV/EA skor.	9,3	8,8	3,1	3,9	4,6
DPS	0,21	0,00	0,15	0,44	0,34
DYield	5,8%	0,0%	4,1%	12,4%	9,7%

cena bieżąca	3,56 PLN
cena docelowa	4,30 PLN
kapitalizacja	623 mln PLN
free float	135 mln PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,0 mln PLN

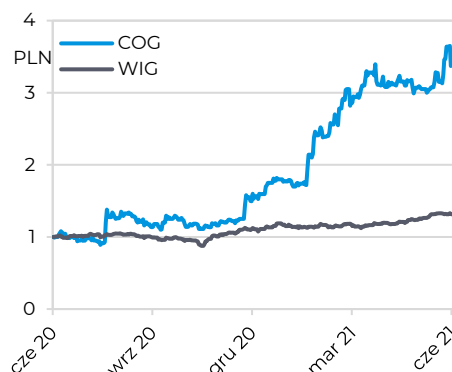
Struktura akcjonariatu

PS HoldCo	68,6%
The Troesh Family Foundations	9,8%
pozostali akcjonariusze	21,6%

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	4,30	3,19	kupuj	trzymaj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Kernel	3,56	4,30	+20,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu				
	2021P	2022P	2023P	
przychody ze sprzedaży	+10,4%	+5,9%	-3,3%	
EBITDA	+40,4%	+35,5%	+19,8%	
zysk netto	+64,6%	+64,6%	+34,1%	
wolumen sprzedaży	-2,1%	-2,1%	-2,1%	
ceny produktów	+16,6%	+12,2%	+2,8%	
ceny złomu	+16,4%	+11,9%	-5,7%	

Analitik:

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

Czynniki ryzyka

Koniunktura na światowym rynku stali

Rynek stali jest bardzo cykliczny. Przy spadku koniunktury wielkopiecowi producenci stali (BOF) nie mogą natychmiastowo zamknąć produkcji, więc plasują wyroby stalowe na rynku po każdej możliwej cenie. To z kolei powoduje presję na ceny i rentowność innych podmiotów z branży – zarówno producentów opartych o piece elektryczne (EAF), jak i dystrybutorów stali.

Zaostrzenie polityki środowiskowej w UE

Rosnące wymagania odnośnie emisji gazów cieplarnianych i nieczystości do atmosfery bez odpowiedniej ochrony lokalnego rynku powodowały presję na europejskich producentów wyrobów stalowych w ostatnich latach. Europejskie podmioty przegrywają również rywalizację z producentami z Chin czy krajów byłych republik radzieckich, jako że lokalne rządy wspierają tamtejszy przemysł stalowy. Odpowiedzią na ten problem są nakładane od 2016 roku wyższe cła na import towarów stalowych z krajów rozwijających się.

Do końca roku 2019 Grupa Cognor kupowała na rynku około 10% certyfikatów 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.

Szansą dla branży produkcji stali w Europie jest tzw. Carbon Tax na import towarów spoza UE. Wprowadzenie takich restrykcji byłoby naszym zdaniem skuteczną barierą celną i zmianą warunków gry dla europejskich producentów.

Spadki cen rudy żelaza i węgla koksowego

Niższe ceny rudy żelaza i węgla koksowego obniżają koszty wytworzenia dla producentów stali opartych o technologię wielkopiecową (BOF). W takiej sytuacji mogą oni kupować złom po wyższych cenach, co negatywnie przekłada się na rentowność producentów opartych o technologie topienia złomu łukiem elektrycznym (EAF).

Wzrost mocy produkcyjnych na rynku

Utrzymujące się przez dłuższy czas marże na przetopie złomu stalowego mogą zachęcić graczy rynkowych do eliminacji wąskich gardeł i wzrostu mocy produkcyjnych. To z kolei przekładałoby się na większy popyt na złom i mogłoby doprowadzić do dysproporcji pomiędzy popytem a podażą. W efekcie mogłyby wzrosnąć ceny surowca.

Ryzyko podaży akcji ze strony byłych wierzycieli

Historycznie Cognor miał wyemitowane około 17 mln EUR obligacji zamiennych na akcje, które zostały skonwertowane na akcje po cenie 1,61 PLN. Przy wyższym kursie byli wierzyciele mogą szukać wyjścia z inwestycji, co wiązałoby się z podażą akcji.

Agresywna strategia rozwojowa w przeszłości

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

Rosnące ceny energii elektrycznej

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

Historycznie wysoka koncentracja na pojedynczego klienta

Jeszcze w 2013 roku Sholz Edelstahl GmbH odpowiadała za 16% łącznych obrotów Huty Stali Jakościowych, a Węgłokoks 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.

Wycena

Wartość spółki Cognor szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 4,30 PLN

Podsumowanie wyceny spółki

(PLN)	waga	cena
wycena porównawcza	50%	3,71
wycena DCF	50%	4,31
	cena wynikowa	4,01
	cena docelowa za 9 m-cy	4,30

Źródło: 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. W wycenie zastosowaliśmy 20% dyskonto do grupy porównawczej ze względu na obecność obligacji zamiennych na akcje oraz dużą zmienność wyników w zależności od kształtowania się relacji cen złomu i produktów końcowych.

Wycena porównawcza

	kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ALUMETAL SA	Polska	8,2	12,1	11,0	6,9	8,7	16,4
ARCELORMITTAL	Luksemburg	4,2	6,7	8,5	2,7	3,7	4,3
BAOSHAN IRON & STEEL CO-A	Chiny	7,5	7,1	6,6	4,0	3,4	3,0
COMMERCIAL METALS CO	USA	11,5	12,0	13,2	6,4	6,5	5,8
HESTEEL CO LTD-A	Chiny	-	-	-	-	-	-
HITACHI METALS LTD	Japonia	-	51,4	26,8	29,0	10,7	8,9
HYUNDAI STEEL CO	Korea Płd.	9,5	9,7	8,6	6,5	6,2	5,7
JFE HOLDINGS INC	Japonia	-	5,1	5,3	11,8	5,8	5,8
JSW STEEL LTD	Indie	22,9	9,8	10,2	11,6	6,5	6,8
KLOECKNER & CO SE	Niemcy	5,3	15,6	14,5	2,9	4,8	4,6
METALURGICA GERDAU SA-PREF	Brazylia	4,0	10,2	9,4	-	-	-
NIPPON YAKIN KOGYO CO LTD	Japonia	11,8	5,6	5,2	-	-	-
NUCOR CORP	USA	7,0	14,7	18,9	4,4	7,3	8,8
OLYMPIC STEEL INC	USA	6,6	20,2	-	-	-	-
OUTOKUMPU OYJ	Finlandia	9,3	10,1	9,3	5,1	5,2	4,5
POSCO	Korea Płd.	7,5	7,7	7,3	4,0	3,9	3,4
SALZGITTER AG	Niemcy	4,8	6,8	7,3	2,6	3,0	2,9
SSAB AB-A SHARES	Szwecja	5,9	8,8	11,5	3,2	3,9	4,5
STEEL AUTHORITY OF INDIA	Indie	12,0	4,6	5,9	7,5	4,3	4,7
STEEL DYNAMICS INC	USA	5,6	10,0	13,2	3,7	5,6	6,1
TATA STEEL LTD	Indie	17,9	5,3	7,7	8,1	4,0	4,8
THYSSENKRUPP AG	Niemcy	-	14,6	11,3	2,0	0,9	0,7
maksimum		22,9	51,4	26,8	29,0	10,7	16,4
minimum		3,1	4,6	5,2	2,0	0,9	0,7
mediana		7,5	10,0	9,8	4,7	4,9	4,8
Cognor		4,8	7,2	9,4	3,1	3,9	4,6
premia (dyskonto)		-35,3%	-27,6%	-4,3%	-35,4%	-20,1%	-3,7%

Implikowana wycena

mediana	7,5	10,0	9,8	4,7	4,9	4,8
premia (dyskonto)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
waga wskaźnika		50%			50%	
waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
wartość firmy na akcję (PLN)	3,71					

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 nawis podaży akcji po zamianie warrantów na akcje przez wierzycieli.
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec czerwca 2021 roku.
- Dług netto zakładamy na poziomie z końca 2020 roku.

Model DCF

(mln PLN)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	+
przychody ze sprzedaży	2 503,5	2 335,8	1 969,8	1 913,9	1 931,1	1 949,4	1 951,3	1 953,8	1 951,4	1 954,7	1 958,1
zmiana	44,4%	-6,7%	-15,7%	-2,8%	0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,2%
EBITDA	222,4	169,4	143,3	115,6	119,1	125,3	126,8	128,1	131,3	128,2	125,0
marża EBITDA	8,9%	7,3%	7,3%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,4%
amortyzacja	50,1	50,1	48,3	47,0	46,4	46,5	47,2	47,0	46,5	48,5	48,5
EBIT	172,3	119,3	95,0	68,6	72,7	78,9	79,6	81,0	84,8	79,8	76,5
marża EBIT	6,9%	5,1%	4,8%	3,6%	3,8%	4,0%	4,1%	4,1%	4,3%	4,1%	3,9%
opodatkowane EBIT	30,3	20,2	15,6	10,6	11,3	12,5	12,7	12,9	13,6	12,7	12,1
NOPLAT	142,0	99,1	79,4	58,1	61,4	66,4	67,0	68,1	71,2	67,1	64,4
CAPEX	-50,0	-50,0	-39,4	-40,3	-41,5	-43,2	-46,5	-46,3	-46,1	-45,6	-47,6
kapitał obrotowy	12,4	3,7	-1,7	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	154,5	102,9	86,6	64,5	66,3	69,7	67,7	68,9	71,5	70,0	66,4
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
współczynnik dyskonta	0,96	0,88	0,80	0,73	0,66	0,61	0,55	0,50	0,46	0,42	0,38
PV FCF	148,8	90,5	69,4	47,1	44,1	42,2	37,4	34,7	32,8	29,3	25,3
WACC	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
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	5,7%	4,0%	2,2%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
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)	862,1
zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	360,5
zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	576,2
wartość firmy (EV)	936,7
dług netto	164,0
udziałowcy mniejszościowi	19,3
wartość firmy	753,5
liczba akcji (mln)	175,0
wartość firmy na akcję	4,31
9-miesięczny koszt kapitału własnego	7,2%
cena docelowa (PLN)	4,62

EV/EBITDA ('21) dla ceny docelowej	3,9
P/E ('21) dla ceny docelowej	6,3
udział TV w EV	38,5%

Zródło: mBank

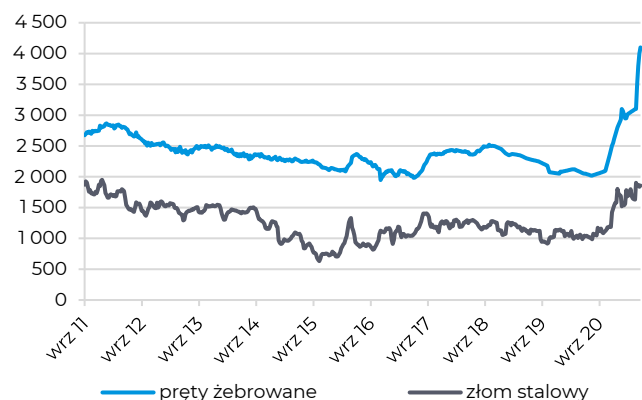
Analiza wrażliwości

	wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	3,76	3,91	4,09	4,33	5,04
WACC +0,5 p.p.	3,95	4,12	4,34	4,62	5,49
WACC	4,16	4,36	4,62	4,95	6,03
WACC -0,5 p.p.	4,39	4,63	4,93	5,33	6,69
WACC -1,0 p.p.	4,65	4,93	5,29	5,77	7,53

Ceny prętów żebrowanych dalej w górę

Według Polskiej Unii Dystrybutorów Stali **cenę prętów żebrowanych w czerwcu przekroczyły poziom 4000 PLN/t**, co stanowi wieloletni rekord. Wzrosty cen wynikają z wyższych notowań na rynkach zagranicznych oraz ożywienia na rynku w maju w związku z poprawą pogody i rozpoczęciem typowego sezonu budowlanego.

Ceny prętów żebrowanych oraz złomu stalowego w Polsce (PLN/t)

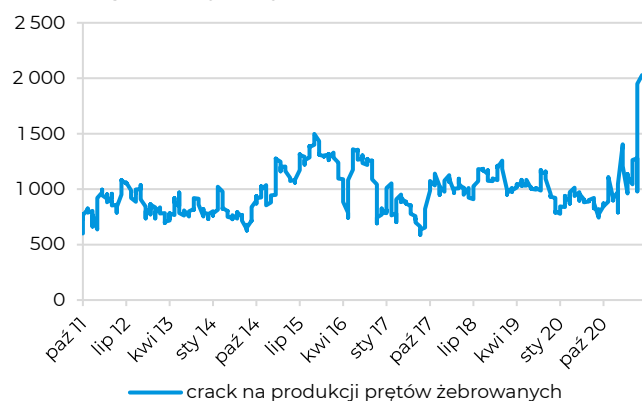


Źródło: PUDS, mBank

W perspektywie 2022 roku prawdopodobnie ceny prętów wspierane będą przez rozpoczynający się w 2021 roku program stymulujący w Europie, który ma pomóc gospodarkom w poprawie koniunktury po epidemii COVID-19. W przypadku rządowego programu „Nowy Ład” planowana **jest do 2025 roku budowa ponad 2 tysięcy kilometrów nowych dróg ekspresowych i autostrad, ponad 100 mostów i obwodnic oraz przebudowa 50 tysięcy kilometrów dróg**. Dodatkowo do 2030 roku planowane jest pełne połączenie miast wojewódzkich drogami szybkiego ruchu. Inwestycje infrastrukturalne będą przekładały się na utrzymanie wysokiego popytu na pręty żebrowane, co przy ograniczonych mocach będzie powodować utrzymanie wysokich cen.

Ceny prętów żebrowanych wzrosły w czerwcu wyraźniej niż ceny złomu, co w przypadku hut opartych o technologię elektryczną (EAF) skutkuje zwiększeniem marży na produkcji. **Różnica między ceną złomu, a prętem żebrowanym przekroczyła ostatnio 2000 PLN/t**, co oznacza nowy historyczny rekord.

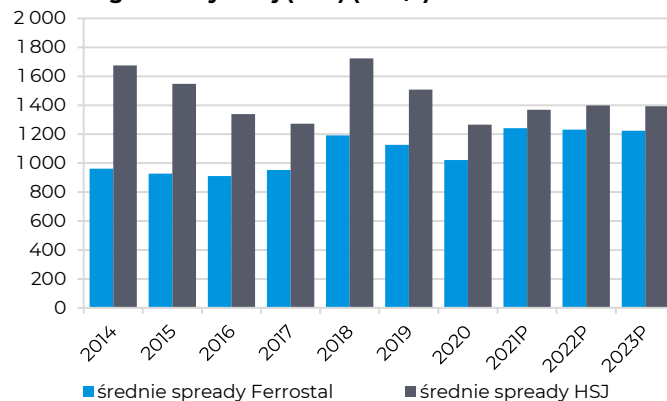
Marże modelowe na produkcji prętów żebrowanych w technologii elektrycznej (EAF) (PLN/t)



Źródło: PUDS, Bloomberg, mBank

W efekcie wzrostu sprzedów na produkcji prętów naszym zdaniem w 2021 roku **marże w hucie Ferrostal Grupy Cognor wzrosną do rekordowych w historii poziomów**. W przypadku Huty Stali Jakościowych poprawa marży będzie mniej wyraźna ze względu na opóźnienie w przenoszeniu cen złomu na produkty końcowe.

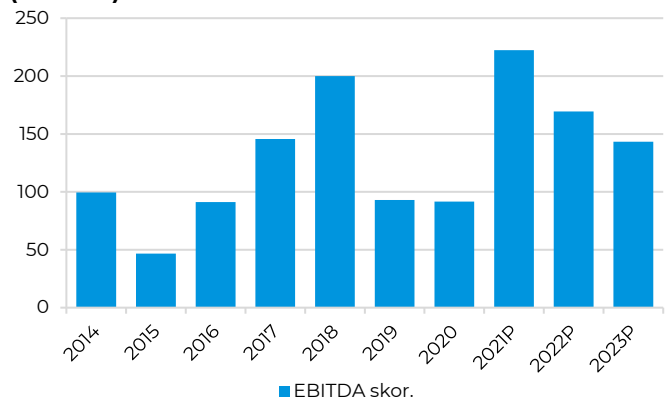
Marże modelowe na produkcji prętów żebrowanych w technologii elektrycznej (EAF) (PLN/t)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

Poprawa marży na obu hutach naszym zdaniem prowadzić będzie do wzrostu **EBITDA w Grupie w 2021 roku do ponad 220 mln PLN** (praktycznie tylko w 2007 roku EBITDA zbliżyła się do 230 mln PLN).

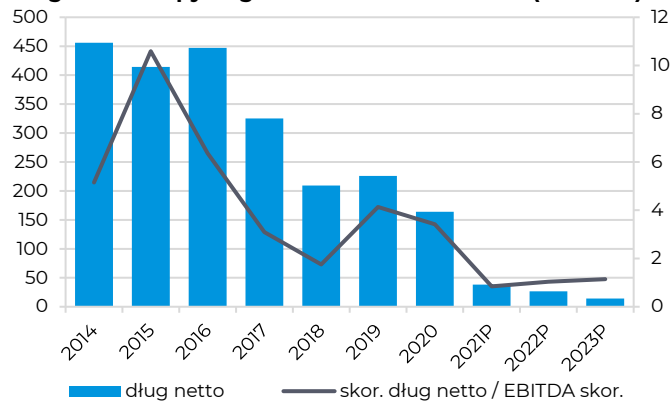
Skorygowana EBITDA Grupy Cognor w latach 2014-2023P (mln PLN)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

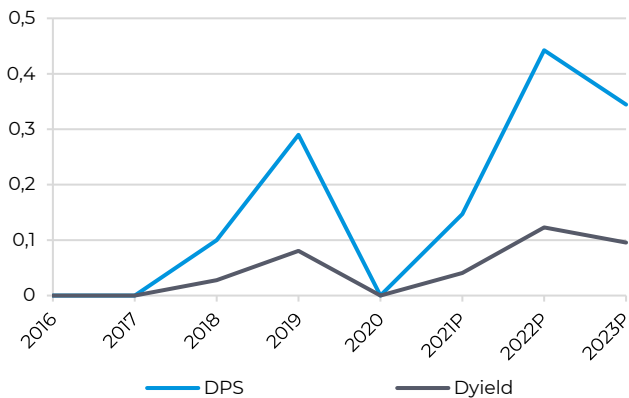
Wzrost wyników finansowych naszym zdaniem prowadzić będzie do **spadku zadłużenia na koniec 2021 roku do praktycznie zera**. W efekcie rynek z każdym kwartałem będzie zwiększał swoje oczekiwania odnośnie możliwości wypłaty dywidendy w 2022 roku (z zysku za 2021 rok). Naszym zdaniem przy założeniu wypłaty 60% zysku za 2021 rok można oczekiwać **DPS na poziomie 0,44 PLN**, co przy bieżącym kursie implikuje Dyield na poziomie ponad 12%.

Dług netto Grupy Cognor w latach 2014-2023P (mln PLN)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

DPS i Dyield w Grupie Cognor w latach 2014-2023P (odpowiednio PLN/akcja i %)

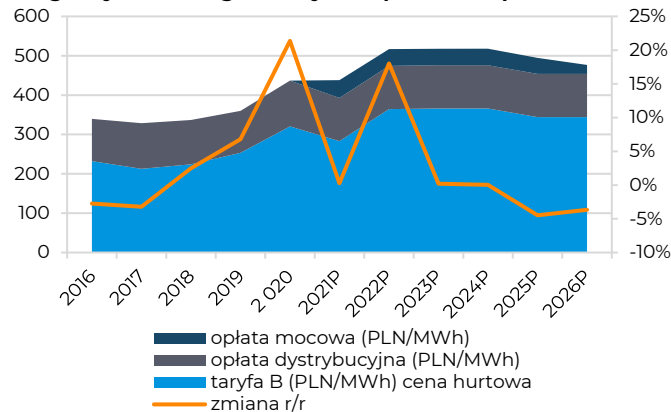


Źródło: Cognor, prognozy mBank

Ceny energii wyzwaniem na 2022 rok

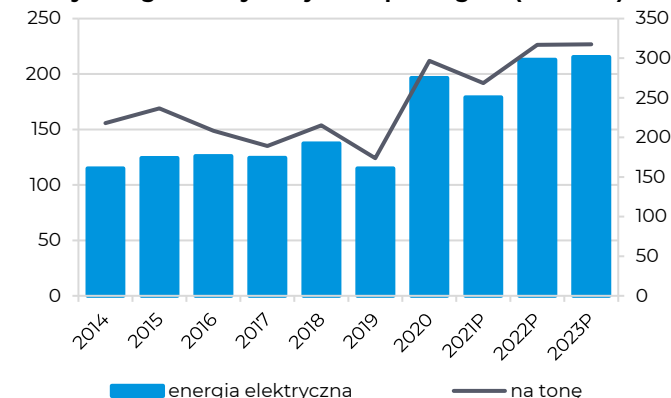
Naszym zdaniem głównym wyzwaniem na 2022 rok są oczekiwane wyższe ceny energii elektrycznej w związku z obserwowanymi obecnie rosnącymi cenami hurtowymi. **W 2022 roku zakładamy, że cena energii w taryfie B wzrośnie do 517 PLN/mwh (+18% r/r), co w przypadku Grupy Cognor generuje dodatkowe 34 mln PLN kosztów w skali roku.**

Prognozy cen energii w taryfie B (PLN/MWh)



Źródło: mBank

Koszty energii elektrycznej w Grupie Cognor (mln PLN)



Źródło: Cognor, prognozy mBank

RZiS

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 503	2 336	1 970
Ferrostal	873	817	1 247	1 142	959
HSJ	532	465	649	636	558
Złomrex Metal	142	137	144	147	150
pozostałe	364	328	371	339	296
koszty wytworzenia	1 731	1 574	2 331	2 216	1 875
amortyzacja	46	48	49	49	47
materiały i energ.	1 230	1 099	1 717	1 601	1 271
złom	725	696	1 312	1 156	820
energ. el.	115	196	179	213	215
usługi obce	177	168	183	188	194
podatki i opłaty	10	10	11	11	11
wynagrodzenia	182	174	179	191	197
pozostałe	7	6	7	7	6
towary	193	162	186	169	148
zmiana st. prod.	-10	-37	0	0	0
amortyzacja	46	48	50	50	48
EBIT	55	67	172	119	95
dz. fin.	-31	-34	-13	-13	-13
zysk brutto	22	32	159	106	82
podatek doch.	3	-1	30	20	16
zysk netto	19	33	129	86	66
skor. EBITDA	93	92	222	169	143
skor. ZN	11	10	129	86	66

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
rzeczowe	376	397	374	370	358
niematerialne	22	18	32	37	40
goodwill	9	9	9	9	9
aktywa obrot.	564	517	763	734	659
zapasy	297	274	396	369	312
należności	188	142	205	191	161
gotówka	79	101	162	173	186
kapitały wł.	259	288	391	400	406
mniejszości	18	19	19	19	19
zob. długo.	279	243	236	236	236
kredyty	250	208	200	200	200
zob. krótko.	482	470	597	557	470
kredyty	55	57	0	0	0
zob. handlowe	427	413	597	557	470
dług netto	226	164	38	27	14
DN/EBITDA	2,24	1,44	0,17	0,16	0,10
DN/EA skor.	4,14	3,42	0,84	1,04	1,14

Źródło: mBank

Rachunek CF

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
CF oper.	142	206	214	152	125
kapitał obrot.	61	98	12	4	-2
CF inw.	-56	-57	-50	-50	-39
CAPEX	-56	-57	-50	-50	-39
CF fin.	-84	-127	-103	-90	-73
dywidenda	-36	0	-26	-77	-60
CF	2	22	61	12	12
CFO/EBITDA	153,3%	224,9%	96,4%	89,7%	87,3%
FCFF	199	263	264	202	165
FCFF/EV	22,9%	32,6%	38,9%	30,2%	25,1%
FCFE	122	187	201	139	112
FCFE/MCAP	19,5%	30,0%	32,3%	22,3%	18,0%
ROIC	9,8%	14,6%	30,7%	21,7%	17,5%
ROCE	10,3%	12,1%	28,9%	18,8%	14,9%
DPS	0,21	0,00	0,15	0,44	0,34
wsk. wypłaty	38,4%	0,0%	254,9%	60,0%	70,0%
DYield	5,8%	0,0%	4,1%	12,4%	9,7%

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	32,6	19,1	4,8	7,2	9,4
P/E skor.	55,5	61,8	4,8	7,2	9,4
EV/EBITDA	8,6	7,1	3,1	3,9	4,6
EV/EA skor.	9,3	8,8	3,1	3,9	4,6
P/S	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3
P/BV	2,4	2,2	1,6	1,6	1,5
P/CF	4,4	3,0	2,9	4,1	5,0
P/FCFE	5,1	3,3	3,1	4,5	5,6
marża EBITDA	4,9%	5,3%	8,9%	7,3%	7,3%
zm. EBITDA r/r	-53,5%	-1,4%	142,7%	-23,8%	-15,4%
marża netto	0,6%	0,6%	5,2%	3,7%	3,4%
zm. EPS r/r	734,6%	11,3%	-92,2%	49,8%	29,6%
cena (PLN)	3,56	3,56	3,56	3,56	3,56
l. akcji (mln)	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
MCap	623	623	623	623	623
EV	867	806	680	669	656

Założenia makro

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
blacha walc.	2 463	2 425	4 000	3 500	2 650
pręt żebrowany	2 275	2 150	3 250	3 000	2 600
prod. stali (PL)	9,1	7,9	8,3	8,5	8,6
prod. stali (EU)	157	139	153	157	159
udział Polska %	7,3%	8,4%	8,0%	7,9%	7,9%
USD/PLN	3,81	3,90	3,73	3,60	3,60
koks (USD)	170	129	145	155	155
ruda (USD)	113	117	180	140	110
żłom (USD/t)	333	313	500	470	330
BOF (USD)	353	330	480	416	338
EAF (USD)	371	348	558	524	368
BOF - EAF (USD)	-18	-18	-78	-108	-30
BOE (PLN)	1 347	1 287	1 790	1 497	1 218
EAF (PLN)	1 416	1 358	2 079	1 887	1 325
żłom (PLN/t)	1 267	1 218	1 865	1 692	1 188
żłom / stal	52%	52%	53%	52%	44%
energia (PLN/mwh)	360	437	438	517	518
zużycie	380	450	409	412	416

Założenia Żłomrex Metal

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. tys. ton	142	137	144	147	150
obroty mln PLN	132	123	237	219	157
śr. ceny PLN/t	930	898	1 641	1 489	1 045
dyskonto (%)	-27%	-26%	-12%	-12%	-12%

Źródło: mBank

Założenia Ferrostal

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	204	147	203	163	118
pręty gładkie	72	63	100	90	73
plaskowniki	93	98	156	140	113
pręty żebr.	429	434	668	642	567
wolumeny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	110	83	77	71	65
pręty gładkie	31	29	31	31	32
plaskowniki	40	45	47	48	49
pręty żebr.	211	231	236	241	246
ceny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
żłom	930	907	1 679	1 438	1 010
kęsy	1 850	1 760	2 654	2 317	1 823
pręty gładkie	2 338	2 177	3 282	2 889	2 298
plaskowniki	2 331	2 182	3 290	2 896	2 304
pręty żebr.	2 031	1 873	2 831	2 666	2 310
spready	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	920	853	975	879	813
pręty gładkie	1 408	1 270	1 604	1 451	1 288
plaskowniki	1 401	1 275	1 611	1 458	1 294
pręty żebr.	1 101	966	1 153	1 228	1 301

Założenia HSJ

przychody	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	166	164	204	200	175
pręty SQ	503	444	621	608	534
wolumeny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	75	76	72	74	75
pręty SQ	158	160	165	168	171
ceny	2019	2020	2021P	2022P	2023P
żłom	1 079	1 006	1 921	1 726	1 212
kęsy	2 224	2 160	2 825	2 714	2 334
pręty SQ	3 194	2 775	3 768	3 620	3 113
spready	2019	2020	2021P	2022P	2023P
kęsy	1 145	1 154	904	988	1 122
pręty SQ	2 115	1 769	1 847	1 894	1 901

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, 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_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 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.

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.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 18 czerwca 2021 o godzinie 08:15.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 czerwca 2021 o godzinie 08:22.

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/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 branż 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
data wydania	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08	2020-09-25	2020-08-04
cena docelowa (PLN)	3,19	3,19	2,89	2,29	2,03	1,98
kurs z dnia rekomendacji	3,16	2,55	2,15	1,25	1,10	0,93



mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
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

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

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