



Dom Maklerski BDM S.A.

COGNOR

RAPORT ANALITYCZNY

Oceniamy, że spółka może być jedną z ciekawszych propozycji inwestycyjnych w 2018 roku w gronie podmiotów notowanych na GPW z ekspozycją na przemysł ciężki. Doceniamy podjęte działania władz Cognoru w celu finalnego dokończenia zamiany drogiej obligacji na tańszy dług. Nieudane pozyskanie zakładanego kapitału w 2017 roku traktujemy jako „przypadkowe i niepotrzebne potknięcie na drodze uzdrowienia bilansu”. W obecnym modelu jeszcze nie uwzględniamy efektów/materializacji prawdopodobnego obniżenia przyszłych kosztów obsługi długu. Z bieżącej perspektywy wyceniamy walory spółki na 2,1 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'17 na poziomie 4,3x. W 2018 roku liczymy też na wypłatę przez spółkę strumienia dywidendy dla akcjonariuszy mniejszościowych i przy obecnym kursie rentowność dywidendy wg nas przekracza 5,5%.

W 2Q'17 rezultaty spółki były wspierane przez dalszą poprawę spreadów przerobowych, z kolei w 3Q'17 modelowe marże produkcyjne spadły (efekt spreadu oraz innych kosztów konwersji). Szacowany wpływ wyceny FIFO w 1-3Q'17 na odczyt EBITDA to ok +24 mln PLN (w samym 3Q'17 było to +9,5 mln PLN). Zatem oceniamy, że warunki działania w 3Q'17 miały swoje negatywne przełożenie na marżę EBITDA, która finalnie została wsparta efektem FIFO. Szacowany przez nas wynik EBITDA produkcji w 3Q'17 spadł do niespełna 146 PLN/t, a w 1Q'17 i 2Q'17 było 240 PLN/t oraz 210 PLN/t.

Relacje cenowe jakie miały miejsce w 4Q'17 wskazują, że końcówka ubiegłego roku była bardzo udana dla Cognoru. Spodziewamy się, że dobre odczyty sprzedażowe oraz poprawa spreadu wskażą, że EBITDA w przeliczeniu na tonę produkcji wzrosła do 231 PLN. Tym samym w modelu spodziewamy się, że EBITDA w 4Q'18 wyniosła ponad 38 mln PLN, a w skali całego 2017 roku powinno to być niemal 139,2 mln PLN.

Na rok 2018 staramy się uwzględnić wyższe koszty wytworzenia (elektrody, ceramika) oraz presję na wzrost wynagrodzeń. Jednocześnie jednak liczymy na utrzymanie dobrych dla Cognoru spreadów (cena wyrobu vs cena złomu). Dlatego na 2018 rok prognozujemy erozję r/r EBITDA do 121,7 mln PLN. Jest to z obecnej perspektywy założenie zachowawcze i w trakcie 2018 roku nie wykluczamy zmiany naszego bieżącego scenariusza bazowego. Poprawy rentowności spodziewamy się w 2019 roku i wtedy EBITDA w modelu rośnie do ponad 135 mln PLN.

Jak już wspominaliśmy, w obecnej aktualizacji nie uwzględniamy efektów obniżenia kosztów obecnych drogiej obligacji. Choć jednocześnie liczymy na scenariusz, że Cognor jednak osiągnie porozumienie z bankami. Będzie to miało fundamentalne znaczenie dla przyszłości grupy i wpłynie istotnie na przyszłą budowę wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. Przypominamy, że w komunikacie bieżącym z 28 grudnia ubiegłego roku spółka poinformowała, że wydłużono okres rozmów do 30 marca 2018 roku w sprawie uruchomienia kredytu na spłatę obligacji.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	1 365	1 352	1 761	1 868	1 910	1 959
EBITDA [mln PLN]	49,0	94,8	139,2	121,7	135,2	140,7
EBIT [mln PLN]	13,1	56,5	98,6	80,3	94,8	100,5
Wynik netto [mln PLN]	-14,8	1,5	49,9	20,6	34,5	40,7
P/BV	1,2x	1,3x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x
P/E	---	138,1x	5,4x	13,0x	7,7x	6,6x
EV/EBITDA	12,6x	6,9x	4,3x	4,9x	4,2x	3,9x
EV/EBIT	46,9x	11,5x	6,1x	7,4x	6,0x	5,4x

Do obliczeń przyjęto liczbę akcji po zamianie warrantów (czyli docelowo 174,97 mln szt. akcji)

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 2,10 PLN

24 STYCZEŃ 2018, 10:59 CEST

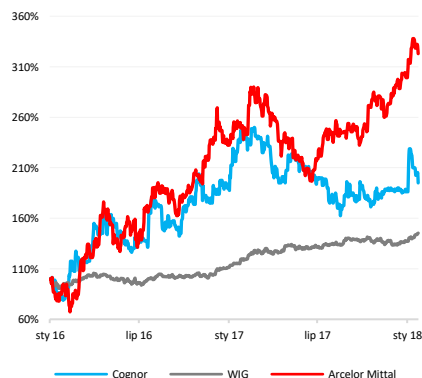
Wycena końcowa [PLN]	2,10
Potencjał do wzrostu / spadku	+38%
Cena rynkowa [PLN]	1,53
Kapitalizacja po rozwodnieniu [mln PLN]	267,7
Ilość akcji po rozwodnieniu [mln szt.]	174,97
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	1,83
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	1,35
Stopa zwrotu za 3 mc	+4%
Stopa zwrotu za 6 mc	+12%
Stopa zwrotu za 12 mc	-18%
Stopa zwrotu YTD	+4%
Akcyonariat obecny (% głosów):	
PS HoldCo*	80,69%

* na podstawie komunikatu bieżącego 48/2017
(łącznie z warrantami, czyli 77,7%+2,99%)

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.



SPIIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2017.....	8
DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE	10
DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE.....	11
ZAŁOŻENIA NA KOLEJNE OKRESY	13
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Z bieżącej perspektywy wyceniamy walory spółki na 2,1 PLN/akcję i wydajemy zalecenie Kupuj. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'17 na poziomie 4,3x. Nakreślona przez nas perspektywa erozji EBITDA w 2018 roku do 121-122 mln PLN wydaje nam się zachowawcza i nie wykluczamy zmiany podejścia w kolejnych miesiącach (decydujący wpływ miało ujęcie wyższych kosztów produkcji). W 2019 roku spodziewamy się powrotu EBITDA ponad pułap 135 mln PLN. W 2018 roku liczymy też na wypłatę przez spółkę strumienia dywidendy dla akcjonariuszy mniejszościowych i przy obecnym kursie rentowność dywidendy wg nas przekracza 5,5%.

Oceniamy, że spółka może być jedną z ciekawszych propozycji inwestycyjnych w 2018 roku w gronie podmiotów notowanych na GPW z ekspozycją na przemysł ciężki. Doceniamy podjęte działania władz Cognoru w celu dokończenia zamiany drogiej obligacji na tańszy dług. Nieudane pozyskanie zakładanego kapitału w 2017 roku traktujemy jako „przypadkowe i niepotrzebne potknięcie na drodze uzdrowienia bilansu”. W obecnym modelu jeszcze nie uwzględniamy efektów/materializacji prawdopodobnego obniżenia przyszłych kosztów obsługi długu (choć jednocześnie liczymy na scenariusz pozytywnego zakończenia rozmów z bankami). Docelowe uwzględnienie przez nas nowej struktury bilansu oraz otwarcie scenariuszy realizacji planów rozwojowych może mieć istotny pozytywny wpływ na wycenę (ponad obecnie sugerowany poziom).

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	374,9	2,14
B	Wycena porównawcza	361,2	2,06
C=A*50%+B*50%	Wycena końcowa	368,1	2,10

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Trendy na rynkach światowych – produkcja i ceny stali

Nasz model na najbliższe lata uwzględnia wprowadzone bariery ochronne na pręty ze stali w obszarze UE (Komisja Europejska wprowadzała cła na 5 lat do lipca 2021 roku). Tym samym powstała premia dla producentów prętów z UE względem konkurencji z Turcji czy Chin. Należy mieć jednak na uwadze, że ewentualne przyszłe zmiany na światowych rynkach stali mogą mieć istotny wpływ na marżę spółki. Kluczowe dla przyszłych wyników będą miały też relacje cenowe (spread) między ceną wyrobów spółki a wsadem w postaci złomu.

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. 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	2016	2017
Dług netto z bilansu [mln PLN]*	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	332,7
Dług netto / EBITDA (x)	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,4x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	216	201
Zapasy	179	235	283	263	298	254
Należności	182	187	187	127	137	181
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	235

W powyższych obliczeniach nie uwzględniamy faktoringu. Szacujemy, że na koniec 2017 roku saldo faktoringu mogło być równe 95 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

Przyszła podaż akcji przez posiadaczy obligacji zamiennych

Należy mieć na uwadze, że w przyszłości może wzrosnąć podaż akcji ze strony posiadaczy obligacji zamiennych na akcje. Po przeprowadzonej emisji akcji w 2017 roku cena konwersji została obniżona do poziomu 2,05 PLN.

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 1,5 (podejście ostrożnościowe z uwagi na ciągle wysoki poziom zadłużenia; w kolejnych modelach docelowo będziemy chcieli zmniejszyć ten parametr).

Główne założenia:

- W porównaniu z raportem analitycznym z 26.09.2016 r. podnieśliśmy nasze założenia na 2017 rok. Wpływ na to ma lepsza (niż oczekiwaliśmy) relacja cenowa na wyroby Cognoru. Tym samym EBITDA na 2017 rok została podniesiona o 10%. Na 2018 rok postanowiliśmy przyjąć zachowawcze podejście (nie wykluczamy rewizji tych symulacji w trakcie kolejnych miesięcy) i staramy się uwzględnić presję na wyższe koszty procesu produkcji. Dlatego z bieżącej perspektywy oczekujemy odczytu EBITDA rzędu 121-122 mln PLN. Wraz z normalizacją kosztów produkcji uwzględniamy poprawę marży w 2019 roku i powrót EBITDA ponad pułap 135 mln PLN.
- Model uwzględnia przeprowadzoną (małą) emisję akcji w 2017 roku oraz konsolidację Odlewni Metali Szopienice.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W modelu uwzględniamy też szacowaną płatność z tytułu odsetek od kwoty ok 107 mln PLN, która będzie jeszcze należna do głównego akcjonariusza (historyczne zobowiązanie powstałe przy kupnie Złomrexu).
- Liczba akcji na poziomie 175 mln szt. uwzględnia zamianę wszystkich obecnych warrantów na akcje.
- W założeniach nie uwzględniamy kolejnych akwizycji oraz dezinvestycji posiadanych aktywów.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.02.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 374,9 mln PLN, czyli 2,14 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 868	1 910	1 959	1 986	2 013	2 040	2 068	2 095	2 123	2 152
EBIT [mln PLN]	80,3	94,8	100,5	101,4	100,7	100,0	100,1	100,1	100,2	100,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,3	18,0	19,1	19,3	19,1	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
NOPLAT [mln PLN]	65,1	76,8	81,4	82,1	81,6	81,0	81,1	81,1	81,1	81,2
Amortyzacja [mln PLN]	41,3	40,4	40,1	40,0	39,4	39,5	39,7	39,9	40,2	40,5
CAPEX [mln PLN]	-30,3	-38,2	-39,2	-39,7	-40,3	-40,8	-41,4	-41,9	-42,5	-43,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-17,4	-4,9	-5,7	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	58,6	74,0	76,7	79,3	77,5	76,5	76,2	75,9	75,6	75,4
DFFCF [mln PLN]	54,2	62,8	59,5	56,3	50,3	45,2	40,9	37,0	33,5	30,2
Suma DFFCF [mln PLN]	469,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	900,6									
										wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	360,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	830,6									
Dług netto 2017 eop [mln PLN]	332,7									
Faktoring 2017 eop [mln PLN]	95,0									
Przyszła płatność dla głównego akcjonariusza [mln PLN]	28,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	374,9									
Ilość akcji [mln szt.]	175,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	2,14									

Przychody zmiana r/r	6,1%	2,3%	2,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Marża EBITDA	6,5%	7,1%	7,2%	7,1%	7,0%	6,8%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%
Marża EBIT	4,3%	5,0%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%
Marża NOPLAT	3,5%	4,0%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%
CAPEX / Przychody	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
CAPEX / Amortyzacja	73,4%	94,5%	97,7%	99,3%	102,2%	103,3%	104,2%	105,0%	105,6%	106,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Premia kredytowa	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Koszt kapitału własnego	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Udział kapitału własnego	55,7%	58,2%	60,7%	63,3%	66,5%	69,7%	72,9%	76,1%	79,3%	82,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	44,3%	41,8%	39,3%	36,7%	33,5%	30,3%	27,1%	23,9%	20,7%	17,6%
WACC	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%	9,5%	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%	10,5%

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	2,82	3,14	3,54	4,05	4,38	4,76	5,21	5,77	6,46
	0,90	2,61	2,89	3,24	3,69	3,96	4,29	4,67	5,12	5,68
	1,00	2,41	2,66	2,96	3,36	3,60	3,87	4,20	4,58	5,04
	1,10	2,22	2,44	2,72	3,06	3,27	3,51	3,79	4,11	4,49
	1,25	1,97	2,16	2,39	2,68	2,85	3,04	3,26	3,52	3,82
	1,50	1,60	1,75	1,93	2,14	2,27	2,41	2,57	2,75	2,95
	1,75	1,29	1,41	1,55	1,71	1,81	1,91	2,03	2,16	2,31
	2,00	1,02	1,12	1,23	1,36	1,43	1,51	1,60	1,70	1,80
	2,10	0,93	1,01	1,11	1,23	1,30	1,37	1,45	1,54	1,63

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	5,16	4,75	4,38	4,21	4,05	3,90	3,76	3,48	3,24
	0,90	4,80	4,38	4,02	3,85	3,69	3,53	3,39	3,12	2,88
	1,00	4,47	4,05	3,69	3,52	3,36	3,21	3,06	2,80	2,56
	1,10	4,17	3,76	3,39	3,22	3,06	2,92	2,77	2,51	2,28
	1,25	3,77	3,36	3,00	2,83	2,68	2,53	2,39	2,14	1,92
	1,50	3,21	2,80	2,45	2,29	2,14	2,00	1,87	1,64	1,42
	1,75	2,74	2,34	2,00	1,85	1,71	1,58	1,46	1,23	1,03
	2,00	2,34	1,96	1,64	1,49	1,36	1,23	1,11	0,90	0,71
	2,10	2,20	1,82	1,51	1,36	1,23	1,11	0,99	0,79	0,60

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		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
	3,0%	2,61	2,89	3,24	3,69	3,96	4,29	4,67	5,12	5,68
	3,5%	2,31	2,55	2,84	3,21	3,43	3,69	3,98	4,34	4,76
	4,0%	2,05	2,25	2,49	2,80	2,98	3,19	3,43	3,70	4,03
	4,5%	1,81	1,99	2,19	2,45	2,60	2,77	2,96	3,18	3,44
	5,0%	1,60	1,75	1,93	2,14	2,27	2,41	2,57	2,75	2,95
	5,5%	1,41	1,54	1,69	1,87	1,98	2,10	2,23	2,38	2,54
	6,0%	1,23	1,35	1,48	1,64	1,73	1,82	1,93	2,06	2,20
	6,5%	1,07	1,17	1,29	1,42	1,50	1,58	1,68	1,78	1,90
	7,0%	0,93	1,01	1,11	1,23	1,30	1,37	1,45	1,54	1,63

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Podobnie jak poprzednio, 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 2018-2020 otrzymaliśmy wycenę 361 mln PLN, czyli 2,06 PLN/akcję

Wycena mnożnikowa Cognor (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020						
	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	0,93	1,31	1,69	2,06	2,44	2,82	3,20

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 poniższej analizie mediana EV/EBITDA na rok 2017-2018 dla producentów wyrobów stalowych (w przewadze posiadających aktywa w postaci pieców hutniczych) wynosi odpowiednio 6,7x i 6,1x. 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.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
STALPRODUKT	529	PLN	2 952	10,2	8,6	8,2	5,4	4,6	3,7
KLOECKNER	10,58	EUR	1 055	14,4	15,5	14,3	7,1	6,8	6,4
THYSSENKRUPP	26,07	PLN	16 229	16,0	13,1	11,9	6,0	5,9	5,6
VOESTALPINE	54,12	EUR	9 544	13,0	12,2	11,5	6,8	6,2	5,9
SALZGITTER	51,74	EUR	3 109	19,6	16,3	16,1	5,0	4,5	4,3
ARCELOR MITTAL	29,53	EUR	30 172	7,4	8,4	8,1	4,8	4,4	4,0
SSAB	48,53	EUR	43 578	16,4	14,0	13,1	8,4	7,4	6,9
VALLOUREC	5,914	SEK	2 709	---	---	---	---	---	9,5
ACERINOX	12,18	EUR	3 363	16,7	14,9	13,5	8,0	7,2	6,5
OUTOKUMPU	7,996	EUR	3 329	11,5	10,8	9,0	6,3	6,1	5,3
UNITED STATES STEEL	38,63	EUR	6 759	21,6	12,0	10,2	7,3	5,6	4,6
CMC	24,96	USD	2 911	16,6	11,8	10,1	9,1	7,1	6,8
STEEL DYNAMICS	47,35	USD	11 220	11,6	13,4	13,4	7,4	6,7	6,4
NOVOLIPET STEEL	26,96	USD	16 158	11,2	11,7	11,7	6,7	7,0	7,0
EREGLI DEMIR	10,09	USD	35 315	10,4	10,5	11,1	6,5	6,6	6,6
EVRAZ	386,1	TRY	5 529	6,3	6,0	7,0	4,0	4,6	4,6
AK STEEL	6,205	GBP	1 954	24,5	7,5	7,2	9,9	5,8	5,1
POSCO	380000	KRW	33 130 997	11,1	10,6	9,7	6,0	5,4	5,0
TATA STEEL	779,8	INR	757 306	13,3	10,7	10,6	7,6	6,9	6,5
HYUNDAI STEEL	59900	KRW	7 993 403	8,9	8,3	7,7	6,6	5,9	5,4
MEDIANA	---	---	---	13,0x	11,7x	10,6x	6,7x	6,1x	5,7x

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q 2017

Oceniamy, że pod względem wolumenów produkcji i sprzedaży okres 1-3Q'17 był udany dla Cognoru. Szczególnie w samym 3Q'17 spółka zwiększyła sprzedaż wolumenową do odbiorców zewnętrznych. Szacujemy, że tonaż sprzedanych kęsów był wyższy o niemal 68% r/r, a wyrobów przetworzonych o ponad 36% r/r. Przy średniej cenie kęsów na poziomie 1 965 PLN/t oraz 2 203 PLN/t wyrobów przetworzonych łączny przychód dywizji produkcyjnej wyniósł 423,6 mln PLN (+62% r/r).

W 2Q'17 rezultaty spółki były wspierane przez dalszą poprawę spreadów przerobowych, z kolei w 3Q'17 modelowe marże produkcyjne spadły (efekt spreadu oraz innych kosztów konwersji). Szacowany wpływ wyceny FIFO w 1-3Q'17 na odczyt EBITDA to ok +24 mln PLN (w samym 3Q'17 było to +9,5 mln PLN). Zatem oceniamy, że warunki działania w 3Q'17 miały swoje negatywne przełożenie na marżę EBITDA, która finalnie została wsparta efektem FIFO. Szacowany przez nas wynik EBITDA produkcji w 3Q'17 spadł do niespełna 146 PLN/t, a w 1Q'17 i 2Q'17 było 240 PLN/t oraz 210 PLN/t.

W omawianym kwartale na saldo finansowe negatywny wpływ miała strata z tytułu różnic kursowych (wycena zadłużenia). Tym samym ostatecznie grupa pokazała stratę netto rzędu 4,6 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'17

Razem konsolidacja grupa [mln PLN]	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	4Q'15-3Q'16	4Q'16-3Q'17	zmiana r/r
Przychody	309,7	490,0	58%	1 334,0	1 641,4	23%
Wynik brutto na sprzedaży	36,3	46,2	27%	121,5	187,7	54%
EBITDA	25,0	27,7	11%	76,8	123,6	61%
EBIT	15,3	17,2	12%	39,5	83,1	110%
Saldo finansowe	-2,0	-20,7	---	-39,2	-48,4	---
Wynik netto	11,8	-4,6	---	4,9	27,9	466%
Wynik netto przypisany jedn. dom.	11,0	-4,6	---	4,2	26,4	523%
CF operacyjny**	17,2	79,0	358%	32,1	154,6	381%

Dywizja surowcowa*	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	4Q'15-3Q'16	4Q'16-3Q'17	zmiana r/r
Przychody	73,1	109,7	50%	312,3	427,3	37%
Wynik brutto na sprzedaży	4,3	7,0	64%	18,5	29,1	57%
EBIT	0,4	1,6	319%	-0,8	9,6	---
Zakupy zewnętrzne [tys. ton]	173,1	188,9	9%	760,7	824,5	8%
Zużycie wewnątrz grupy [tys. ton]	164,1	175,4	7%	699,8	693,8	-1%
Sprzedaż zewnętrzna [tys. ton]	20,3	34,8	71%	92,4	119,4	29%

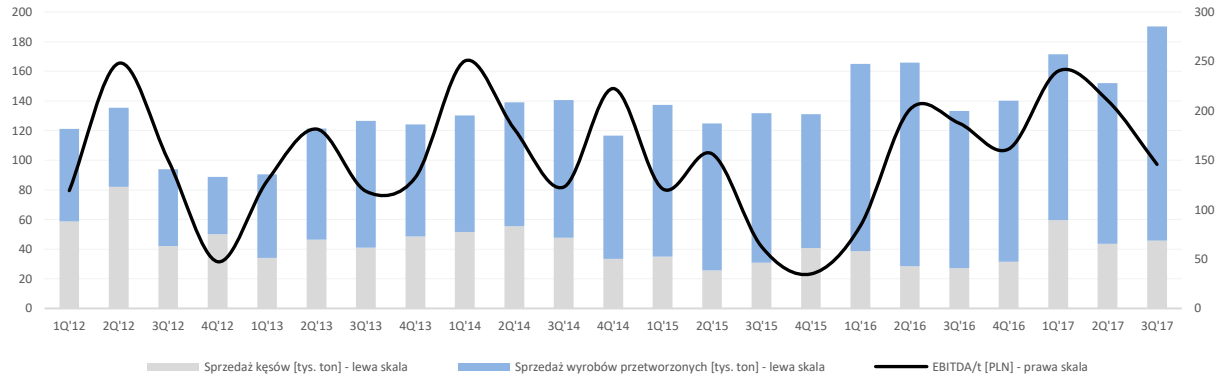
Dywizja produkcyjna*	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	4Q'15-3Q'16	4Q'16-3Q'17	zmiana r/r
Przychody	292,6	423,9	45%	1 241,1	1 321,7	6%
Wynik brutto na sprzedaży	30,1	34,9	16%	104,3	125,0	20%
EBIT	14,5	17,4	20%	67,8	52,5	-23%
Sprzedaż kęsów [tys. ton]	27,2	45,7	68%	135,1	180,4	34%
Sprzedaż produktów [tys. ton]	106,1	144,6	36%	460,4	473,8	3%

* dane bez wyłączeń pomiędzy segmentami

** - przypominamy, że w 2015 i 2016 roku pomimo bardzo trudnej sytuacji dla hut spółki, Cognor znacząco poprawił CF operacyjny dzięki liniom faktoringu

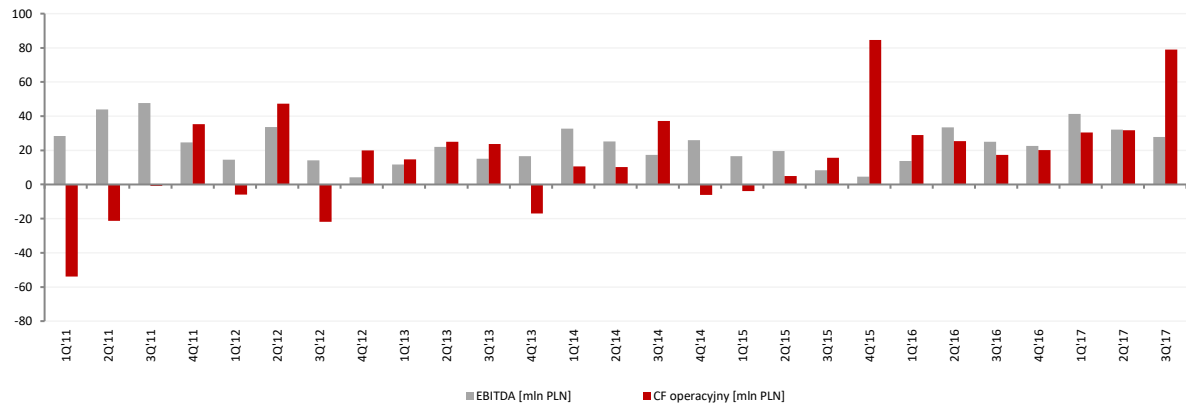
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane EBITDA w przeliczeniu na tonę sprzedaży



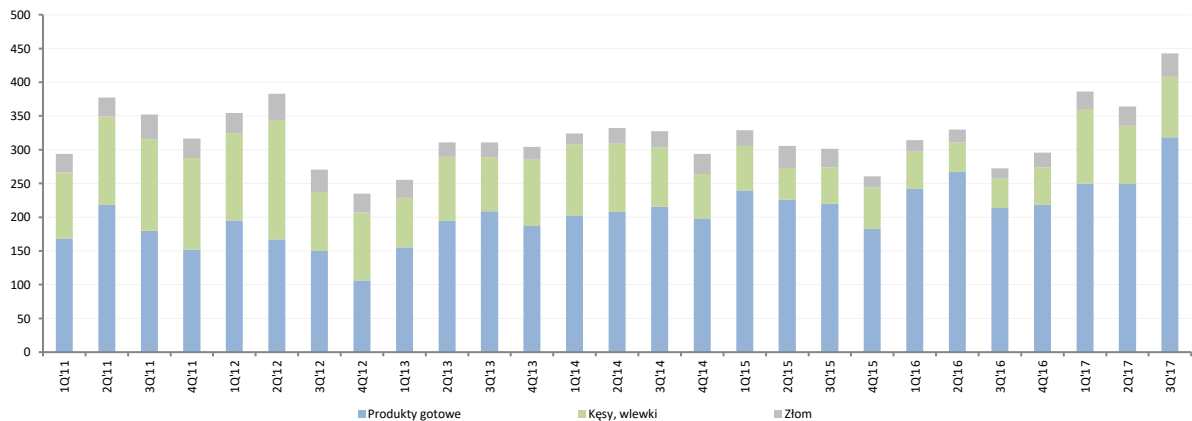
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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]



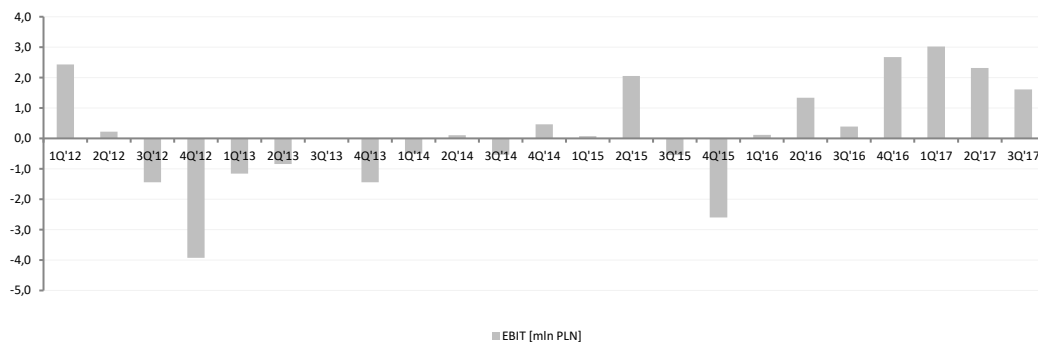
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE

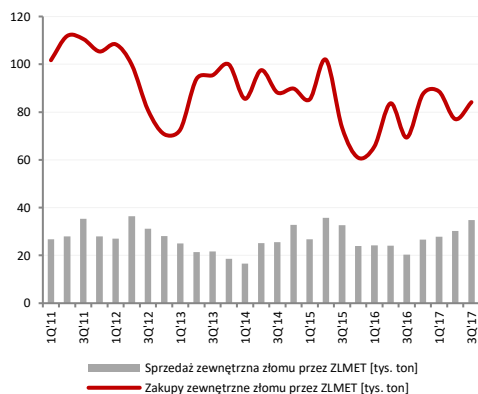
W 3Q'17 średnia cena sprzedawanego złomu na zewnątrz wynosiła 998 PLN/t, czyli było to więcej o 53 PLN/t względem 2Q'17. Odczyt EBIT segmentu (bez włączeń) w okresie 1-3Q'17 to niemal 7 mln PLN (w samym 3Q'17 było to ponad 1,6 mln PLN).

Wybrane dane operacyjne dywizji surowcowej

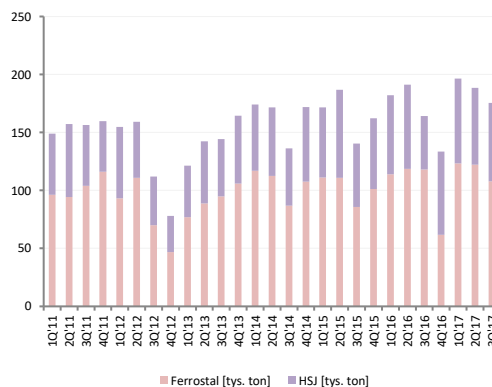
Wynik EBIT dywizji surowcowej



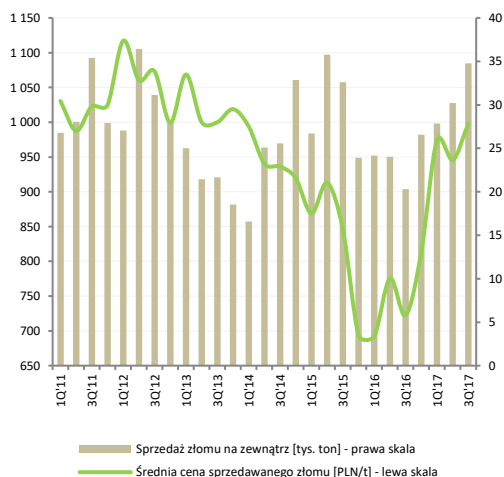
Wolumeny dywizji surowcowej



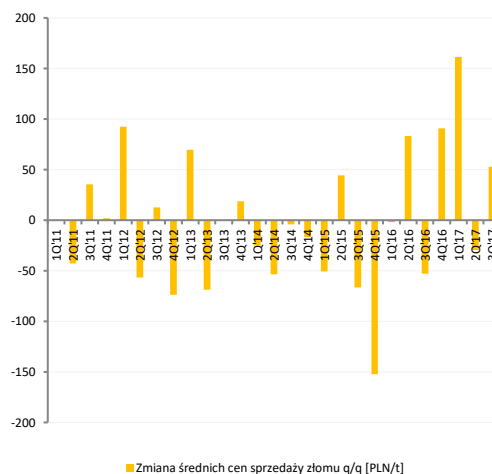
Zużycie złomu wewnątrz grupy



Sprzedaż złomu na zewnątrz grupy oraz uzyskiwane średnie ceny



Zmiana cen sprzedaży złomu na zewnątrz grupy q/q

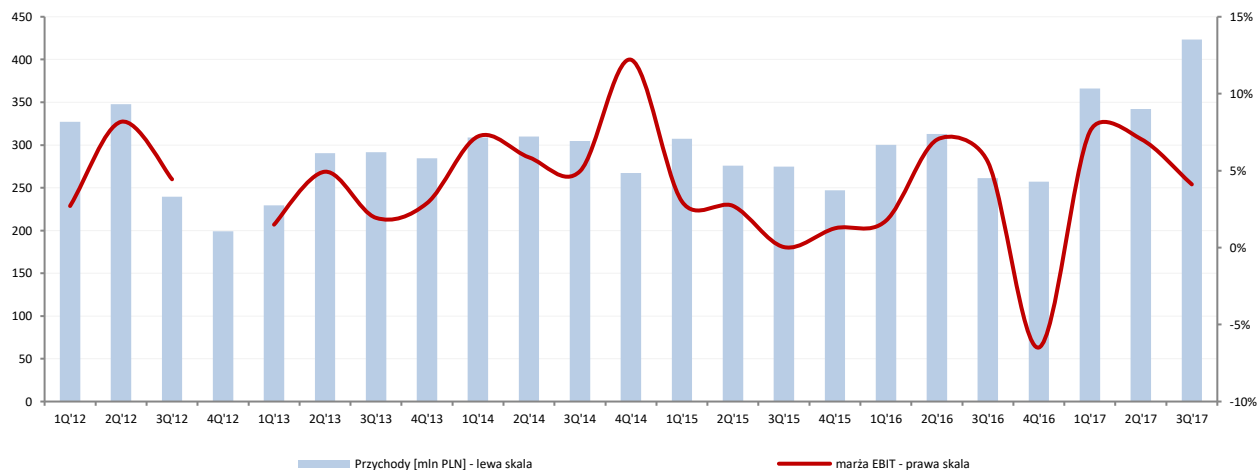


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE

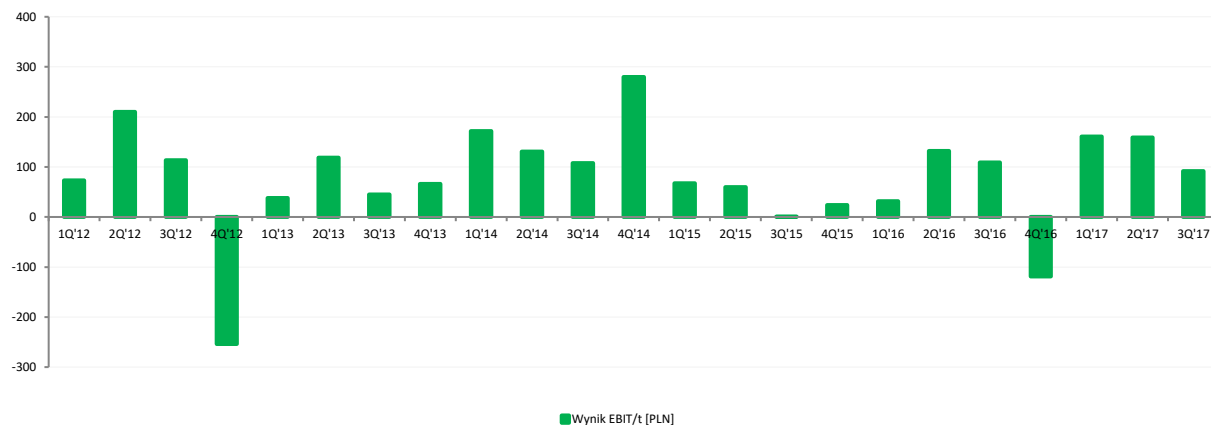
Dane za 3Q'17 pokazały silne wolumeny sprzedaży i produkcji w samym 3Q'17. Łączny wolumen sprzedaży wyrobów gotowych wyniósł prawie 144,6 tys. ton, a kęsów 45,7 tys. ton. Średnia cena sprzedaży w 3Q'17 (łącznie na wyrobach i kęsach) była wyższa o ok 13,6% r/r oraz jednocześnie niższa o 1,1% q/q. Ogółem przychody spółki w dywizji produkcja wyniosły prawie 424 mln PLN, z kolei odczyt EBIT segmentu wzrósł r/r do 17,4 mln PLN (istotny pozytywny wpływ FIFO).

Przychody ze sprzedaży do odbiorców zewnętrznych dywizji produkcyjnej oraz marża EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

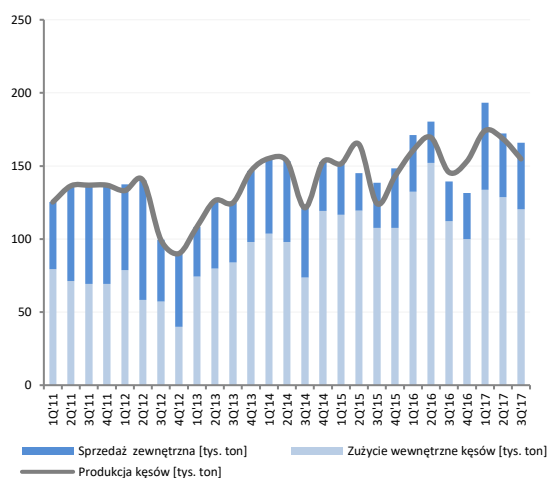
Wynik EBIT w przeliczeniu na jednostkę sprzedawanych kęsów i produktów w ramach dywizji produkcyjnej



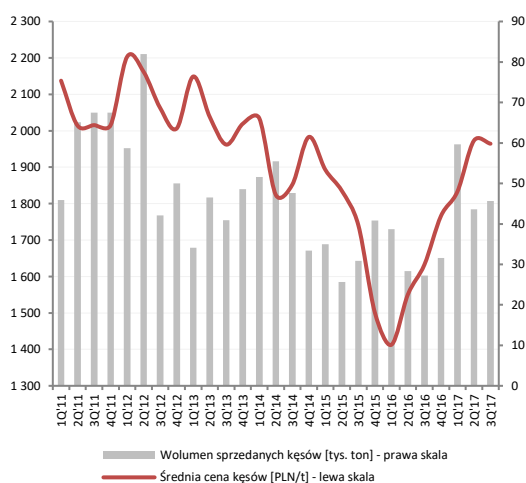
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane operacyjne dywizji produkcyjnej

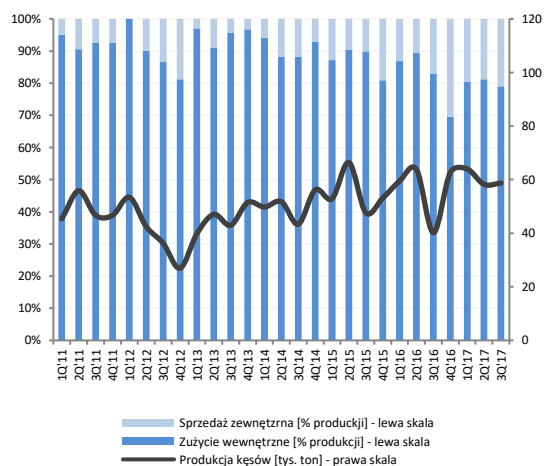
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w grupie



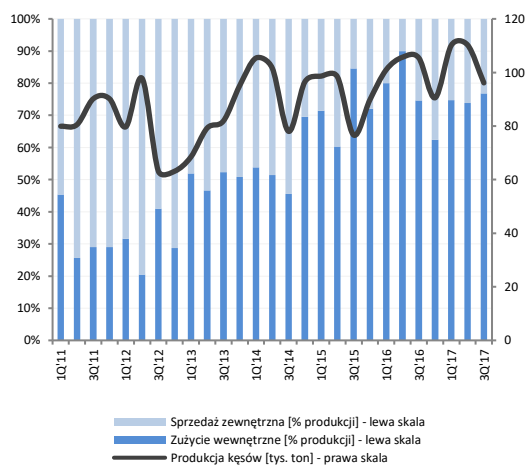
Sprzedaż wolumenowa i średnie ceny kęsów



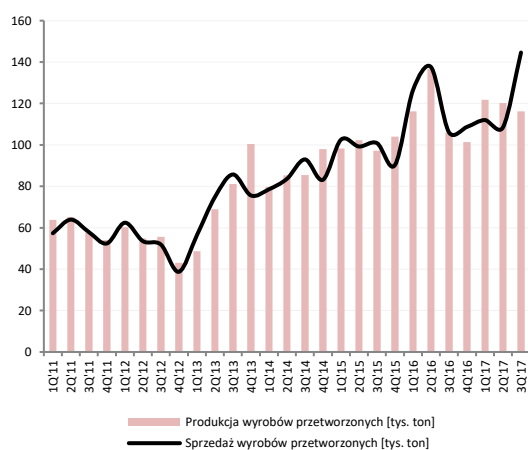
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w HSI



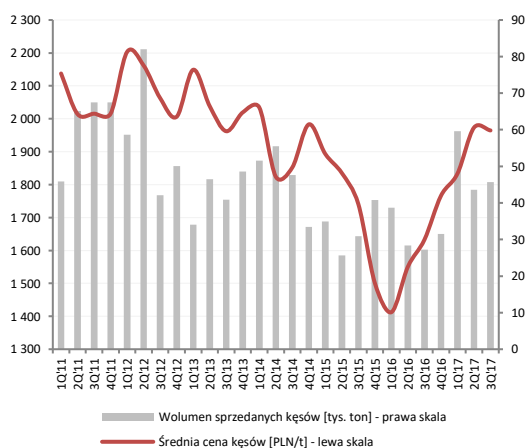
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w Ferrostału



Produkcja i sprzedaż wyrobów przetworzonych



Sprzedaż i średnie ceny wyrobów przetworzonych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZAŁOŻENIA NA KOLEJNE OKRESY

Tak jak pisaliśmy już w poprzednich raportach, fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Ożywienie na rynku stali widać też w innych obszarach gospodarczych, co korzystnie wpływa na marże największych producentów stali.

Przypominamy, że w uzasadnieniu dla nałożenia ceł importowych na pręty stalowe, Komisja Europejska wskazywała, że zasadne jest podniesienie rentowności producentów z UE do średniego teoretycznego poziomu z 2012 roku, czyli do ok +4,8% sprzedaży. Poziom rentowności w okresie badanym był na poziomie -0,5% sprzedaży. Zatem efektem nałożonych ceł miała być poprawa uzyskiwanej średniej marży przez producentów w UE o ponad 5% sprzedaży (w archiwalnych wypowiedziach przedstawicieli Komisji Europejskiej przemysł unijny mógłby osiągnąć taki poziom rentowności w normalnych warunkach konkurencji, w przypadku braku dumpingu). Zakończony 2017 rok pokazał, że nastąpiło bardzo silne odbicie w marżach hut stali i to z silniejszego efektem niż opisane oczekiwania Komisji.

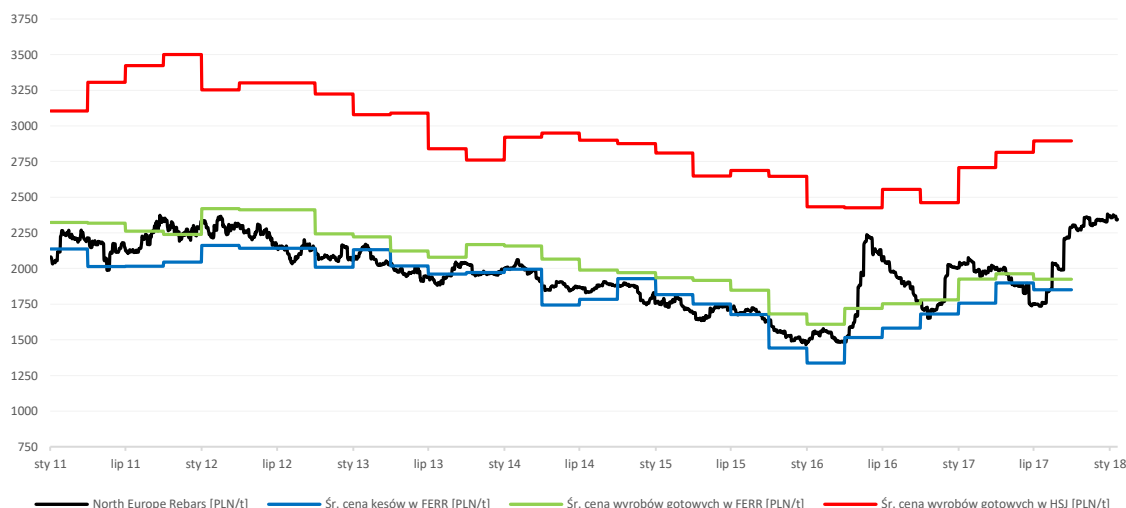
Dane będące podstawą działań Komisji Europejskiej oraz wyznaczony cel poprawy rentowności branży

	2011	2012	2013	2014	OD	Cel powrotu rentowności	Implikowana poprawa rentowności względem okresu postępowania
Teoretyczna rentowność sprzedaży producentów w UE (% obrotów ze sprzedaży)	+0,2	+4,8	+0,9	-1,9	-0,5	+4,8%	+5,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Komisja Europejska

W 2017 roku poszczególne kwartały przyniosły utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku producentów wyrobów ze stali w UE. Odczyty indeksu dla prętów wskazywały, że średnie wartości w okresie 1-3Q'17 wskazywały ok 450-460 EUR/t. W trakcie tego okresu krótkotrwała korekta cen sprowadziła kwotowania prętów do około 411 EUR/t w lipcu'17. Kolejne miesiące przyniosły już wyraźne odbicie. Szczególnie dostrzegamy, że na przełomie 3/4Q'17 doszło do silnych wzrostów cen na pręty stalowe w UE oraz w innych obszarach gospodarczych (m.in. Chiny). Średni odczyt indeksu North Europe Rebars wzrósł z ok 456 EUR/t w 3Q'17 do prawie 550 EUR/t 4Q'17. Obecne bieżące ceny oscylują w pobliżu 562 EUR/t.

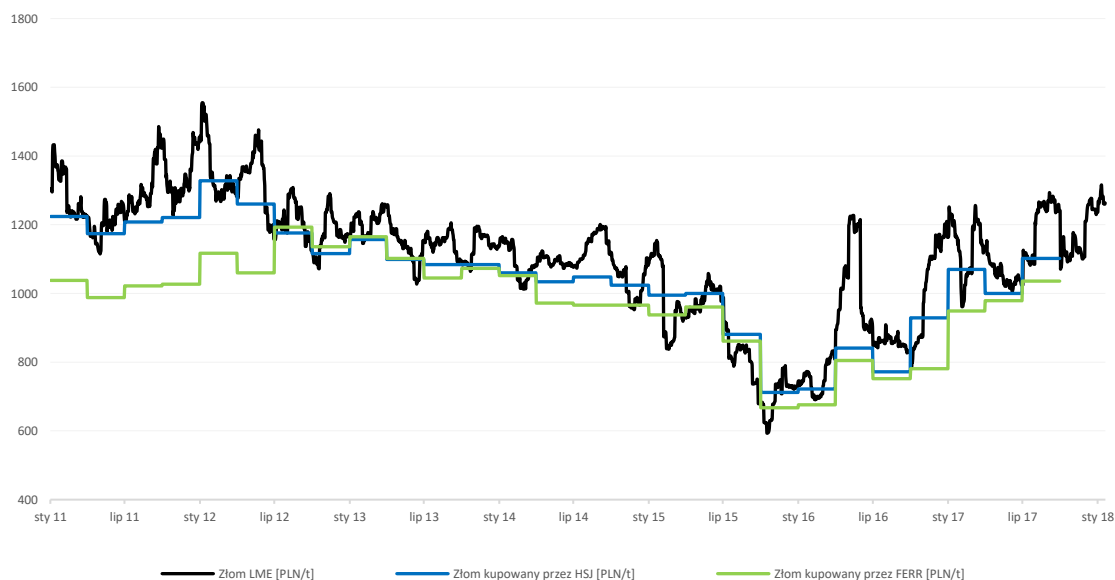
Ceny prętów według odczytów dla North Europe na tle średnich cen produktów z hut Cognoru [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Średnie ceny złomu na LME w 1Q'17 i 2Q'17 wahały się w pobliżu 200-210 EUR/t. W 3Q'17 nasza symulacja wskazuje, że średnie ceny złomu spadły do ok 173 EUR/t. Końcówka 2017 roku przyniosła powrót cen złomu na wyższe pułapy. W styczniu'18 obserwujemy kwotowania na LME w okolicy 250-260 EUR/t.

Ceny złomu na LME na tle średnich cen zakupów złomu przez huty Cognoru [PLN/t]



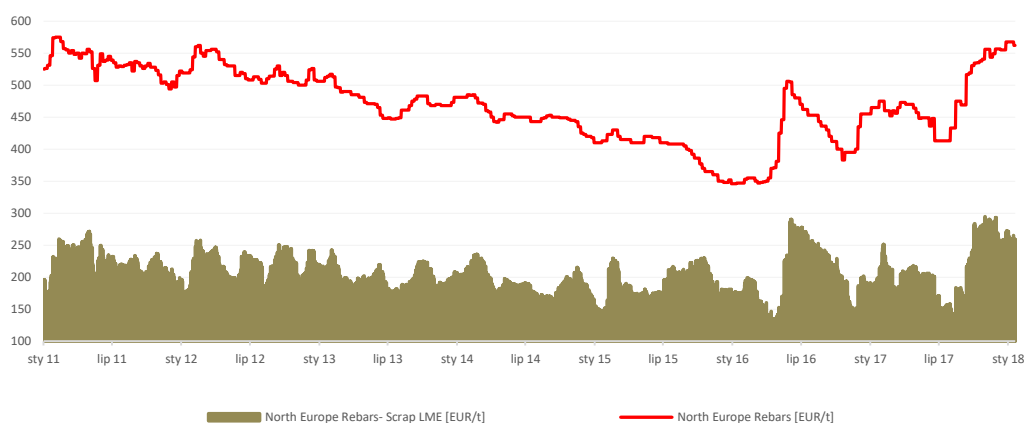
Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Premia cenowa na pręty stalowe według odczytów dla North Europe na tle danych z Chin [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Ceny prętów według odczytów dla North Europe na tle spreadu pomiędzy ceną prętów i złomem [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Krótkotrwała korekta cen spowodowała kwotowania do około 411 EUR/t w lipcu'17. Kolejne miesiące przyniosły odbicie. Szczególnie dostrzegamy, że na przełomie 3/4Q'17 doszło do silnych wzrostów cen na pręty stalowe w UE oraz w innych obszarach gospodarczych (m.in. Chiny).

Średni odczyt indeksu North Europe Rebars wzrósł z ok 456 EUR/t w 3Q'17 do prawie 550 EUR/t 4Q'17. Obecne bieżące ceny oscylują w pobliżu 562 EUR/t.

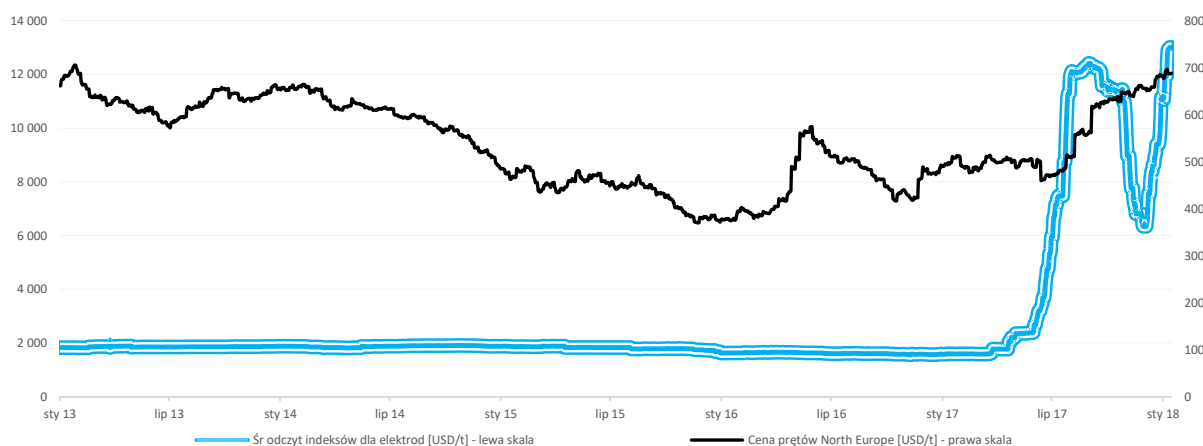
Wcześniej wzrosty cen w UE na pręty było skutkiem m.in. barier ochronnych wprowadzonych przez Komisję Europejską. Silne wzrosty cennikowe z przełomu 3/4Q'17 wiążemy z dobrą koniunkturą na rynku stali ale jednocześnie też z wyższymi kosztami produkcji (koszt wsadu czyli złom oraz odczuwalny wzrost cen elektrod grafitowych czy ceramiki ogniotrwałej).

Wcześniejsze wzrosty cen w UE na pręty były skutkiem m.in. barier ochronnych wprowadzonych przez Komisję Europejską. Silne wzrosty cennikowe z przełomu 3/4Q'17 wiążemy z dobrą koniunkturą na rynku stali ale jednocześnie też z wyższymi kosztami produkcji (spoglądamy na wsad bazowy czyli złom oraz anomalie na elektrodach grafitowych czy droższą ceramikę ogniotrwałą).

Zwracamy uwagę, że w drugiej połowie 2017 roku doszło do gwałtownych podwyżek cen elektrod grafitowych wykorzystywanych w piecach elektrycznych. Nasze obserwacje wskazują, że w zależności od średnic i właściwości spotowe kontraktacje na rynku chińskim dla elektrod na koniec czerwca'17 oscylowały w okolicy 2 700 do 3 600 USD/t. Eksplozja cenników (na co złożył się silny popyt, wyłączenie mocy oraz ograniczone dostawy spotowe z uwagi na charakter umów długoterminowych, a także problemy z koksem naftowym) w kolejnych miesiącach doprowadziła do ustalenia cen w przedziale 7 700 – 11 000 USD/t. W drugiej połowie stycznia'18 widzimy nawet kwotowania sugerujące przedział 10 000 – 15 600 USD/t. Tym samym huty elektryczne mogą napotykać kłopoty z dostępem do elektrod po akceptowalnych kosztach w procesie produkcji. Historycznie udział elektrod w procesie wytwarzania nie stanowił istotnego kosztu. Obecnie spotowe kontraktacje mogą sugerować, że wartość zużywanych elektrod w przeliczeniu na tonę produkowanej stali przekraczać może nawet przedział 3-4%.

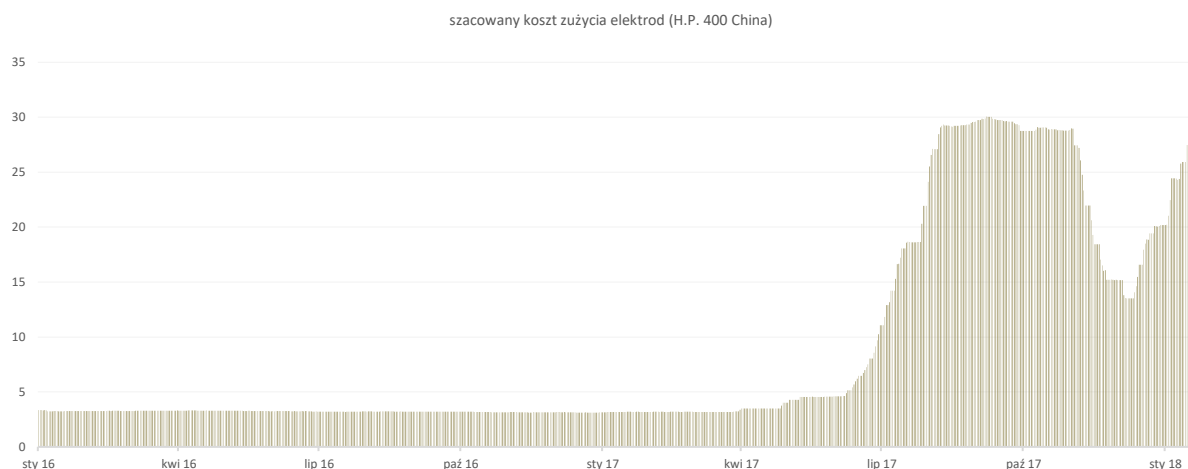
W piecach EAF energia cieplna służąca stopieniu stali dostarczana jest przez elektrody grafitowe. W praktyce pomiędzy końcami elektrod a złomem płoną łuki elektryczne i energia elektryczna zamieniana jest w nich na energię cieplną potrzebną do realizacji procesu metalurgicznego. Do wytwarzania elektrod wykorzystuje się m.in. koks naftowy czy antracyt. Materiał bazowy po procesie prasowania (pod ciśnieniem) podlega grafityzacji w specjalnych piecach. Elektrody grafitowe mogą mieć długość 2 – 2,5 m oraz średnicę 200 – 900 mm. Na świecie do głównych producentów elektrod należą: Brookfield (Graftech), SDK+SGL, HEG, Tokai Carbon czy GIL. Szacunkowe moce wytwórcze na świecie wg nas mogą wynosić ok 850-900 tys. ton. W ostatnich 4 latach możliwości produkcyjne zostały ograniczone wg nas przynajmniej o 250 tys. ton.

Ceny prętów według odczytów dla North Europe na tle średnich odczytów indeksów elektrod grafitowych [USD/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Teoretyczny koszt zużycia elektrod w procesie EAF [USD/t stali]



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Szacujemy, że w 3Q'17 raportowany odczyt EBITDA w przeliczeniu na tonę produkcji spadł do 145,8 PLN (bez efektu FIFO było to niespełna 96 PLN/t). Wg naszych obliczeń relacje cenowe jakie miały miejsce w 4Q'17 wskazują, że końcówka ubiegłego roku była bardzo udana dla Cognoru. Spodziewamy się, że dobre odczyty sprzedażowe oraz poprawa spreadu wskażą, że EBITDA w przeliczeniu na tonę produkcji wzrosła do 231 PLN. Tym samym w modelu spodziewamy się, że EBITDA w 4Q'18 wyniosła ponad 38 mln PLN, a w skali całego 2017 roku powinno to być niemal 139,2 mln PLN.

Na rok 2018 staramy się uwzględnić wyższą presję na koszty wytworzenia (elektrody, ceramika) oraz presję na wzrost wynagrodzeń. Jednocześnie jednak liczymy na utrzymanie dobrych dla Cognoru spreadów (cena wyrobu vs cena złomu). Dlatego na 2018 rok prognozujemy erozję r/r EBITDA do 121,7 mln PLN. Jest to jednak z obecnej perspektywy założenie zachowawcze i w trakcie 2018 roku nie wykluczamy zmiany naszego bieżącego scenariusza bazowego. Poprawy rentowności spodziewamy się w 2019 roku i wtedy EBITDA w modelu rośnie do ponad 135 mln PLN.

W obecnej aktualizacji nie uwzględniamy efektów obniżenia kosztów obecnych drogich obligacji. Choć jednocześnie liczymy na scenariusz, że Cognor jednak osiągnie porozumienie z bankami. Będzie to miało fundamentalne znaczenie dla przyszłości grupy i wpłynie istotnie na przyszłą budowę wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. Przypominamy, że 28 grudnia ubiegłego roku spółka poinformowała, że wydłużono okres rozmów do 30 marca 2018 roku w sprawie uruchomienia kredytu na spłatę obligacji.

Zakładana rentowność spółki w kolejnych okresach



Źródło: Dom Maklerski BDM

Jesteśmy pozytywnie zaskoczeni w jaki sposób spółce udało się w trakcie 2017 roku zarządzać kapitałem obrotowym. Widzimy też dużą determinację władz Cognoru do zakończenie projektu mającego na celu obniżenie kosztów obsługi zadłużenia (z emisji akcji przeprowadzonej w 2017 roku nie pozyskano deklarowanych wcześniej kwot i rozmowy z bankami przedłużono do końca marca'18). Na koniec 3Q'17 dług netto spółki wynosił ok 367,5 mln PLN. Spodziewamy się, że na koniec 2017 roku dług netto spółki mógł spaść do ok. 333 mln PLN (z wysokim stanem gotówki wynoszącym ok 110 mln PLN). Tym samym oczekiwany przez nas wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2017 roku mógł spaść nawet do 2,4x ! (przypominamy, że na koniec grudnia'16 było to 4,7x).

Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego

	2012	2013	2014	2015	2016	2017P
Dług netto z bilansu [mln PLN]*	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	332,7
Dług netto / EBITDA (x)	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,4x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	216	201
Zapasy	179	235	283	263	298	254
Należności	182	187	187	127	137	181
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	235

W powyższych obliczeniach nie uwzględniamy faktoringu. Szacujemy, że na koniec 2017 roku saldo faktoringu mogło być równe 95 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

We wrześniu'17 zarząd spółki przyjął politykę dywidendową. Zakładamy, że będzie ona realizowana począwszy od podziału zysku już z 2017 roku. W naszej analizie przyjęliśmy, że spółka wypłaci ok 20% zysku skonsolidowanego w formie dywidendy w 2018 roku. Oznacza to, że rentowność dywidendy przy bieżącym kursie przekracza 5,5%. W kolejnych latach prognozy ujmujemy strumień dywidend w wysokości 25% skonsolidowanego zysku netto (należy pamiętać, że w przyszłości będzie większa liczba zarejestrowanych akcji; z drugiej strony wpływ na przyszłe dywidendy będzie miało saldo finansowe i koszt obsługi zadłużenia).

Założenia wyników Cognoru na kolejne okresy

Grupa Cognor	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody [mln PLN]	317,5	429,5	404,3	490,0	436,8	479,9	455,7	473,9	458,4	1 422,5	1 364,8	1 352,4	1 760,7	1 867,9	1 910,3
EBITDA [mln PLN]	22,6	41,2	32,0	27,7	38,2	28,3	28,1	27,8	37,4	101,1	49,0	94,8	139,2	121,7	135,2
EBIT [mln PLN]	12,2	31,6	22,1	17,2	27,7	17,8	17,7	17,6	27,3	66,0	13,1	56,5	98,6	80,3	94,8
Saldo finansowe [mln PLN]	-19,6	5,6	-13,7	-20,7	-1,6	-14,4	-13,5	-13,3	-13,2	-67,3	-30,3	-63,0	-30,4	-54,4	-51,6
Wynik netto dla akcjonariuszy [mln PLN]	-3,5	28,5	6,0	-4,6	20,0	2,7	3,3	3,3	11,3	4,1	-14,8	1,5	49,9	20,6	34,5
	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBITDA skonsolidowana [mln PLN]	22,6	41,2	32,0	27,7	38,2	28,3	28,1	27,8	37,4	101,1	49,0	94,8	139,2	121,7	135,2
EBITDA/t [PLN]	161,4	240,3	210,6	145,8	231,0	153,9	160,8	156,4	213,6	192,0	93,3	156,9	204,9	170,9	186,1
marża EBITDA	7,1%	9,6%	7,9%	5,7%	8,7%	5,9%	6,2%	5,9%	8,2%	7,1%	3,6%	7,0%	7,9%	6,5%	7,1%
Segment produkcji (bez wyłączeń)	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody [mln PLN]	188,6	366,4	342,7	423,9	384,2	425,2	397,1	407,8	405,8	1 259,0	1 189,9	1 154,5	1 517,3	1 636,0	1 673,4
Średnia cena sprzedaży [PLN/t]	1 835	2 132	2 251	2 226	2 323	2 307	2 273	2 292	2 314	2 261,7	2 103,9	1 871,5	2 231,6	2 296,6	2 300,7
Sprzedaż ogółem na zewn. [tys. ton]	140,2	171,6	152,1	190,3	165,2	184,1	174,6	177,8	175,2	526,4	525,1	604,6	679,2	711,7	726,7
Sprzedaż półwyrobów na zewn. [tys. ton]	31,5	59,6	43,6	45,7	36,5	57,1	51,1	48,2	41,5	188,1	132,3	125,8	185,4	197,9	197,9
Sprzedaż produktów [tys. ton]	108,7	112,0	108,5	144,6	128,7	127,0	123,5	129,6	133,7	338,4	392,9	478,8	493,8	513,8	528,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z raportem analitycznym z 26.09.2016 r. podnieśliśmy nasze założenia na 2017 rok. Wpływ na to ma lepsza relacja cenowa na wyroby Cognoru. Tym samym EBITDA na 2017 rok została podniesiona o 10%. Na 2018 rok postanowiliśmy przyjąć zachowawcze podejście (nie wykluczamy rewizji tych symulacji w trakcie kolejnych miesięcy) i staramy się uwzględnić presję na wyższe koszty procesu produkcji. Dlatego z bieżącej perspektywy oczekujemy odczytu EBITDA rzędu 121-122 mln PLN. Wraz z normalizacją kosztów produkcji uwzględniamy poprawę marży w 2019 roku i spodziewamy się powrotu EBITDA ponad 135 mln PLN.

W raporcie na poziomie salda finansowego cały czas nie uwzględniamy scenariusza uruchomienia kredytu na spłatę drogiej obligacji (choć liczymy, że spółka zdoła obniżyć koszty obsługi zadłużenia).

Zmiana założeń dla Cognoru w porównaniu z raportem z 26.09.2016 r.

	2017 poprzednio	2017 obecnie	zmiana	2018 poprzednio	2018 obecnie	zmiana	2019 poprzednio	2019 obecnie	zmiana
Przychodowy	1 568	1 761	12%	1 616	1 868	16%	1 631	1 910	17%
EBITDA	127	139,2	10%	135	121,7	-10%	135	135,2	0%
EBIT	90	98,6	10%	99	80,3	-19%	99	94,8	-4%
Wynik netto	24	49,9	108%	33	20,6	-38%	34	34,5	2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody	1 400	1 294	1 423	1 365	1 352	1 761	1 868	1 910	1 959	1 986	2 013	2 040	2 068	2 095	2 123
Koszty	1 304	1 191	1 276	1 269	1 210	1 527	1 657	1 683	1 723	1 748	1 773	1 800	1 825	1 851	1 877
Wynik brutto ze sprzedaży	96	103	147	96	143	233	211	227	236	238	239	241	242	244	246
EBITDA	66	65	101	49	95	139	122	135	141	141	140	140	140	140	140
EBIT	25	28	66	13	57	99	80	95	101	101	101	100	100	100	100
Saldo finansowe	-26	-76	-67	-30	-63	-30	-54	-52	-50	-48	-45	-42	-38	-34	-31
Wynik brutto	-1	-45	4	-17	-6	68	26	43	51	53	55	58	62	66	69
Podatek	-1	3	-6	-3	-8	16	5	8	10	10	10	11	12	12	13
Wynik netto	0	-48	10	-14	2	52	21	35	41	43	45	47	50	53	56
akcjonariuszy jedn. dominującej	0	-49	4	-15	1	50	21	35	41	43	44	47	50	53	56
Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	472	451	423	408	425	403	392	390	389	389	389	391	392	394	397
Aktywa obrotowe	430	436	511	432	464	547	563	586	611	627	634	642	653	665	680
Zapasy	179	235	283	263	298	254	280	287	294	298	302	306	310	314	319
Należności handlowe	182	187	187	127	137	181	187	191	196	199	201	204	207	210	212
Inne aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	64	9	36	37	25	109	94	106	119	129	129	130	134	140	147
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	12	15	7	6	6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	915	910	941	846	895	950	955	975	999	1 016	1 024	1 033	1 045	1 060	1 076
Kapitał własny	177	129	187	169	156	234	245	274	307	340	374	410	448	489	532
Kapitał własny jedn. dominującej	164	115	166	147	142	218	229	258	291	324	358	394	432	473	516
Udziały mniejszości	13	14	21	22	14	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Zobowiązania dł. term.	500	26	464	439	417	388	369	354	339	319	289	259	229	199	169
Zobow. dł. %	487	7	409	386	376	357	337	322	307	287	257	227	197	167	137
Pozostałe zobowiązania	13	19	55	53	40	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Zobowiązania kr. term.	237	756	289	238	323	327	342	347	354	357	361	365	368	372	376
Kredyty w rach. bieżącym	15	0	7	16	23	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Zob. kr. %	75	563	87	49	72	62	62	62	62	62	62	62	62	62	62
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	235	249	255	261	265	268	272	276	279	283
Pozostałe zobowiązania	4	4	11	9	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Zobowiązania razem	738	781	753	678	739	715	710	701	693	676	650	623	597	571	544
Pasywa razem	915	910	941	846	895	950	955	975	999	1 016	1 024	1 033	1 045	1 060	1 076
CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny	39,3	46,5	51,8	101,3	91,6	134,4	99,2	122,1	125,3	128,1	126,4	125,3	124,8	124,3	123,9
CF inwestycyjny	23,2	-1,7	0,6	-3,1	-27,1	-21,5	-30,3	-38,2	-39,2	-39,7	-40,3	-40,8	-41,4	-41,9	-42,5
CF finansowy	-35,8	-78,6	-38,5	-105,7	-83,8	-29,3	-84,1	-71,8	-73,5	-78,2	-86,3	-83,0	-79,9	-77,0	-74,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-33,9	13,9	-7,6	-19,3	83,6	-15,2	12,0	12,6	10,2	-0,1	1,5	3,5	5,5	7,4

MNOŻNIKI RYNKOWE
(LICZBA AKCJI PO ZAMIANIE WSZYSTKICH WARRANTÓW)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena [PLN]	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53	1,53
Liczba akcji [mln szt.]	132,4	132,4	132,4	132,4	132,4	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0	175,0
Mkt Cap [mln PLN]	202,6	202,6	202,6	202,6	202,6	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7	267,7
BVPS [PLN]	1,34	0,98	1,41	1,27	1,18	1,34	1,40	1,57	1,75	1,94	2,14	2,34	2,56	2,79	3,04
EPS [PLN]	0,00	-0,37	0,03	-0,11	0,01	0,28	0,12	0,20	0,23	0,24	0,25	0,27	0,28	0,30	0,32
CEPS [PLN]	0,31	-0,09	0,30	0,16	0,30	0,52	0,35	0,43	0,46	0,47	0,48	0,49	0,51	0,53	0,55
P/E (x)	---	---	49,7x	---	138,1x	5,4x	13,0x	7,7x	6,6x	6,2x	6,0x	5,7x	5,4x	5,1x	4,8x
EV/EBITDA (x)	10,8x	11,7x	6,6x	12,6x	6,9x	4,3x	4,9x	4,2x	3,9x	3,6x	3,4x	3,2x	3,0x	2,7x	2,4x
EV/EBIT (x)	28,8x	27,1x	10,2x	46,9x	11,5x	6,1x	7,4x	6,0x	5,4x	5,0x	4,8x	4,5x	4,2x	3,8x	3,4x
P/BV (x)	1,1x	1,6x	1,1x	1,2x	1,3x	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x
EV [mln PLN]	716,3	763,0	670,3	616,9	649,7	600,4	596,3	569,2	541,6	511,4	481,5	450,0	416,4	381,0	343,6
Dług netto [mln PLN]	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	332,7	328,6	301,5	273,9	243,7	213,8	182,3	148,7	113,3	75,9
Dług % [mln PLN]	577,8	569,6	503,3	451,2	472,0	442,2	422,8	407,8	392,8	372,8	342,8	312,8	282,8	252,8	222,8
dług netto / EBITDA	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,4x	2,7x	2,2x	1,9x	1,7x	1,5x	1,3x	1,1x	0,8x	0,5x
Dywidenda [mln PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10,45	5,25	8,75	10,29	10,83	11,19	11,80	12,55	13,31
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,04	0,05	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,08

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

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

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

Marek Jurzec
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	2,10	kupuj	1,76	24.01.2018	10:59 CEST	1,53	67 240
kupuj	1,76	kupuj	1,73	26.09.2016	09:07 CEST	1,17	47 866
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

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 (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 obarczona 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 uwzględniać, 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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek 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 24.01.2018 roku (10:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 26.01.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendacje 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 nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 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.

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 24.01.2018 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 otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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.