Dom Maklerski BDM S.A.

COGNOR

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1,76 PLN

26 WRZESIEŃ 2016, 09:07 CEST

Decydujemy się na utrzymanie rekomendacji Kupuj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 1,73 PLN/akcję do 1,76 PLN/akcję. Oceniamy, że po bardzo trudnych dwóch latach dla producentów stali w UE nadchodzi okres odbudowy rentowności. Kluczowe znaczenie dla Cognoru mają nałożone przez Komisję Europejską bariery ochronne na sprowadzane pręty ze stali. Tym samym przed spółką jest niepowtarzalna perspektywa trwałej odbudowy EBITDA w najbliższych latach i tym samym doprowadzenie do spadku mnożnika dług netto/EBITDA, co powinno mieć istotny pozytywny wpływ na przyszłą atrakcyjność inwestycyjną.

Jak już wspominaliśmy, fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Tym samym obecne relacje cenowe na pręty stalowe w UE sugerują powstanie istotnej premii dla hut w technologii EAF działających w tym obszarze gospodarczym. Działania Komisji Europejskiej doprowadziły bowiem do znacznego i trwałego odbudowania spreadu pomiędzy ceną prętów stalowych i ceną złomu (na pręty sprowadzane do UE nałożono cła ochronne, a koszt wsadu do produkcji dla hut EAF działających w UE bazuje na cenach światowych złomu). Tym samym zakładamy, że huty Cognoru mają wyjątkową szansę w najbliższych latach trwale odbudować marże produkcyjne.

Wyniki zarówno za 1Q'16 i 2Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. Za sam 2Q'16 zakładaliśmy EBITDA na poziomie 32,9 mln PLN, a spółka wykazała 33,4 mln PLN. Należy mieć na uwadze, że istotny wpływ na tak dobry odczyt miał efekt wyceny zapasów (+14 mln PLN w samym 2Q'16). W ujęciu narastającym krytycznym momentem dla spółki był 1Q'16. Wtedy EBITDA za ostanie cztery kwartały wynosiła zaledwie 46,2 mln PLN. Na koniec 2Q'16 EBITDA za cztery ostanie kwartały była na poziomie 60 mln PLN.

W kolejnych kwartałach br. liczymy na wysoką dynamikę wzrostu EBITDA w ujęciu r/r. Z jednej strony porównanie r/r będzie odbywało się przy bardzo niskiej bazie z 2H'15. Z drugiej strony kluczowe znaczenie dla hut Cognoru będzie miał poprawiający się spread. Na podstawie odczytów z połowy września'16 szacujemy, że teoretyczny spread pomiędzy ceną prętów a złomem w Rotterdamie wynosi ok 220 EUR/t i powinien przynajmniej utrzymać się na tym poziomie (w szczytowym momencie na przełomie maja'16 i czerwca'16 różnica wynosiła nawet 270-290 EUR/t). Dlatego w modelu przyjmujemy, że w 3Q'16 i 4Q'16 spółka stopniowo będzie materializować fundamentalną poprawę warunków działania dla producentów prętów stalowych w obszarze UE. W całym 2016 roku EBITDA spółki powinna wynieść nieznacznie poniżej progu 100 mln PLN. Na rok 2017 i 2018 spodziewamy się odbudowy EBITDA do odpowiednio niemal 127 mln PLN i 135 mln PLN.

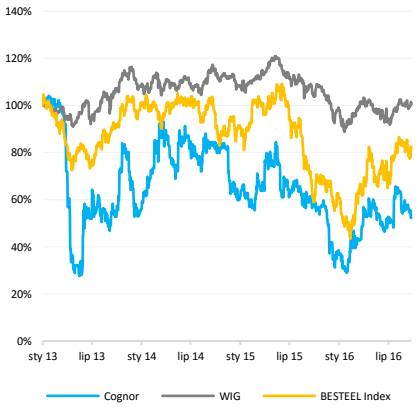
Wycena końcowa [PLN]	**1.76**
Potencjał do wzrostu / spadku	**+51%**
Cena rynkowa [PLN]	1.17
Kapitalizacja po rozwodnieniu [mln PLN]	155
Ilość akcji po rozwodnieniu [mln szt.]	132.44
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	1,45
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	0,88
Stopa zwrotu za 3 mc	+7,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	+21,3%
Stopa zwrotu za 12 mc	-8,1%
Stopa zwrotu YTD	+42,5%
Akcjonariat obecny (% głosów)*:	
PS HoldCo	65,35%
Przemysław Sztuczkowski	0,90%
Inni	33.75%

** uwzględnia 70,719 mln akcji; bez efektu pełnego rozwodnienia, czyli przyszłej wymiany wszystkich 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

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	1 294	1 423	1 365	1 445	1 568	1 616
EBITDA [mln PLN]	**65,2**	**101,1**	**49,0**	**97,8**	**126,6**	**134,9**
EBIT [mln PLN]	28,1	66,0	13,1	61,4	89,9	98,7
Wynik netto [mln PLN]	-48,6	4,1	-14,8	7,3	24,4	32,6
P/BV	1,2x	0,8x	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x
P/E	---	38,0x	---	21,1x	6,3x	4,7x
EV/EBITDA	**11,0x**	**6,2x**	**11,6x**	**5,9x**	**4,4x**	**4,0x**
EV/EBIT	25,4x	9,4x	43,3x	9,3x	6,3x	5,4x
Dług netto/EBITDA	8,6x	4,6x	8,5x	4,3x	3,2x	2,8x

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 4
WYCENA DCF 5
WYCENA PORÓWNAWCZA 8
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q 2016 9
DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE 11
DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE 12
ZAŁOŻENIA NA OKRES 2016-2018 14
AKCJONARIAT 20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na utrzymanie rekomendacji Kupuj i jednocześnie podnosimy cenę docelową z 1,73 PLN/akcję do 1,76 PLN/akcję. Oceniamy, że po bardzo trudnych dwóch latach dla producentów stali w UE nadchodzi okres odbudowy rentowności. Kluczowe znaczenie dla Cognoru mają nałożone przez Komisję Europejską bariery ochronne na sprowadzane pręty ze stali. Tym samym przed spółką jest niepowtarzalna perspektywa trwałej odbudowy EBITDA, a tym samym doprowadzenie do spadku mnożnika dług netto/EBITDA do pułapów pozwalających na skuteczne obniżenie kosztu obsługi zadłużenia.

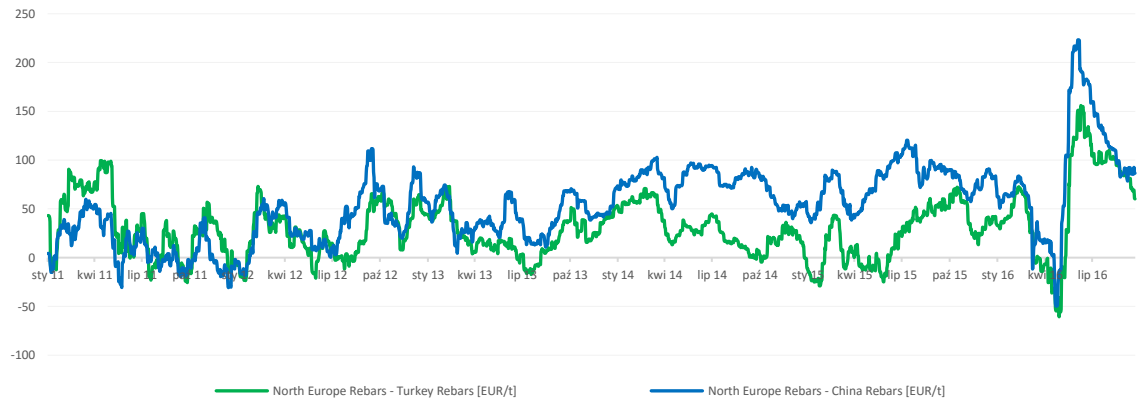
Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	270,1	2,04
B	Wycena porównawcza	196,5	1,48
C=A*50%+B*50%	**Wycena końcowa**	**233,3**	**1,76**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

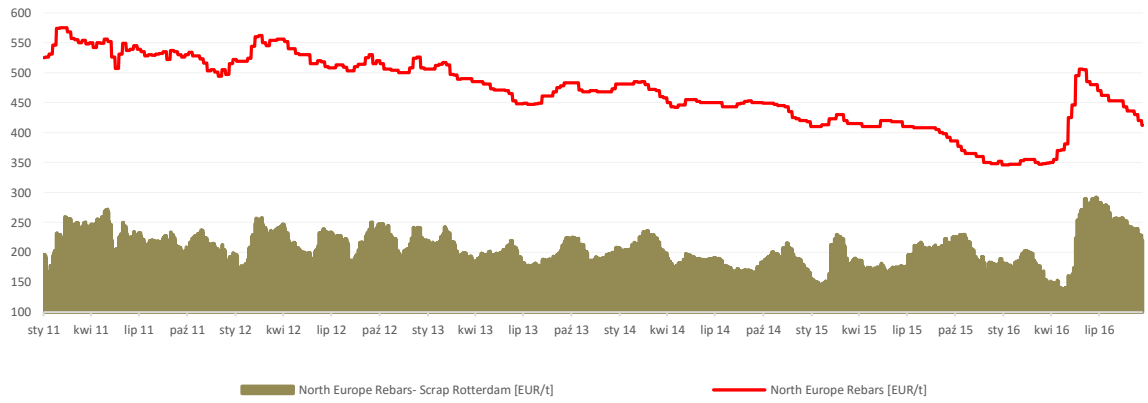
Jak już wspominaliśmy, fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Tym samym obecne relacje cenowe na pręty stalowe w UE sugerują powstanie istotnej premii dla hut w technologii EAF działających w tym obszarze gospodarczym. Działania Komisji Europejskiej doprowadziły bowiem do znacznego i trwałego odbudowania spreadu pomiędzy ceną prętów stalowych i ceną złomu (na pręty sprowadzane do UE nałożono cła ochronne, a koszt wsadu do produkcji dla hut EAF działających w UE bazuje na cenach światowych złomu). Tym samym zakładamy, że huty Cognoru mają wyjątkową szansę w najbliższych latach trwale odbudować marże produkcyjne.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

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. Nałożone bariery ochronne istotnie poprawiają spread produkcyjny dla technologii EAF w UE i ewentualne przyszłe zmiany w regulacjach unijnych mogą wpływać na rezultaty Cognoru.

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 na rynkach światowych

Poziom zadłużenia spółki

Grupa w ostatnich latach zmagała 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 luty 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	2018P
Dług netto z bilansu [mln PLN]	513,70	560,38	467,62	414,24	417,63	407,48	381,96
Dług netto / EBITDA (x)	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,3x	3,2x	2,8x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	217	235	242
Zapasy	*179*	*235*	*283*	*263*	*253*	*274*	*283*
Należności	*182*	*187*	*187*	*127*	*149*	*161*	*166*
Zobowiązania handlowe	*142*	*189*	*184*	*165*	*185*	*200*	*207*

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

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% nominału oraz optymalizacji kapitału obrotowego.

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 pozom zadłużenia; w kolejnych modelach docelowo będziemy chcieli zmniejszyć ten parametr).

Główne założenia:

- W porównaniu z poprzednim raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian na lata 2016-2018. Symbolicznie tylko obniżyliśmy oczekiwany poziom EBITDA na 2016 rok do niespełna 100 mln PLN. Na lata 2017-2018 podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia dotyczące odbudowy spreadów (kluczowym czynnikiem są wprowadzone bariery ochronne na pręty w obszarze UE). Dodatkowo w ostatnich tygodniach obserwujemy gwałtowne wzrosty cen spotowych węgla koksowego, co w perspektywie dwóch kwartałów może mieć istotny wpływ na relację kosztów produkcji w technologii BOF i EAF (na korzyść hut Cognoru) i tylko wzmocniłoby proces odbudowy marż przez spółkę w 2017 roku.
- Stopę wolną od ryzyka utrzymujemy na poziomie 4%.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2016 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 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.01.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 270,1 mln PLN, czyli 2,04 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 568	1 616	1 631	1 646	1 661	1 676	1 691	1 707	1 723	1 739
EBIT. [mln PLN]	89,9	98,7	98,8	98,9	99,1	99,2	99,3	99,4	99,6	99,7
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,1	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,9	18,9	18,9	18,9
NOPLAT [mln PLN]	72,8	80,0	80,0	80,1	80,2	80,3	80,4	80,6	80,7	80,8
Amortyzacja [mln PLN]	36,7	36,2	36,2	36,6	37,2	38,2	39,2	40,1	41,0	41,8
CAPEX [mln PLN]	-32,9	-36,4	-39,1	-41,1	-45,7	-46,1	-46,5	-46,9	-47,4	-47,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-18,3	-7,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	58,2	72,5	74,9	73,4	69,5	70,2	70,8	71,4	71,9	72,4
DFCF [mln PLN]	53,2	60,3	56,6	50,2	43,0	39,2	35,5	32,1	28,9	25,8
Suma DFCF [mln PLN]	424,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	736,9		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+1.0%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	263,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	687,7									
Dług netto [mln PLN]	417,6									
Wartość kapitału[mln PLN]	**270,1**									
Ilość akcji [mln szt.]	132,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**2,04**									
Przychody zmiana r/r	8,5%	3,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	46,4%	9,8%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Marża EBITDA	8,1%	8,3%	8,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,1%
Marża EBIT	5,7%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%
Marża NOPLAT	4,6%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%
CAPEX / Przychody	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	89,8%	100,4%	108,0%	112,4%	122,9%	120,6%	118,6%	117,0%	115,6%	114,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
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	51,4%	54,3%	57,0%	59,7%	62,6%	66,1%	70,0%	74,0%	78,2%	82,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	48,6%	45,7%	43,0%	40,3%	37,4%	33,9%	30,0%	26,0%	21,8%	17,5%
WACC	9,6%	9,8%	10,1%	10,3%	10,6%	10,9%	11,3%	11,6%	12,0%	12,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**1.5%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**
beta	**0.80**	3,95	4,38	4,93	5,65	6,10	6,63	7,27	8,06	9,04
	0.90	3,66	4,05	4,53	5,15	5,54	5,99	6,52	7,17	7,96
	1.00	3,40	3,74	4,17	4,71	5,04	5,43	5,88	6,42	7,07
	1.10	3,15	3,46	3,84	4,32	4,60	4,94	5,32	5,77	6,32
	1.25	2,82	3,08	3,40	3,80	4,03	4,30	4,61	4,97	5,39
	1.50	2,34	2,54	2,79	3,08	3,26	3,45	3,67	3,92	4,21
	1.75	1,93	2,09	2,28	2,51	2,64	2,79	2,95	3,13	3,33
	2.00	1,58	1,71	1,86	**2,04**	2,14	2,25	2,37	2,51	2,66
	2.10	1,45	1,57	1,71	1,87	1,97	2,07	2,18	2,30	2,43

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	**4.00%**	**4.50%**	**4.75%**	**5.00%**	**5.25%**	**5.50%**	**6.00%**	**6.50%**
beta	**0.80**	7,15	6,59	6,10	5,87	5,65	5,44	5,25	4,88	4,55
	0.90	6,66	6,10	5,60	5,37	5,15	4,95	4,75	4,39	4,06
	1.00	6,22	5,65	5,15	4,92	4,71	4,51	4,32	3,96	3,64
	1.10	5,81	5,25	4,75	4,53	4,32	4,12	3,93	3,58	3,27
	1.25	5,27	4,71	4,22	4,00	3,80	3,60	3,42	3,08	2,78
	1.50	4,51	3,96	3,49	3,28	3,08	2,90	2,73	2,41	2,13
	1.75	3,88	3,35	2,90	2,70	2,51	2,34	2,17	1,87	1,61
	2.00	3,35	2,84	2,41	2,22	**2,04**	1,87	1,72	1,44	1,19
	2.10	3,16	2,66	2,24	2,05	1,87	1,71	1,56	1,29	1,04

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								
		-2.0%	**-1.0%**	**0.0%**	**1.0%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.0%**	**3.5%**	**4.0%**
premia za ryzyko	**3.0%**	2,92	3,20	3,54	3,96	4,21	4,50	4,83	5,22	5,67
	3.5%	2,52	2,74	3,02	3,35	3,54	3,77	4,02	4,30	4,63
	4.0%	2,16	2,35	2,57	2,84	2,99	3,17	3,36	3,58	3,83
	4.5%	1,85	2,01	2,19	2,41	2,53	2,67	2,82	2,99	3,19
	5.0%	1,58	1,71	1,86	**2,04**	2,14	2,25	2,37	2,51	2,66
	5.5%	1,33	1,44	1,57	1,72	1,80	1,89	1,99	2,10	2,22
	6.0%	1,11	1,21	1,31	1,44	1,51	1,58	1,66	1,75	1,85
	6.5%	0,91	0,99	1,09	1,19	1,25	1,31	1,38	1,45	1,53
	7.0%	0,73	0,80	0,88	0,97	1,02	1,07	1,13	1,19	1,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

W analizie wykorzystujemy mnożnik EV/EBITDA jako bazowy. Mediana EV/EBITDA na rok 2016 dla producentów wyrobów stalowych (w przewadze posiadających aktywa w postaci pieców hutniczych) wynosi 6,3x i spada w roku 2017 do 5,5x.

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/BITDA na poziomie 5.0x. Tym samym odnosząc ten wskaźnik do prognozowanych wyników spółki na lata 2016-2018 otrzymany środek przedziału wyceny Cognoru to 1.48 PLN/akcję.**

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
STALPRODUKT	1,14	PLN	80,6	6,7	8,0	7,0	4,5	5,2	4,9
THYSSENKRUPP	409	PLN	2 282,3	26,6	14,1	11,6	6,5	5,5	4,9
VOESTALPINE	21,3	EUR	12 054,5	11,8	10,1	9,7	6,5	5,4	4,9
SALZGITTER	31,43	EUR	5 497,8	38,2	16,3	13,0	3,6	3,5	3,3
ARCELOR MITTAL	28,88	EUR	1 735,6	20,0	16,0	10,0	4,9	4,7	4,4
SSAB	5,374	EUR	16 475,1	36,7	20,6	17,0	9,0	7,3	6,6
VALLOUREC	24,46	SEK	22 425,0	---	---	---	---	38,7	12,9
ACERINOX	4,062	EUR	1 806,1	43,3	21,1	16,9	12,2	9,0	7,7
OUTOKUMPU	11,79	EUR	3 254,8	---	18,8	11,9	14,4	7,3	5,9
UNITED STATES STEEL	5,73	EUR	2 385,8	---	12,2	8,6	6,3	4,5	3,9
CMC	18,4	USD	3 046,8	16,1	12,5	9,8	7,5	6,6	5,4
STEEL DYNAMICS	16,36	USD	1 875,3	12,0	11,4	9,6	6,1	5,5	4,6
NOVOLIPET STEEL	24,96	USD	6 083,1	9,3	9,6	8,4	5,1	5,1	4,5
EREGLI DEMIR	13,95	USD	8 360,6	12,1	11,2	9,0	6,9	6,8	6,0
EVRAZ	4,41	TRY	15 435,0	8,3	8,3	7,0	5,5	5,3	4,7
AK STEEL	161,8	GBp	2 296,8	16,0	9,0	8,7	6,2	5,1	5,0
POSCO	226000	KRW	19 704 224	13,5	10,9	9,8	5,7	5,3	5,0
TATA STEEL	377,3	INR	366 391	16,6	9,7	8,0	8,1	6,8	6,3
HYUNDAI STEEL	50400	KRW	6 725 667	7,9	7,1	6,7	6,2	5,6	5,3
Mediana	**---**	**---**	**---**	**14,7**	**11,3**	**9,6**	**6,3**	**5,5**	**5,0**
Cognor	**1.17**	**PLN**	**155**	**21,1**	**6,3**	**4,7**	**5,9**	**4,4**	**4,0**

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 (równa waga lat)					
	4.0x	4.5x	**5.0x**	5.5x	6.0x	6.5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	0,58	1,03	**1,48**	1,94	2,39	2,84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q 2016

Cały miniony 2015 rok okazał się wyjątkowo trudny dla Cognoru. Wbrew wcześniejszym oczekiwaniom nie doszło do poprawy konkurencyjności pieców 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. 26 mln PLN.

W 1H'16 obserwowaliśmy dwa odmienne okresy dla spółki. W pierwszej części doszło do bardzo dynamicznych wzrostów cen na wyroby stalowe oraz jeszcze bardziej gwałtownych podwyżek cen złomu. Tym samym pomimo poprawy sytuacji na wyroby stalowe spółka zmagała się z coraz słabszym spreadem przerobowym (różnica pomiędzy cenami produktów spółki a ceną złomu) i najsłabszym okresem pod tym względem był przełom kwietnia i maja'16. Dopiero w drugiej części półrocza br. ceny złomu wróciły na niższe pułapy i sytuacja pod względem spreadu uległa znacznej poprawie dla hut Cognoru (pomimo korekcie cenników na wyroby stalowe po wcześniejszych silnych wzrostach z przełomu 1/2Q'16).

Pod względem wolumenów produkcji i sprzedaży okres 1H'16 był udany dla Cognoru. W samym 2Q'16 spółka zwiększyła sprzedaż kęsów do odbiorców zewnętrznych o 22%, a wyrobów przetworzonych o 39% r/r. Dynamika wzrostu przychodów była znacznie mniejsza z uwagi na niższe średnie ceny sprzedaży w porównaniu do 2Q'15. Łącznie przychody w segmencie produkcji wzrosły o 18% r/r.

Zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami, rezultaty za 2Q'16 były już pod wpływem silnie rosnących cen na wyroby stalowe. Na raportowane wyniki korzystny wpływ miała także wycena zapasów (FIFO) i według spółki efekt ten w 2Q'16 wyniósł ok +14,3 mln PLN (w 1Q'16 było to -5,4 mln PLN, w całym 2015 roku już wspominaliśmy ok -26 mln PLN). Tym samym na poziomie EBITDA spółka zaraportowała prawie 33,5 mln PLN i był to jeden z najwyższych odczytów w ostatnich latach. Jednocześnie osłabienie PLN względem EUR wpłynęło negatywnie na saldo finansowe w 2Q'16 (wycena obligacji w EUR). Dlatego na poziomie netto spółka rozpoznała stratę rzędu 0,5 mln PLN.

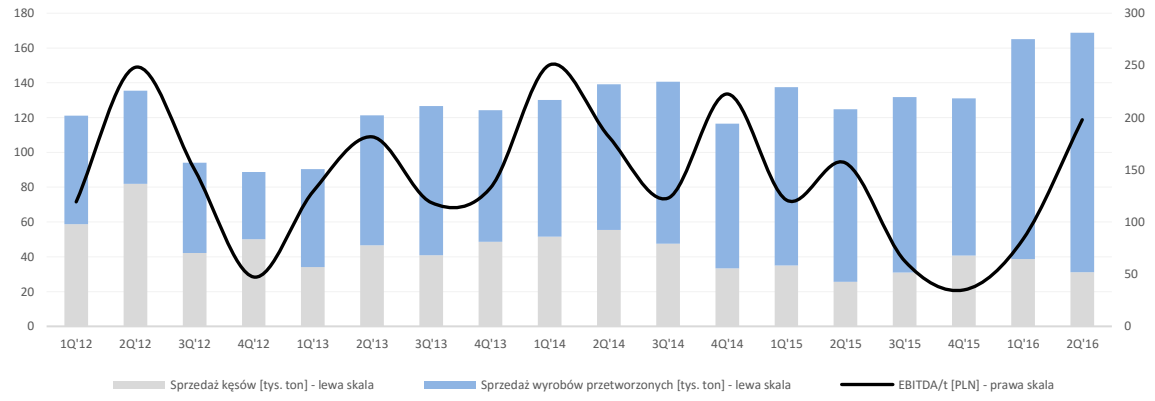
Wyniki skonsolidowane za 2Q'16

Razem konsolidacja	**2Q'15**	**2Q'16**	**zmiana r/r**	**3Q'14-2Q'15**	**3Q'15-2Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	353,1	369,5	5%	1 427,2	1 366,1	-4%
Wynik brutto na sprzedaży	30,4	45,7	50%	131,1	102,8	-22%
EBITDA	**19,5**	**33,4**	**71%**	**79,4**	**60,0**	**-24%**
EBIT	10,9	24,1	121%	43,9	23,6	-46%
Saldo finansowe	-21,2	-27,7	---	-51,1	-55,7	---
Wynik netto	-6,9	0,5	---	-0,7	-21,1	---
Wynik netto przypisany jedn. dom.	**-6,9**	**-0,5**	**---**	**-6,3**	**-21,3**	**---**
CF operacyjny**	5,0	25,3	408%	32,1	154,6	381%
Dywizja surowcowa*	**2Q'15**	**2Q'16**	**zmiana r/r**	**3Q'14-2Q'15**	**3Q'15-2Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	129,5	97,4	-25%	460,7	328,9	-29%
Wynik brutto na sprzedaży	7,4	5,7	-23%	22,8	18,4	-19%
EBIT	2,1	1,3	-35%	2,1	-1,7	---
Zakupy zewnętrzne [tys. ton]	213,7	220,4	3%	748,6	746,5	0%
Zużycie wewnątrz grupy [tys. ton]	186,8	191,3	2%	666,6	676,2	1%
Sprzedaż zewnętrzna [tys. ton]	35,8	24,0	-33%	120,9	104,7	-13%
Dywizja produkcyjna*	**2Q'15**	**2Q'16**	**zmiana r/r**	**3Q'14-2Q'15**	**3Q'15-2Q'16**	**zmiana r/r**
Przychody	294,6	348,1	18%	1 238,5	1 243,5	0%
Wynik brutto na sprzedaży	22,3	40,5	82%	130,1	87,3	-33%
EBIT	7,5	21,9	193%	64,5	53,4	-17%
Sprzedaż kęsów [tys. ton]	25,7	31,2	22%	141,6	141,6	0%
Sprzedaż produktów [tys. ton]	99,2	137,6	39%	377,9	455,2	20%

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

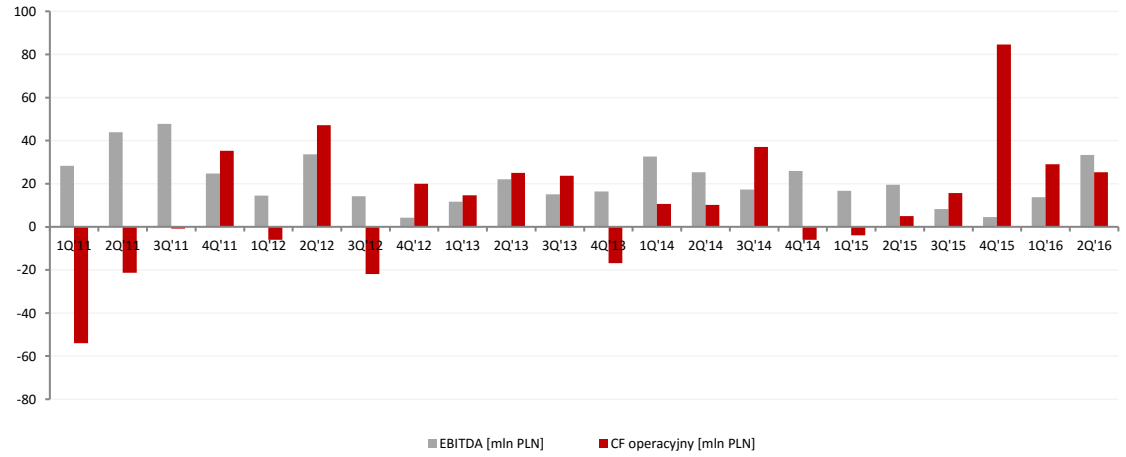
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane EBITDA w przeliczeniu na tonę sprzedaży



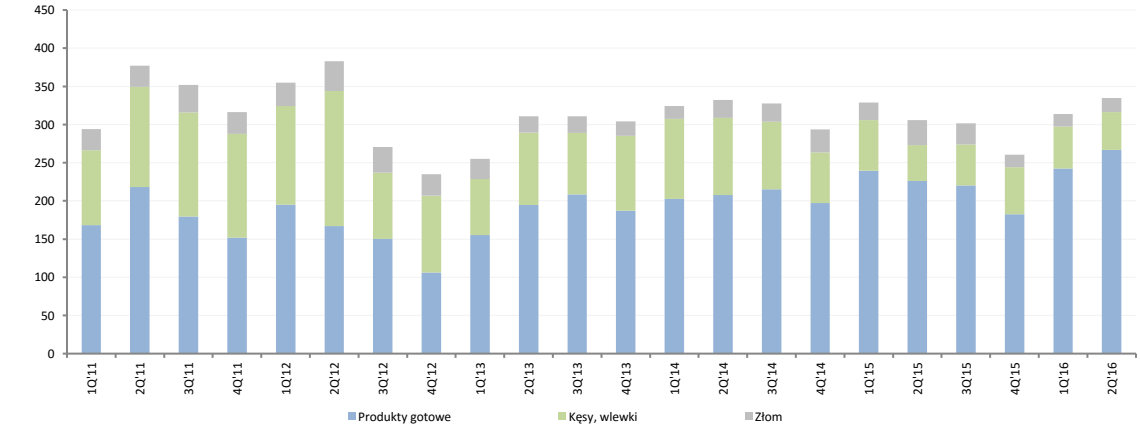
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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]



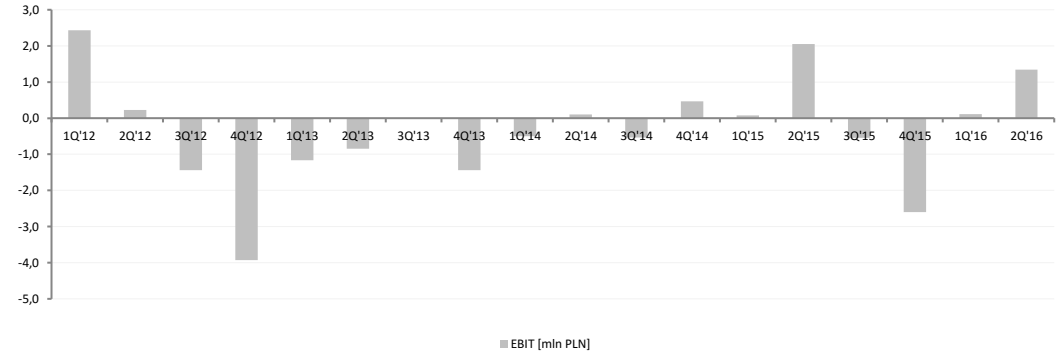
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA SUROWCOWA – WYNIKI KWARTALNE

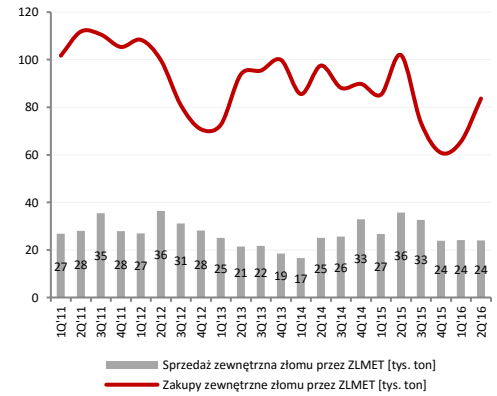
W dywizji surowcowej rok 2015 był kolejnym trudnym okresem. Niekorzystny wpływ na rentowność dywizji miały spadające ceny złomu. Ogółem w całym 2015 roku spółka pozyskała prawie 723 tys. złomu, z czego ok. 119 tys. ton zostało sprzedanych klientom zewnętrznym. W 1Q'16 średnia cena sprzedawanego złomu na zewnątrz wynosiła podobnie jak w 4Q'15 czyli ok. 692 PLN/t. W 2Q'16 nastąpił wzrost cen q/q o 83 PLN/t do poziomu 775 PLN/t (w 2Q'16 średnia cena wynosiła 913 PLN/t).

Wybrane dane operacyjne dywizji surowcowej

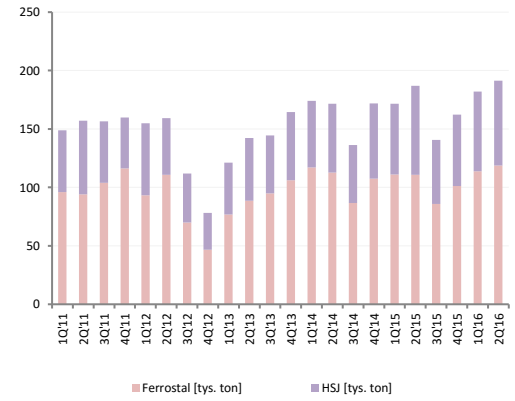
Wynik EBIT dywizji surowcowej



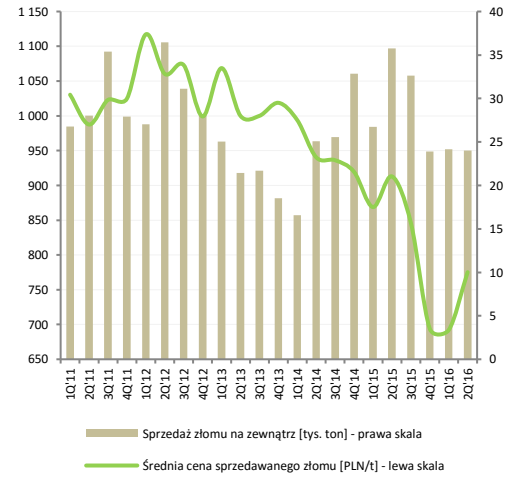
Wolumeny dywizji surowcowej



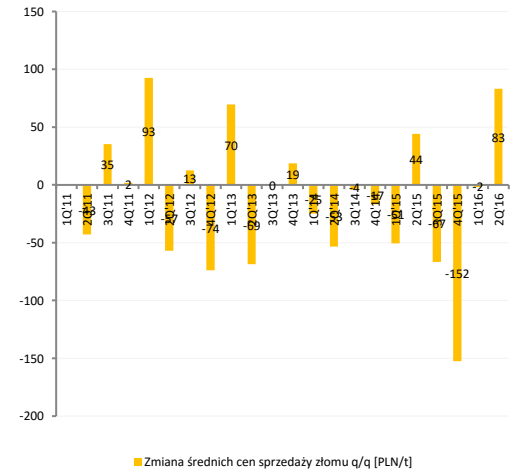
Zużycie złomu wewnątrz grupy



Sprzedaż złomu na zewnątrz grupy oraz uzyskiwane średnie ceny



Zmiana cen sprzedaży złomu na zewnątrz grupy q/q

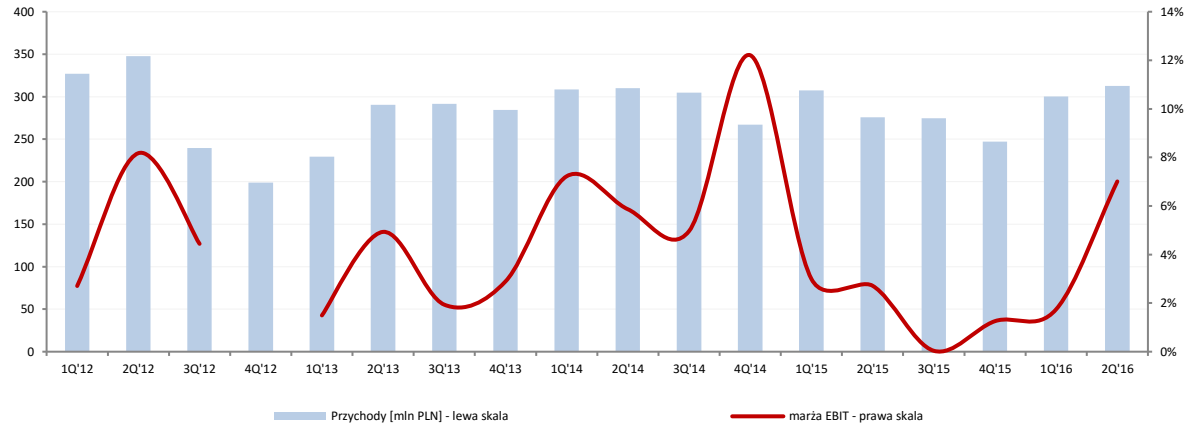


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DYWIZJA PRODUKCYJNA – WYNIKI KWARTALNE

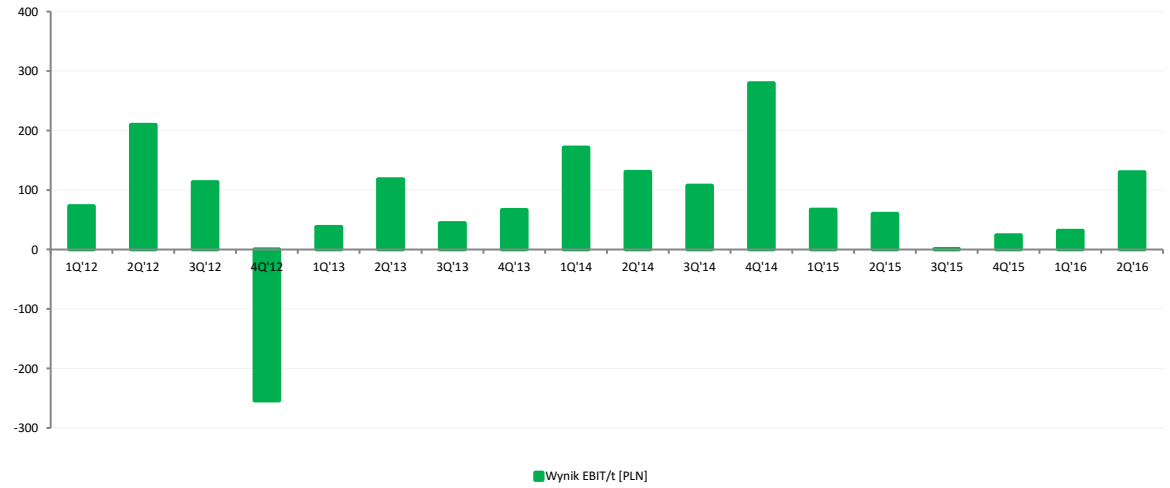
Zwracamy uwagę na bardzo dobre wolumeny jakie spółka systematycznie wykazuje. W samym 2Q'16 spółce udało się ponownie zwiększyć sprzedaż w ujęciu ilościowym zarówno kęsów jak i wyrobów gotowych. Łączny wolumen sprzedaży wyrobów gotowych wyniósł prawie 137,6 tys. ton, a kęsów 31,2 tys. ton. Średnia cena sprzedaży w 2Q'16 (łącznie na wyrobach i kęsach) była niższa o ok 16% r/r. Kolejny raz dzięki lepszym wolumenom sprzedaży spółka zdołała zneutralizować efekt spadających cen stali. Przychody spółki w dywizji produkcja wyniosły prawie 313 mln PLN i były wyższe o 13% r/r. W 2Q'16 EBIT segmentu wzrósł do 22 mln PLN (z 7,5 mln PLN w 2Q'15).

Przychody ze sprzedaży do odbiorców zewnętrznych dywizji produkcyjnej oraz marża EBIT



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

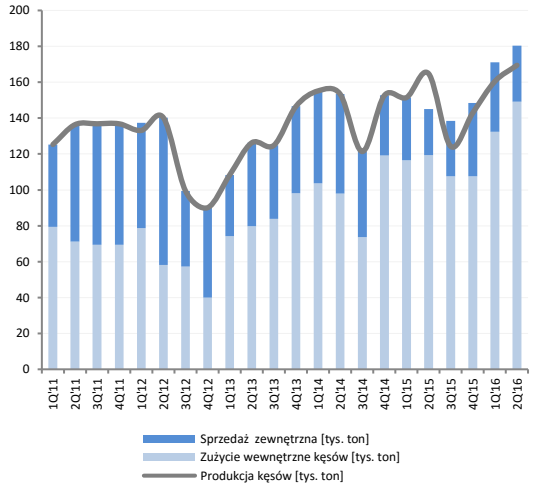
Wynik EBIT w przeliczeniu na jednostkę sprzedawanych kęsów i produktów w ramach dywizji produkcyjnej



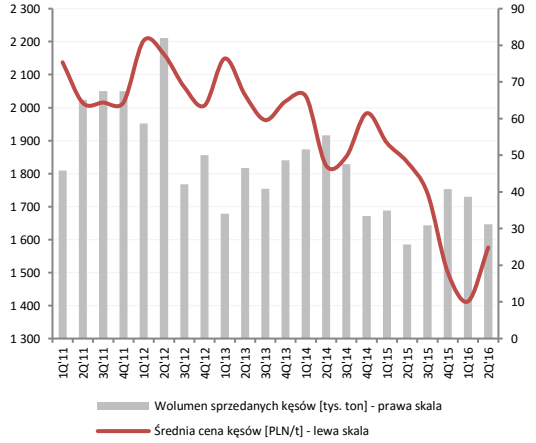
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wybrane dane operacyjne dywizji produkcyjnej

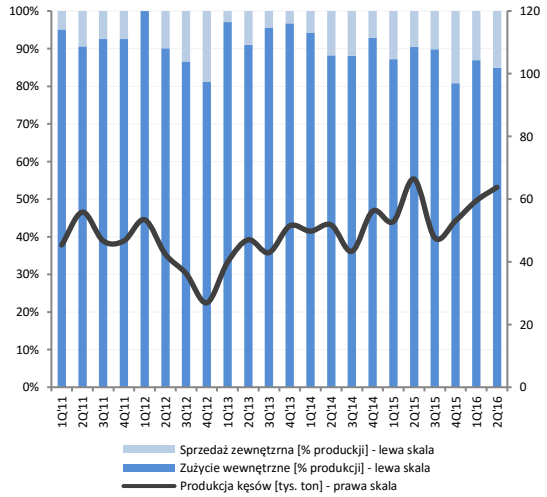
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w grupie



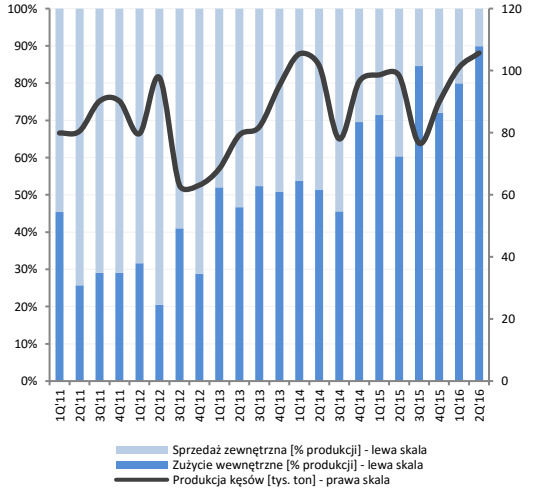
Sprzedaż wolumenowa i średnie ceny kęsów



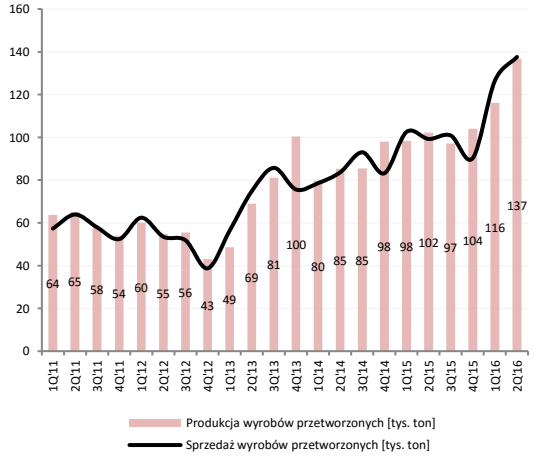
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w HSJ



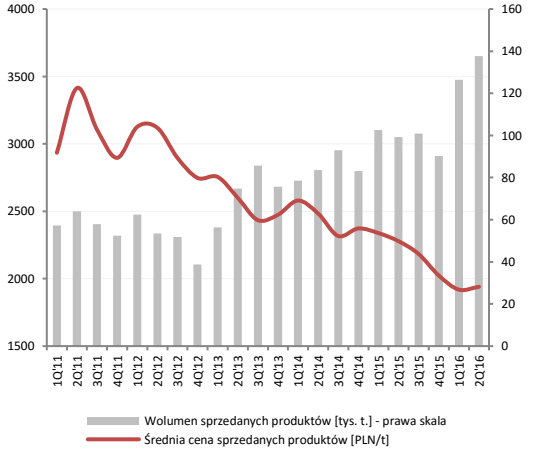
Produkcja, sprzedaż i zużycie kęsów w Ferrostalu



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 produkcyjny (różnica ceny wyrobu gotowego i złomu jako wsadem) dla hut Cognoru. Tym samym nasze historyczne projekcje na 2015 rok 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 zdolności wytwórcze z uwagi na porozumienia z USA i UE).

Oceniamy, że fundamentalne znaczenie dla spółki mają wprowadzone bariery ochronne na przywóz prętów stalowych do UE (cła ad valorem mają obowiązywać do końca lipca 2021 roku). Tym samym obecne relacje cenowe na pręty stalowe w UE sugerują powstanie istotnej premii dla hut w technologii EAF działających w tym obszarze gospodarczym. Bowiem działania Komisji Europejskiej doprowadziły do znacznego i trwałego odbudowania spreadu pomiędzy ceną prętów stalowych a ceną złomu. Na pręty sprowadzane do UE nałożono cła ochronne, a koszt wsadu do produkcji dla hut EAF działających w UE bazują na cenach światowych złomu. Tym samym huty Cognoru mają wyjątkową szansę w najbliższych latach trwale uzyskiwać istotnie wyższe marże produkcyjne. Szczegółowe relacje cenowe dla prętów i złomu oraz powstałą premię dla producentów w technologii EAF względem np. hut tureckich pokazujemy w dalszej części rozdziału.

Zwracamy też uwagę, że w uzasadnieniu dla nałożenia ceł importowych na pręty stalowe, Komisja Europejska wskazuje, 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 to -0,5% sprzedaży. Zatem efektem nałożonych ceł ma być poprawa uzyskiwanej średniej marży przez producentów w UE o ponad 5% sprzedaży (zdaniem Komisji Europejskiej przemysł unijny mógłby osiągnąć taki poziom rentowności w normalnych warunkach konkurencji, w przypadku braku dumpingu).

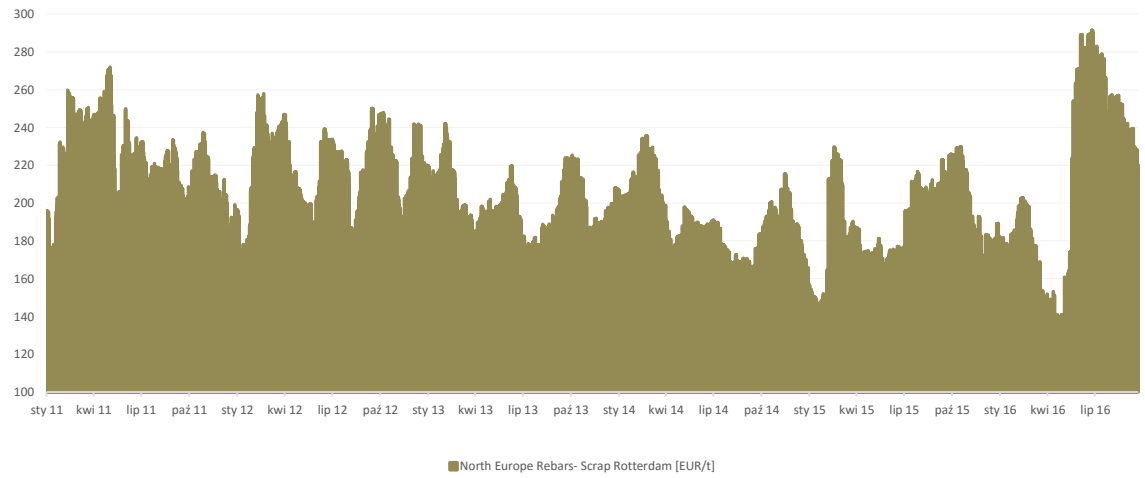
Średni poziom EBITDA Cognoru w latach 2014-2015 to ok 75 mln PLN (w 2014 roku było to 101 mln PLN, a w 2015 roku ponad 49 mln PLN; bierzemy pod uwagę średnią z tych dwóch lat z uwagi na wpływ wyceny zapasów). Przychody spółki za 2017 rok to poziom ponad 1,5 mld PLN. Wspomniany powyżej poziom 5% sprzedaży to w przypadku Cognoru kwota blisko 80 mln PLN. Zatem uproszczona symulacja poprawy marż Cognoru o 5% sugeruje, że optymalny poziom EBITDA (jako efekt wprowadzonych ceł w UE) to kwota rzędu 155 mln PLN. Zaprezentowana symualcja nie jest naszą prognozą i wskazuje jedynie na fundamentalne znaczenie podjętych działań ochronnych dla producentów prętów stalowych w obszarze UE. Aktualnie w naszym modelu nie zakładamy dojścia do takiego poziomu wyników przez Cognor.

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

Różnica cen pomiędzy prętami stalowymi a złomem w obszarze UE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wyniki zarówno za 1Q'16 i 2Q'16 były bliskie naszym oczekiwaniom. Za sam 2Q'16 zakładaliśmy EBITDA na poziomie 32,9 mln PLN, a spółka wykazała 33,4 mln PLN. Należy mieć na uwadze, że istotny wpływ na tak dobry odczyt miał efekt wyceny zapasów (+14 mln PLN w samym 2Q'16), bowiem teoretyczny spread na produkcji w tym okresie był jeszcze niski. W ujęciu narastającym krytycznym momentem dla spółki był 1Q'16. Wtedy EBITDA za ostanie cztery kwartały wynosiła zaledwie 46,2 mln PLN. Na koniec 2Q'16 EBITDA za cztery ostanie kwartały była na poziomie 60 mln PLN.

W kolejnych kwartałach br. liczymy na wysoką dynamikę wzrostu EBITDA w ujęciu r/r. Z jednej strony porównanie r/r będzie odbywało się przy bardzo niskiej bazie z 2H'15. Z drugiej strony kluczowe znaczenie dla hut Cognoru będzie miał poprawiający się spread. Na podstawie odczytów z połowy września'16 szacujemy, że teoretyczny spread pomiędzy ceną prętów a złomem w Rotterdamie wynosi ok 220 EUR/t i powinien przynajmniej utrzymać się na tym poziomie (w szczytowym momencie na przełomie maja'16 i czerwca'16 różnica wynosiła nawet 270-290 EUR/t).

Dlatego w modelu przyjmujemy, że w 3Q'16 i 4Q'16 spółka stopniowo będzie materializować fundamentalną poprawę warunków działania dla producentów prętów stalowych w obszarze UE. W całym 2016 roku EBITDA spółki powinna wynieść nieznacznie poniżej progu 100 mln PLN. Na rok 2017 i 2018 spodziewamy się odbudowy EBITDA do odpowiednio niemal 127 mln PLN i 135 mln PLN.

Założenia wyników Cognoru na kolejne okresy [mln PLN]

Grupa Cognor	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Przychody [mln PLN]	370,8	353,1	341,8	299,1	355,7	369,5	357,9	362,3	1 422,5	1 364,8	1 445,4	1 567,6	1 616,1
EBITDA [mln PLN]	**16,6**	**19,5**	**8,2**	**4,6**	**13,8**	**33,4**	**22,1**	**28,5**	**101,1**	**49,0**	**97,8**	**126,6**	**134,9**
EBIT [mln PLN]	7,7	10,9	-0,6	-4,9	4,9	24,1	12,9	19,5	66,0	13,1	61,4	89,9	98,7
Saldo finansowe [mln PLN]	5,2	-21,2	-18,5	4,1	-13,6	-27,7	-2,6	-13,1	-67,3	-30,3	-57,0	-59,4	-58,0
Wynik netto (przypisany jedn. dom.) [mln PLN]	7,3	-6,9	-14,5	-0,8	-5,5	-0,5	8,3	5,1	4,1	-14,8	7,3	24,4	32,6
	1Q'15	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
EBITDA skonsolidowana [mln PLN]	16,6	19,5	8,2	4,6	13,8	33,4	22,1	28,5	101,1	49,0	97,8	126,6	134,9
EBITDA/t [PLN]	***121,1***	***156,5***	***62,6***	***34,9***	***83,6***	***198,0***	***146,3***	***181,1***	***192,0***	***93,3***	***152,3***	***189,7***	***199,2***
marża EBITDA	*4,5%*	*5,5%*	*2,4%*	*1,5%*	*3,9%*	*9,0%*	*6,2%*	*7,9%*	*7,1%*	*3,6%*	*6,8%*	*8,1%*	*8,3%*
Segment produkcji (bez wyłączeń)	**1Q'15**	**2Q'15**	**3Q'15**	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Przychody [mln PLN]	325,1	294,6	294,9	275,2	325,2	348,1	319,8	340,9	1259,0	1189,9	1334,0	1426,8	1468,6
Średnia cena sprzedaży [PLN/t]	2 236	2 208	2 085	1 885	1 818	1 854	1 888	1 939	2 262	2 104	1 873	1 942	1 975
Sprzedaż ogółem na zewnątrz [tys.ton]	137,4	124,9	131,7	131,1	165,1	168,8	150,7	157,6	526,4	525,1	642,2	667,2	677,2
Sprzedaż półwyrobów na zewnątrz [tys. ton]	34,9	25,7	30,9	40,8	38,7	31,2	45,9	32,3	188,1	132,3	148,1	148,1	148,1
Sprzedaż produktów [tys. ton]	102,5	99,2	100,9	90,3	126,4	137,6	104,9	125,3	338,4	392,9	494,2	519,2	529,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

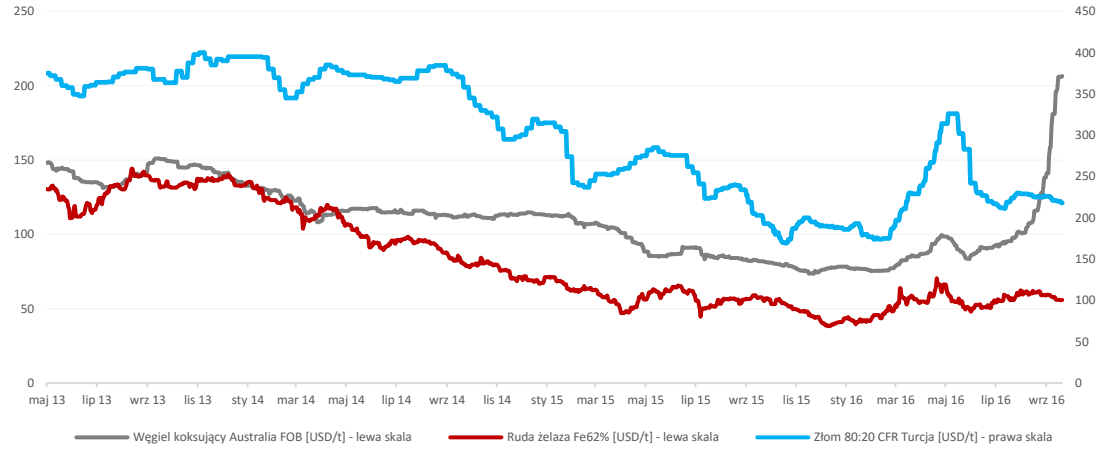
W porównaniu z poprzednim raportem nie wprowadziliśmy istotnych zmian na lata 2016-2018. Symbolicznie tylko obniżyliśmy oczekiwany poziom EBITDA na 2016 rok do niespełna 100 mln PLN. Na lata 2017-2018 podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia dotyczące odbudowy spreadów (kluczowym czynnikiem są wprowadzone bariery ochronne na pręty w obszarze UE). Dodatkowo w ostatnich tygodniach obserwujemy gwałtowne wzrosty cen spotowych węgla koksowego, co w perspektywie dwóch kwartałów może mieć istotny wpływ na relację kosztów produkcji w technologii BOF i EAF (na korzyść hut Cognoru) i tylko wzmocniłoby proces odbudowy marż przez spółkę w 2017 roku.

Zmiana założeń dla Cognoru w porównaniu z raportem z 21.07.2016 r.

	2016P poprzednio	**2016P obecnie**	**zmiana**	**2017P poprzednio**	**2017P obecnie**	**zmiana**	**2018P poprzednio**	**2018P obecnie**	**zmiana**
Przychodowy	1 441	1 445	0%	1 539	1 568	2%	1 588	1 616	2%
EBITDA	**100,4**	**97,8**	**-3%**	**126,1**	**126,6**	**0%**	**134,7**	**134,9**	**0%**
EBIT	65,2	61,4	-6%	90,8	89,9	-1%	99,1	98,7	0%
Wynik netto	8,3	7,3	-12%	23,3	24,4	5%	31,2	32,6	5%

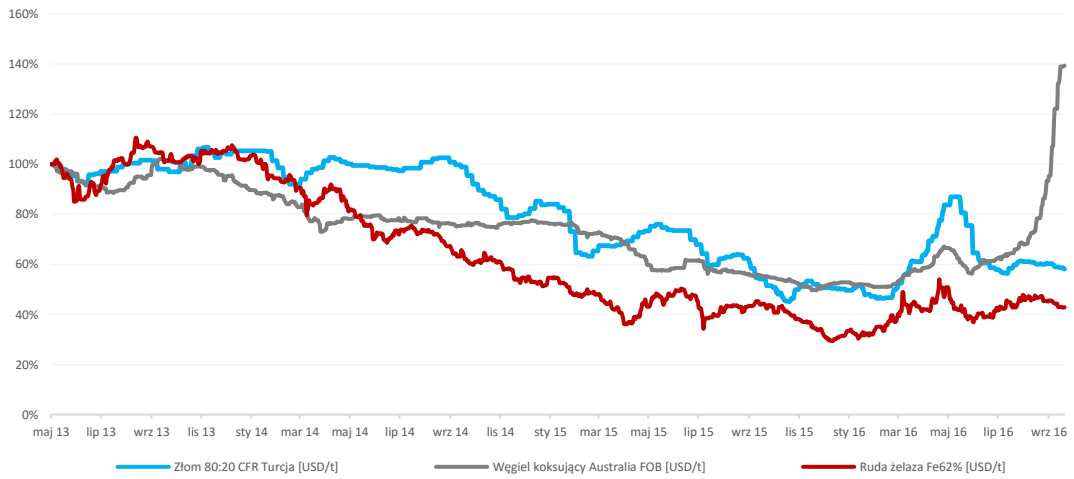
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ceny złomu na tle cen rudy żelaza oraz węgla koksującego



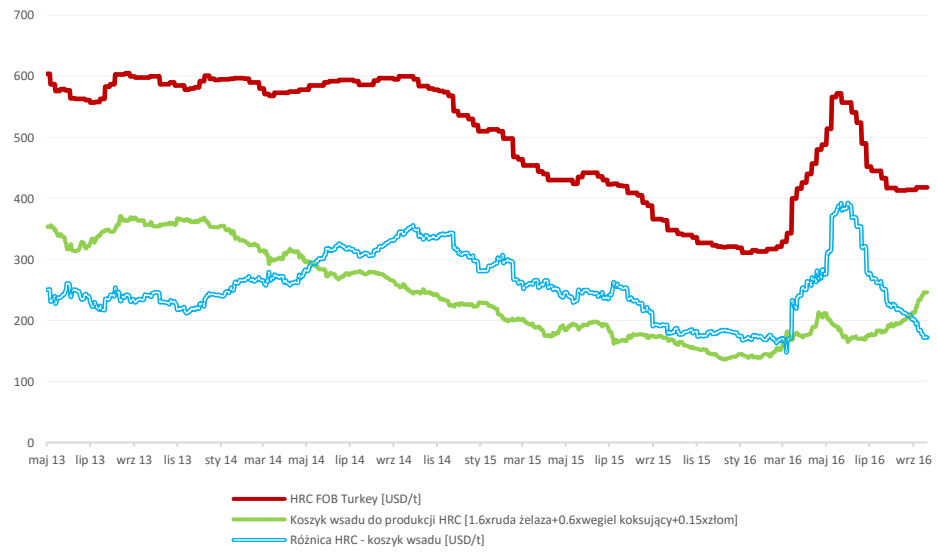
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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]



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

W 2016 roku teoretyczny spread pomiędzy ceną HRC a kosztem wsadu do wielkiego pieca (ceny spotowe: ruda, węgiel koksowy) ulegał systematycznej poprawie do przełomu maja'16. Był to efekt gwałtownego wzrostu cen w UE za sprawą postępowań Komisji Europejskiej.

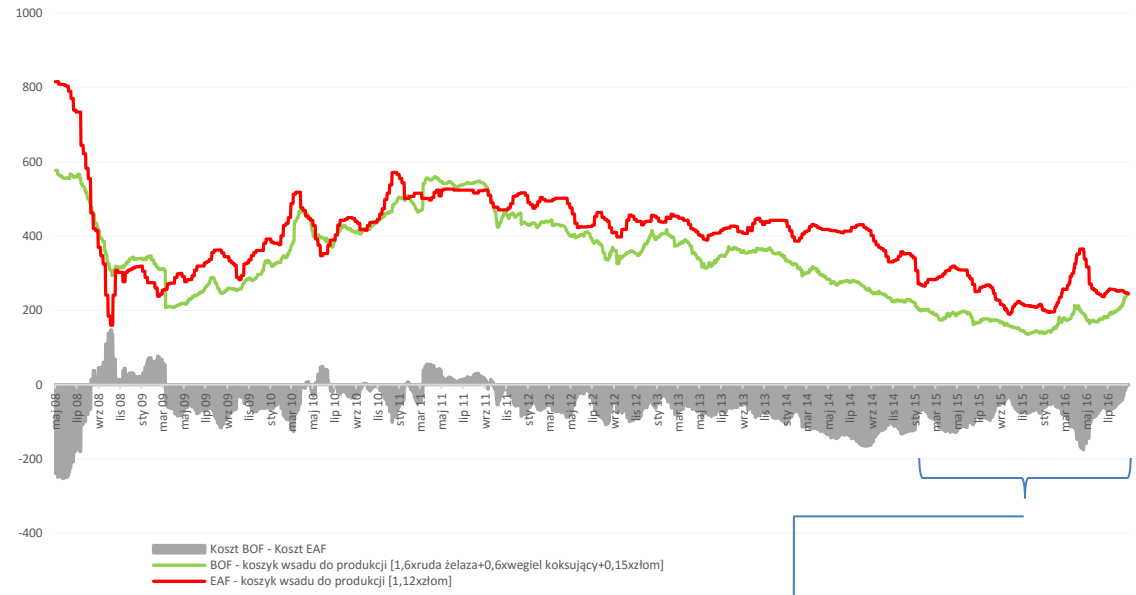
Od czerwca'16 nastąpił gwałtowny wzrost cen węgla koksowego, co sprowadziło teoretyczny spread dla technologii BOF do minimów z przełomu 2015/2016 roku.

Zatem utrzymanie obecnych cen spotowych na węgiel koksowy (przy utrzymaniu pozostałych relacji niezmienionych) w perspektywie dwóch kwartałów może negatywnie oddziaływać na marże producentów stali w technologii BOF.

W 2016 roku obserwujemy duże wahania kosztów produkcji stali w technologii BOF i EAF:

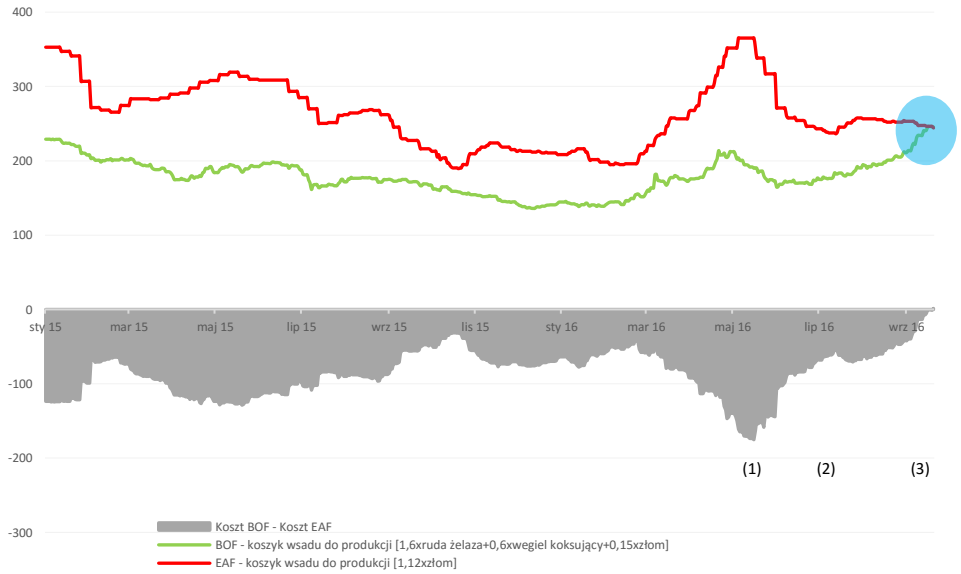
1) Na przełomie kwietnia'16 i maja'16 w cenach spotowych ukształtowała się najgorsza relacja dla producentów w technologii EAF (punkt 1 na wykresie poniżej).
2) Później, w kolejnych tygodniach, teoretyczny wartość koszyka wsadu do produkcji stali dla EAF uległa znacznemu obniżeniu w związku ze spadkiem cen złomu i relacja kosztów produkcji pomiędzy technologiami dość szybko wróciła do średnich odczytów z 2015 roku (punkt 2 na wykresie poniżej).
3) Od lipca'16 obserwujemy bardzo silne zwyżki cen węgla koksowego (w cenach spotowych nawet do ok 200 USD/t), co w istotny sposób wpływa na teoretyczny koszt wsadu dla technologii BOF. Tym samym przy płaskich cenach złomu doszło do sytuacji, że technologia EAF po raz pierwszy licząc od odczytów z 2011 roku posiada teoretyczny jednostkowy koszt wsadu na takim poziomie jak technologia BOF (punkt 3 na wykresie poniżej). Bieżące relacje cenowe są zatem bardzo sprzyjające dla hut Cognoru.

Porównanie kosztów produkcji w technologii BOF i EAF [USD/t] - od 2008 roku



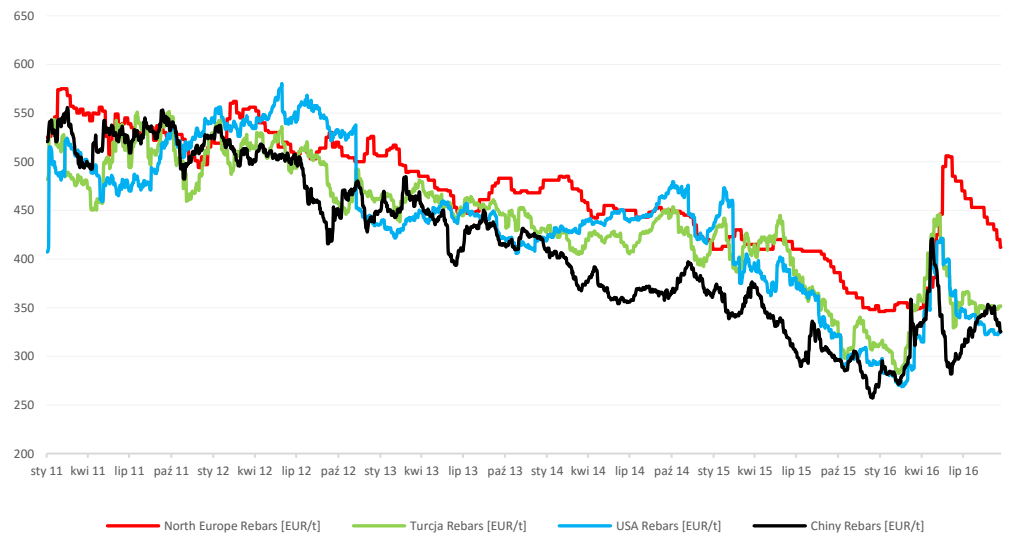
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Porównanie kosztów produkcji w technologii BOF i EAF [USD/t] - od 2015 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Ceny prętów ze stali na poszczególnych rynkach [EUR/t]

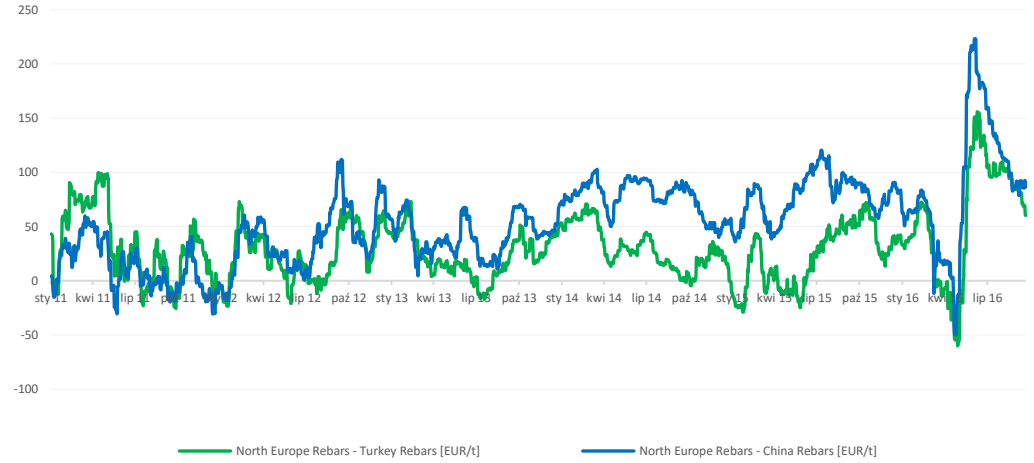


Na przełomie 1/2Q'16 doszło do silnych zwyżek cen na pręty stalowe w UE.

Indeks North Europe Rebars wzrósł z ok 350 EUR/t do nawet 500 EUR/t w szczytowym momencie w maju'16. Po korekcie cen, obecne odczyty wskazują na ceny w okolicy 412 EUR/t.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

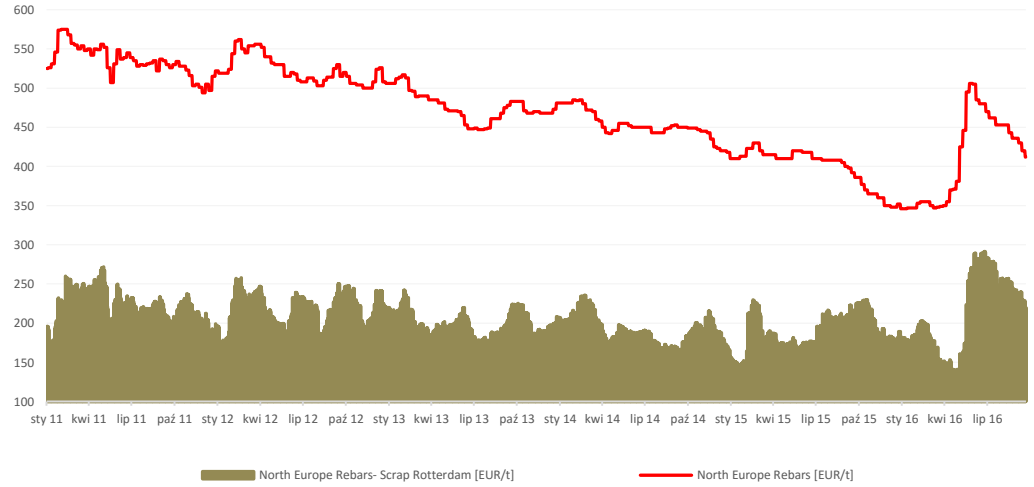
Premia cenowa na pręty stalowe według odczytów dla North Europe na tle danych z Turcji i Chin [EUR/t]



Wzrosty cen w UE na pręty jest wynikiem m.in. barier ochronnych wprowadzonych przez Komisję Europejską. Tym samym znacząco wzrosła różnica cen prętów na rynku UE a ceną na rynkach zagranicznych. Obecne odczyty wskazują, że indeks Nort Europe jest o ok 70 EUR/t powyżej odczytów dla rynku tureckiego oraz o ok 85 EUR powyżej odczytu dla Chin (Szanghaj).

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

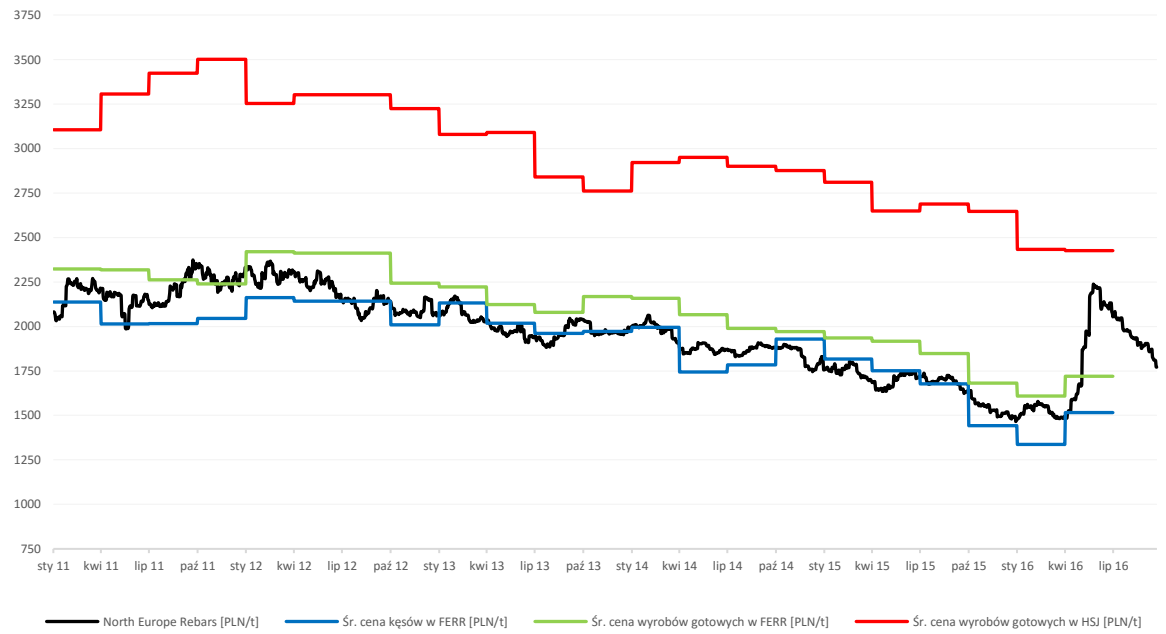
Ceny prętów według odczytów dla North Europe na tle spreadu pomiędzy ceną prętów i złomem [EUR/t]



W 2Q'16 nastąpił wzrost spreadu pomiędzy ceną prętów według indeksu North Europe a ceną złomu według odczytów z portów w Rotterdamie. Według odczytów z połowy września'16 jest to poziom ok 220 EUR/t. Średni spread w 1Q'16 wynosił niespełna 180 EUR/t, w 2Q'16 wzrósł do ponad 208 EUR/t, a w 3Q'16 może wynieść ponad 245 EUR/t (ostatnie odczyty to 220 EUR/t]. W całym 2015 roku średni spread wynosił 190 EUR/t.

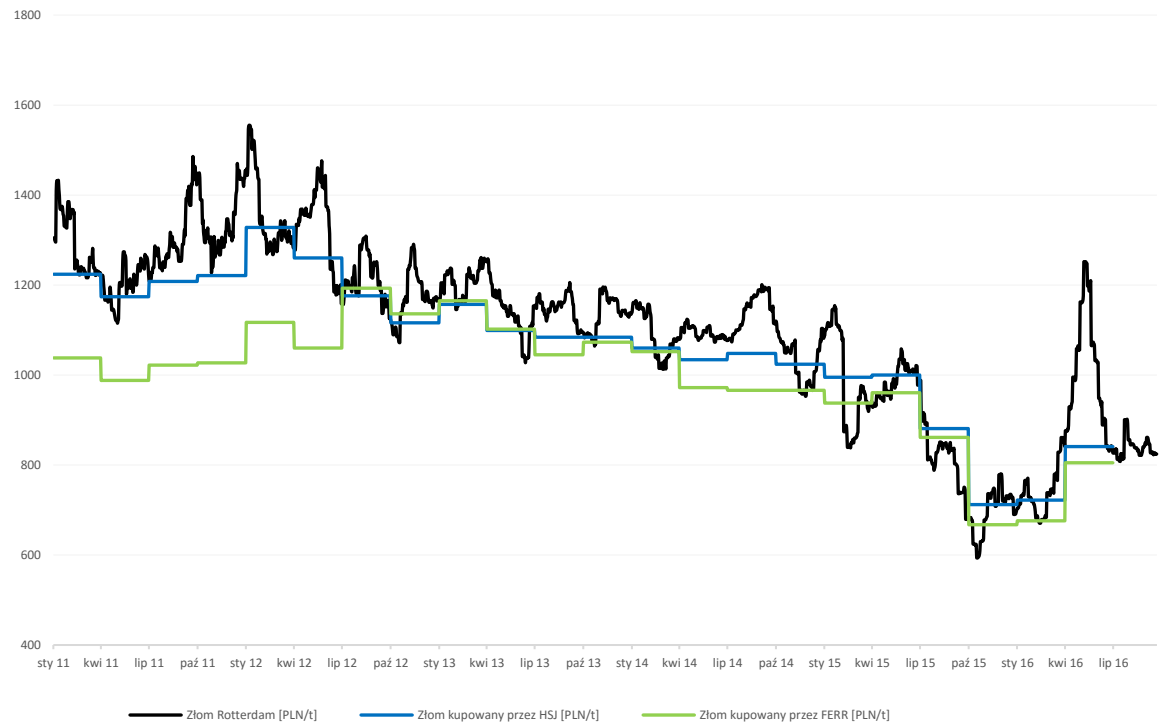
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

Ceny złomu z portu w Rotterdamie na tle średnich cen zakupów złomu przez huty Cognoru [PLN/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

AKCJONARIAT

Kapitał akcyjny spółki składał się z 69,851 mln akcji. Dodatkowo Cognor wyemitował warranty serii B. Posiadacz 1 warrantu serii B ma prawo nabyć 1 akcję Cognoru po cenie 2.35 PLN (część warrantów została już zamieniona na akcje). Dlatego przyjmujemy do obliczeń docelową maksymalną liczbę akcji (po wymianie warrantów) na poziomie 132.5 mln szt.

Struktura akcjonariatu Cognoru (przed rozpoczęciem konwersji warrantów)

	akcje	% kapitału	warranty serii B i C
PS Holdco sp. z o.o.	43 691 307	66%	200
CIF	0	0%	60 860 000
Inni	22 530 941	34%	5 360 000
Razem	66 222 248	100%	66 220 200

Docelowa liczba akcji **132 442 448**

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

Główny akcjonariusz, PS Holdco, ogłosił 26.04.2016 roku wezwanie na wszystkie dopuszczone do obrotu 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. W komunikacie, zaznaczono, że wzywający zamierza rozwijać dotychczasową działalność spółki ….. i 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% nominału. Z kolei w lipcu'16 (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.

Struktura akcjonariatu Cognoru (na dzień 29.08.2016)

	akcje	% kapitału
PS Holdco Sp. z o.o.	46 214 258	65,3%
Przemysław Sztuczkowski	635 580	0,9%
Inni	23 870 105	33,8%
Razem	70 719 943	100%

** w lipcu'16 Przemysław Sztuczkowski zakupił dodatkowo obligacje wymienne na akcje o wartości nominalnej 2,16 mln EUR, co w przyszłości w wyniku konwersji pozwoli wyemitować 3,95 mln szt. akcji Cognor.*

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

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	1 445	1 568	1 616	1 631	1 646	1 661	1 676	1 691	1 707
Koszty	1 304	1 191	1 276	1 269	1 300	1 386	1 423	1 437	1 451	1 465	1 479	1 493	1 508
Wynik brutto ze sprzedaży	96	103	147	96	145	182	193	194	195	196	197	198	199
EBITDA	**66**	**65**	**101**	**49**	**98**	**127**	**135**	**135**	**136**	**136**	**137**	**139**	**140**
EBIT	25	28	66	13	61	90	99	99	99	99	99	99	99
Saldo finansowe	-26	-76	-67	-30	-57	-59	-58	-56	-54	-52	-49	-45	-40
Wynik brutto	-1	-45	4	-17	5	31	41	43	45	47	50	54	59
Podatek	-1	3	-6	-3	-3	6	8	8	9	9	10	10	11
Wynik netto	0	-48	10	-14	8	25	33	35	36	38	41	44	48
akcjonariuszy jedn. dominującej	0	-49	4	-15	7	24	33	34	36	38	40	44	48

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aktywa trwałe	**472**	**451**	**423**	**408**	**416**	**412**	**412**	**415**	**420**	**428**	**436**	**443**	**450**
RZAT+WNiP	333	305	301	289	293	290	290	293	297	306	314	321	328
Udziały w jedn stow	0	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Pozostałe inwestycje	7	6	14	14	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Inne aktywa trwałe	132	134	105	103	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Aktywa obrotowe	**430**	**436**	**511**	**432**	**425**	**459**	**483**	**502**	**521**	**532**	**537**	**540**	**549**
Zapasy	179	235	283	263	253	274	283	285	288	291	293	296	299
Należności handlowe	182	187	187	127	149	161	166	168	169	171	172	174	175
Inne aktywa obrotowe	5	5	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	64	9	36	37	19	19	30	44	59	66	67	66	70
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	12	15	7	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa razem	**915**	**910**	**941**	**846**	**847**	**877**	**901**	**923**	**946**	**966**	**979**	**990**	**1 005**
Kapitał własny	**177**	**129**	**187**	**169**	**174**	**198**	**231**	**266**	**302**	**341**	**381**	**425**	**473**
Kapitał własny jedn dominującej	164	115	166	147	154	178	211	246	282	321	361	405	453
Udziały mniejszości	13	14	21	22	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Zobowiązania dł term	**500**	**26**	**464**	**439**	**432**	**422**	**407**	**392**	**377**	**357**	**327**	**292**	**257**
Zobow dł %	487	7	409	386	386	376	361	346	331	311	281	246	211
Pozostałe zobowiązania	13	19	55	53	47	47	47	47	47	47	47	47	47
Zobowiązania kr term	**237**	**756**	**289**	**238**	**241**	**257**	**263**	**265**	**267**	**268**	**270**	**272**	**274**
Kredyty w rach bieżącym	15	0	7	16	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Zob kr %	75	563	87	49	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	185	200	207	208	210	212	214	216	218
Pozostałe zobowiązania	4	4	11	9	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Zobowiązania razem	**738**	**781**	**753**	**678**	**673**	**679**	**670**	**657**	**644**	**626**	**598**	**565**	**532**
Pasywa razem	**915**	**910**	**941**	**846**	**847**	**877**	**901**	**923**	**946**	**966**	**979**	**990**	**1 005**

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	96,3	102,5	119,9	124,7	124,7	125,0	125,6	125,9	126,0
CF inwestycyjny	23,2	-1,7	0,6	-3,1	-27,0	-32,9	-36,4	-39,1	-41,1	-45,7	-46,1	-46,5	-46,9
CF finansowy	-35,8	-78,6	-38,5	-105,7	-79,4	-69,4	-73,0	-71,0	-68,9	-71,9	-79,1	-80,0	-75,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-33,9	13,9	-7,6	-10,1	0,1	10,5	14,6	14,7	7,5	0,4	-0,6	3,8
Środki pieniężne eop	**48,7**	**14,8**	**28,7**	**21,1**	**10,9**	**11,1**	**21,6**	**36,2**	**50,9**	**58,3**	**58,7**	**58,1**	**61,9**

MNOŻNIKI RYNKOWE
(LICZBA AKCJI PO ZAMIANIE WSZYSTKICH WARRANTÓW)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cena [PLN]	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
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]	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0	155,0
BVPS	1,34	0,98	1,41	1,27	1,31	1,50	1,75	2,01	2,28	2,57	2,88	3,21	3,57
EPS	0,00	-0,37	0,03	-0,11	0,06	0,18	0,25	0,26	0,27	0,29	0,30	0,33	0,36
CEPS	0,31	-0,09	0,30	0,16	0,33	0,46	0,52	0,53	0,55	0,57	0,59	0,63	0,66
P/E	---	---	38,0x	---	21,1x	6,3x	4,7x	4,5x	4,3x	4,1x	3,9x	3,6x	3,3x
EV/EBITDA	**10,1x**	**11,0x**	**6,2x**	**11,6x**	**5,9x**	**4,4x**	**4,0x**	**3,8x**	**3,5x**	**3,3x**	**3,1x**	**2,8x**	**2,5x**
EV/EBIT	26,9x	25,4x	9,4x	43,3x	9,3x	6,3x	5,4x	5,1x	4,8x	4,5x	4,2x	3,9x	3,5x
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]	668,7	715,3	622,6	569,2	572,6	562,4	536,9	507,3	477,6	450,2	419,8	385,5	346,7
Dług netto [mln PLN]	513,7	560,4	467,6	414,2	417,6	407,5	382,0	352,4	322,7	295,2	264,8	230,5	191,7
Dług % [mln PLN]	577,8	569,6	503,3	451,2	436,6	426,6	411,6	396,6	381,6	361,6	331,6	296,6	261,6
dług netto / EBITDA	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,3x	3,2x	2,8x	2,6x	2,4x	2,2x	1,9x	1,7x	1,4x

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

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

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

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@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	**1,76**	**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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'16:

Kupuj	6	40%
Akumuluj	5	33%
Trzymaj	1	7%
Redukuj	3	20%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek 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 26.07.2016 roku, 09:07 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.07.2016 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 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 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 niemniejszym 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 26.09.2016 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 subemisje 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, 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 świadomym, 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.