



Dom Maklerski BDM S.A.

COGNOR

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy naszą wycenę z 1,66 PLN do 1,73 PLN/akcję oraz utrzymujemy zalecenie Kupuj. Spółka jest agresywną propozycją z ekspozycją na drożące ceny stali. Przy cenie docelowej Cognor będzie handlowany (wg naszych założeń) na mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 odpowiednio na poziomie 4,5x i 4,1x. 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 na wyraźną odbudowę teoretycznej marży względem bardzo niskich poziomów z 1Q'16. Odczyty z czerwca i lipca'16 wskazują, że teoretyczny spread wynosi ok 900 PLN/t. Sądzymy, że w średnim terminie dojdzie przynajmniej do utrzymania spreadu dla producentów w technologii EAF (ewentualne przyszłe zaburzenia na rynku tureckim mogą wpłynąć korzystnie na spread Cognoru ponieważ huty tureckie są istotnym konsumentem i jednocześnie importerem złomu).

Wyniki za 1Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializowała podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosły począwszy od marca'16. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 wg nas może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. Zakładamy zatem, że EBITDA spółki w 2Q'16 wyniosła prawie 33 mln PLN. 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 dokonaną od maja stopniową odbudowę spreadów. Ogółem na 2016 rok zakładamy EBITDA na pułapie 100 mln PLN. Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego (szczególnie w HSJ) i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Średni wynik EBITDA/t w 2017 roku rośnie w naszej prognozie z niespełna 177 PLN/t do 201 PLN/t. Ogółem EBITDA w 2017 roku w naszym modelu rośnie do 126 mln PLN.

Oceniamy, że ogłoszone wezwanie na wszystkie obecne walory spółki przez obecnego głównego akcjonariusza było wyrazem wiary w dobre perspektywy Cognoru. Dodatkowo zwracamy uwagę, że Cognor w grudniu'15 wykupił spory pakiet obligacji własnych za 53,8% nominalu. Z kolei w lipcu (już po wezwaniu na akcje) spółka podała informację, że Pan Przemysław Sztuczkowski skupił obligacje Cognoru o wartości nominalnej 2,16 mln EUR.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 294	1 423	1 365	1 440	1 539	1 588
EBITDA [mln PLN]	65,2	101,1	49,0	100,4	126,1	134,7
EBIT [mln PLN]	28,1	66,0	13,1	65,2	90,8	99,1
Wynik netto [mln PLN]	-48,6	4,1	-14,8	8,3	23,3	31,2
P/BV	1,2x	0,8x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
P/E	-3,2x	38,3x	-10,5x	18,8x	6,7x	5,0x
EV/EBITDA	11,0x	6,2x	11,6x	5,7x	4,5x	4,1x
EV/EBIT	25,5x	9,4x	43,4x	8,8x	6,3x	5,6x
Dług netto/EBITDA	8,6x	4,6x	8,5x	4,2x	3,3x	3,0x

Do obliczeń przyjęto liczbę akcji po zamianie warrantów (czyli docelowo 132,4 mln szt. akcji)

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1.73 PLN

21 LIPIEC 2016, 11:05 CEST

Wycena końcowa [PLN]	1.73
Potencjał do wzrostu / spadku	+47%

Cena rynkowa [PLN]	1.18
Kapitalizacja po rozwodnieniu [mln PLN]	156.3
Ilość akcji po rozwodnieniu [mln szt.]	132.44

Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	1.38
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	0.64

Stopa zwrotu za 3 mc	-3%
Stopa zwrotu za 6 mc	48%
Stopa zwrotu za 9 mc	-13%

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

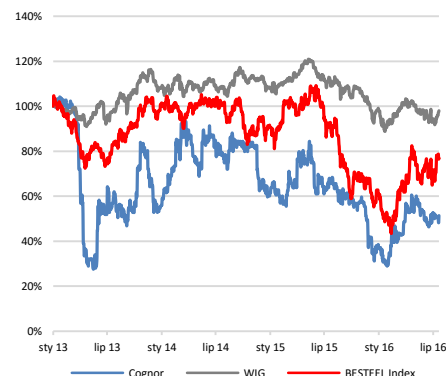
Maciej Bobrowski

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 1Q 2016.....	9
DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE	11
DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE	12
ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018	14
AKCJONARIAT	20
PRZEPROWADZONY SKUP AKCJI COGNOR ORAZ TRANSAKCJE NA OBLIGACJACH	20
PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE	21
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podwyższamy naszą wycenę z 1,66 PLN do 1,73 PLN/akcję oraz utrzymujemy zalecenie Kupuj. Spółka jest agresywną propozycją z ekspozycją na drożące ceny stali. Przy cenie docelowej Cognor będzie handlowany (wg naszych założeń) na mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 odpowiednio na poziomie 4,5x i 4.1x. 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 na wyraźną odbudowę teoretycznej marży względem bardzo niskich poziomów z 1Q'16. W 1Q'16 teoretyczny spread pomiędzy ceną prętów a ceną złomu (na bazie indeksu tureckiego) wyniósł ok 718 PLN/t. Lokalne minima zanotowano w kwietniu i modelowa marża na przerobie spadła bowiem do 610 PLN/t. Kolejne miesiące przyniosły wyraźną poprawę sytuacji dla hut Cognoru. Modelowa marża w 2Q'16 wyniosła już bowiem 787 PLN/t (o prawie 70 PLN/t więcej niż w 1Q'16). Odczyty z czerwca i lipca'16 wskazują, że spread wynosi ok 900 PLN/t. Sądzymy, że w średnim terminie dojdzie przynajmniej do utrzymania spreadu dla producentów w technologii EAF (ewentualne przyszłe zaburzenia na rynku tureckim mogą wpłynąć korzystnie na spread Cognoru ponieważ huty tureckie są istotnym konsumentem i jednocześnie importerem złomu).

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	266,8	2,01
B	Wycena porównawcza	191,0	1,44
C=A*50%+B*50%	Wycena końcowa	228,9	1,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Relacja cen prętów stalowych i złomu licząc od 2010 roku (cena prętów – cena złomu) [PLN/t]



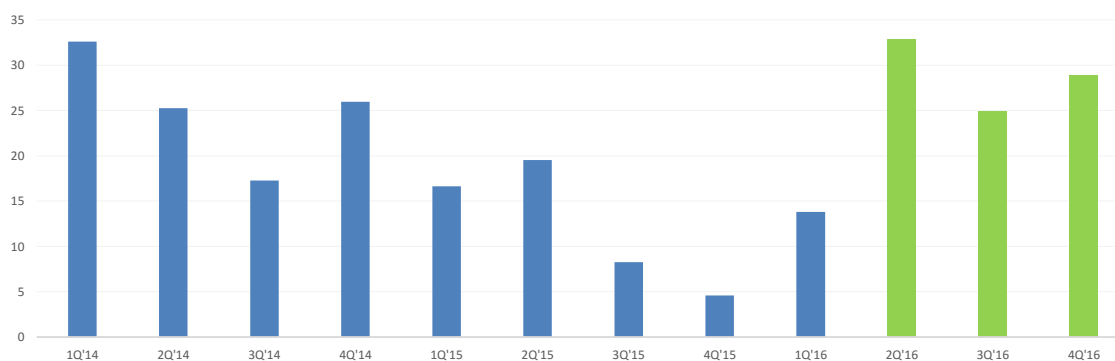
Różnica pomiędzy ceną prętów a ceną złomu była na marcu i kwietnia 2016 roku na poziomie najniższym od lat.

Dynamiczna odbudowa cenników na wyroby stalowe zapoczątkowana w marcu pomogła odbudować spread.

Sądzymy, że w średnim terminie dojdzie przynajmniej do utrzymania spreadu dla producentów w technologii EAF.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Zakładana ścieżka odbudowy EBITDA na 2Q-4Q'16



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. Agresywny wzrost mocy produkcyjnych w tym kraju przy coraz mniejszej dynamice wzrostu konsumpcji jawnej stali (widoczne od 2014 roku) doprowadził do wzmożonej presji eksportowej stali z Chin na inne obszary gospodarcze. Obecne rozmowy handlowe pomiędzy UE, USA i Chinami koncentrowane są m.in. na przyszłych obniżkach mocy produkcyjnych w Chinach. Oceniamy, że trend spadkowy na wyrobach ze stali został przełamany na przełomie 2015/2016 roku. W modelu nie uwzględniamy powrotu do trwałych spadków cen stali.

Poziom zadłużenia spółki

Grupa w ostatnich latach zmagająca 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	417,74	413,02
Dług netto / EBITDA (x)	7.7x	8.6x	4.6x	8.5x	4,2x	3,3x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	240	257
<i>Zapasy</i>	179	235	283	263	260	274
<i>Należności</i>	182	187	187	127	160	175
<i>Zobowiązania handlowe</i>	142	189	184	165	180	192

Należy mieć na uwadze, że w 2014 roku wpływ na wolniejszy (niż wskazywałaby 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:

- Wyniki za 1Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializowała podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosły począwszy od marca'16. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 wg nas może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. Zakładamy zatem, że EBITDA spółki w 2Q'16 wyniosła prawie 33 mln PLN. 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 dokonaną od maja stopniową odbudowę spreadów. Ogółem na 2016 rok zakładamy EBITDA na pułapie 100 mln PLN.
- Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego (szczególnie w HSJ) i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Średni wynik EBITDA/t w 2017 roku rośnie w naszej prognozie z niespełna 177 PLN/t do 201 PLN/t. Ogółem EBITDA w 2017 roku w naszym modelu rośnie do 126 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 rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.09.2016 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 267 mln PLN, czyli 2,01 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 440	1 539	1 588	1 602	1 616	1 630	1 645	1 659	1 674	1 689
EBIT. [mln PLN]	65,2	90,8	99,1	99,1	99,2	99,2	99,2	99,2	99,2	99,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,4	17,3	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,9	18,9
NOPLAT [mln PLN]	52,8	73,6	80,3	80,3	80,3	80,3	80,3	80,4	80,4	80,4
Amortyzacja [mln PLN]	35,2	35,3	35,6	36,1	36,6	37,6	38,5	39,3	40,1	40,9
CAPEX [mln PLN]	-35,0	-37,7	-39,7	-40,0	-44,4	-44,8	-45,2	-45,6	-46,0	-46,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-14,0	-16,4	-16,9	-6,9	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	39,0	54,7	59,3	69,5	70,0	70,6	71,0	71,5	71,8	72,2
DFCF [mln PLN]	37,8	48,1	47,2	50,0	45,5	41,3	37,4	33,7	30,3	27,1
Suma DFCF [mln PLN]	398,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	752,5		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	282,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	681,0									
Dług netto [mln PLN]	414,2									
Wartość kapitału [mln PLN]	266,8									
Ilość akcji [mln szt.]	132,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,01									

Przychody zmiana r/r	5,5%	6,8%	3,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	395,9%	39,3%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marża EBITDA	7,0%	8,2%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%
Marża EBIT	4,5%	5,9%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%
Marża NOPLAT	3,7%	4,8%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%
CAPEX / Przychody	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	99,4%	106,9%	111,5%	110,9%	121,4%	119,3%	117,5%	116,0%	114,8%	113,7%

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%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
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	49,3%	51,9%	54,5%	57,1%	59,7%	62,5%	66,0%	69,6%	73,1%	76,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	50,7%	48,1%	45,5%	42,9%	40,3%	37,5%	34,0%	30,4%	26,9%	23,4%
WACC	10,0%	10,2%	10,4%	10,6%	10,8%	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%	12,1%

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	3,69	4,12	4,66	5,37	5,81	6,33	6,95	7,71	8,66
	0.90	3,43	3,81	4,30	4,92	5,30	5,75	6,28	6,91	7,70
	1.00	3,19	3,54	3,97	4,52	4,85	5,24	5,69	6,23	6,88
	1.10	2,97	3,28	3,67	4,15	4,45	4,79	5,18	5,64	6,19
	1.25	2,66	2,93	3,26	3,67	3,92	4,20	4,52	4,89	5,32
	1.50	2,22	2,43	2,69	3,01	3,19	3,40	3,63	3,90	4,20
	1.75	1,84	2,01	2,22	2,46	2,61	2,76	2,94	3,13	3,36
	2.00	1,51	1,65	1,82	2,01	2,13	2,25	2,38	2,53	2,70
	2.10	1,39	1,52	1,68	1,86	1,96	2,07	2,19	2,33	2,48

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	6,69	6,20	5,76	5,56	5,37	5,18	5,00	4,67	4,37
	0.90	6,26	5,76	5,32	5,11	4,92	4,73	4,55	4,22	3,92
	1.00	5,87	5,37	4,92	4,71	4,52	4,33	4,15	3,83	3,53
	1.10	5,51	5,00	4,55	4,35	4,15	3,97	3,80	3,47	3,18
	1.25	5,02	4,52	4,07	3,87	3,67	3,49	3,32	3,01	2,72
	1.50	4,33	3,83	3,39	3,19	3,01	2,83	2,67	2,37	2,10
	1.75	3,75	3,26	2,83	2,64	2,46	2,30	2,14	1,86	1,60
	2.00	3,26	2,78	2,37	2,18	2,01	1,86	1,71	1,44	1,19
	2.10	3,08	2,61	2,20	2,02	1,86	1,70	1,55	1,29	1,05

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%	2,76	3,05	3,39	3,83	4,09	4,38	4,72	5,12	5,59
	3.5%	2,39	2,62	2,91	3,26	3,46	3,69	3,96	4,26	4,61
	4.0%	2,06	2,26	2,49	2,78	2,94	3,13	3,33	3,57	3,84
	4.5%	1,77	1,94	2,13	2,37	2,50	2,65	2,82	3,00	3,21
	5.0%	1,51	1,65	1,82	2,01	2,13	2,25	2,38	2,53	2,70
	5.5%	1,28	1,40	1,54	1,71	1,80	1,90	2,01	2,13	2,27
	6.0%	1,07	1,18	1,30	1,44	1,51	1,60	1,69	1,79	1,90
	6.5%	0,88	0,97	1,08	1,19	1,26	1,33	1,41	1,49	1,59
	7.0%	0,71	0,79	0,88	0,98	1,04	1,10	1,16	1,23	1,31

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 6.2x i spada w roku 2017 do 6.0x.

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 1.44 PLN/akcję.**

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
STALPRODUKT	322,1	PLN	1 797,4	11,0	12,0	16,0	5,0	4,8	5,8
THYSSENKRUPP	19,65	EUR	11 120,7	22,4	12,9	10,8	5,7	5,2	4,9
VOESTALPINE	31,12	EUR	5 444,4	11,5	9,9	9,4	6,2	5,5	5,0
SALZGITTER	26,37	EUR	1 584,5	43,7	15,8	13,8	3,5	2,9	2,4
ARCELOR MITTAL	5,02	EUR	15 389,9	---	16,8	9,6	5,3	4,6	4,0
SSAB	26,22	SEK	23 141,8	---	32,8	23,1	10,7	8,6	7,8
VALLOUREC	3,249	EUR	1 444,6	---	---	---	---	42,8	11,6
ACERINOX	11,36	EUR	3 028,5	39,8	20,2	16,2	12,0	8,5	7,5
OUTOKUMPU	4,446	EUR	1 851,2	---	13,6	9,4	13,5	6,9	5,4
UNITED STATES STEEL	20,38	USD	2 984,1	---	38,1	14,1	9,2	6,0	5,1
CMC	16,75	USD	1 920,0	17,2	12,7	10,0	7,7	6,7	5,5
STEEL DYNAMICS	26,46	USD	6 444,9	12,6	12,9	10,4	6,3	6,0	4,9
NOVOLIPET STEEL	14,85	USD	8 899,9	9,8	9,8	8,6	5,5	5,2	4,7
EREGLI DEMIR	4,57	TRY	15 995	12,5	11,6	9,8	7,3	6,6	5,2
EVRAZ	155,7	GBP	2 210,2	6,7	6,7	6,5	5,1	4,7	4,5
AK STEEL	5,4	USD	1 286,3	23,4	13,3	11,7	7,1	6,0	5,5
POSCO	215000	KRW	18 745	12,8	10,6	9,7	5,6	5,2	4,9
TATA STEEL	367	INR	356 436	20,4	10,8	8,6	8,2	6,9	6,7
HYUNDAI STEEL	49200	KRW	6 565	7,9	7,0	6,6	6,2	5,6	5,3
Mediana	---	---	---	12,7	12,8	9,9	6,2	6,0	5,2
Cognor	1.18	PLN	156.3	18,8	6,7	5,0	5,7	4,5	4,1

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]	4,00	4,50	1,44	1,90	2,35	6,50

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2016

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.

Rezultaty za 1Q'16 były jeszcze pod wpływem spadających cen na wyroby stalowe (szczególnie w pierwszej części kwartału) oraz wciąż niskim spreadem (różnica pomiędzy ceną wyrobu gotowego a kosztem złomu). Tym samym na poziomie EBITDA spółka zaraportowała niespełna 14 mln PLN, czyli o 17% mniej r/r. Osłabienie PLN względem EUR wpłynęło negatywnie na saldo finansowe (wycena obligacji w EUR). Na poziomie netto spółka rozpoznała stratę rzędu 5,5 mln PLN.

Pozytywnie oceniamy wzrost produkcji w hutach spółki (było to już widać również w poprzednich kwartałach). Poprawia się w szczególności mix sprzedaży i spółka sprzedaje więcej wyrobów przetworzonych i mniej kęsów (w skali czterech ostatnich kwartałów sprzedaż wyrobów gotowych wzrosła o 15% r/r do 417 tys. ton, a sprzedaż kęsów spadła do 136 tys. ton).

Wyniki skonsolidowane za 1Q'16

Razem konsolidacja	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	370,8	355,7	-4%	1 442,0	1 349,7	-6%
Wynik brutto na sprzedaży	31,9	23,6	-26%	137,2	87,5	-36%
EBITDA	16,6	13,8	-17%	85,1	46,2	-46%
EBIT	7,7	4,9	-36%	49,6	10,4	-79%
Saldo finansowe	5,2	-13,6	---	-44,6	-49,2	---
Wynik netto	8,0	-6,5	---	10,9	-28,5	---
Wynik netto przypisany jedn. dom.	7,3	-5,5	---	5,3	-27,7	---
CF operacyjny**	-4,0	29,0	---	37,3	134,3	260%

Dywizja surowcowa*	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	109,8	75,2	-32%	448,1	361,1	-19%
Wynik brutto na sprzedaży	4,8	4,7	-4%	19,9	20,1	1%
EBIT	0,1	0,1	42%	0,1	-1,0	---
Zakupy zewnętrzne [tys. ton]	180	217	21%	723	760	5%
Zużycie wewnątrz grupy [tys. ton]	172	182	6%	651	672	3%
Sprzedaż zewnętrzna [tys. ton]	27	24	-10%	110	116	6%

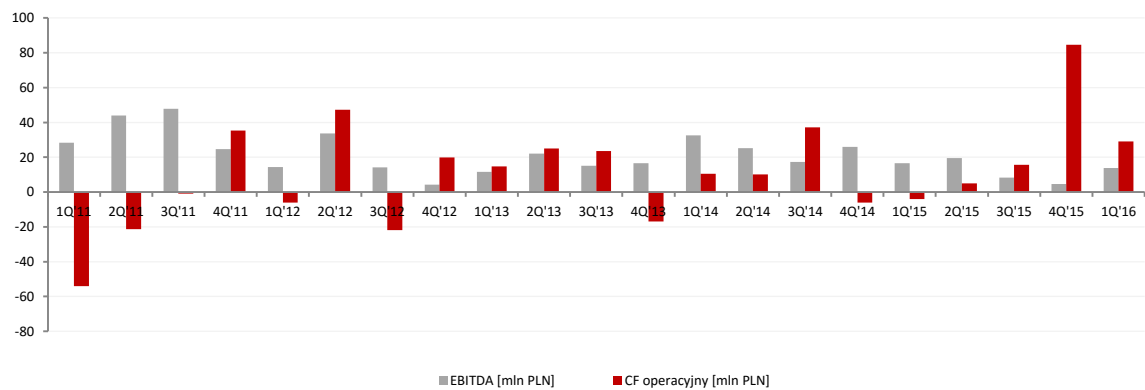
Dywizja produkcyjna*	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	2Q'14-1Q'15	2Q'15-1Q'16	zmiana r/r
Przychody	325,1	325,2	0%	1 269,0	1 190,0	-6%
Wynik brutto na sprzedaży	25,8	19,1	-26%	138,2	69,1	-50%
EBIT	9,2	5,2	-43%	75,2	38,9	-48%
Sprzedaż kęsów [tys. ton]	35	39	11%	171	136	-21%
Sprzedaż produktów [tys. ton]	103	126	23%	362	417	15%

*- dane bez wyłączeń

** - w 2015 roku pomimo bardzo trudnej sytuacji dla hut spółki, Cognor znacząco poprawił CF operacyjny dzięki liniom faktoringu

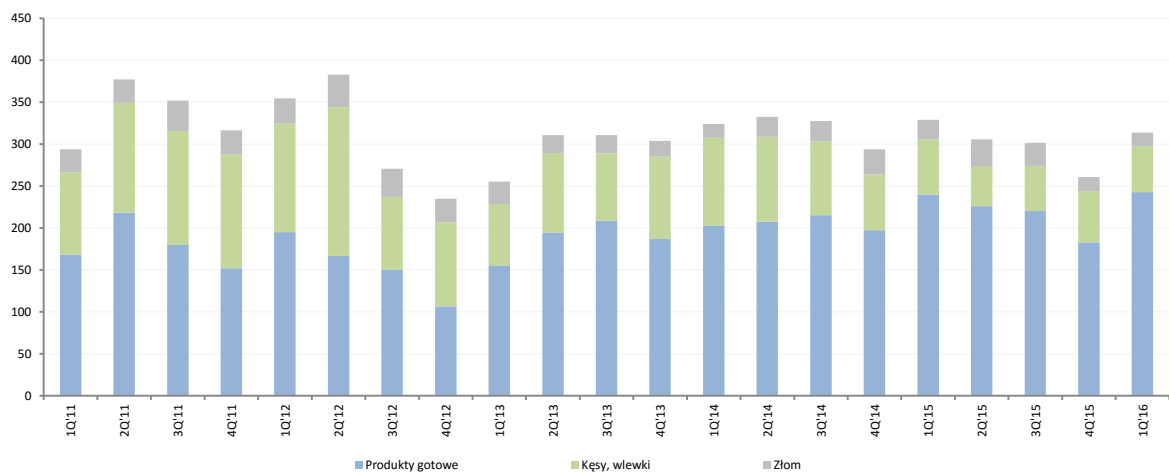
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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]



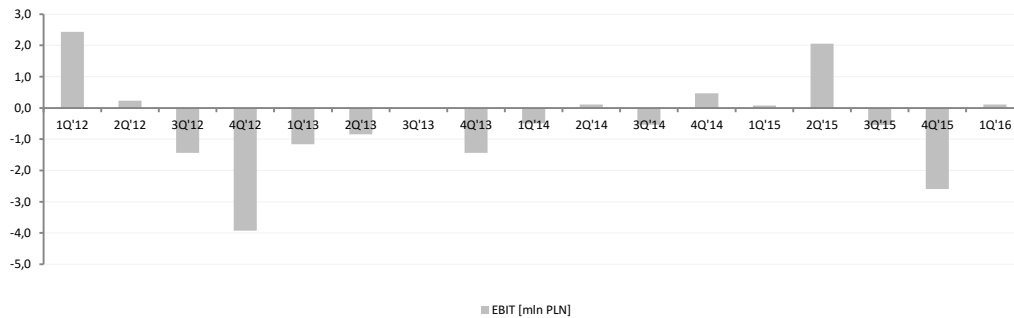
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE

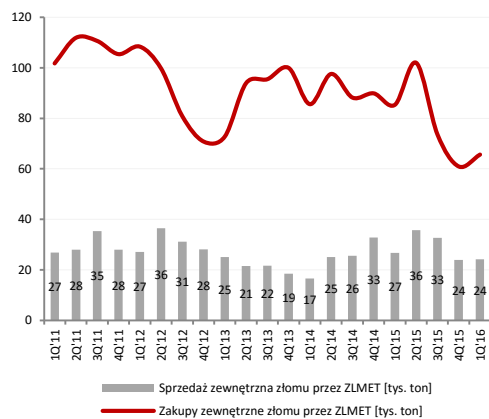
W dywizji surowcowej rok 2015 był kolejnym trudnym okresem. Niekorzystny wpływ na rentowność dywizji miały spadające ceny złomu. Ogółem w całym 2015 roku spółka pozyskała prawie 723 tys. złomu, z czego ok. 119 tys. ton zostało sprzedanych klientom zewnętrznym. W 1Q'16 średnia cena sprzedawanego złomu na zewnątrz wynosiła podobnie jak w 4Q'15 czyli ok. 692 PLN/t.

Wybrane dane operacyjne dywizji surowcowej

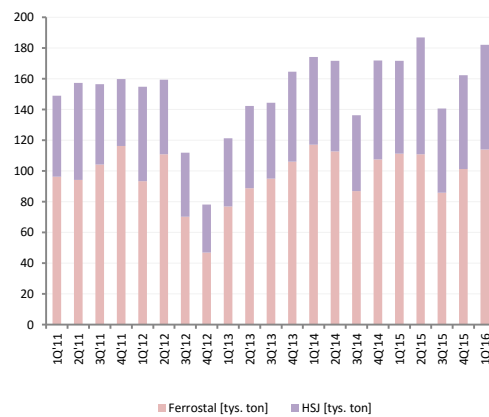
Wynik EBIT dywizji surowcowej



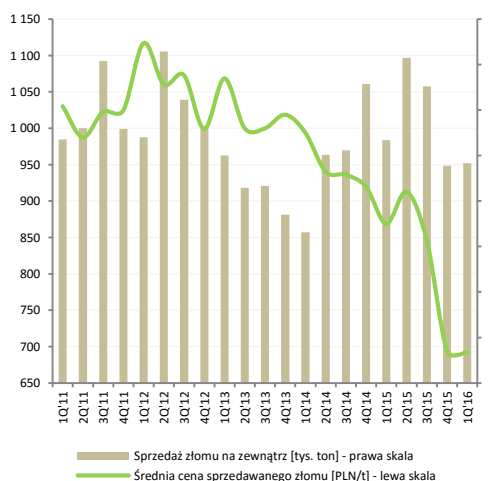
Wolumeny dywizji surowcowej



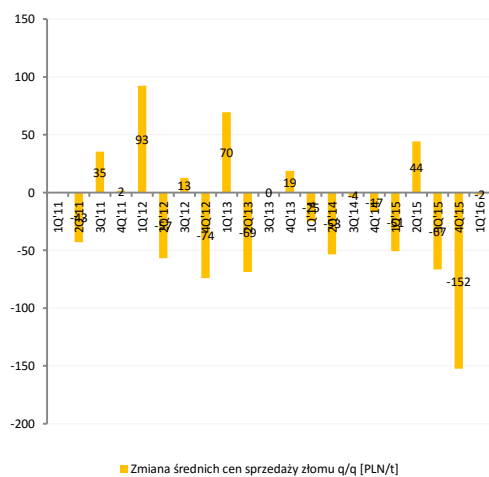
Zużycie złomu wewnątrz grupy



Sprzedaż złomu na zewnątrz grupy oraz uzyskiwane średnie ceny



Zmiana cen sprzedaży złomu na zewnątrz grupy q/q

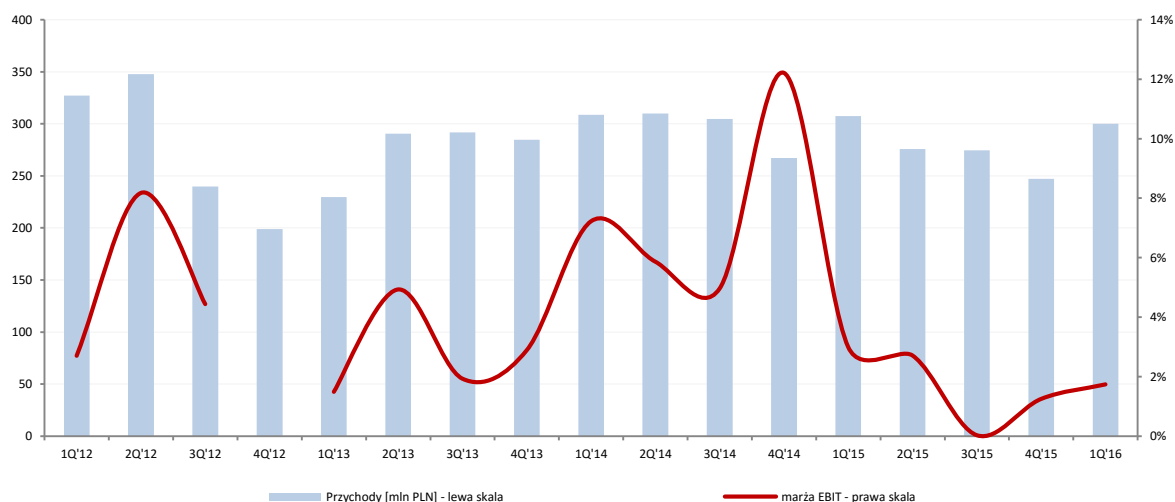


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE

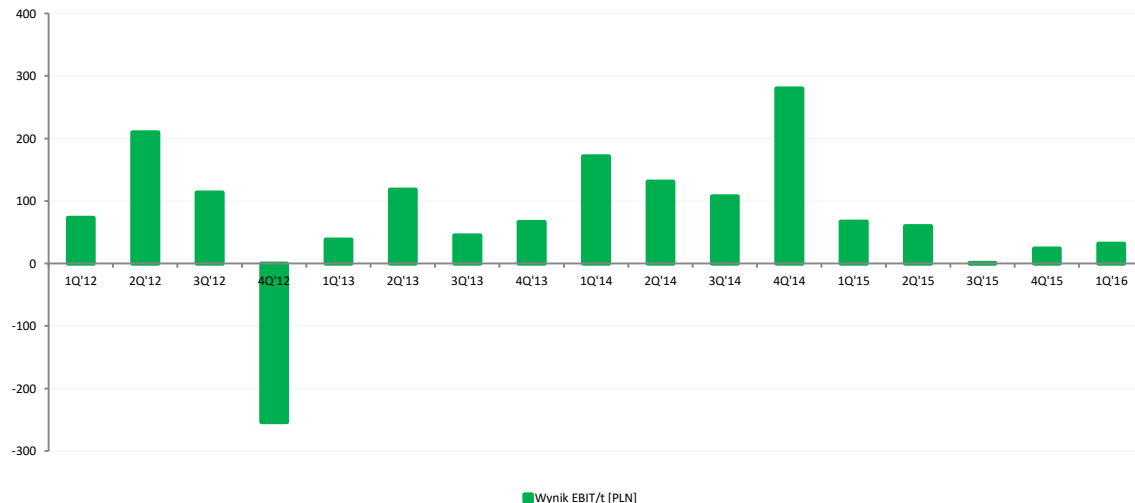
W 1Q'16 spółce udało się ponownie zwiększyć sprzedaż w ujęciu ilościowym zarówno kęsów jak i wyrobów gotowych. Łączny wolumen sprzedaży wyrobów gotowych wyniósł prawie 126,5 tys. ton, a kęsów 38,7 tys. ton. Średnia cena sprzedaży w 1Q'16 (łącznie na wyrobach i kęsach) była niższa i ok 19% r/r. Tym samym dzięki lepszym wolumenom spółka zdołała zneutralizować efekt spadających cen stali. Przychody spółki w dywizji produkcja wyniosły ok 300 mln PLN i były niższe o 2% r/r. W 1Q'16 EBIT segmentu spadł do 5,2 mln PLN (z ponad 9,2 mln PLN w 1Q'15)).

Przychody ze sprzedaży do odbiorców zewnętrznych dywizji produkcyjnej oraz marża EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

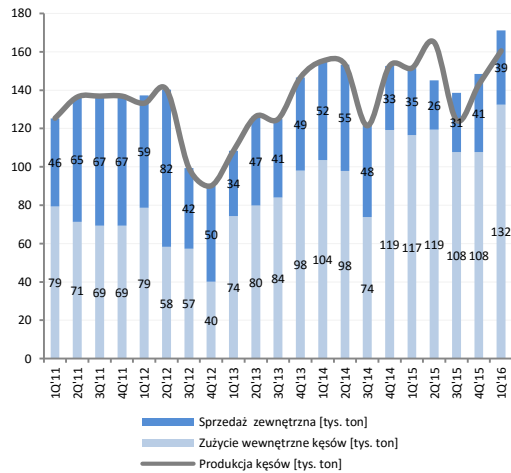
Wynik EBIT w przeliczeniu na jednostkę sprzedawanych kęsów i produktów w ramach dywizji produkcyjnej



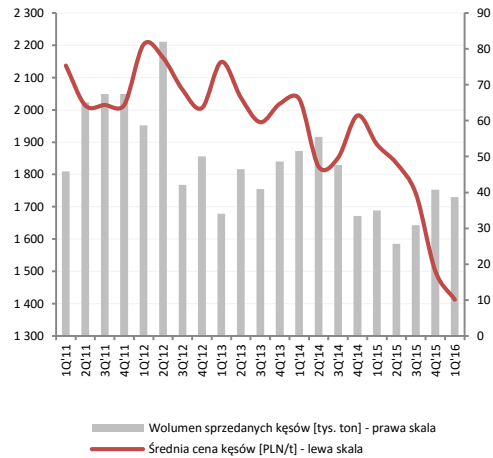
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane operacyjne dywizji produkcyjnej

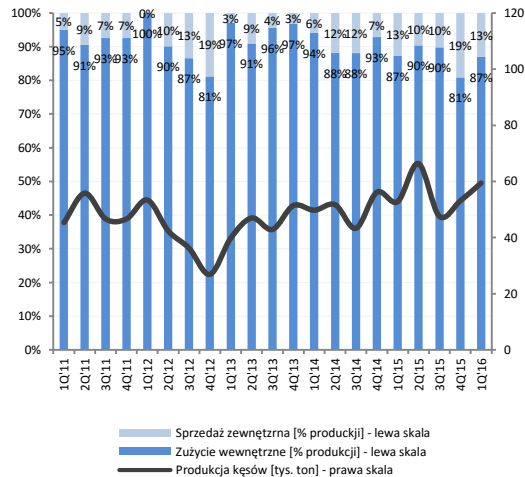
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w grupie



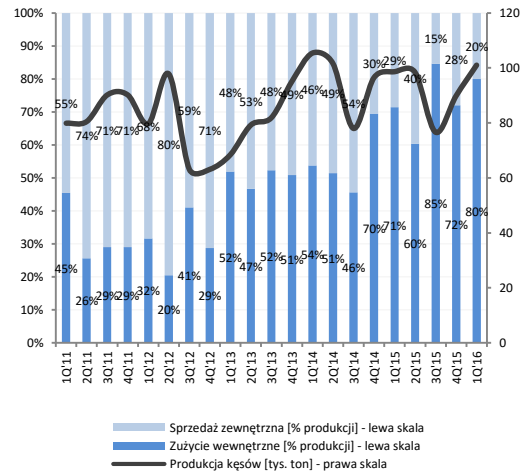
Sprzedaż wolumenowa i średnie ceny kęsów



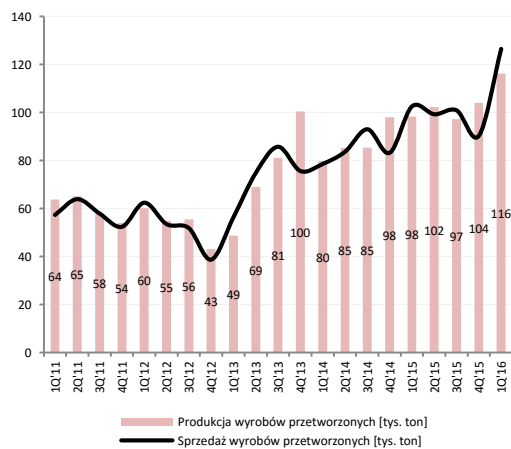
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w HSI



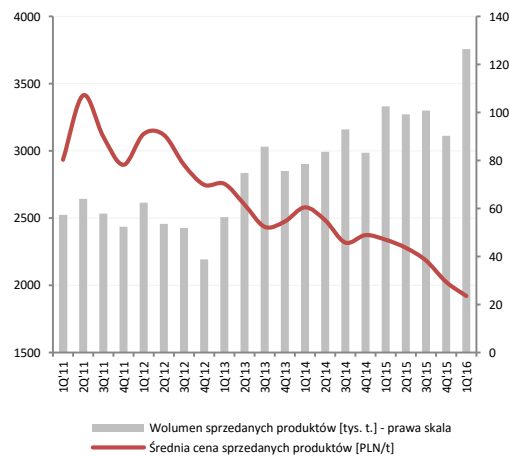
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w Ferrostalu



Produkcja i sprzedaż wyrobów przetworzonych



Sprzedaż i średnie ceny wyrobów przetworzonych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018

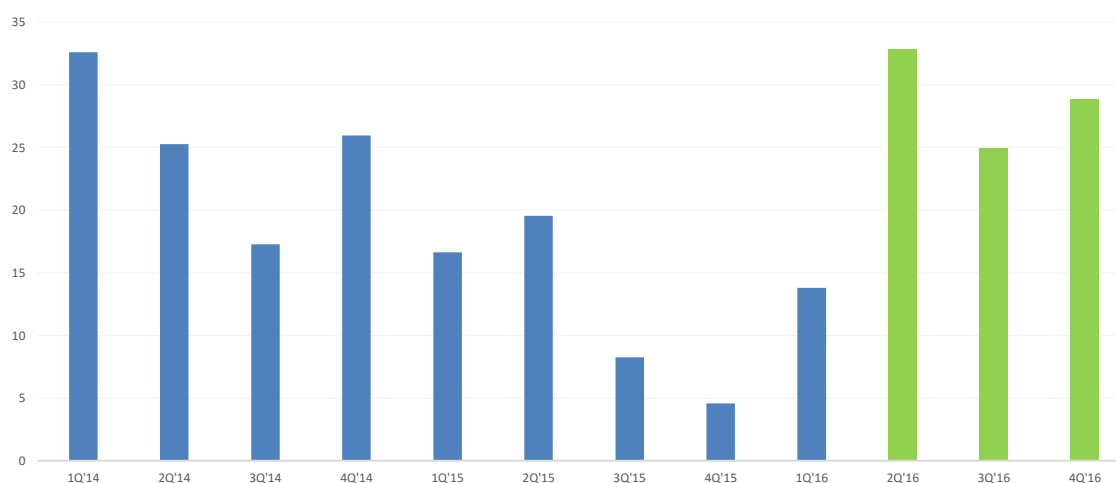
Rok 2015 przyniósł silną erozję cen wyrobów stalowych oraz pogorszył spread dla hut Cogneu. Tym samym początkowe projekcje z naszych prognoz nie zostały zrealizowane. Na przełomie 1/2Q'16 doszło do silnego przesilenia na rynku wyrobów stalowych. Po serii dotkliwych obniżek cen stali doszło do gwałtownego 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 odczyty WSA wskazują na powolne zwiększenie wykorzystania mocy produkcyjnych (dodatkowo Chiny prawdopodobnie będą w kolejnych latach ograniczać produkcję z uwagi na porozumienia z USA i UE).

Dla Cogneu 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 na wyraźną odbudowę teoretycznej marży względem bardzo niskich poziomów z 1Q'16.

Wyniki za 1Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. W modelu przyjmujemy, że w 2Q'16 spółka zmaterializowała podwyżki cen na wyroby stalowe. Cenniki dynamicznie rosły począwszy od marca'16. Jednocześnie w marżach będzie widoczny jeszcze efekt niższych cen złomu z przełomu 4Q'15/1Q'16. Dlatego okres 2Q'16 wg nas może okazać się jednym z silniejszych rezultatów kwartalnych w ostatnich latach. Zakładamy zatem, że EBITDA spółki w 2Q'16 wyniosła prawie 33 mln PLN. 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 dokonaną od maja stopniową odbudowę spreadów. Ogółem na 2016 rok zakładamy EBITDA na pułapie 100 mln PLN.

Na 2017 rok przyjmujemy dalszą stopniową poprawę osiąganych marż na produkcji za sprawą oczekiwanej poprawy konkurencyjności względem technologii BOF. Dodatkowo impulsem do odbudowy wyników powinna być dalsza modernizacja parku maszynowego (szczególnie w HSJ) i zwiększenie wolumenów produkcji przetworzonych wyrobów. Średni wynik EBITDA/t w 2017 roku rośnie w naszej prognozie z niespełna 177 PLN/t do 201 PLN/t. Ogółem EBITDA w 2017 roku w naszym modelu rośnie do 126 mln PLN.

Zakładana ścieżka odbudowy EBITDA na 2Q-4Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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	355,7	365,3	371,7	347,8	1 422,5	1 364,8	1 440,5	1 539,1	1 587,5
EBITDA [mln PLN]	16,6	19,5	8,2	4,6	13,8	32,9	24,9	28,8	101,1	49,0	100,4	126,1	134,7
EBIT [mln PLN]	7,7	10,9	-0,6	-4,9	4,9	24,0	16,2	20,1	66,0	13,1	65,2	90,8	99,1
Saldo finansowe [mln PLN]	5,2	-21,2	-18,5	4,1	-13,6	-26,5	-6,9	-8,9	-67,3	-30,3	-55,9	-61,7	-60,3
Wynik netto (przypisany jedn. dominującej) [mln PLN]	7,3	-6,9	-14,5	-0,8	-5,5	-2,5	7,4	9,0	4,1	-14,8	8,3	23,3	31,2
Segment produkcji (bez wyłączeń)	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	4Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody [mln PLN]	325,1	294,6	294,9	275,2	325,2	312,6	325,0	317,9	1259,0	1189,9	1280,8	1372,8	1414,4
<i>Średnia cena sprzedaży [PLN/t]</i>	<i>2 236</i>	<i>2 208</i>	<i>2 085</i>	<i>1 885</i>	<i>1 818</i>	<i>2 048</i>	<i>2 109</i>	<i>2 143</i>	<i>2 262</i>	<i>2 104</i>	<i>2 020</i>	<i>2 088</i>	<i>2 122</i>
<i>Sprzedaż półwyrobów na zewnątrz [tys. ton]</i>	<i>34,9</i>	<i>25,7</i>	<i>30,9</i>	<i>40,8</i>	<i>38,7</i>	<i>26,2</i>	<i>31,4</i>	<i>41,3</i>	<i>188,1</i>	<i>132,3</i>	<i>137,5</i>	<i>137,5</i>	<i>137,5</i>
<i>Sprzedaż produktów [tys. ton]</i>	<i>102,5</i>	<i>99,2</i>	<i>100,9</i>	<i>90,3</i>	<i>126,4</i>	<i>114,2</i>	<i>110,9</i>	<i>95,3</i>	<i>338,4</i>	<i>392,9</i>	<i>446,8</i>	<i>471,8</i>	<i>481,8</i>
EBITDA segmentu produkcji [mln PLN]	17,0	15,3	8,0	11,3	13,2	33,5	26,6	29,9	115,2	51,5	103,2	122,5	131,1
<i>EBITDA/t [PLN]</i>	<i>123,5</i>	<i>122,2</i>	<i>60,4</i>	<i>86,0</i>	<i>79,9</i>	<i>238,4</i>	<i>187,2</i>	<i>219,1</i>	<i>218,8</i>	<i>98,0</i>	<i>176,6</i>	<i>201,1</i>	<i>211,7</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,3%</i>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z poprzednim raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian na lata 2016-2018. Symbolicznie tylko podnieśliśmy oczekiwany poziom EBITDA na 2016 rok do ponad 100 mln PLN. Liczymy, że dokonane silne podwyżki na wyroby stalowe na przełomie 1/2Q'16 są przełamaniem trendu spadających cen. Dalszy wzrost cen stali powinny wspierać drożące surowce przemysłowe (po wcześniejszych dotkliwych spadkach). Kluczowe znaczenie ma także odbudowa spreadu (cena wyrobu vs cena złomu). Poprawa modelowej marży technologii EAF obserwowana od maja'16 jest zadowalająca i obecne pułapy wg nas powinny zostać przynajmniej utrzymane. Sądzymy, że ewentualne przyszłe zaburzenia na rynku tureckim mogą wpłynąć korzystnie na spread Cognoru ponieważ huty tureckie są istotnym konsumentem i jednocześnie importerem złomu.

Zmiana założeń dla Cognoru w porównaniu z raportem z 28.04.2016 r.

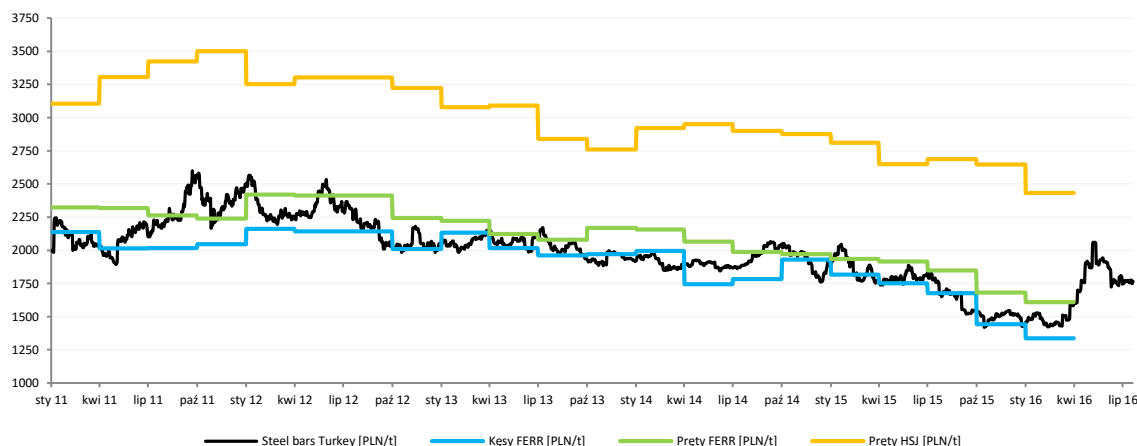
	2016P poprzednio	2016P obecnie	zmiana	2017P poprzednio	2017P obecnie	zmiana	2018P poprzednio	2018P obecnie	zmiana
Przychodowy	1478	1 440	-3%	1520	1 539	1%	1543	1 588	3%
EBITDA	99,6	100,4	1%	125,5	126,1	0%	134,3	134,7	0%
EBIT	64,8	65,2	1%	90,6	90,8	0%	98,5	99,1	1%
Wynik netto	4,7	8,3	77%	21	23,3	11%	28,5	31,2	9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 1450 PLN/t. Od marca nastąpił bardzo dynamiczny wzrost cen wyrobów stalowych. Lokalne ekstrema zanotowane w maju to pułapy rzędu 2 060 PLN/t. Średnia wartość indeksu za 2Q'16 wynosi 1834 PLN/t. Tym samym wzrost cen w ujęciu q/q wyniósł ok 350 PLN/t, czyli o 25%. W ujęciu r/r w 2Q'16 średni odczyt był wyższy o ok 41 PLN/t, tj. o ponad 2%.

Korekta zapoczątkowana w połowie maja sprowadziła indeks w okolice 1750 PLN/t. Liczymy, że kolejne kwartały przyniosą stopniowe wzrosty cen. Sprzyja temu m.in. powolny proces wygaszania mocy produkcyjnych w Chinach oraz wprowadzone bariery ochronne w USA i UE. Dodatkowo akcentujemy dynamiczny wzrost wielu surowców przemysłowych.

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

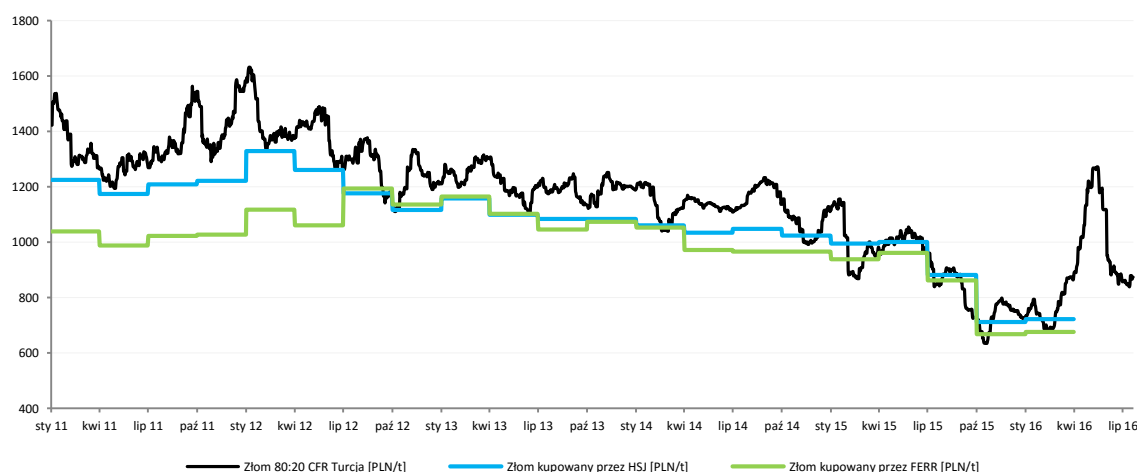


Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

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 Ferrostalu wynosiła ok. 667 PLN/t (w 3Q'15 było to ponad 861 PLN/t). Od marca nastąpiła silna zwyżka cen złomu na rynkach światowych. Cena zakupu złomu w 1Q'16 była jeszcze niska. Spółka podała, że w okresie styczeń-marzec'16 huta HSJ kupowała złom po ok 722 PLN/t a huta w Ferrostalu po 676 PLN/t. Były to zatem niewielkie zmiany względem 4Q'15.

Odczyty z rynku tureckiego wskazywały, że zapoczątkowany w marcu silny ruch wzrostowy doprowadził poziom indeksu złomu chwilami do 1270 PLN/t w maju br. Średnia wartość indeksu złomu za 2Q'16 wyniosła 1047 PLN/t. Było to zatem o 282 PLN/t więcej niż w 1Q'16. Ostatnie odczyty indeksu złomu z lipca br. wskazują na ceny w okolicy 870 PLN/t. Ruch spadkowy na złomie jaki miał miejsce od połowy maja był silniejszy niż erozja cen stali, co w istotny sposób wpłynęło na poprawę konkurencyjności hut Cognoru (z przełożeniem na wyniki za 3/4Q'16).

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. W 2Q'16 spodziewamy się, że wsad złomowy będzie rozliczany wg niskich cen zakupu z przełomu 4Q'15 i 1Q'16. Tym samym nakładając silne podwyżki cennikowe na wyroby spółki zapoczątkowane w marcu'16 liczymy na mocny odczyt wynikowy za 2Q'16 (pomimo słabego teoretycznego spreadu jaki występował w tym okresie na bieżących cenach spotowych; spread zaczął poprawiać się dopiero w połowie maja'16).

W kolejnych okresach kluczowe znaczenie dla spółki ma docelowy poziom spreadu pomiędzy ceną wyrobu a kosztem wsadu (czyli ceną złomu). W 1Q'16 teoretyczny spread pomiędzy ceną prętów a ceną złomu (na bazie indeksu tureckiego) wyniósł ok 718 PLN/t. Lokalne minima zanotowano w kwietniu i modelowa marża na przerobie spadła bowiem do 610 PLN/t. Kolejne miesiące przyniosły wyraźną poprawę sytuacji dla hut Cognoru. Modelowa marża w 2Q'16 wyniosła już bowiem 787 PLN/t (o prawie 70 PLN/t więcej niż w 1Q'16). Odczyty z czerwca lipca'16 wskazują, że spread wynosi ok 900 PLN/t. Akcentujemy zatem fakt przełamania wcześniejszego trendu spadających cen wyrobów stalowych i sądzimy, że w średnim terminie dojdzie przynajmniej do utrzymania spreadu dla producentów w technologii EAF (ewentualne przyszłe zaburzenia na rynku tureckim mogą wpłynąć korzystnie na spread Cognoru ponieważ huty tureckie są istotnym konsumentem i jednocześnie importem złomu).

Relacja cen prętów stalowych i złomu licząc od 2010 roku (cena prętów – cena złomu) [USD/t]



Różnica pomiędzy ceną prętów a ceną złomu była na marca i kwietnia 2016 roku na poziomie najniższym od lat.

Dynamiczna odbudowa cenników na wyroby stalowe zapoczątkowana w marcu pomogła odbudować spread.

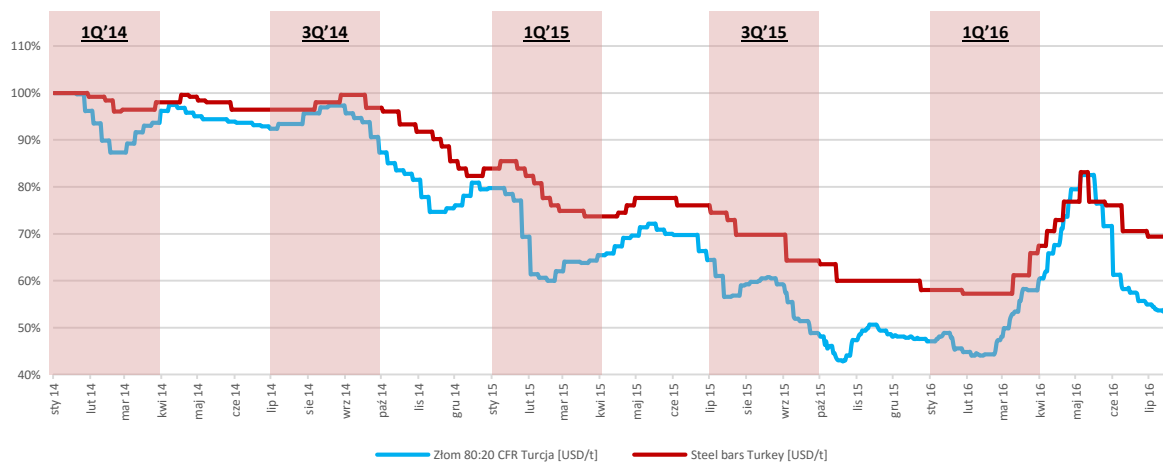
Relacja cen prętów stalowych i złomu licząc od 2010 roku (cena prętów – cena złomu) [PLN/t]



Sądzimy, że w średnim terminie dojdzie przynajmniej do utrzymania spreadu dla producentów w technologii EAF.

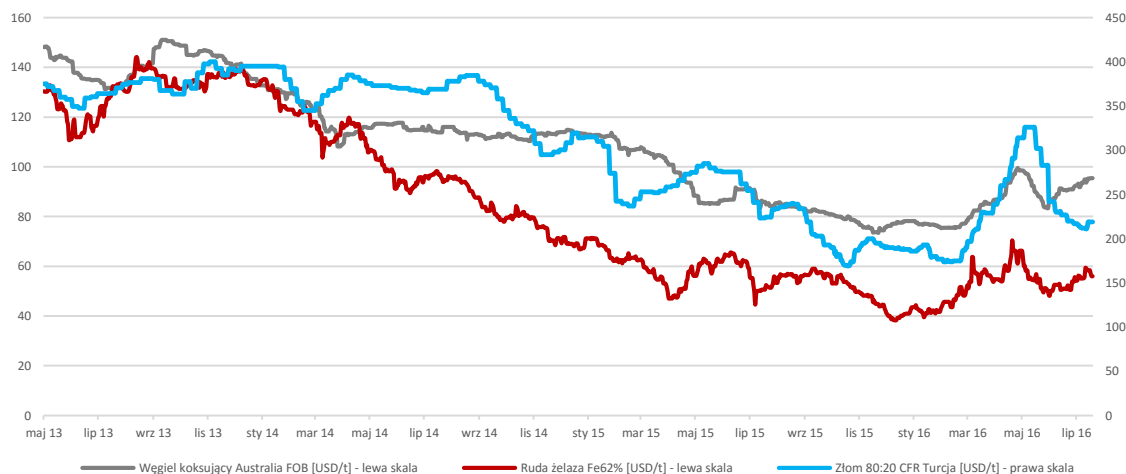
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

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



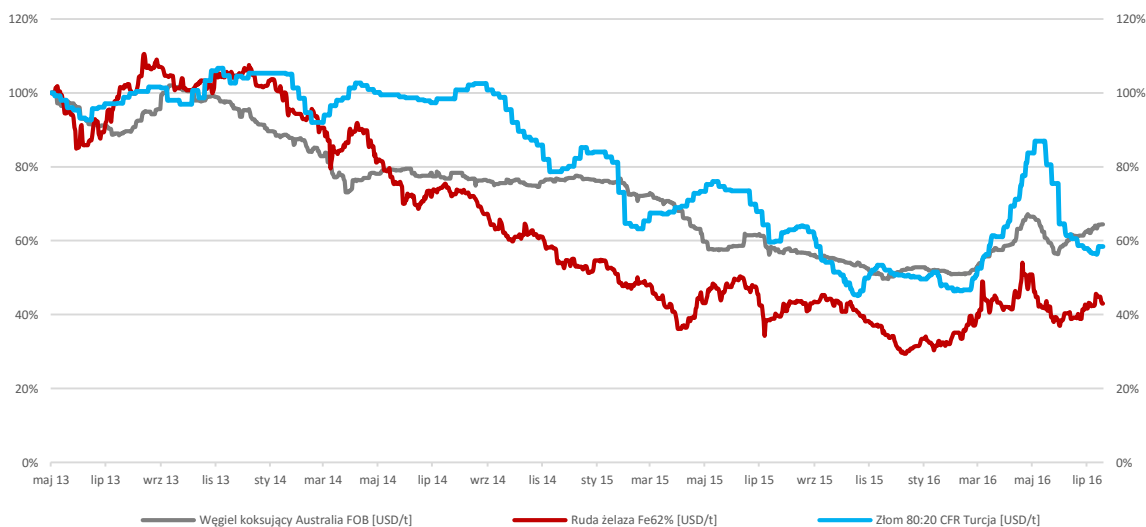
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Ceny złomu na tle cen rudy żelaza oraz węgla koksującego



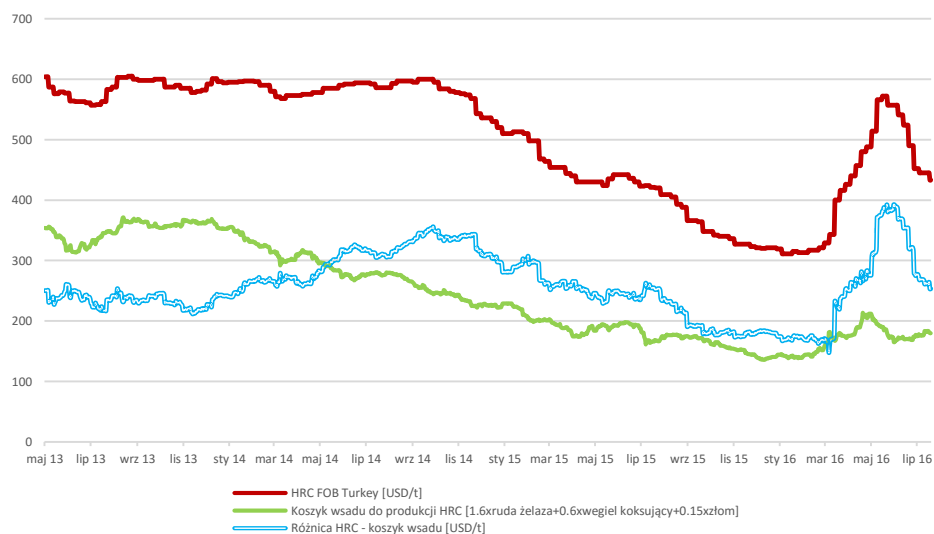
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 trzeciej 2014 roku. Od przełomu 4Q'14/1Q'15 widać było spadek zyskowności wielkiego pieca aż do początku 2016 roku.

W marcu'16 doszło do dynamicznych wzrostów cen wyrobów stalowych i modelowa marża dla hut uległa wyraźnej poprawie.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

AKCJONARIAT

Kapitał akcyjny spółki składa się z 69,851 mln akcji. Dodatkowo Cognor wyemitował warianty serii B. Posiadacz 1 wariantu 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 wariantów) na poziomie 132.5 mln szt.

Struktura akcjonariatu Cognoru (przed rozpoczęciem konwersji wariantów)

	akcje	% kapitału	warianty 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

PRZEPROWADZONY SKUP AKCJI COGNOR ORAZ TRANSAKCJE NA OBLIGACJACH

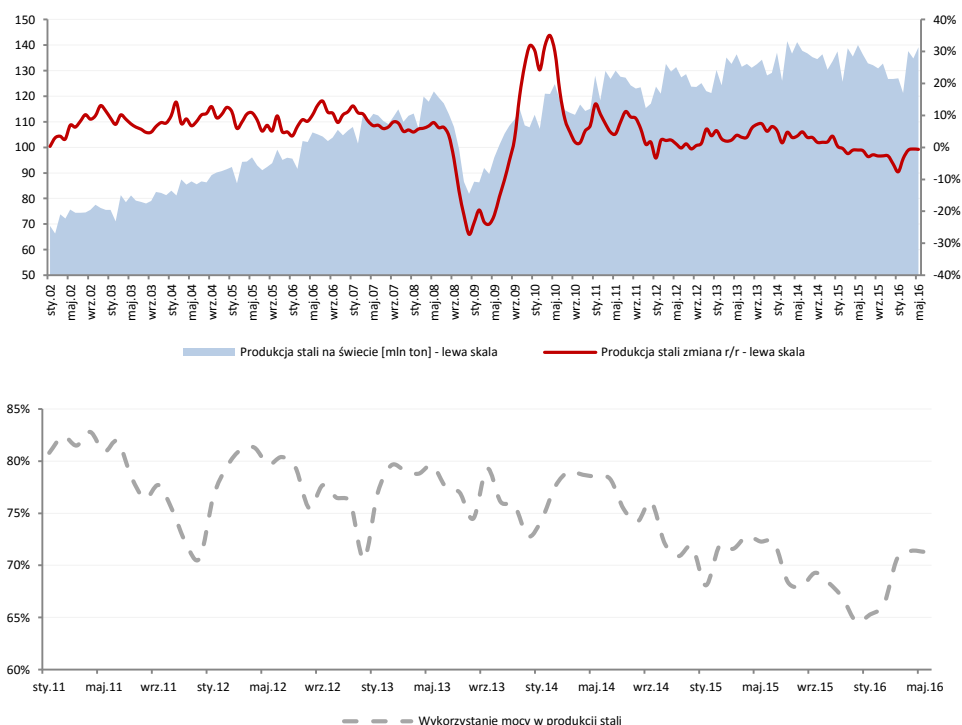
Główny akcjonariusz, PS Holdco, ogłosił 26.04.2016 roku wezwanie na walory Cognoru. Przedmiotem wezwania było 26 160 180 akcji zwykłych na okaziciela, zdematerializowanych, uprawniających do identycznej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, o wartości nominalnej 2.0 PLN. Nabywający w wyniku wezwania zamierzał nabyć 37.45% obecnie wyemitowanych akcji. Tym samym PS Holdco chciał osiągnąć 69 851 487 akcji odpowiadających 100% wyemitowanych dotychczas akcji, uprawniających do wykonywania 100% głosów na walnym zgromadzeniu Cognoru. Akcje były obejmowane po cenie 0.97 PLN.

Jak zapisano w treści wezwania wzywający traktował 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 było wyrazem wiary w dobre perspektywy Cognoru. Dodatkowo zwracamy uwagę, że Cognor w grudniu'15 wykupił spory pakiet obligacji własnych za 53.8% nominalu. Z kolei z lipcu (już po wezwaniu na akcje) Cognor podał informację, że Pan Przemysław Sztuczkowski kupił obligacje Cognoru o wartości nominalnej 2,16 mln EUR za cenę 0,942 mln EUR.

PRODUKCJA STALI NA ŚWIECIE

Produkcja stali na świecie oraz wykorzystanie mocy w hutach



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 trwająca do dzisiaj (w przyszłości kluczowe będzie ograniczenie mocy w Chinach)

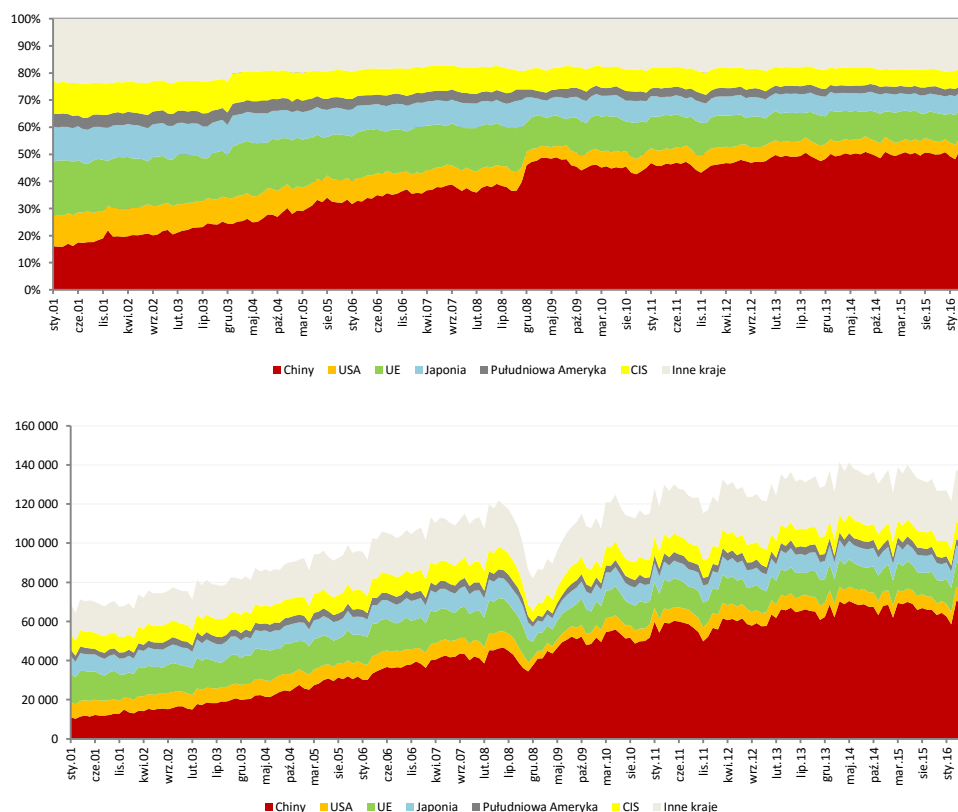
Z danych WSA wynika, że w 2015 roku produkcja stali na świecie spadła o ok. 2% r/r do pułapu 1,59 mld ton (erozja produkcji była szczególnie odczuwalna w 4Q'15).

W styczniu i lutym 2016 roku produkcja spadła odpowiednio o ponad 7% i 4% r/r. W okresie marzec-maj erozja produkcji to już tylko średnio ok. 0,7%.

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 wyłączeniu mocy przez niektóre koncerny, **ostatnie miesiące pokazują, że wykorzystanie mocy poprawia się i w marcu przekroczyło pułap 70% (w maju było to ok 71,3%).**

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

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



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 z UE 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%).

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

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	1 440	1 539	1 588	1 602	1 616	1 630	1 645	1 659	1 674
Koszty	1 304	1 191	1 276	1 269	1 289	1 357	1 395	1 408	1 421	1 435	1 448	1 462	1 476
Wynik brutto ze sprzedaży	96	103	147	96	152	182	193	194	195	195	196	197	198
EBITDA	66	65	101	49	100	126	135	135	136	137	138	139	139
EBIT	25	28	66	13	65	91	99	99	99	99	99	99	99
Saldo finansowe	-26	-76	-67	-30	-56	-62	-60	-59	-57	-55	-52	-47	-43
Wynik brutto	-1	-45	4	-17	9	29	39	40	42	45	48	52	56
Podatek	-1	3	-6	-3	2	6	7	8	8	8	9	10	11
Wynik netto	0	-48	10	-14	8	24	31	33	34	36	39	42	46
akcjonariuszy jedn. dominującej	0	-49	4	-15	8	23	31	32	34	36	38	42	45
Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	472	451	423	408	404	406	410	414	422	429	436	442	448
RZAT+WNiP	333	305	301	289	282	285	289	293	301	308	315	321	327
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	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Aktywa obrotowe	430	436	511	432	436	459	483	498	511	522	526	533	545
Zapasy	179	235	283	263	260	274	287	294	296	299	302	304	307
Należności handlowe	182	187	187	127	160	175	185	187	189	190	192	194	195
Inne aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	64	9	36	37	11	6	6	13	22	28	28	31	38
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	12	15	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa razem	915	910	941	846	845	871	898	918	939	957	967	981	998
Kapitał własny	177	129	187	169	174	197	229	262	296	332	371	413	458
Kapitał własny jedn dominującej	164	115	166	147	154	177	209	241	276	312	350	392	438
Udziały mniejszości	13	14	21	22	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Zobowiązania dł term	500	26	464	439	436	426	416	401	386	366	336	306	276
Zobow dł %	487	7	409	386	383	373	363	348	333	313	283	253	223
Pozostałe zobowiązania	13	19	55	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Zobowiązania kr term	237	756	289	238	235	247	253	255	257	258	260	262	264
Kredyty w rach bieżącym	15	0	7	16	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Zob kr %	75	563	87	49	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	180	192	198	200	202	204	206	207	209
Pozostałe zobowiązania	4	4	11	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Zobowiązania razem	738	781	753	678	671	673	669	656	643	625	596	568	540
Pasywa razem	915	910	941	846	845	871	898	918	939	957	967	981	998
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	88,9	104,1	110,5	120,7	125,2	125,7	126,1	126,1	126,1
CF inwestycyjny	23,2	-1,7	0,6	-3,1	-26,7	-37,7	-39,7	-40,0	-44,4	-44,8	-45,2	-45,6	-46,0
CF finansowy	-35,8	-78,6	-38,5	-105,7	-76,6	-71,7	-70,3	-73,8	-71,7	-74,5	-81,7	-77,3	-73,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-33,9	13,9	-7,6	-14,4	-5,3	0,5	6,8	9,1	6,4	-0,8	3,1	7,0
Środki pieniężne eo p	48,7	14,8	28,7	21,1	6,6	1,3	1,8	8,7	17,7	24,1	23,3	26,5	33,5

MNOŻNIKI RYNKOWE

(LICZBA AKCJI PO ZAMIANIE WSZYSTKICH WARRANTÓW)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18
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]	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3	156,3
BVPS	1,34	0,98	1,41	1,27	1,31	1,49	1,73	1,97	2,23	2,51	2,80	3,12	3,46
EPS	0,00	-0,37	0,03	-0,11	0,06	0,18	0,24	0,24	0,26	0,27	0,29	0,31	0,34
CEPS	0,31	-0,09	0,30	0,16	0,33	0,44	0,50	0,52	0,53	0,55	0,58	0,61	0,64
P/E	-352,8x	-3,2x	38,3x	-10,5x	18,8x	6,7x	5,0x	4,8x	4,6x	4,4x	4,1x	3,7x	3,5x
EV/EBITDA	10,1x	11,0x	6,2x	11,6x	5,7x	4,5x	4,1x	4,0x	3,8x	3,6x	3,3x	3,1x	2,8x
EV/EBIT	27,0x	25,5x	9,4x	43,4x	8,8x	6,3x	5,6x	5,4x	5,2x	4,9x	4,6x	4,3x	3,9x
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]	670,0	716,7	623,9	570,5	574,0	569,3	558,8	537,0	512,9	486,5	457,3	424,2	387,2
Dług netto [mln PLN]	513,7	560,4	467,6	414,2	417,7	413,0	402,5	380,7	356,6	330,2	301,0	267,9	230,9
Dług % [mln PLN]	577,8	569,6	503,3	451,2	428,6	418,6	408,6	393,6	378,6	358,6	328,6	298,6	268,6
dług netto / EBITDA	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,2x	3,3x	3,0x	2,8x	2,6x	2,4x	2,2x	1,9x	1,7x

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

Zalecenie	Cena docelowa	Poprzednia rekomendacja	Poprzednia cena docelowa	Dzień publikacji	Godzina publikacji	Kurs	WIG
kupuj	1.73	kupuj	1.66	21.07.2016	11:05 CEST	1.18	46 480
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 3Q'16:

Kupuj	2	50%
Akumuluj	1	25%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	25%
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

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.

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).

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 (bazujące 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii 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 21.07.2016 roku, 11:05 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.07.2016 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 21.07.2016 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 otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- inwestycyjnej.
- BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki.

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 zajść 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.