



Dom Maklerski BDM S.A.

COGNOR

RAPORT ANALITYCZNY

Po bardzo wymagającym 2015 roku, na przełomie 1/2Q'16 doszło do istotnych zmian na rynku wyrobów stalowych. Dokonane dynamiczne zwwyżki cen stali naszym zdaniem zasadniczo zmieniają perspektywę dla hut w najbliższych kwartałach (nawet w sytuacji nadejścia korekty tego ruchu). Tym samym wg nas przed Cognorem pojawia się wyjątkowa szansa na trwałą odbudowę marż produkcyjnych i istotne obniżenie wskaźnika dług netto/EBITDA. Dlatego też decydujemy się wznowić zalecenie Kupuj ustalając cenę docelową na poziomie 1.66 PLN/akcję. W scenariuszu realizacji naszych założeń na lata 2016-2017 dostrzegamy w przyszłości pole do wielu korekt wpływających istotnie in plus na przyszłą ocenę spółki.

Indeks cen stali dla prętów na rynku tureckim za 4Q'15 był na średnim poziomie ok. 1 498 PLN/t. W 1Q'16 średni odczyt jest na porównywalnym poziomie q/q, z tym że lokalne minima cenowe z połowy lutego wskazywały pułapy w okolicy 1 450 PLN/t. Od marca nastąpił bardzo dynamiczny wzrost cen wyrobów stalowych i na koniec tego miesiąca ceny wzrosły do około 1 600 PLN/t. W końcówce kwietnia odczyty z rynku tureckiego wskazują już ceny przekraczające 1 900 PLN/t. Jest to zatem o 450 PLN/t więcej niż w połowie lutego 2016 roku.

Zakładamy, że spółka za 1Q'16 wykaże niewielki wzrost cen sprzedaży względem 4Q'15. Uwzględniając niższy koszt wsadu względem 4Q'15 oczekujemy poprawy marż w hutach. Tym sam spodziewamy się, że odczyt EBITDA za 1Q'16 powinien być znacznie lepszy niż słaby 4Q'15 i tylko niewiele niższy niż w 1Q'15. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializuje obserwowane podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosną począwszy od marca. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 z obecnej perspektywy może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. W dalszej perspektywie 2016 roku na 3Q'16 staramy się ująć efekt rosnącego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia stopniową odbudowę spreadów z kontynuacją tego procesu w roku 2017.

Oceniamy, że ogłoszone wezwanie na wszystkie obecne walory spółki przez obecnego głównego akcjonariusza jest wyrazem wiary w dobre perspektywy Cognoru (dodatkowo zwracamy uwagę, że Cognor w grudniu'15 wykupił spory pakiet obligacji własnych za 53.8% nominału). Cena zaproponowana w wezwaniu jest z naszego punktu widzenia korzystna dla PS Holdco. Deklaracja o pozostawieniu spółki w publicznym obrocie (w sytuacji zakupu nawet 100% walorów) związana jest z wyemitowaniem przez spółkę obligacji zamiennych na akcje. Na koniec 2015 roku łączna wartość obligacji pozostających do rozliczenia wynosiła 23.104 mln EUR.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 294	1 423	1 365	1 478	1 520	1 543
EBITDA [mln PLN]	65.2	101.1	49.0	99.6	125.5	134.3
EBIT [mln PLN]	28.1	66.0	13.1	64.8	90.6	98.5
Wynik netto [mln PLN]	-48.6	4.1	-14.8	4.7	21.0	28.5
P/BV	1.2x	0.8x	0.9x	0.9x	0.8x	0.7x
P/E	---	37.3x	---	32.4x	7.3x	5.4x
EV/EBITDA	10.9x	6.1x	11.6x	5.5x	4.3x	3.9x
EV/EBIT	25.4x	9.4x	43.1x	8.5x	6.0x	5.4x
Dług netto/EBITDA	8.6x	4.6x	8.5x	4.0x	3.1x	2.8x

Do obliczeń przyjęto liczbę akcji po zamianie warrantów (czyli docelowo 132.4 mln szt. akcji)

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1.66 PLN

28 KWIECIEŃ 2016

Wycena końcowa [PLN]	1.66
Potencjał do wzrostu / spadku	+45 %

Cena rynkowa [PLN]	1.15
Kapitalizacja po rozwodnieniu [mln PLN]	152.3
Ilość akcji po rozwodnieniu [mln szt.]	132.44

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	1.38
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	0.62

Stopa zwrotu za 3 mc	73%
Stopa zwrotu za 6 mc	-8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23%

Akcjonariat obecny (% głosów)*:	
PS HoldCo	62.55%
TFI PZU	6.3%
Inni	31.15%

* uwzględnia obecne 69.851 mln akcji; bez efektu pełnego rozwodnienia, czyli przyszłej wymiany warrantów na akcje Cognoru

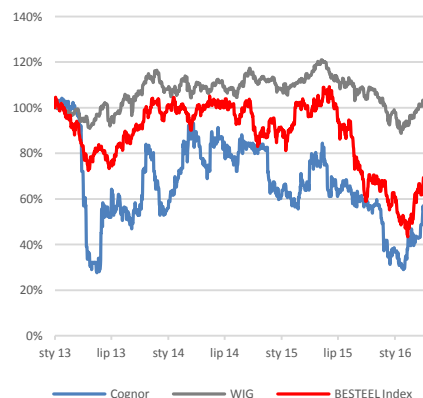
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



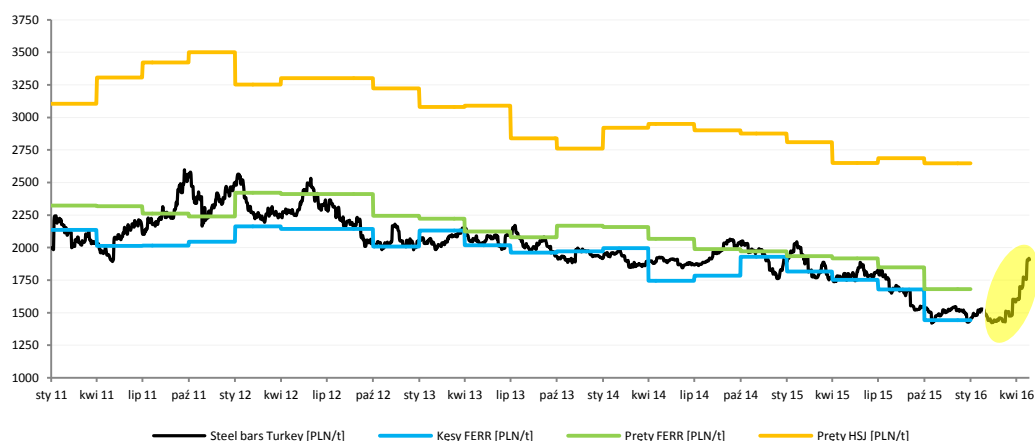
SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015.....	9
DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE	11
DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE.....	12
ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018	14
STRUKTURA ZADŁUŻENIA COGNORU.....	19
AKCJONARIAT	20
OFERTA SKUPU AKCJI COGNOR.....	20
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	21
KONSUMPCJA JAWANA STALI NA ŚWIECIE	22
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Akcentujemy, że na przełomie 1/2Q'16 doszło do silnego przesilenia na rynku wyrobów stalowych. Po serii dotkliwych i długotrwałych obniżek cen stali rozpoczęło się gwałtowne odreagowanie i istotne odbicie. Poprawa sytuacji w branży zbiegła się z ożywieniem na wielu surowcach przemysłowych. Zauważamy też, że w 1Q'16 doszło również do stopniowego wygaszenia części hut i ostatnie dwa miesiące, wg odczytów WSA, wskazują na zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych (w marcu'16 po ponad pół roku odczyt wykorzystania mocy przekroczył 70%). Liczymy się z tym, że obecne gwałtowne wzrosty cen wyrobów stalowych czeka ruch korekcyjny. Niemniej dla Cognoru kluczowe znaczenie ma nie tylko przełamanie trendu długotrwale spadających cen na wyroby stalowe ale odbudowa marż na bazie spreadu (różnica pomiędzy ceną wyrobu gotowego a ceną złomu). Obecne relacje cenowe wskazują, że spread uległ tylko nieznacznej poprawie w wyniku silnych podwyżek cen złomu.

Ceny produktów spółki na tle odczytów indeksu dla prętów z rynku tureckiego



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Zakładamy, że spółka już za 1Q'16 wykaże niewielki wzrost cen sprzedaży względem 4Q'15. Uwzględniając niższy koszt wsadu względem 4Q'15 oczekujemy poprawy marż w hutach. Tym sam spodziewamy się, że odczyt za 1Q'16 powinien być znacznie lepszy niż słaby 4Q'15 i tylko niewiele niższy niż w 1Q'15. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializuje obserwowane podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosną począwszy od marca. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 z obecnej perspektywy może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. W dalszej perspektywie 2016 roku na 3Q'16 staramy się ująć efekt droższego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia stopniową odbudowę spreadów z kontynuacją tego procesu w roku 2017. Ogółem znacząca odbudowa marż w hutach powinna pozwolić na powrót EBITDA w 2016 roku w okolicę 100 mln PLN. Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji i tym samym oczekiwaną EBITDA to ok. 125.5 mln PLN.

Z uwagi na istotną poprawę cenników na wyroby stalowe oraz dostrzeganą perspektywę poprawy spreadu w dalszej części 2016 roku decydujemy się wznowić zalecenie Kupuj ustalając cenę docelową na poziomie 1.66 PLN/akcję. W scenariuszu realizacji naszych założeń na lata 2016-2017 dostrzegamy w przyszłości pole do wielu korekt wpływających istotnie in plus na przyszłą ocenę spółki. Będzie to jednak zależne głównie od przyszłej ścieżki ograniczenia poziomu dług netto/EBITDA. Przy cenie docelowej Cognor będzie handlowany (wg naszych założeń) na mnożniku EV/EBITDA na lata 2016-2017 odpowiednio na poziomie 6.2x i 4.9x. Podkreślamy wciąż, że Cognor jest propozycją inwestycyjną dla inwestorów akceptujących wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego. Obecna kapitalizacja spółki przy cenie 1.15 PLN/akcję wynosi 152 mln PLN, podczas gdy EV Cognoru to ok. 567 mln PLN.

Podsumowanie wyceny

		młn PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	230.3	1.74
B	Wycena porównawcza	209.6	1.58
C=A*50%+B*50%		219.9	1.66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Trendy na rynkach światowych – produkcja i ceny stali

Chiny stały się odpowiedzialne za ponad 50% produkcji stali na świecie. Konsumpcja stali w tym kraju wykazuje coraz mniejsze dynamiki przyrostu i producenci z tego kraju coraz agresywniej lokują swoje wyroby na innych rynkach geograficznych (często nie przestrzegają w produkcji norm środowiskowych). Dodatkowo w 2H'14 i 2015 roku znacznie wzrosła presja konkurencyjna na rynku europejskim ze strony producentów z Rosji i Ukrainy. Należy mieć na uwadze, że wschodni producenci korzystają na zmianach walutowych (przy kosztach wsadu najczęściej ponoszonych w walucie lokalnej).

W 2014 i 2015 roku doszło do gwałtownych spadków cen rud żelaza oraz istotnie spadły ceny węgla koksującego. W tym samym okresie spadki cen złomu poddały się erozji w znacznie mniejszym stopniu. Dokonana skala obniżki cen rudy i węgla koksującego wpłynęła na poprawę konkurencyjności nie posiadających zdolności wydobywczych producentów wielkopiecowych (BOF) w stosunku do producentów takich jak Cognor, czyli stosujących technologię łuku elektrycznego (EAF).

Poziom zadłużenia spółki

Grupa w ostatnich latach zmagala się w wieloma wyzwaniami będącymi pochodną „agresywnego przeinwestowania”. Poziom zadłużenia w relacji do generowanego wyniku EBITDA był w latach 2012-2013 na krytycznie wysokim poziomie i dodatkowo spółka musiała negocjować warunki rolowania obligacji.

Wynegocjowane na początku 2014 roku warunki przedłużenia finansowania dłużnego poprzez nowe obligacje są trudne, niemniej w naszym odczuciu dają grupie czas na podjęcie dalszych działań optymalizujących koszt finansowania zewnętrznego.

Spółka wyemitowała zabezpieczone dłużne papiery uprzywilejowane na kwotę 100.348 mln EUR. Termin zapadalności tych obligacji przypada na 1 lutego 2020 roku. Odsetki płacone są w okresach półrocznych (1 luty i 1 sierpień). Poziom odsetek jest zmienny w czasie i kształtuje się w następujący sposób:

- 1 i 2 rok - 7.5%
- 3 rok – 10%
- 4, 5 i 6 rok – 12.5%.

Dodatkowo spółka wyemitowała obligacje wymienne na akcje na kwotę 25.087 mln EUR. Termin zapadalności tych papierów przypada na 1 lutego 2021 roku. Odsetki wynoszą 5% i płacone są w okresach półrocznych (1 luty i 1 sierpień). Posiadacze tych papierów dłużnych są uprawnieni począwszy od 1 marca 2015 roku do momentu upływu okresu 6 miesięcy liczonego od daty wymagalności do wymiany na akcje Cognoru. Mechanizm wymiany na akcje będzie odbywał się za pomocą wyemitowanych warrantów serii B.

Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego

	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
Dług netto z bilansu [mln PLN]	513.70	560.38	467.62	414.24	399.62	391.59
Dług netto / EBITDA (x)	7.7x	8.6x	4.6x	8.5x	4.0x	3.1x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	226	232
<i>Zapasy</i>	179	235	283	263	267	270
<i>Należności</i>	182	187	187	127	144	152
<i>Zobowiązania handlowe</i>	142	189	184	165	185	190

Należy mieć na uwadze, że w 2014 roku wpływ na wolniejszy (niż wskazywałyby EBITDA) spadek wskaźnika dług netto/EBITDA miało przejęcie krakowskiego Profilu, gdzie dokonano znacznego podniesienia kapitału obrotowego! W 2015 roku spadek długu netto był efektem skupu obligacji po wartości ok. 53.8% nominalu oraz optymalizacji kapitału obrotowego.

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 2.0 (podejście ostrożnościowe z uwagi na ciągle wysoki poziom zadłużenia; w kolejnych modelach będziemy chcieli zmniejszyć ten parametr).

Główne założenia:

- Zakładamy, że spółka za 1Q'16 wykaże niewielki wzrost cen sprzedaży względem 4Q'15. Uwzględniając niższy koszt wsadu względem 4Q'15 oczekujemy poprawy marż w hutach. Tym sam spodziewamy się, że odczyt za 1Q'16 powinien być znacznie lepszy niż słaby 4Q'15 i tylko niewiele niższy niż w 1Q'15. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializuje obserwowane podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosną począwszy od marca. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 z obecnej perspektywy może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. W dalszej perspektywie 2016 roku na 3Q'16 staramy się ująć efekt drożającego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia stopniową odbudowę spreadów z kontynuacją tego procesu w roku 2017.
- Ogółem na cały 2016 rok w segmencie produkcji zakładamy, że sprzedaż produktów wzrośnie r/r do prawie 420 tys. ton (większa produkcja w HSJ), a półwyrobów spadnie do 127 tys. ton. Średnia cena sprzedaży (półwyroby oraz wyroby przetworzone) w naszym modelu jest wyższa niż w 2014 roku (zakładamy, że dokonane wzrosty z marca i kwietnia będą na kolejne miesiące 2016 roku ważnym punktem odniesienia). Dlatego spodziewamy się, że dywizja produkcji wykaże przychody na poziomie ok. 1.34 mld PLN. Wynik EBITDA/t powinien ulec poprawie o ok. 108 PLN/t (przyjęliśmy ostrożny scenariusz na 2H w zakresie spreadu). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy w 2016 roku wzrost przychodów do 1.48 mld PLN. Znacząca odbudowa marż w hutach powinna pozwolić na powrót EBITDA w okolicę 100 mln PLN.
- Na 2017 rok przyjmujemy dalszą poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Średni wynik EBITDA/t w 2017 roku rośnie w naszej prognozie z niespełna 206 PLN/t do 251.8 PLN/t. łączny wynik EBITDA segmentu produkcji zakładamy w 2017 roku na pułapie prawie 136 mln PLN.
- Stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia stan bilansowy na koniec 2015 roku.
- Liczba akcji na poziomie 132.4 mln szt. uwzględnia zamianę wszystkich obecnych warrantów na akcje.
- W modelu nie uwzględniamy akwizycji oraz dezinwestycji posiadanych aktywów.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 230.3 mln PLN, czyli 1.74 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 478	1 520	1 543	1 556	1 568	1 581	1 594	1 607	1 620	1 633
EBIT. [mln PLN]	64.8	90.6	98.5	103.7	105.2	105.5	105.4	105.2	105.0	104.8
Stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12.3	17.2	18.7	19.7	20.0	20.1	20.0	20.0	20.0	19.9
NOPLAT [mln PLN]	52.5	73.4	79.8	84.0	85.2	85.5	85.3	85.2	85.1	84.9
Amortyzacja [mln PLN]	34.8	35.0	35.8	36.6	37.4	38.1	38.8	39.4	40.0	40.6
CAPEX [mln PLN]	-25.5	-41.8	-42.4	-42.8	-43.1	-43.5	-43.8	-44.2	-44.5	-44.9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0.2	-6.4	-7.8	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.1
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	62.0	60.1	65.3	75.9	77.5	78.2	78.3	78.4	78.5	78.5
DFCF [mln PLN]	58.8	51.4	49.9	51.4	46.5	41.6	36.8	32.5	28.7	25.2
Suma DFCF [mln PLN]	422.9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	690.0		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	221.6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	644.5									
Dług netto [mln PLN]	414.2									
Wartość kapitału [mln PLN]	230.3									
Ilość akcji [mln szt.]	132.4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	1.74									

Przychody zmiana r/r	8.3%	2.8%	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT zmiana r/r	392.9%	39.8%	8.7%	5.3%	1.4%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
Marża EBITDA	6.7%	8.3%	8.7%	9.0%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%
Marża EBIT	4.4%	6.0%	6.4%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%
Marża NOPLAT	3.6%	4.8%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%	5.2%
CAPEX / Przychody	-1.7%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%
CAPEX / Amortyzacja	-73.3%	-119.6%	-118.5%	-116.8%	-115.3%	-114.0%	-113.0%	-112.1%	-111.3%	-110.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Premia kredytowa	3.5%	3.5%	6.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Koszt kapitału własnego	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
Udział kapitału własnego	60.9%	62.8%	64.8%	67.2%	69.6%	72.4%	77.4%	82.6%	87.9%	93.1%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6.1%	6.1%	8.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
Udział kapitału obcego	39.1%	37.2%	35.2%	32.8%	30.4%	27.6%	22.6%	17.4%	12.1%	6.9%
WACC	10.9%	11.1%	11.9%	12.7%	12.8%	12.9%	13.1%	13.3%	13.5%	13.7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	0.80	3.64	4.00	4.45	5.02	5.38	5.79	6.27	6.85	7.55
	0.90	3.36	3.68	4.07	4.57	4.87	5.22	5.62	6.09	6.66
	1.00	3.10	3.39	3.73	4.17	4.42	4.72	5.06	5.46	5.92
	1.10	2.87	3.12	3.43	3.81	4.03	4.28	4.57	4.91	5.30
	1.25	2.55	2.77	3.02	3.33	3.52	3.72	3.95	4.22	4.52
	1.50	2.09	2.26	2.45	2.69	2.82	2.97	3.13	3.32	3.52
	1.75	1.71	1.84	1.99	2.17	2.27	2.38	2.50	2.63	2.78
	2.00	1.38	1.48	1.60	1.74	1.82	1.90	1.99	2.09	2.20
	2.10	1.26	1.36	1.46	1.59	1.66	1.73	1.82	1.90	2.00

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.80	6.40	5.89	5.43	5.22	5.02	4.83	4.65	4.32	4.02
	0.90	5.95	5.43	4.97	4.77	4.57	4.38	4.20	3.87	3.58
	1.00	5.54	5.02	4.57	4.36	4.17	3.98	3.81	3.48	3.19
	1.10	5.17	4.65	4.20	4.00	3.81	3.62	3.45	3.14	2.85
	1.25	4.68	4.17	3.72	3.52	3.33	3.16	2.99	2.69	2.41
	1.50	3.98	3.48	3.06	2.86	2.69	2.52	2.36	2.07	1.82
	1.75	3.41	2.93	2.52	2.34	2.17	2.01	1.86	1.59	1.35
	2.00	2.93	2.46	2.07	1.90	1.74	1.59	1.45	1.19	0.97
	2.10	2.76	2.30	1.92	1.75	1.59	1.44	1.30	1.06	0.84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	3.0%	2.65	2.88	3.15	3.48	3.68	3.90	4.15	4.43	4.76
	3.5%	2.27	2.45	2.67	2.93	3.08	3.25	3.43	3.64	3.88
	4.0%	1.93	2.08	2.26	2.46	2.58	2.71	2.86	3.02	3.20
	4.5%	1.64	1.76	1.91	2.07	2.17	2.27	2.39	2.51	2.65
	5.0%	1.38	1.48	1.60	1.74	1.82	1.90	1.99	2.09	2.20
	5.5%	1.15	1.24	1.33	1.45	1.51	1.58	1.65	1.73	1.82
	6.0%	0.94	1.02	1.10	1.19	1.25	1.30	1.36	1.43	1.50
	6.5%	0.76	0.82	0.89	0.97	1.01	1.06	1.11	1.16	1.22
	7.0%	0.59	0.64	0.70	0.77	0.81	0.85	0.89	0.93	0.98

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Cognor jest niszowym producentem stali i na GPW trudno jest przeprowadzić porównanie do innych podmiotów. Zdecydowaliśmy się na ujęcie jedynie Stalproduktu (jako producenta blachy transformatorowej). Pozostałe spółki w zestawieniu notowane są na zagranicznych rynkach akcji i posiadają aktywa w postaci hut stali.

W analizie wykorzystujemy mnożnik EV/EBITDA jako bazowy. Mediana EV/EBITDA na rok 2016 dla producentów wyrobów stalowych (w przewadze posiadających aktywa w postaci pieców hutniczych) wynosi 6.3x i spada w roku 2017 do 5.9x.

Z uwagi na niszowy charakter Cognoru oraz ciągle wysokie ryzyko związane z poziomem zadłużenia grupy oceniamy, że należy zastosować dyskonto do otrzymanej mediany z szerokiej grupy. **Za docelowy wskaźnik dla analizy mnożnikowej Cognoru przyjęliśmy EV/EBITDA na poziomie 5.0x. Tym samym odnosząc ten wskaźnik do prognozowanych wyników spółki na lata 2016-2018 otrzymany środek przedziału wyceny Cognoru to 1.58 PLN/akcję.**

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
STALPRODUKT	295	PLN	1 983.5	11.6	10.2	8.5	5.5	4.7	3.8
THYSSENKRUPP	20.32	EUR	11 497.0	21.8	14.0	11.2	5.7	5.4	4.7
VOESTALPINE	31.26	EUR	5 468.0	10.1	12.3	10.4	6.1	6.5	5.9
SALZGITTER	29.79	EUR	1 790.0	68.0	17.4	16.0	3.8	3.1	3.2
ARCELOR MITTAL	4.78	EUR	14 654.1	---	26.3	10.8	5.7	4.7	4.0
SSAB	34.52	SEK	17 496.9	---	36.3	17.8	10.5	7.8	7.0
VALLOUREC	4.426	EUR	1 561.4	---	---	---	---	20.9	7.2
ACERINOX	10.57	EUR	2 819.1	34.9	19.2	12.6	10.7	8.1	6.6
OUTOKUMPU	3.78	EUR	1 573.9	---	10.9	7.6	10.7	5.9	4.6
UNITED STATES STEEL	18.4	USD	2 694.2	---	---	28.3	17.0	8.1	6.0
NOVOLIPET STEEL	14	USD	8 390.5	11.5	10.6	9.3	5.9	5.4	4.8
AK STEEL	4.88	USD	870.3	---	26.7	8.2	7.2	6.5	5.5
POSCO	2E+05	KRW	20 314 532	13.8	11.7	10.8	5.9	5.5	5.4
TATA STEEL	356.8	INR	346 481	---	35.3	15.9	15.2	8.5	7.3
HYUNDAI STEEL	60700	KRW	8 100 159	9.4	8.4	8.3	6.5	5.9	5.7
Mediana	---	---	---	12.7	14.0	10.8	6.3	5.9	5.5
Cognor	1.15	PLN	152.3	32.4	7.3	5.4	5.5	4.3	3.9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2016-2018

	EV/EBITDA na 2016-2018					
	4.0x	4.5x	5.0x	5.5x	6.0x	6.5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	0.68	1.13	1.58	2.03	2.49	2.94

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q 2015

Wyniki operacyjne za 4Q'15 były słabe. Na poziomie EBITDA spółka zaraportowała jedynie 4.6 mln PLN. Był to zatem kolejny kwartał odczuwalnej erozji marż za sprawą spadających cen wyrobów gotowych oraz niekorzystnym spreadem cena wyroby vs. koszt wsadu czyli złomu. Saldo finansowe w 4Q'15 w kwocie +4.1 mln PLN było pochodną skupu obligacji własnych poniżej nominału. Tym samym strata netto przypisana akcjonariuszom wyniosła tylko niespełna 1 mln PLN.

Cały miniony 2015 rok okazał się wyjątkowo trudny dla Cognoru. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom nie doszło do poprawy konkurencyjności piców EAF względem technologii BOF. Dodatkowo w miarę kolejnych kwartałów nasilała się erozja cen wyrobów gotowych przy wciąż niekorzystnych dla spółki cenach złomu. Spółka podała, że w 2015 roku średnia cena sprzedawanych wyrobów finalnych była niższa o 203 PLN w ujęciu r/r. W tym okresie średnia cena złomu obniżyła się tylko o 130 PLN/t. Tym samym spread pogorszył się o 73 PLN/t i z tego tytułu szacunkowy efekt erozji wyniku brutto na sprzedaży wynosił ok. 36 mln PLN. Dodatkowo negatywny wpływ na raportowany wynik miało ujęcie księgowe zapasów. Jak podał Cognor, negatywny efekt wyceny zapasów w 2015 roku to ok. 32.5 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 4Q'15

Razem konsolidacja	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	336.3	299.1	-11%	1 422.5	1 364.8	-4%
Wynik brutto na sprzedaży	34.0	15.9	-53%	146.7	95.8	-35%
EBITDA	26.0	4.6	-82%	101.1	49.0	-52%
EBIT	17.3	-4.9	---	66.0	13.1	-80%
Saldo finansowe	-21.2	4.1	---	-67.3	-30.3	---
Wynik netto	3.1	-0.8	---	9.7	-13.9	---
Wynik netto przypisany jedn. dom.	-1.2	-0.8	---	4.1	-14.8	---
CF operacyjny	-6.0	84.6	---	51.8	101.3	96%

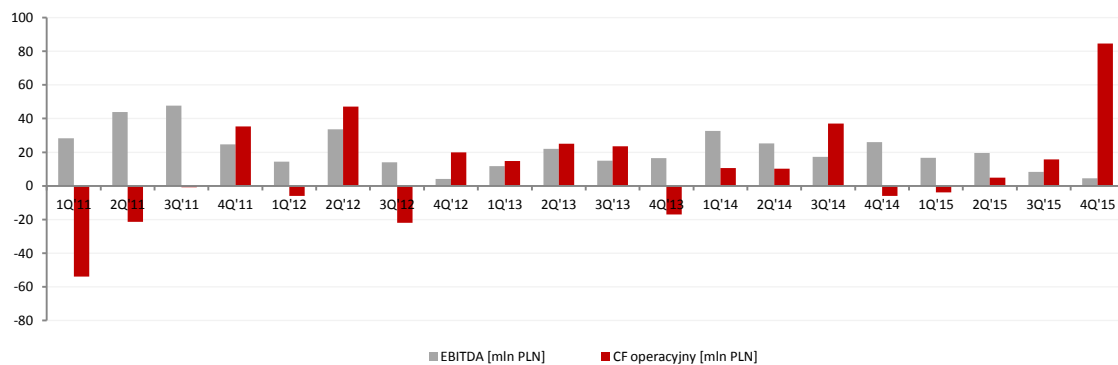
Dywizja surowcowa*	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	117.4	66.6	-43%	450.3	395.7	-12%
Wynik brutto na sprzedaży	6.1	3.9	-37%	19.1	20.2	6%
EBIT	0.5	-2.6	---	-0.5	-1.0	---
EBIT/t [PLN]	4.6	-42.0	---	-1.2	-3.0	---
Zakupy zewnętrzne [tys. ton]	179.4	169.9	-5%	713.3	722.7	1%
Zużycie wewnątrz grupy [tys. ton]	171.9	162.3	-6%	653.9	661.3	1%
Sprzedaż zewnętrzna [tys. ton]	32.8	23.9	-27%	100.1	119.0	19%

Dywizja produkcyjna*	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Przychody	295.2	275.2	-7%	1 259.0	1 189.9	-5%
Wynik brutto na sprzedaży	52.0	14.6	-72%	148.1	75.8	-49%
EBIT	32.6	26.1	-20%	88.2	42.9	-51%
EBIT/t [PLN]	279.9	23.7	-92%	167.6	37.9	-77%
Sprzedaż kęsów [tys. ton]	33.4	40.8	22%	188.1	132.3	-30%
Sprzedaż produktów [tys. ton]	83.2	90.3	9%	338.4	392.9	16%
Spread na kęsach FERR [PLN/t]	963	775	-20%	869	796	-8%
Spread na produktach FERR [PLN/t]	1005	1014	1%	1 047	978	-7%
Spread na produktach HSJ [PLN/t]	1852	1935	4%	1 879	1 801	-4%

*- dane bez wyłączeń

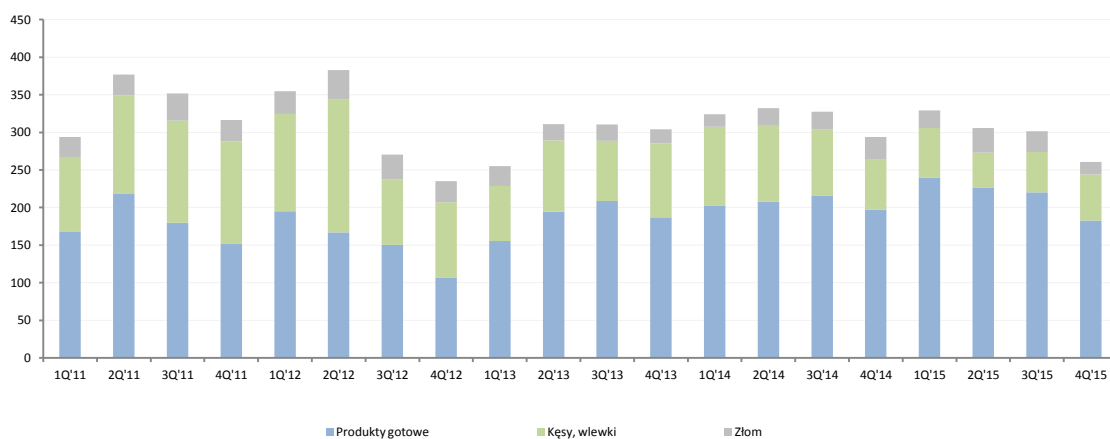
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane spółki (EBITDA oraz przepływy operacyjne w ujęciu kwartalnym)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody grupy w podziale na główne produkty [mln PLN]



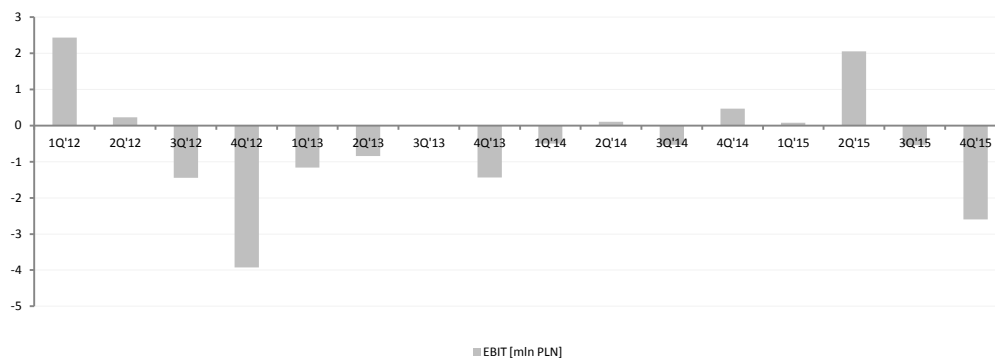
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE

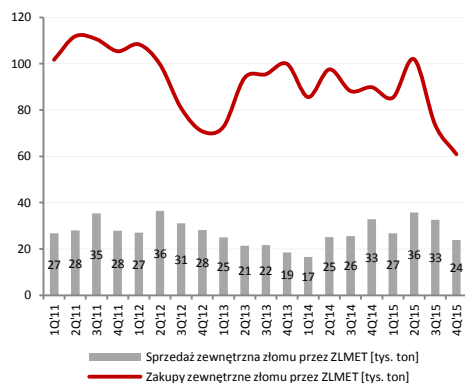
W dywizji surowcowej rok 2015 był kolejnym trudnym okresem. Niekorzystny wpływ na rentowność dywizji miały spadające ceny złomu. Ogółem w całym 2015 roku spółka pozyskała prawie 723 tys. złomu, z czego ok. 119 tys. ton zostało sprzedanych klientom zewnętrznym. W okresie 1-3Q'15 średnia cena sprzedawanego złomu na zewnątrz wynosiła ok. 876 PLN/t. W 4Q'15 nastąpiło silne tąpnięcie cen. Odczyt za 4Q'15 wskazuje na spadek średniej ceny o ponad 150 PLN/t w ujęciu q/q.

Wybrane dane operacyjne dywizji surowcowej

Wynik EBIT dywizji surowcowej



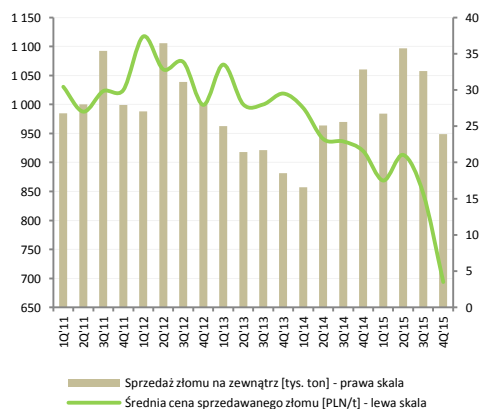
Wolumeny dywizji surowcowej



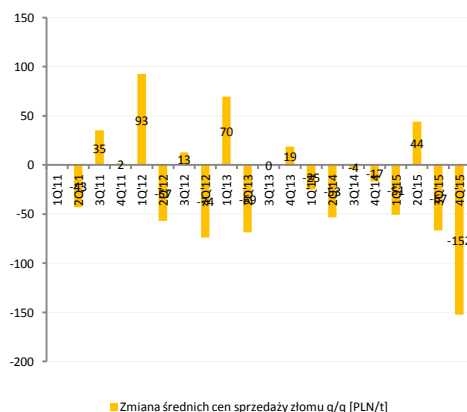
Zużycie złomu wewnątrz grupy



Sprzedaż złomu na zewnątrz grupy oraz uzyskiwane średnie ceny



Zmiana cen sprzedaży złomu na zewnątrz grupy q/q



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE

W 2015 roku sprzedaż kęsów spadła o prawie 56 tys. ton czyli o 30% r/r, natomiast sprzedaż wyrobów finalnych była wyższa o 54.5 tys. ton, co daje wzrost o 16.1% r/r. Ogółem wartościowo w tych dwóch kategoriach doszło do spadku wpływów ze sprzedaży o 86.7 mln PLN względem 2014 roku. Względnie dobrym okresem sprzedażowym okazała się końcówka 2015 roku. W samym 4Q'15 spółce udało się sprzedać o ponad 7.3 tys. ton więcej kęsów oraz o 7.1 tys. ton wyrobów gotowych aniżeli w 4Q'14. Tym samym lepsze wolumeny zneutralizowały efekt spadających cen wyrobów stalowych. W całym 2015 roku średnia cena kęsów produkowanych przez Ferrostal była niższa o prawie 11% r/r, a ceny wyrobów gotowych Ferrostalu były niższe o ok. 9.5% r/r. Z kolei w HSJ średnie ceny wyrobów przetworzonych były niższe o 7.4%. W 2015 roku wyjątkowo trudnym okresem był przełom 3/4Q'15 i w samym 4Q'15 erozja cen kęsów sprzedawanych przez spółkę wyniosła ponad 17% r/r, a wyrobów gotowych o 10% r/r. Ogółem przychody Cognoru w obszarze produkcji w 4Q'15 spadły do 247.1 mln PLN, czyli o 20.1 mln PLN w ujęciu r/r. W 4Q'15 zysk EBIT segmentu spadł aż o ok. 30 mln PLN r/r i był to jeden ze słabszych historycznie odczytów spółki za okres 4Q.

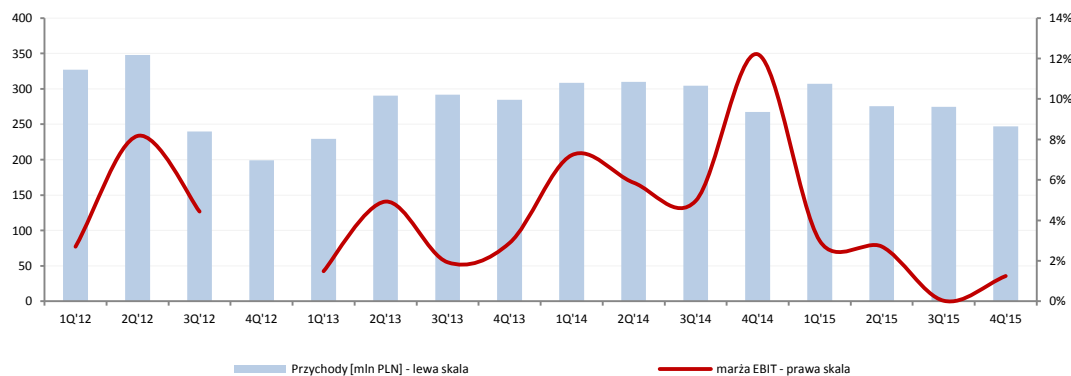
Szacujemy, że wynik EBITDA segmentu produkcji spadł w 2015 roku względem 2014 roku o ok. 68 mln PLN. Spółka tłumaczy ten efekt przez dwa główne niekorzystne zjawiska. Niekorzystne ukształtowanie spreadów odpowiadało za erozję rzędu 36 mln PLN. Z kolei efekt zmian cenowych (spółka sprzedawała wyroby magazynu wg FIFO podczas spadkowego trendu) odpowiadał za erozję EBITDA o ok. 32.5 mln PLN (-8.8 mln PLN w HSJ oraz -23.8 mln PLN w Ferrostalu).

Szacunkowa strata w 2015 roku związana z wpływem wyceny magazynu w Cognorze

HSJ	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
złom [PLN/t]	1 052	1 008	1 021	934	769
wolumen [tys. ton]		35.3	27.7	32.1	29.1
Ferrostal	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
złom [PLN/t]	981	930	953	934	769
wolumen [tys. ton]		59.5	69.8	93.2	79.0
	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
zysk/strata HSJ+Ferrostal [mln PLN]		-4.6	2.0	-7.7	-22.2

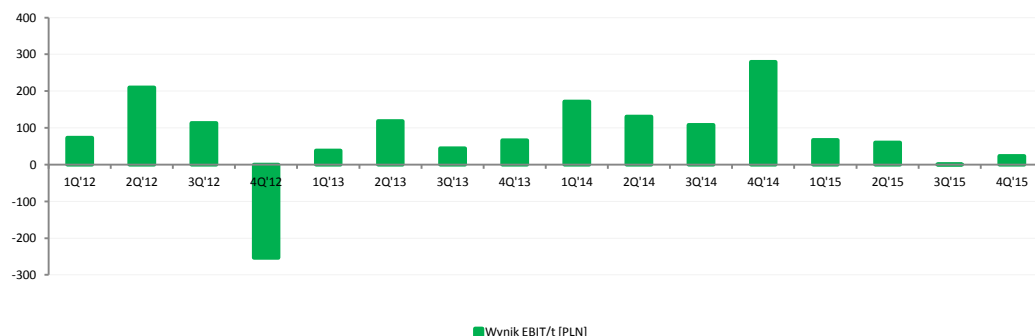
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody ze sprzedaży do odbiorców zewnętrznych dywizji produkcyjnej oraz marża EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

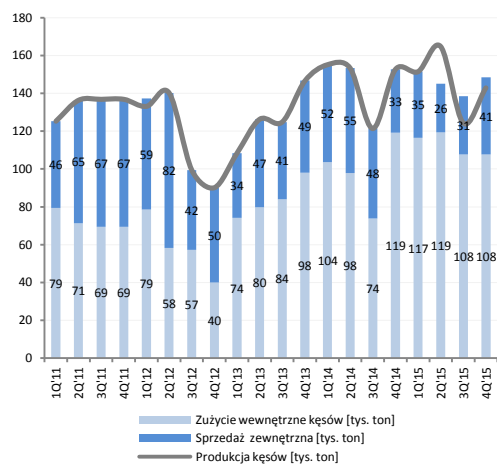
Wynik EBIT w przeliczeniu na jednostkę sprzedawanych kęsów i produktów w ramach dywizji produkcyjnej



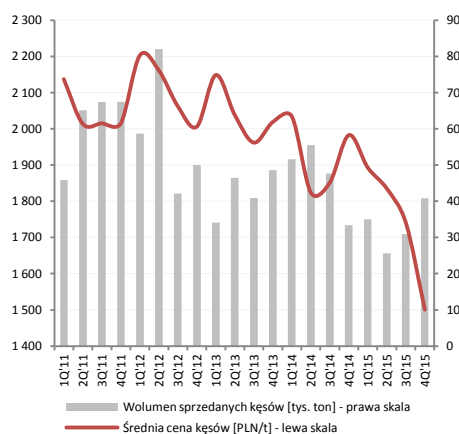
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane operacyjne dywizji produkcyjnej

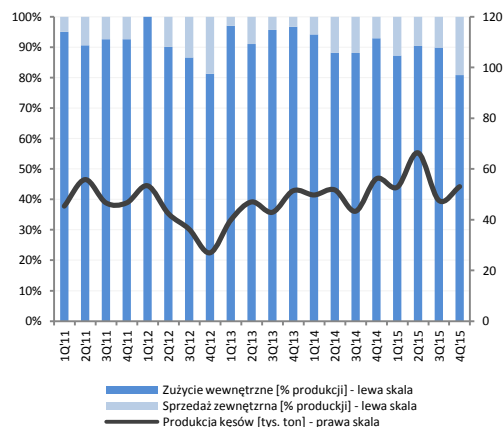
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w grupie



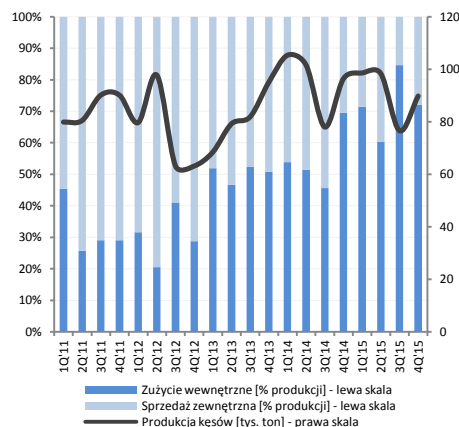
Sprzedaż wolumenowa i średnie ceny kęsów



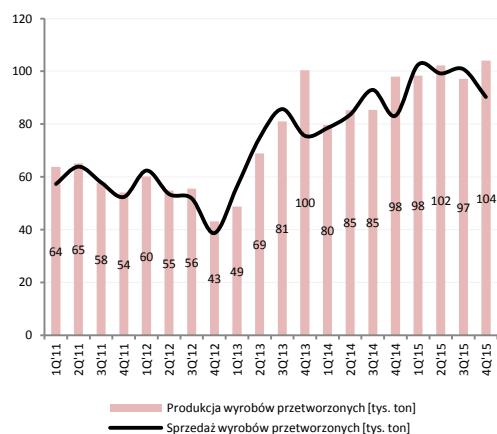
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w HSJ



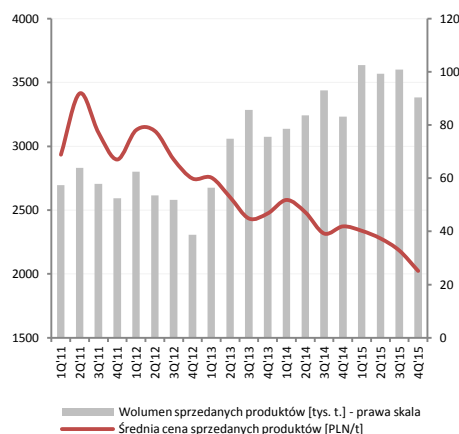
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w Ferrostatu



Produkcja i sprzedaż wyrobów przetworzonych



Sprzedaż i średnie ceny wyrobów przetworzonych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018

Rok 2015 przyniósł silną erozję cen wyrobów stalowych oraz pogorszył spread dla hut Cognoru. Tym samym początkowe projekcje z naszych prognoz nie zostały zrealizowane. Na przełomie 1/2Q'16 doszło do silnego przesilenia na rynku wyrobów stalowych. Po serii dotkliwych obniżek cen stali doszło do gwałtownego odbicia. Poprawa sytuacji w branży zbiegła się z ożywieniem na wielu surowcach przemysłowych. Zauważamy, że w samej branży stalowej doszło też do stopniowego wygaszenia części hut i ostatnie dwa miesiące wg odczytów WSA wskazują na zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych (w marcu'16 po ponad pół roku odczyt wykorzystania mocy przekroczył 70%).

Liczymy się z tym, że obecne gwałtowne wzrosty cen wyrobów stalowych czeka ruch korekcyjny. Niemniej dla Cognoru kluczowe znaczenie ma nie tylko przełamanie trendu długotrwale spadających cen na wyroby stalowe ale odbudowa marż na bazie spreadu (różnica pomiędzy ceną wyrobu gotowego a ceną złomu). Obecne relacje cenowe wskazują, że spread uległ tylko nieznacznej poprawie w wyniku silnych podwyżek cen złomu.

Zakładamy, że spółka za 1Q'16 wykaże niewielki wzrost cen sprzedaży względem 4Q'15. Uwzględniając niższy koszt wsadu względem 4Q'15 oczekujemy poprawy marż w hutach. Tym sam spodziewamy się, że odczyt za 1Q'16 powinien być znacznie lepszy niż słaby 4Q'15 i tylko niewiele niższy niż w 1Q'15. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializuje obserwowane podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosną począwszy od marca. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 z obecnej perspektywy może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. W dalszej perspektywie 2016 roku na 3Q'16 staramy się ująć efekt droższego złomu, zatem oczekujemy erozji marż względem 2Q'16 (dodatkowo jest to kwartał z mniejszą produkcją z uwagi na czas remontów). Końcówka roku w naszych prognozach uwzględnia stopniową odbudowę spreadów z kontynuacją tego procesu w roku 2017.

Ogółem na cały 2016 rok w segmencie produkcji zakładamy, że sprzedaż produktów wzrośnie r/r do prawie 420 tys. ton (większa produkcja w HSJ), a półwyrobów spadnie do 127 tys. ton. Średnia cena sprzedaży (półwyroby oraz wyroby przetworzone) w naszym modelu jest wyższa niż w 2014 roku (zakładamy, że dokonane wzrosty z marca i kwietnia będą na kolejne miesiące 2016 roku ważnym punktem odniesienia). Dlatego spodziewamy się, że dywizja produkcji wykaże przychody na poziomie ok. 1.34 mld PLN. Wynik EBITDA/t powinien ulec poprawie o ok. 108 PLN/t (przyjęliśmy ostrożny scenariusz na 2H w zakresie spreadu). Na poziomie skonsolidowanym zakładamy w 2016 roku wzrost przychodów do 1.48 mld PLN. Znacząca odbudowa marż w hutach powinna pozwolić na powrót EBITDA w okolice 100 mln PLN.

Na 2017 rok przyjmujemy dalszą poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Średni wynik EBITDA/t w 2017 roku rośnie w naszej prognozie z niespełna 206 PLN/t do 251.8 PLN/t. Łączny wynik EBITDA segmentu produkcji zakładamy w 2017 roku na pułapie prawie 136 mln PLN.

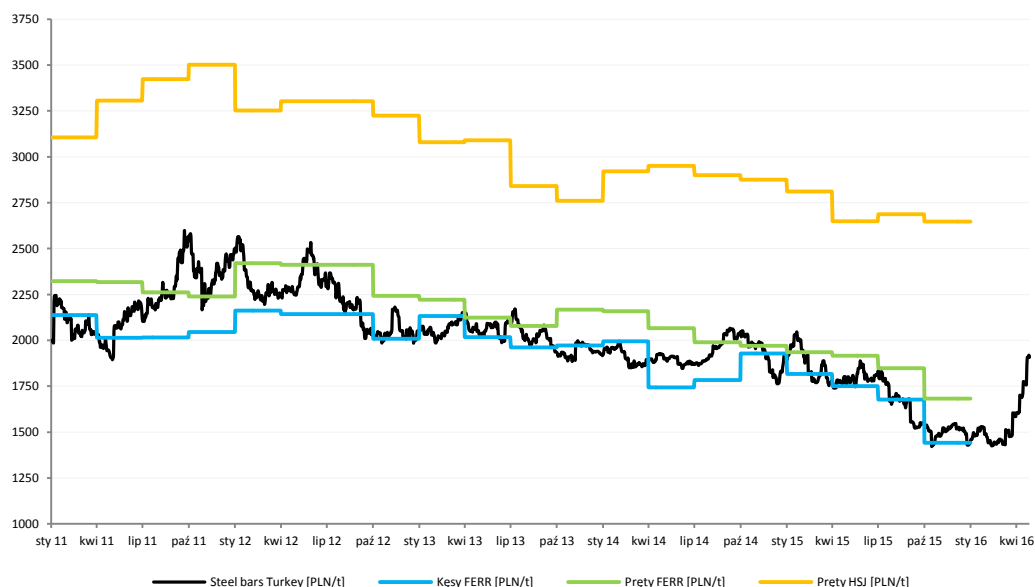
Założenia wyników Cognoru na kolejne okresy [mln PLN]

Grupa Cognor	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody [mln PLN]	370.8	353.1	341.8	299.1	326.2	373.3	395.7	383.0	1 422.5	1 364.8	1 478.3	1 520.1	1 543.2
EBITDA [mln PLN]	16.6	19.5	8.2	4.6	14.1	32.9	24.0	28.6	101.1	49.0	99.6	125.5	134.3
EBIT [mln PLN]	7.7	10.9	-0.6	-4.9	5.3	24.2	15.3	20.0	66.0	13.1	64.8	90.6	98.5
Saldo finansowe [mln PLN]	5.2	-21.2	-18.5	4.1	-14.2	-13.3	-14.8	-14.8	-67.3	-30.3	-57.1	-64.3	-62.9
Wynik netto (przypisany jedn. dominującej) [mln PLN]	7.3	-6.9	-14.5	-0.8	-9.0	8.7	0.4	4.6	4.1	-14.8	4.7	21.0	28.5
Segment produkcji (bez wyłączeń)	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody [mln PLN]	325.1	294.6	294.9	275.2	297.6	329.5	357.2	359.2	1259.0	1189.9	1343.5	1379.4	1396.4
Średnia cena sprzedaży [PLN/t]	2 236	2 208	2 085	1 885	1 961	2 320	2 407	2 433	2 262	2 104	2 279	2 345	2 377
Sprzedaż półwyrobów na zewnątrz [tys. ton]	34.9	25.7	30.9	40.8	29.9	25.7	30.9	40.8	188.1	132.3	127.3	127.3	127.3
Sprzedaż produktów [tys. ton]	102.5	99.2	100.9	90.3	107.5	104.2	105.9	95.3	338.4	392.9	412.9	412.9	412.9
EBITDA segmentu produkcji [mln PLN]	17.0	15.3	8.0	11.3	18.7	34.9	26.7	30.7	115.2	51.5	111.1	135.6	144.5
EBITDA/t [PLN]	123.5	122.2	60.4	86.0	136.4	269.1	195.6	225.6	218.8	98.0	205.8	251.0	267.5
marża EBITDA	5.2%	5.2%	2.7%	4.1%	6.3%	10.6%	7.5%	8.5%	9.1%	4.3%	8.3%	9.8%	10.3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks cen stali dla prętów na rynku tureckim za 4Q'15 był na średnim poziomie ok. 1498 PLN/t. W 1Q'16 średni odczyt jest na porównywalnym poziomie q/q, z tym że lokalne minima cenowe z połowy lutego wskazywały pułapy w okolicy 1450 PLN/t. Od marca nastąpił bardzo dynamiczny wzrost cen wyrobów stalowych. Na koniec marca ceny wzrosły do około 1600 PLN/t, czyli w przeciągu miesiąca był to ruch w górę o prawie 150 PLN/t. W końcówce marca odczyty z rynku tureckiego wskazują już średnie ceny przekraczające 1900 PLN/t. Jest to zatem o 450 PLN więcej niż w połowie lutego 2016 roku.

Ceny produktów spółki na tle odczytów indeksu dla prętów z rynku tureckiego



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Zwracamy uwagę, że jednocześnie na przełomie marca i kwietnia 2016 roku nastąpiła silna zwyżka cen złomu. Od początku marca do końca kwietnia wg odczytów dla rynku tureckiego cena złomu (80/20) wzrosła z ok. 190 USD/t do nawet 300 USD/t. Tym samym relacja cenowa dla producentów w technologii EAF uległa tylko niewielkiej poprawie. Akcentujemy jednak fakt przełamania wcześniejszego trendu spadających cen wyrobów stalowych i sądzimy, że w średnim terminie dojdzie do stopniowej i trwałej odbudowy spreadu dla producentów w technologii EAF.

Relacja cen prętów stalowych i złomu licząc od 2011 roku (cena prętów – cena złomu) [USD/t]



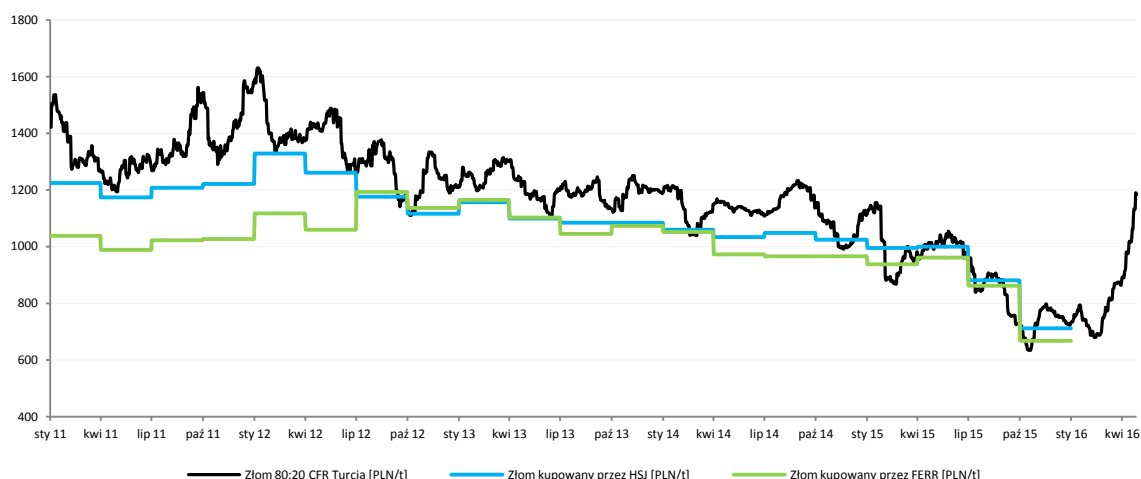
Różnica pomiędzy ceną prętów a ceną złomu była na przełomie stycznia i lutego 2016 roku na poziomie najniższym od lat, co istotnie uderzało w producentów EAF. Dynamiczna odbudowa cenników na wyroby stalowe zapoczątkowana w marcu sugeruje stopniową odbudowę spreadu (niekorzystnie wpływając również silne podwyżki cen złomu).

Oczekujemy, że zapoczątkowana odbudowa cen stali wpłynie na poprawę marż producentów EAF w dalszej części 2016 roku.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Huta HSJ kupowała złom w 4Q'15 po średniej cenie ok. 712 PLN/t (w 3Q'15 było to ok. 881 PLN/t), w tym samym okresie średnia cena kupowanego złomu w Ferrostatu wynosiła ok. 667 PLN/t (w 3Q'15 było to ponad 861 PLN/t). Od marca nastąpiła silna zwyżka cen złomu na rynkach światowych. Odczyty z rynku tureckiego wskazują na wzrost cen złomu do ok. 1180 PLN/t w końcu kwietnia (na początku kwietnia było to jeszcze 890 PLN/t; tegoroczne minima to połowa lutego i ceny w okolicy 690 PLN/t). Obserwowane bardzo dynamiczne wzrosty cen złomu w istotny sposób hamują poprawę marż spółki (choć kluczowe jest, że marże stopniowo ulegają poprawie dzięki wyższym cenom produktów finalnych).

Ceny złomu na rynku tureckim na tle średnich cen zakupu złomu przez huty Cognoru (w poszczególnych kwartałach kwartalnych)



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

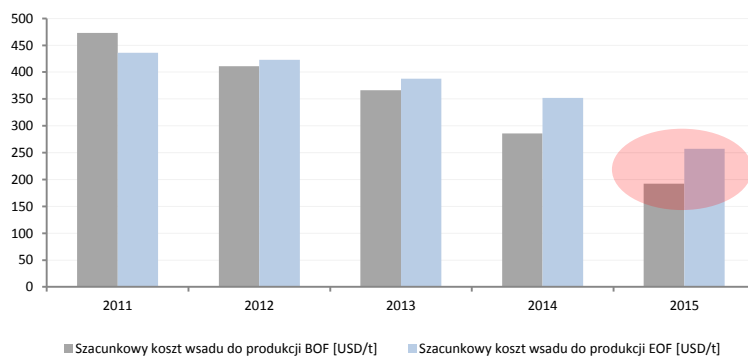
Należy mieć na uwadze, że spółka w rachunku wyników ujmuje metodę FIFO, zatem następuje opóźnienie wyceny wsadu. Zatem w 1Q'16 i połowie 2Q'16 spodziewamy się, że wsad złomowy będzie rozliczany wg niskich cen zakupu z przełomu 3Q/4Q'15. Tym samym nakładając silne podwyżki cennikowe zapoczątkowane w marcu liczymy na bardzo silny odczyt wynikowy za 2Q'16 (rezultaty za 1Q'16 powinny być płaskie r/r ze względu na słabe ceny sprzedaży wyrobów gotowych ze stycznia i lutego).

Średnie ceny zakupu złomu w hutach Cognoru oraz rozliczenie magazynu (FIFO) w okresie 4Q'14 – 4Q'15

HSJ	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Średnia cena zakupu złomu w okresie [PLN/t]	1 024	995	1 000	881	712
Średnia cena rozliczenia magazynu [PLN/t]	1 052	1 008	1 021	934	769
Ferrostat	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15
Średnia cena zakupu złomu w okresie [PLN/t]	966	938	961	861	667
Średnia cena rozliczenia magazynu [PLN/t]	981	930	953	934	769

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Efekt spadku cen rud żelaza i węgla koksującego na poziom kosztów wsadu do produkcji stali w technologii BOF vs EAF

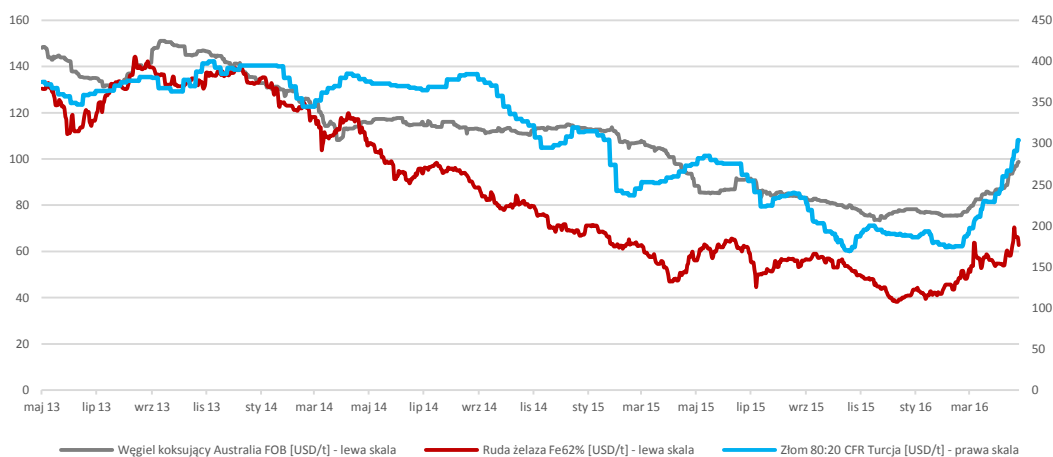


W wyniku spadku cen rud żelaza i węgla koksującego w 2014 i 2015 roku nastąpiła znacząca poprawa kosztowa hut bazujących na technologii BOF w porównaniu do producentów z pieców elektrycznych.

Teoretyczny koszt wsadu do pieców BOF w 2014 roku wynosił niespełna 285 USD/t a w 2015 roku już tylko 192 USD/t. W tym okresie dla producentów w technologii EAF było to odpowiednio ok. 352 USD/t i 257 USD/t. Wskazane relacje cenowe istotnie pogorszyły konkurencyjność producentów EAF.

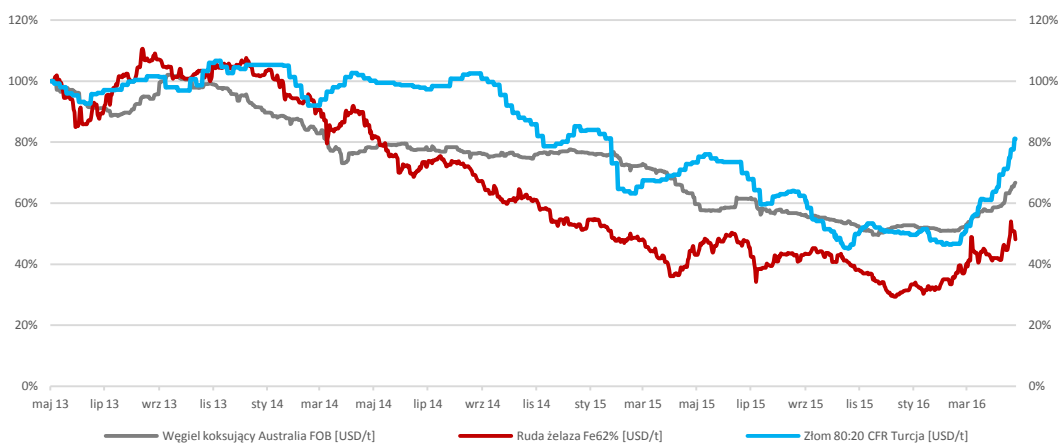
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie prezentacji Cognoru, Steelonethenet, Platts, Riotinto

Ceny złomu na tle cen rudy żelaza oraz węgla koksującego



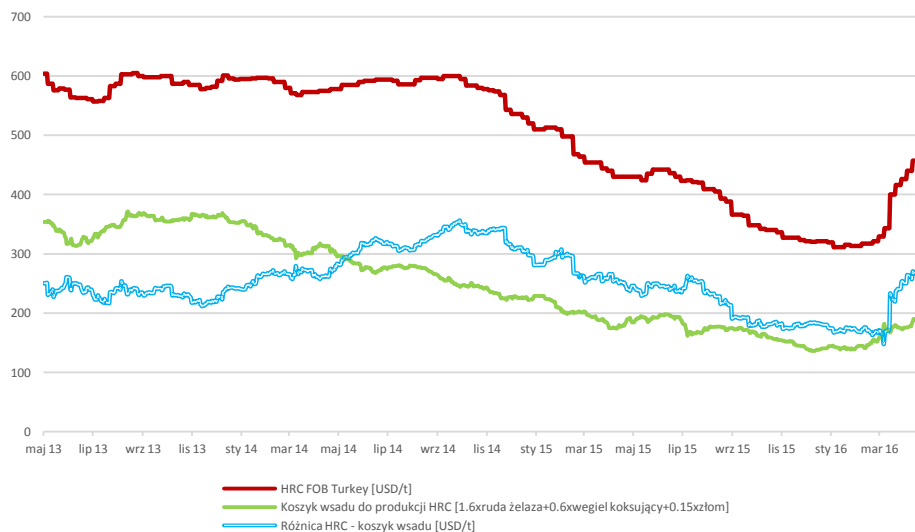
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dynamika cen złomu na tle cen rudy żelaza oraz węgla koksującego (maj 2013 = 100%)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

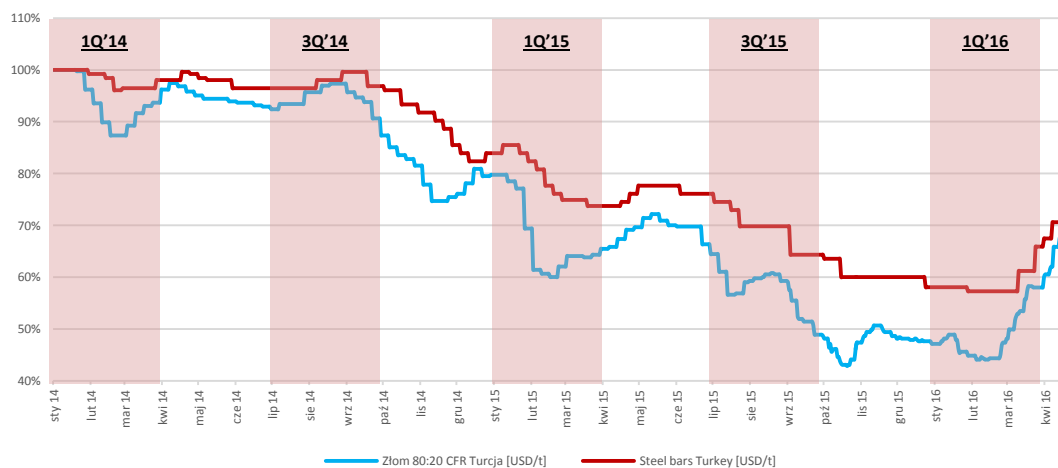
Relacja cen HRC i wsadu dla producentów BOF [USD/t]



Teoretyczny spread pomiędzy ceną HRC a kosztem wsadu do wielkiego pieca (ruda, węgiel koksujący) ulegał systematycznej poprawie w trakcie 2014 roku. Od przełomu 4Q'14/1Q'15 widać spadek spreadu, co było efektem erozji cen stali. W marcu'16 doszło do dynamicznych wzrostów cen wyrobów stalowych (podobnie jak i surowców przemysłowych) i spread uległ szybkiej poprawie o ok. 100 USD/t.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Dynamika cen złomu oraz prętów stalowych na rynku tureckim (styczeń'14=100%)

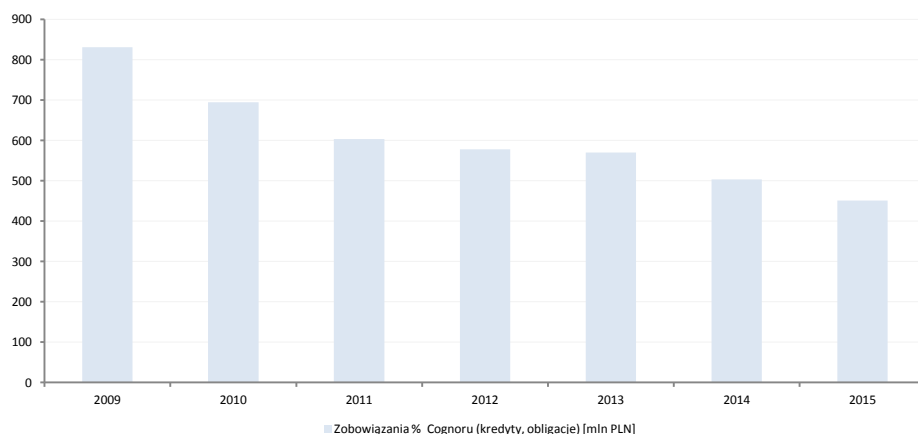


Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

STRUKTURA ZADŁUŻENIA COGNORU

Na koniec 2014 roku wartość zobowiązań związanych z kredytami i obligacjami wynosiła 503 mln PLN. Dzięki podjętym działaniom optymalizującym kapitał obrotowy, na koniec 2015 roku zadłużenie spółki spadło do 451 mln PLN. W strukturze finansowania na bilansie największą pozycją są obligacje (w EUR; zapadalność 2020 rok). Na koniec 2014 roku wartość obligacji na bilansie wynosiła 423 mln PLN. W grudniu 2015 roku spółka przeprowadziła skup obligacji własnych za kwotę odpowiadającą 53.8% nominału. Po udanej transakcji skupu na na koniec 2015 roku spółka umorzyła 14.46 mln EUR nominału obligacji, wykazując w rachunku wyników zysk na transakcji w kwocie 26.21 mln PLN. Na koniec 2015 roku łączna wartość nominału obligacji pozostających do spłaty wynosiła 85.89 mln EUR czyli 366 mln PLN.

Zadłużenie oprocentowane (z tytułu kredytów i obligacji) wykazywane na bilansie Cognoru [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

Struktura zadłużenia oprocentowanego spółki na koniec 2014 i 2015 roku [mln PLN]

	2014	2015
Zobowiązania % dł term	408.9	386.4
Kredyty i pożyczki	1.6	0.9
Obligacje	397.1	370.7
Leasing finansowy	9.6	14.2
Inne	0.6	0.7
Zobowiązania % kr term	87.4	48.9
Kredyty i pożyczki	0.7	0.7
Obligacje (część bieżąca)	26.0	11.4
Leasing finansowy	4.0	6.9
Faktoring zwrotny	33.4	9.8
Faktoring odwrotny	22.9	0.0
Prefinansowanie złomu	0.0	14.3
Inne	0.4	5.7
Kredyty w rachunku bieżącym	7.0	15.8
Zobowiązania % razem	503.3	451.2

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

AKCJONARIAT

Kapitał akcyjny spółki składa się z 66.222 mln akcji notowanych na GPW. Dodatkowo Cognor wyemitował 66.22 mln sztuk warrantów serii B. Posiadacz 1 warrantu serii B ma prawo nabyć 1 akcję Cognoru po cenie 2.35 PLN w okresie najbliższych 8 lat. Dlatego przyjmujemy do obliczeń docelową maksymalną liczbę akcji (po wymianie warrantów) na poziomie 132.5 mln szt.

Struktura akcjonariatu Cognoru (przed rozpoczęciem konwersji warrantów)

	akcje	% kapitału	warranty serii B i C
PS HoldCo sp. z o.o.	43 691 307	66.0%	200
CIF	0	0.0%	60 860 000
TFI PZU	4 400 140	6.6%	0
Przemysław Grzesiak	2 522 951	3.8%	0
Inni	15 607 850	23.6%	5 360 000
Razem	66 222 248	100.0%	66 220 200

Docelowa liczba akcji **132 442 448**

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

Spółka wyemitowała obligacje wymienne na akcje na kwotę 25.087 mln EUR. Termin zapadalności tych papierów przypada na 1 lutego 2021 roku. Odsetki wynoszą 5% i płacone są w okresach półrocznych (1 lutego i 1 sierpnia). Posiadacze tych papierów dłużnych są uprawnieni począwszy od 1 marca 2015 roku do momentu upływu okresu 6 miesięcy liczonego od daty wymagalności do wymiany na akcje Cognoru. Mechanizm wymiany na akcje będzie odbywał się za pomocą wyemitowanych warrantów serii B. Z naszych symulacji wynika, że posiadacze omawianych obligacji będą uprawnieni do objęcia ok. 44.8 mln akcji Cognoru, które w docelowym kapitale składającym się z 132.44 mln akcji będą stanowiły ok. 33-34%. Pozostałe ok. 15 mln warrantów może powrócić do PS HoldCo, które w docelowej strukturze akcjonariatu będzie miało ponad 44% udziałów.

W 2015 roku posiadacze obligacji zamiennych dokonali konwersji 1.983 mln EUR nominalu na 3.629 mln sztuk akcji Cognoru o łącznej wartości 7.258 mln PLN. Kwota ta została przeniesiona z pozostałych kapitałów na kapitał zakładowy. Na koniec 2015 roku łączna wartość nominalu obligacji pozostających do rozliczenia wynosiła 23.104 mln EUR.

OFERTA SKUPU AKCJI COGNOR

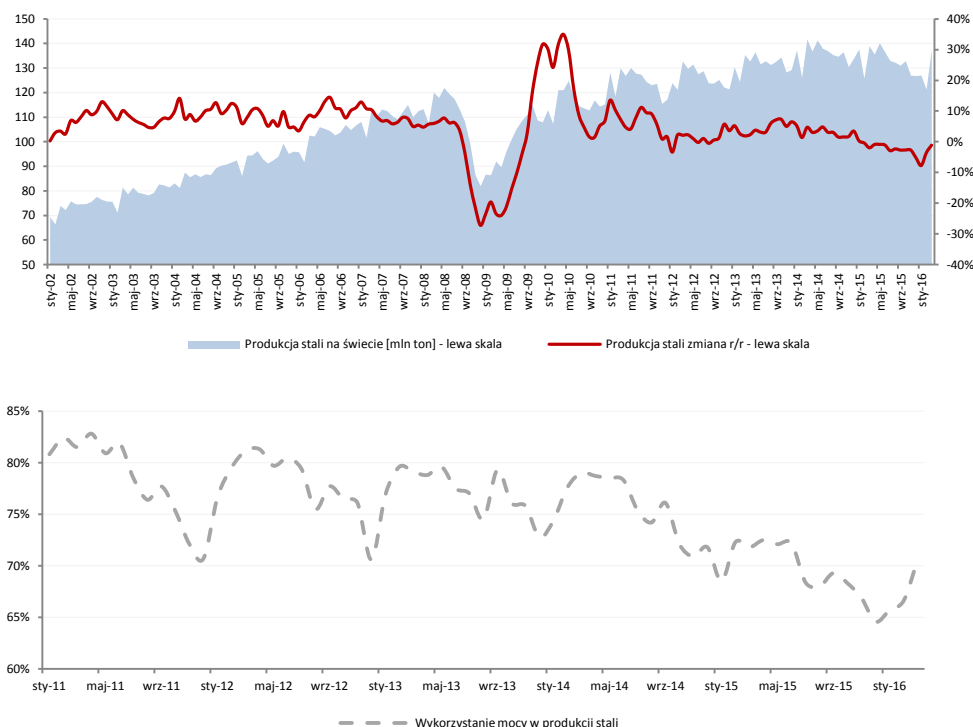
Główny akcjonariusz, PS Holdco, ogłosił 26.04.2016 roku wezwanie na walory Cognoru. Przedmiotem niniejszego wezwania jest 26 160 180 akcji zwykłych na okaziciela, zdematerializowanych, uprawniających do identycznej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, o wartości nominalnej 2.0 PLN. Nabywający w wyniku wezwania zamierza nabyć 37.45% obecnie wyemitowanych akcji. Tym samym PS Holdco zamierza osiągnąć 69 851 487 akcji odpowiadających 100% wyemitowanych obecnie akcji, uprawniających do wykonywania 100% głosów na walnym zgromadzeniu Cognoru. Wzywający nie określa minimalnej liczby akcji objętych zapisami. Wezwanie będzie skuteczne niezależnie od liczby akcji objętych zapisami. Akcje objęte Wezwaniem będą nabywane po cenie 0.97 PLN. Zapisy na sprzedaż akcji przyjmowane będą od 17.05.2016 roku do dnia 16.06.2016 roku włącznie.

Jak zapisano w treści wezwania, „wzywający traktuje nabycie akcji jako inwestycję długoterminową, prowadzoną w ramach strategii obejmującej zwiększanie swojego udziału w spółce. Wzywający zamierza rozwijać dotychczasową działalność spółki. Jednocześnie wzywający nie zamierza zmieniać zasadniczo profilu działalności spółki ani lokalizacji prowadzenia działalności. Wzywający nie planuje wycofania akcji z obrotu na rynku publicznym”.

Oceniamy, że ogłoszone wezwanie na wszystkie obecne walory spółki przez obecnego głównego akcjonariusza jest wyrazem wiary w dobre perspektywy Cognoru (dodatkowo zwracamy uwagę, że Cognor w grudniu'15 wykupił spory pakiet obligacji własnych za 53.8% nominalu). Cena zaproponowana w wezwaniu jest z naszego punktu widzenia korzystna dla PS Holdco. Deklaracji o pozostawieniu spółki w publicznym obrocie (w sytuacji zakupu nawet 100% walorów) związana jest z wyemitowaniem przez spółkę obligacji zamiennych na akcje. Na koniec 2015 roku łączna wartość nominalu obligacji pozostających do rozliczenia wynosiła 23.104 mln EUR.

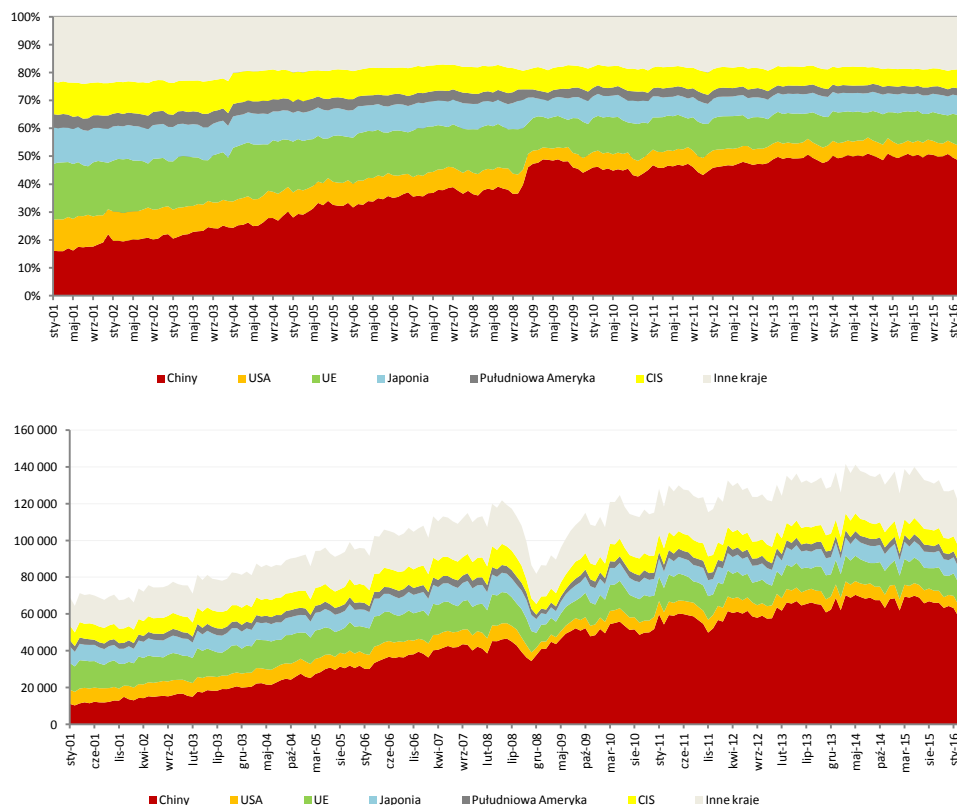
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

Udział poszczególnych obszarów geograficznych w produkcji stali na świecie oraz produkcja wolumenowa [tys. ton]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., World Steel Association

Produkcja stali w 2014 roku wzrosła o ok. 3.1% r/r i wyniosła 1.63 mld ton. Był to rok przełomowy, gdyż w 2015 roku nastąpiła już erozja produkcji oraz znaczące zmniejszenie wykorzystania mocy w hutach.

Z danych WSA wynika, że w 2015 roku produkcja stali na świecie spadła o ok. 2% r/r do pułapu 1.59 mld ton (erozja produkcji była szczególnie odczuwalna w 4Q'15).

W styczniu i lutym 2016 roku produkcja spadła odpowiednio o ponad 7% i 4% r/r. W marcu erozja produkcji to już tylko ok. 1%.

Jak podaje WSA w 2015 roku średnie wykorzystanie mocy w hutach na świecie wyniosło ok. 69.7%, podczas gdy w 2014 i 2013 roku był to poziom ok. 73.4% i 78.4% (po korektach). Dzięki stopniowemu wyłączaniu mocy przez niektóre koncerny, **ostatnie dwa miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy poprawia się i w marcu przekroczyło pułap 70% (pierwszy raz od ponad pół roku).**

Od kilku lat zauważalna jest dominująca rola Chin w produkcji stali. W 2001 roku Chiny odpowiadały za ok. 18.1% produkcji światowej, w 2007 roku udział Chin wyniósł już 37% w światowej produkcji, a w 2015 roku było to już ok. 50.2% (stabilny pułap względem 2014 roku).

Udział największych producentów z UE w światowym rynku w 2007 roku wynosił 15.9%, w 2011 roku było to 11.9%, a w 2015 roku udział w światowej produkcji spadł do ok. 10.4% (stabilnie względem 2014 roku).

Polska w 2015 roku odpowiadała za ok. 0.57% produkcji światowej i ok. 5.48% produkcji w UE28 (w 2014 roku było to odpowiednio 0.5% i 5.1%).

KONSUMPCJA JAWANA STALI NA ŚWIECIE

W 2015 roku zużycie jawne stali spadło na świecie o ok. 2.2%. Należy mieć na uwadze, że w miarę upływu roku każde kolejne założenia były obniżane (zatem skala erozji była sporym zaskoczeniem). Prognozy na 2016 rok opublikowane przez Arcelor Mittal wskazują, że rok 2016 powinien przynieść umiarkowany wzrost zapotrzebowania na stal i w skali globalnej Arcelor Mittal oczekuje, że konsumpcja jawna stali znajdzie się w przedziale 0% do +0.5% r/r.

Uważamy, że przedstawione dane przez Arcelor Mittal na 2016 rok są zbyt optymistyczne, szczególnie w odniesieniu dla rynku chińskiego, gdzie widzimy główne ryzyko przyszłych korekt in minus (w 2015 roku AM obniżał czterokrotnie swoje założenia).

Założenia dla zużycia jawnego stali na 2016 rok (oczekiwania Arcelor Mittal)

	2015	31-mar-15
		2016P
UE (28)	+3.4%	+0% / +1.0%
Chiny	-4.3%	-1.5% / -0.5%
USA	-9.6%	+3.0% / +4.0%
Świat	-2.2%	+0.0% / +0.5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Arcelor Mittal

Z założeń WSA przedstawionych 12 października 2015 roku wynika, że światowa konsumpcja jawna może spaść o 1.7% (wcześniejsza projekcja z kwietnia'15 wskazywała na wzrost o ok. 0.5% r/r, przy uwzględnieniu spadku w Chinach o 0.5% r/r). Najwyższą dynamikę wzrostu konsumpcji stali WSA przewiduje dla obszaru UE(28), gdzie w latach 2015-2016 dynamika wzrostu powinna wynieść odpowiednio +1.3% i +2.2% (przewidywana jednak słabsza dynamika wzrostu niż w kwietniu). Z dużych rynków krajowych in plus wyróżniać powinny się Indie, gdzie WSA oczekuje wzrostu w latach 2015-2016 o 7.3% i 7.6% (podwyższenie założeń z kwietnia).

Prognoza zużycia jawnego stali na 2015-2016 (oczekiwania WSA)

Regiony gospodarcze	Kwiecień 2015		Październik 2015	
	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
UE (28)	154,1	+2,8	153,1	+2,2
CIS	52,2	-0,3	49,9	+0
NAFTA	145,1	+1,3	143,7	+2,1
Azja i Oceania	1 030,40	+0,9	992,8	-0,2
Świat razem	1 565,50	+1,4	1 523,4	+0,7
Świat bez Chin	861,8	+2,9	851,3	+2,9
Wybrane kraje	2016P	zmiana r/r [%]	2016P	zmiana r/r [%]
Chiny	703,7	-0,5	672,2	-2,0
USA	107,2	+0,7	105,2	+1,3
Indie	85,8	+7,3	87,6	+7,6
Japonia	66,6	+1,1	66	+3,1
Korea Płd	58	+2	55,2	+0,7
Rosja	39,6	-1,6	38,2	-1,0
Niemcy	40,7	+2,3	40,5	+2,3
Turcja	32	+1,1	34,3	+1,1
Brazylia	23,4	+3,1	22,5	+0,5
Meksyk	24	+3,9	24,5	+4,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., WSA

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Przychody	1 400	1 294	1 423	1 365	1 478	1 520	1 543	1 556	1 568	1 581	1 594	1 607	1 620
Koszty	1 304	1 191	1 276	1 269	1 314	1 329	1 343	1 349	1 359	1 371	1 383	1 395	1 407
Wynik brutto ze sprzedaży	96	103	147	96	164	191	200	206	209	210	211	212	212
EBITDA	66	65	101	49	100	126	134	140	143	144	144	145	145
EBIT	25	28	66	13	65	91	99	104	105	106	105	105	105
Saldo finansowe	-26	-76	-67	-30	-57	-64	-63	-61	-59	-57	-54	-47	-40
Wynik brutto	-1	-45	4	-17	8	26	36	42	46	48	51	58	65
Podatek	-1	3	-6	-3	3	5	7	8	9	9	10	11	12
Wynik netto	0	-48	10	-14	5	21	29	34	37	39	41	47	53
akcjonariuszy jedn. dominującej	0	-49	4	-15	5	21	28	34	37	39	41	47	52
Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	472	451	423	408	399	406	413	419	425	430	435	440	444
RZAT+WNiP	333	305	301	289	280	286	293	299	305	310	315	320	325
Udziały w jedn. stow	0	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Pozostałe inwestycje	7	6	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Inne aktywa trwałe	132	134	105	103	103	103	103	103	103	103	103	103	103
Aktywa obrotowe	430	436	511	432	458	468	483	497	515	531	519	513	513
Zapasy	179	235	283	263	267	270	274	277	279	281	283	286	288
Należności handlowe	182	187	187	127	144	152	159	160	161	162	164	165	166
Inne aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	64	9	36	37	43	41	45	56	71	83	67	58	54
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	12	15	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa razem	915	910	941	846	863	879	901	922	946	966	959	958	963
Kapitał własny	177	129	187	169	174	195	224	258	295	335	376	423	476
Kapitał własny jedn. dominującej	164	115	166	147	152	174	202	237	274	313	355	402	455
Udziały mniejszości	13	14	21	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Zobowiązania dł. term	500	26	464	439	431	421	411	396	381	361	311	261	211
Zobow. dł. %	487	7	409	386	378	368	358	343	328	308	258	208	158
Pozostałe zobowiązania	13	19	55	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Zobowiązania kr. term	237	756	289	238	258	263	266	268	269	271	273	274	276
Kredyty w rach. bieżącym	15	0	7	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Zob. kr. %	75	563	87	49	49	49	49	49	49	49	49	49	49
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	185	190	193	194	196	198	199	201	202
Pozostałe zobowiązania	4	4	11	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Zobowiązania razem	738	781	753	678	689	684	677	664	650	632	583	535	487
Pasywa razem	915	910	941	846	863	879	901	922	946	966	959	958	963
CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CF operacyjny	39.3	46.5	51.8	101.3	95.8	114.1	119.7	130.4	131.9	132.5	132.4	131.5	130.5
CF inwestycyjny	23.2	-1.7	0.6	-3.1	-25.5	-41.8	-42.4	-42.8	-43.1	-43.5	-43.8	-44.2	-44.5
CF finansowy	-35.8	-78.6	-38.5	-105.7	-64.5	-74.3	-72.9	-76.4	-74.2	-77.0	-104.1	-96.9	-89.6
Zmiana stanu środków pieniężnych	26.7	-33.9	13.9	-7.6	5.8	-2.0	4.4	11.2	14.5	11.9	-15.5	-9.5	-3.6
Środki pieniężne eop	48.7	14.8	28.7	21.1	26.9	24.9	29.4	40.6	55.1	67.1	51.5	42.0	38.4

MNOŻNIKI RYNKOWE – SCENARIUSZ BAZOWY
(LICZBA AKCJI PO ZAMIANIE WSZYSTKICH WARRANTÓW I DŁUG BILANSOWY)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
Liczba akcji [mln szt.]	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4
Mkt Cap [mln PLN]	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3	152.3
BVPS	1.34	0.98	1.41	1.27	1.31	1.47	1.69	1.95	2.23	2.53	2.84	3.20	3.60
EPS	0.00	-0.37	0.03	-0.11	0.04	0.16	0.21	0.26	0.28	0.29	0.31	0.35	0.39
CEPS	0.31	-0.09	0.30	0.16	0.30	0.42	0.49	0.53	0.56	0.58	0.60	0.65	0.70
P/E	-343.8x	-3.1x	37.3x	-10.3x	32.4x	7.3x	5.4x	4.5x	4.2x	3.9x	3.7x	3.3x	2.9x
EV/EBITDA	10.0x	10.9x	6.1x	11.6x	5.5x	4.3x	3.9x	3.6x	3.3x	3.1x	2.8x	2.5x	2.2x
EV/EBIT	26.8x	25.4x	9.4x	43.1x	8.5x	6.0x	5.4x	4.9x	4.5x	4.2x	3.9x	3.5x	3.1x
P/BV	0.9x	1.2x	0.8x	0.9x	0.9x	0.8x	0.7x	0.6x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x	0.3x
EV [mln PLN]	666.0	712.7	619.9	566.5	551.9	543.9	529.5	503.3	473.7	441.8	407.3	366.9	320.4
Dług netto [mln PLN]	513.7	560.4	467.6	414.2	399.6	391.6	377.2	350.9	321.4	289.5	255.0	214.5	168.1
Dług % [mln PLN]	577.8	569.6	503.3	451.2	442.4	432.4	422.4	407.4	392.4	372.4	322.4	272.4	222.4
dług netto / EBITDA	7.7x	8.6x	4.6x	8.5x	4.0x	3.1x	2.8x	2.5x	2.3x	2.0x	1.8x	1.5x	1.2x

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdom.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdom.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdom.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdom.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdom.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdom.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdom.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
kupuj	1.66	kupuj	2.06	28.04.2016	1.15	47 514
kupuj	2.06	kupuj	2.01	10.06.2015	1.35	53 576
kupuj	2.01	---	---	31.03.2015	1.39	54 000

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	2	40%
Akumuluj	1	20%
Trzymaj	1	20%
Redukuj	1	20%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumente finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony Klientom BDM dnia 28.04.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 04.05.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia Klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 27.04.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki.
- BDM jest podmiotem pośredniczącym w ogłoszeniu i przeprowadzeniu wezwania na sprzedaż akcji COGNOR S.A.
- BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.