

czwartek, 25 lipca 2019 | aktualizacja raportu

## Cognor: trzymaj (obniżona)

COG PW; COGP.WA | Przemysł stalowy, Polska

### Czas na odpoczynek

26 lipca wznowione zostanie Zwyczajne Walne Zgromadzenie akcjonariuszy Grupy Cognor, które ma zdecydować o wielkości i terminie wypłaty dywidendy za 2018 rok. Wcześniejsza rekomendacja Zarządu odnośnie dywidendy opiewała na 0,30 PLN/akcja (DYield 17%), ale ten wstrzymał się z ostateczną decyzją do czasu ukazania się rozporządzenia Ministra Energii w zakresie wielkości i harmonogramu rekompensat z tytułu wzrostu cen prądu. Po ostatnim odbiciu notowań ewentualne zmniejszenie potencjalnej dywidendy z zysku mogłoby, naszym zdaniem, negatywnie wpłynąć na sentyment do akcji w krótkim okresie. Dodatkowo, według naszych prognoz w 2Q'19 Grupa będzie się musiała zmierzyć z wysoką ujemną dynamiką wyników finansowych. Po wzroście notowań warto, naszym zdaniem, wstrzymać się z dalszymi zakupami do najbliższego WZA (26 lipca) oraz publikacji wyników finansowych za 2Q'19 (14 sierpnia). Wyraźnie lepiej, według nas, wyglądają perspektywy na 2H'19. Biorąc pod uwagę poprawiającą się konkurencyjność producentów elektrycznych (EAF) względem wielkopiecowych (BOF) oraz oczekiwane odbicie koniunktury w przemyśle stalowym w drugiej połowie roku, drugi kwartał może okazać się najsłabszym w całym 2019 roku. Obniżamy naszą rekomendację dla Grupy Cognor z akumuluj do trzymaj, a cenę docelową pozostawiamy na poziomie 1,84 PLN/akcja.

### Wyniki pod presją w 2Q'19

Niższe R/R ceny produktów i 3% R/R spadek wolumenów sprzedaży przy wzroście kosztów energii i płac, naszym zdaniem, powodować będą, że wyniki w 2Q'19 będą wyraźnie niższe R/R oraz słabsze od 1Q'19. Jest to jednak zgodne z ostatnimi wypowiedziami Zarządu udzielonymi po wynikach za 1Q'19. Biorąc pod uwagę poprawiającą się konkurencyjność producentów elektrycznych nad wielkopiecowymi oraz oczekiwane odbicie w przemyśle stalowym w 2H'19, sądzimy że 2Q'19 będzie najsłabszym kwartałem w całym roku. Publikacja wyników nastąpi 14 sierpnia.

### Poprawia się konkurencyjność EAF nad BOF

Rosnące ceny rudy żelaza negatywnie przełożyły się na konkurencyjność tradycyjnych hut w technologii wielkopiecowej (BOF). W efekcie od kilku tygodni producenci elektryczni są o około 50 USD/t bardziej efektywni (tańsi) w produkcji kęsów. Różnica jest najwyższa od początku 2017 roku i powinna się przekładać na lepszą pozycję konkurencyjną producentów elektrycznych w nadchodzących okresach.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 789,3	2 081,8	2 004,2	1 900,4	2 086,3
EBITDA skor.	145,7	200,0	108,5	99,9	106,4
marża EBITDA skor.	8,1%	9,6%	5,4%	5,3%	5,1%
EBIT skor.	104,4	156,2	61,7	49,6	57,0
Zysk netto skor.	31,9	93,7	33,9	27,0	35,0
P/E skor.	9,6	3,3	9,0	11,4	8,7
P/CE	3,4	2,7	3,7	4,0	3,6
P/BV	1,4	1,1	1,1	1,1	1,0
EV/EBITDA skor.	4,7	2,8	5,4	5,6	5,1
DPS	0,00	0,07	0,21	0,13	0,11
DYield	0,0%	5,7%	11,8%	7,2%	6,2%

\*wskaźniki dot. lat 2018-2021P przy pełnym rozwodnieniu

Cena bieżąca	1,75 PLN
Cena docelowa	1,84 PLN
Kapitalizacja	306 mln PLN
Free float	71 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,29 mln PLN

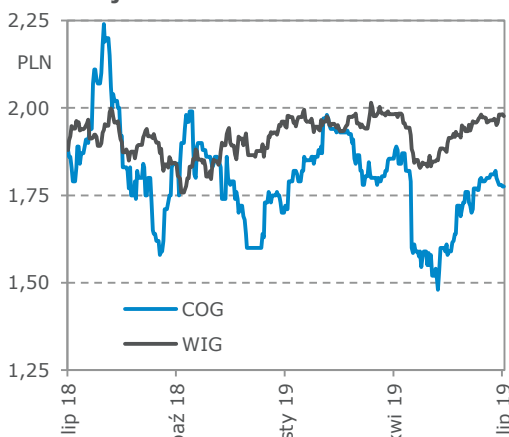
### Akcjonariat

PS HoldCo Sp.z o.o	76,76%
Pozostali akcjonariusze	23,24%

### Profil spółki

Grupa Cognor posiada około 6% udział w krajowej produkcji stali oraz około 15% udział w produkcji stali za pomocą łuku elektrycznego (EAF). Spółka posiada dwie huty: Ferrostal Łąbędy koncentrującą się na produkcji kęsów okrągłych i kwadratowych w piecach łukowych elektrycznych oraz Hutę Stali Jakościowych zajmującą się produkcją kęsów i wlewków ze stali jakościowych. Łączne moce produkcyjne spółki wynoszą 636 tys. ton, które już w 2020 roku wzrosną do poziomu 850 tys. ton. Grupa Cognor posiada własne skupy złomu, które pozwalają na zaopatrzenie około 50% potrzebnego złomu stali.

### Kurs akcji COG na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Cognor	1,84	1,84	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Cognor	1,75	1,84	+5,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
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%

### Analityk:

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

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
 EBIT – zysk operacyjny  
 EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
 BOOK VALUE – wartość księgową  
 WNDB – wynik na działalności bankowej  
 MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
 EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
 P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
 P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją  
 ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
 P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
 Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
 Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

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

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, 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](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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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 przedstawieniem 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, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 lipca 2019 o godzinie 08:30. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 lipca 2019 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 Domu 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](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 Domu 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 Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branżowych 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 Cognor wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2019-07-03	2019-06-14	2019-06-03	2019-05-09	2019-03-05	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	1,84	1,79	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,77	1,64	1,60	1,59	1,94	1,80

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

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

**Piotr Poniąkowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

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

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

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

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

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)