



Dom Maklerski BDM S.A.

## COGNOR

### RAPORT ANALITYCZNY

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 2,23 PLN

10 MAJ 2018, 08:59 CEST

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji Kupuj walory spółki zaoferowały ponad 27% wzrost wartości inwestycji (uwzględniając wypłatą dywidendę). Z bieżącej perspektywy wyceniamy walory spółki na 2,23 PLN/akcję (poprzednio na 2,1 PLN/akcję z dywidendą) i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'18 na poziomie 4,3x. Wciąż, oceniamy, że Cognor może być jedną z ciekawszych propozycji inwestycyjnych w 2018 roku w gronie podmiotów notowanych na GPW z ekspozycją na przemysł ciężki.

Opublikowane wyniki za 1Q'18 okazały się znacznie lepsze niż nasze wcześniejsze prognozy. Spółka zaskoczyła pozytywnie poziomem zrealizowanych marż produkcyjnych. Nasze wcześniejsze szacunki zostały też przebite na wolumenach. Tym samym EBITDA w 1Q'18 wyniosła aż 57,8 mln PLN (+36% r/r oraz +51% q/q). Szacunkowy efekt FIFO w 1Q'18 wyniósł +5,6 mln PLN, przypominamy, że w 1Q'17 mogło to być +14,7 mln PLN. Wydaje nam się, że wcześniejsze przyjęte podejście akcentujące presję na koszty produkcji było zbyt zachowawcze. W bieżącym raporcie analitycznym podnosimy prognozę EBITDA na 2018 rok do niemal 149 mln PLN.

Na 2019 rok uwzględniamy spadek wyniku EBITDA do ok 136,5 mln PLN. Mamy na uwadze, że koniunktura dla Cognoru jest wyjątkowo dobra i jeśli utrzymają się relacje cenowe z 2018 roku oraz spółka zdoła poprawić wolumeny sprzedaży to nasze podejście może okazać się zachowawcze. W latach 2020-2021 średnioroczna EBITDA w modelu jest względnie płaska i znajduje się poniżej 140 mln PLN. W modelu nie uwzględniamy jednak potencjalnego scenariusza zwiększenia mocy produkcyjnych w obecnych aktywach produkcyjnych grupy (a ujęcie nowych wolumenów może mieć odczuwalny skutek na przyszłą budowę wartości dla akcjonariuszy z uwagi a efekt dźwigni).

Czekamy na zakończenie procesu zmiany struktury zadłużenia. Liczymy, że mocne odczyty wynikowe jakie spółka pokazuje od kilku kwartałów znacząco zwiększają prawdopodobieństwo udanego sfinalizowania tego projektu (choć z nowym składem konsorcjum banków; spółka w dniu 07 maja br. opublikowała raport bieżący o zawarciu umowy syndykacji z mBank). W obecnym modelu jeszcze nie uwzględniamy pełnych efektów/materializacji prawdopodobnego obniżenia przyszłych kosztów obsługi długu.

Z uwagą będziemy również obserwowali dalsze kroki podejmowane w celu ochrony producentów stali w UE czy w USA. Jesteśmy jednak przywiązani do założenia, że KE będzie nadal wspierała odbudowane marże producentów stali funkcjonujących w obszarze UE.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	1 352	1 789	2 070	2 124	2 180	2 211
EBITDA [mln PLN]	94,8	140,5	148,9	136,5	138,6	139,5
EBIT [mln PLN]	56,5	99,2	106,4	94,5	97,4	98,7
Wynik netto [mln PLN]	1,5	47,6	38,0	34,5	38,2	40,8
P/BV	1,6x	1,3x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
P/E	166,1x	6,8x	8,5x	9,3x	8,4x	7,9x
EV/EBITDA	7,3x	4,6x	4,3x	4,5x	4,2x	4,0x
EV/EBIT	12,2x	6,5x	6,0x	6,5x	6,0x	5,6x

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

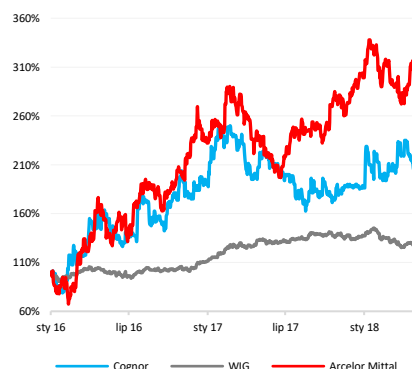
Wycena końcowa [PLN]	2,23
Potencjał do wzrostu / spadku	+22%
Cena rynkowa [PLN]	1,84
Kapitalizacja po rozwodnieniu [mln PLN]	322
Ilość akcji po rozwodnieniu [mln szt.]	174,97
Kurs maksymalny za 6 mc [PLN]	1,95
Kurs minimalny za 6 mc [PLN]	1,40
Stopa zwrotu za 3 mc	+22%
Stopa zwrotu za 6 mc	+30%
Stopa zwrotu za 12 mc	+43%
Stopa zwrotu YTD	+9%
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.



## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2018.....	8
ZAŁOŻENIA NA KOLEJNE OKRESY .....	10
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	15

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Od czasu naszej ostatniej rekomendacji Kupuj walory spółki zaoferowały ponad 27% wzrost wartości inwestycji (uwzględniając wypłatą dywidendę). Z bieżącej perspektywy wyceniamy walory spółki na 2,23 PLN/akcję (poprzednio na 2,1 PLN/akcję z dywidendą) i utrzymujemy zalecenie Kupuj. Spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA'18 na poziomie 4,3x. Wciąż, oceniamy, że Cognor może być jedną z ciekawszych propozycji inwestycyjnych w 2018 roku w gronie podmiotów notowanych na GPW z ekspozycją na przemysł ciężki.

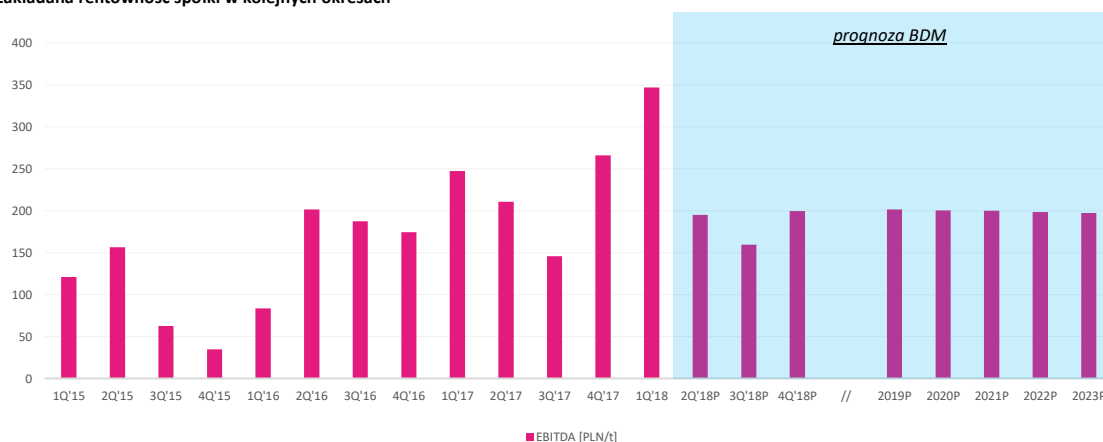
Opublikowane wyniki za 1Q'18 okazały się znacznie lepsze niż nasze wcześniejsze prognozy. Spółka zaskoczyła pozytywnie poziomem zrealizowanych marż produkcyjnych. Nasze wcześniejsze szacunki zostały też przebite na wolumenach. Tym samym EBITDA w 1Q'18 wyniosła aż 57,8 mln PLN (+36% r/r oraz +51% q/q). Szacunkowy efekt FIFO w 1Q'18 wyniósł +5,6 mln PLN, przypominamy, że w 1Q'17 mogło to być +14,7 mln PLN. Wydaje nam się, że wcześniejsze podejście akcentujące presję na marże w postaci wyższych kosztów produkcji było zbyt zachowawcze. W bieżącym raporcie analitycznym podnosimy prognozę EBITDA na 2018 rok do niemal 149 mln PLN.

### Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena DCF	364,3	2,08
B	Wycena porównawcza	414,7	2,37
<b>C=A*50%+B*50%</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>389,5</b>	<b>2,23</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zakładana rentowność spółki w kolejnych okresach



Źródło: Dom Maklerski BDM

## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

### Działania ochronne poszczególne obszary geograficzne przed zagraniczną konkurencją

W ostatnich latach obserwujemy jak poszczególne obszary gospodarcze wprowadzają mechanizmy mające chronić rodzimych producentów stali. Takie działania dostrzegamy w UE, USA czy w Azji. Należy mieć świadomość, że kluczowe znaczenie dla poprawy marż europejskiego przemysłu hutniczego miały właśnie wprowadzone bariery ochronne przez KE. Obecnie widzimy, że podejmowane są nowe ruchy protekcyjnych w USA. Kraje UE zostały do czerwca'18 zwolnione z zaproponowanych stawek celnych na wyroby ze stali. Liczymy, że przyszły rozwój wydarzeń nie zmieni istotnie marż europejskich producentów stali. Niemniej należy mieć na uwadze, że objęcie cłami przez USA prętów pochodzenia tureckiego może mieć w średnim terminie wpływ na rynek europejski.

### 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 marże 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.

W obecnej aktualizacji wciąż nie uwzględniamy pełnych efektów obniżenia kosztów obecnych drogiej obligacji. Choć jednocześnie liczymy na materializację scenariusza, że Cognor osiągnie porozumienie z nowym konsorcjum banków (spółka w dniu 07 maja br. opublikowała raport bieżący o zawarciu umowy syndykacji z mBank). Naszym zdaniem nowa struktura finansowania będzie miała fundamentalne znaczenie dla przyszłości grupy i prawdopodobnie wpłynie na przyszłą budowę wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. Na koniec 1Q'18 dług netto spółki wynosił ok 317,3 mln PLN (z wysokim stanem gotówki wynoszącym ponad 96 mln PLN). Oczekiwany przez nas wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2018 roku może wynosić ok 2,1x.

### Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q'18
Dług netto z bilansu [mln PLN]*	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	325,1	317,3
Dług netto / EBITDA (x)	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,3x	2,0x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	216	207	224
Zapasy	179	235	283	263	298	277	323
Należności	182	187	187	127	137	172	191
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	242	290

W powyższych obliczeniach nie uwzględniamy faktoringu. Szacujemy, że na koniec 1Q'18 roku saldo faktoringu mogło być bliskie 150 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 ze stycznia'18 podnieśliśmy nasze założenia na 2018 rok. Wpływ na to mają lepsze niż oczekiwaliśmy wyniki produkcyjne oraz marże jakie spółka wykazała w 1Q'18. Spodziewamy się, że również kolejne kwartały br. będą sprzyjały wynikom grupy.
- Na kolejne lata nie wprowadziliśmy istotnych korekt dla EBITDA. Na ujęcie dalszych zmian czekamy do momentu zakończenia procesu zmiany struktury zadłużenia. Należy mieć świadomość, że spółka jest w stanie zwiększyć moce posiadanych obecnie aktywów produkcyjnych (z odczuwalnym efektem dźwigni), co z kolei może mieć wpływ na przyszłą wartość grupy.
- Dług netto uwzględnia prognozowany stan bilansowy na koniec 2017 roku.
- W modelu uwzględniamy też szacowaną płatność z tytułu odsetek od kwoty, 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 dezinwestycji posiadanych aktywów.

### Ponadto zakładamy:

- W okresie rezidualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.07.2018 roku.

**Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 364,3 mln PLN, czyli 2,08 PLN/akcję.**

#### Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 070	2 124	2 180	2 211	2 242	2 274	2 306	2 338	2 370	2 403
EBIT [mln PLN]	106,4	94,5	97,4	98,7	99,6	99,9	100,1	100,4	100,6	100,8
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	20,2	18,0	18,5	18,7	18,9	19,0	19,0	19,1	19,1	19,2
NOPLAT [mln PLN]	86,2	76,6	78,9	79,9	80,7	80,9	81,1	81,3	81,5	81,7
Amortyzacja [mln PLN]	42,5	42,0	41,3	40,8	40,0	39,9	39,8	39,9	40,1	40,3
CAPEX [mln PLN]	-31,9	-37,2	-38,1	-38,7	-39,2	-39,8	-40,3	-40,9	-41,5	-42,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-22,9	-6,0	-6,2	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	73,8	75,4	75,8	78,6	77,9	77,5	77,1	76,7	76,4	76,2
DFCF [mln PLN]	71,7	67,0	61,6	58,3	52,7	47,7	43,1	38,9	35,1	31,6
Suma DFCF [mln PLN]	507,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	896,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	371,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	879,2									
Dług netto 2017 eop [mln PLN]	325,1									
Wyplacona dywidenda w 2018 roku [mln PLN]	11,8									
Faktoring (szacunek BDM) [mln PLN]	150,0									
Przyszła płatność dla głównego akcjonariusza [mln PLN]	28,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>364,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	175,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>2,08</b>									

Przychody zmiana r/r	15,7%	2,6%	2,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Marża EBITDA	7,2%	6,4%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%
Marża EBIT	5,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%
Marża NOPLAT	4,2%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Przychody	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	75,1%	88,6%	92,4%	94,8%	98,2%	99,8%	101,3%	102,5%	103,6%	104,5%

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	59,3%	61,5%	63,9%	66,4%	69,5%	72,6%	75,8%	78,9%	81,9%	84,9%
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	40,7%	38,5%	36,1%	33,6%	30,5%	27,4%	24,2%	21,1%	18,1%	15,1%
WACC	9,1%	9,3%	9,4%	9,5%	9,7%	9,9%	10,1%	10,3%	10,4%	10,6%

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	2,79	3,11	3,52	4,05	4,39	4,78	5,24	5,81	6,51
	0,90	2,56	2,85	3,21	3,67	3,96	4,29	4,67	5,14	5,71
	1,00	2,36	2,61	2,93	3,33	3,58	3,86	4,19	4,58	5,04
	1,10	2,16	2,39	2,68	3,03	3,24	3,48	3,76	4,09	4,48
	1,25	1,90	2,10	2,34	2,63	2,80	3,00	3,23	3,48	3,79
	1,50	1,53	1,68	1,86	2,08	2,21	2,35	2,51	2,69	2,90
	1,75	1,21	1,33	1,47	1,64	1,74	1,84	1,96	2,09	2,24
	2,00	0,94	1,04	1,15	1,28	1,35	1,43	1,52	1,62	1,73
	2,10	0,84	0,93	1,03	1,15	1,22	1,29	1,37	1,46	1,56

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	5,21	4,78	4,40	4,22	4,05	3,90	3,74	3,46	3,21
	0,90	4,83	4,40	4,01	3,84	3,67	3,51	3,36	3,09	2,84
	1,00	4,49	4,05	3,67	3,50	3,33	3,18	3,03	2,76	2,51
	1,10	4,18	3,74	3,36	3,19	3,03	2,88	2,73	2,46	2,22
	1,25	3,76	3,33	2,96	2,79	2,63	2,48	2,34	2,08	1,85
	1,50	3,18	2,76	2,40	2,23	2,08	1,94	1,81	1,56	1,35
	1,75	2,69	2,29	1,94	1,79	1,64	1,51	1,38	1,15	0,95
	2,00	2,29	1,89	1,56	1,42	1,28	1,15	1,03	0,82	0,63
	2,10	2,14	1,76	1,43	1,29	1,15	1,03	0,91	0,70	0,51

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%	2,56	2,85	3,21	3,67	3,96	4,29	4,67	5,14	5,71
	3,5%	2,26	2,50	2,80	3,18	3,40	3,67	3,97	4,33	4,75
	4,0%	1,99	2,19	2,45	2,76	2,94	3,15	3,39	3,67	4,00
	4,5%	1,75	1,92	2,14	2,40	2,55	2,72	2,92	3,14	3,40
	5,0%	1,53	1,68	1,86	2,08	2,21	2,35	2,51	2,69	2,90
	5,5%	1,33	1,46	1,62	1,81	1,91	2,03	2,17	2,31	2,48
	6,0%	1,15	1,27	1,40	1,56	1,65	1,76	1,87	1,99	2,13
	6,5%	0,99	1,09	1,21	1,35	1,42	1,51	1,60	1,71	1,82
	7,0%	0,84	0,93	1,03	1,15	1,22	1,29	1,37	1,46	1,56

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 niemal 415 mln PLN, czyli 2,37 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]	1,16	1,56	1,97	2,37	2,77	3,18	3,58

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 lata 2018-2019 dla producentów wyrobów stalowych (w przewadze posiadających aktywa w postaci pieców hutniczych) wynosi odpowiednio 6,1x - 5,8x. 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. Jednocześnie należy mieć na uwadze, że w modelu nie uwzględniamy potencjalnego zwiększenia mocy wytwórczych grupy w ramach obecnych centrów produkcyjnych (efekt dużej dźwigni operacyjnej).

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	Kurs	Waluta	Mkt Cap [mln]	P/E			EV/EBITDA		
				2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
STALPRODUKT	424	PLN	2 366,0	7,8	6,9	6,5	3,9	3,4	3,6
KLOCKNER	10,28	EUR	1 025,4	13,2	13,0	12,1	6,3	6,1	5,7
THYSSENKRUPP	22,79	EUR	14 187,5	15,5	12,1	10,6	5,2	5,0	4,9
VOESTALPINE	45,99	EUR	8 110,3	11,1	10,8	9,6	6,0	5,7	5,3
SALZGITTER	47,82	EUR	2 873,8	13,7	13,6	12,7	4,2	3,8	3,9
ARCELOR MITTAL	29,375	EUR	30 018,4	6,8	7,2	7,5	3,9	3,9	3,6
SSAB	51,36	SEK	45 534,2	11,7	10,9	10,8	6,8	6,2	6,0
VALLOUREC	5,024	EUR	2 300,9	-8,6	-65,1	17,9	22,2	9,5	6,2
ACERINOX	11,835	EUR	3 267,3	13,9	12,8	11,6	7,2	6,6	6,1
OUTOKUMPU	5,748	EUR	2 393,3	12,1	8,8	7,4	6,3	5,2	4,4
UNITED STATES STEEL	35,03	USD	6 193,1	6,8	6,3	7,5	4,1	3,8	3,9
CMC	22,23	USD	2 601,0	15,8	9,3	8,9	8,6	6,1	5,9
STEEL DYNAMICS	46,845	USD	11 063,8	9,8	10,6	11,8	6,0	5,8	5,9
SIMS METAL	16,47	AUD	3 334,9	16,7	15,3	15,1	7,5	7,0	6,7
SCHNITZER STEEL	29,9	USD	810,5	8,2	10,2	8,9	5,2	5,3	4,5
ALLEGHENY	28,54	USD	3 586,0	18,8	12,7	9,7	10,0	8,0	7,5
WORTHINGTON	45,18	USD	2 739,7	14,0	12,7	12,0	10,3	8,9	8,6
RYERSON	11,6	USD	432,6	8,2	6,1	6,9	6,2	6,1	5,4
NUCOR	62,92	USD	20 004,9	10,1	11,0	11,5	6,1	6,2	5,8
NOVOLIPET STEEL	24,58	USD	14 731,4	8,9	10,6	10,4	5,6	6,2	6,1
EREGLI DEMIR	10,52	TRY	36 820,0	9,1	9,4	9,4	5,6	5,7	5,6
EVRAZ	500,2	GBP	7 219,6	5,2	6,8	6,6	3,9	4,5	4,5
AK STEEL	4,52	USD	1 425,2	6,2	4,9	5,9	5,7	4,5	4,3
POSCO	350500	KRW	30 558 985	8,8	8,5	7,9	4,7	4,4	3,9
TATA STEEL	603,15	INR	692 105	10,2	8,3	7,9	6,6	6,0	5,7
HYUNDAI STEEL	62700	KRW	8 367 050	9,8	9,2	8,6	6,2	5,7	5,2
<b>MEDIANA</b>	---	---	---	<b>10,0x</b>	<b>9,8x</b>	<b>9,5x</b>	<b>6,1x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,5x</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q 2018

Wyniki za 1Q'18 oceniamy pozytywnie. Spółka zaskoczyła poziomem zrealizowanych marż produkcyjnych. Nasze wcześniejsze szacunki zostały też przebite na wolumenach. Tym samym EBITDA w 1Q'18 wyniosła aż 57,8 mln PLN (+36% r/r oraz +51% q/q). Szacunkowy efekt FIFO w 1Q'18 wyniósł +5,6 mln PLN, przypominamy, że w 1Q'17 mogło to być +14,7 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że od 1Q'18 spółka zmieniła sposób raportowania segmentów. Obecnie grupa ujmuje następujące obszary działania:

- A. złom stali (obejmuje zakup, sortowanie, przetwarzanie, uszlachetnianie a następnie sprzedaż złomów stali)
- B. kęsy HSI (produkcja oraz zakup półwyrobów stalowych, a następnie ich sprzedaż realizowana przez hutę HSI w Stalowej Woli)
- C. kęsy FER (produkcja oraz zakup półwyrobów stalowych, a następnie ich sprzedaż przez hutę Ferrostal w Gliwicach)
- D. produkty finalne HSI (produkcja oraz zakup produktów finalnych ze stali oraz ich sprzedaż realizowana przez hutę HSI w Stalowej Woli)
- E. produkty finalne FER (produkcja oraz zakup produktów finalnych ze stali i ich sprzedaż do odbiorców zewnętrznych przez hutę Ferrostal w Gliwicach)
- F. złom metali nieżelaznych (obejmuje zakup, sortowanie, przetwarzanie, uszlachetnianie a następnie ekspedycję i sprzedaż zewnętrznym odbiorcom złomów metali nieżelaznych)
- G. wyroby metali nieżelaznych (produkcja oraz zakup wyrobów z metali nieżelaznych, głównie walki i tuleje z brązu oraz stopy aluminium w postaci gąsek, a następnie ich sprzedaż do odbiorców zewnętrznych)
- H. pozostała działalność

### Wyniki skonsolidowane za 1Q'18

Razem konsolidacja	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody	438,7	524,2	19%	1 435,4	1 874,8	31%
Wynik brutto na sprzedaży	59,9	74,0	23%	179,0	230,3	29%
<b>EBITDA</b>	<b>42,4</b>	<b>57,8</b>	<b>36%</b>	<b>123,5</b>	<b>155,9</b>	<b>26%</b>
EBIT	32,6	46,9	44%	84,2	113,5	35%
Saldo finansowe	5,5	-15,3	---	-43,8	-52,1	---
Wynik netto	31,3	26,6	-15%	39,3	45,3	15%
Wynik netto przypisany jedn. dom.	29,4	25,2	-14%	36,5	43,4	19%
CF operacyjny	32,4	29,8	-8%	95,0	142,9	50%

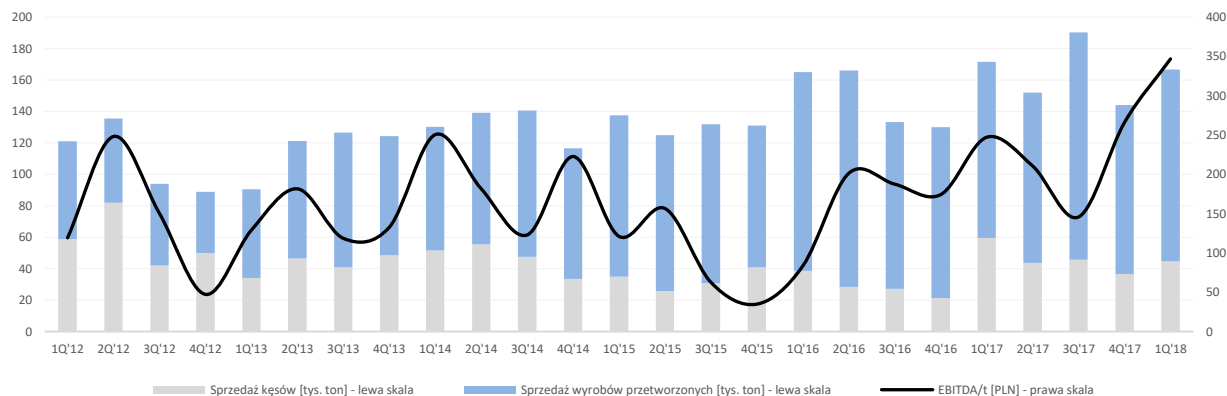
	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody wg segmentów	438,7	524,2	19%	1 435,4	1 874,8	31%
Złom stali	27,1	43,1	59%	80,7	152,8	89%
Kęsy HSI	26,6	29,1	9%	66,8	101,8	52%
Kęsy FER	82,7	75,9	-8%	168,6	260,5	55%
Produkty finalne HSI	120,3	168,1	40%	402,0	539,7	34%
Produkty finalne FER	132,1	161,4	22%	550,5	639,8	16%
Inne	49,9	46,7	-6%	166,8	180,1	8%
	<b>1Q'17</b>	<b>1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>	<b>2Q'16-1Q'17</b>	<b>2Q'17-1Q'18</b>	<b>zmiana r/r</b>
EBIT wg segmentów	32,6	46,9	44%	84,2	113,5	35%
Złom stali*	4,4	3,0	-33%	12,2	3,2	-74%
Kęsy HSI*	-3,4	2,7	---	-5,6	10,7	---
Kęsy FER*	7,1	9,7	36%	14,2	29,0	104%
Produkty finalne HSI*	11,7	15,2	30%	21,4	28,6	34%
Produkty finalne FER*	11,0	17,4	58%	44,1	42,3	-4%
Inne*	1,8	-1,1	---	-2,1	-0,3	---

\* dane bez wyłączeń pomiędzy segmentami

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

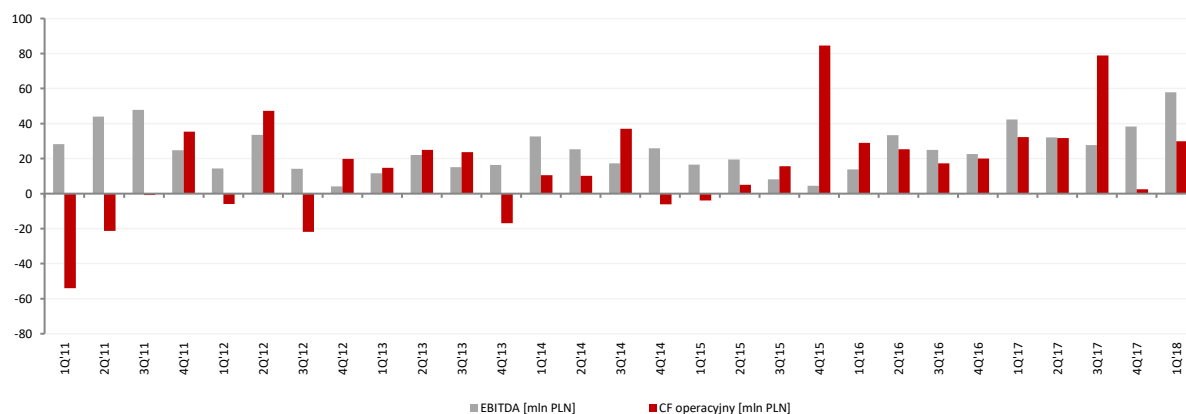


**Wyniki skonsolidowane EBITDA w przeliczeniu na tonę sprzedaży**



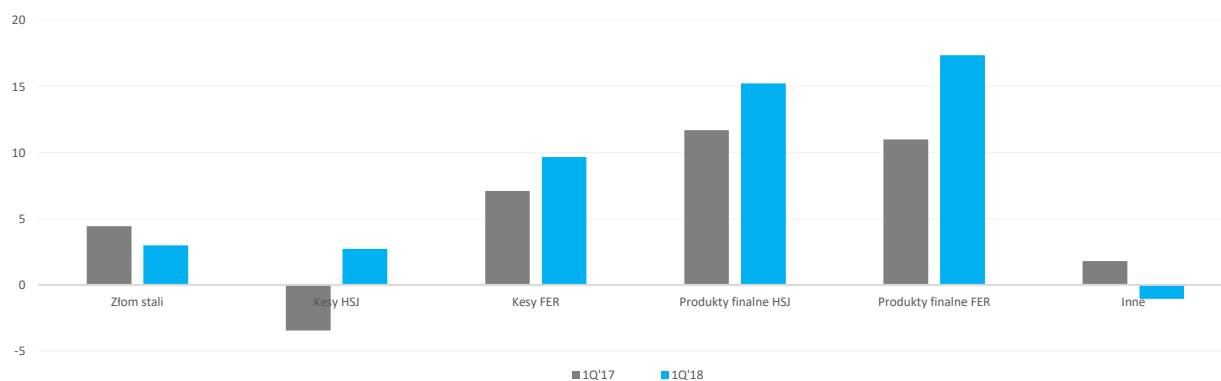
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Struktura EBIT grupy Cognor w podziale na segmenty [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZAŁOŻENIA NA KOLEJNE OKRESY

Początek 2018 roku był wyjątkowo udany dla spółki. Wysokie wolumeny oraz marże produkcyjne (zwracamy uwagę na poprawę rentowności na kęsach i produktach HSJ) pozwoliły na wypracowanie EBITDA rzędu 57,8 mln PLN. Na podstawie naszych symulacji spreadu (cena produktów ze stali vs złom) spodziewamy się, że również 2Q'18 powinien być udany. W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że EBITDA w 2Q'18 będzie płaska r/r - taki rezultat oceniamy jako dobry i wtedy odczyt EBITDA za całe pierwsze półrocze br. byłby na poziomie niemal 90 mln PLN. Z bieżącej perspektywy na 2H'18 zakładamy łączny poziom EBITDA w okolicy 59 mln PLN (w 2H'17 było to ok 66 mln PLN). Tym samym w skali 2018 roku zdecydowaliśmy się podnieść nasze założenia (w porównaniu ze styczniowym raportem analitycznym) EBITDA do niemal 149 mln PLN.

W najbliższych kwartałach z uwagą będziemy śledzić dalsze ruchy w zakresie ochrony rynków stali w poszczególnych obszarach gospodarczych. Wydaje nam się, że poprawa rentowności europejskich hut jest trwała (w najbliższych latach) i nie spodziewamy się szybkiej erozji marż produkcyjnych. W odniesieniu do poszczególnych kategorii wyrobów spodziewamy się nawet kolejnych kroków KE w zakresie ochrony producentów działających w UE.

Przypominamy, że w uzasadnieniu dla nałożenia ceł importowych na pręty stalowe, KE wskazywała na potrzebę podniesienia 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 i rezultaty poszczególnych podmiotów za 1Q'18 rok pokazały, że nastąpiło bardzo silne odbicie w marżach hut stali i to z silniejszych efektem niż opisane oczekiwania Komisji.

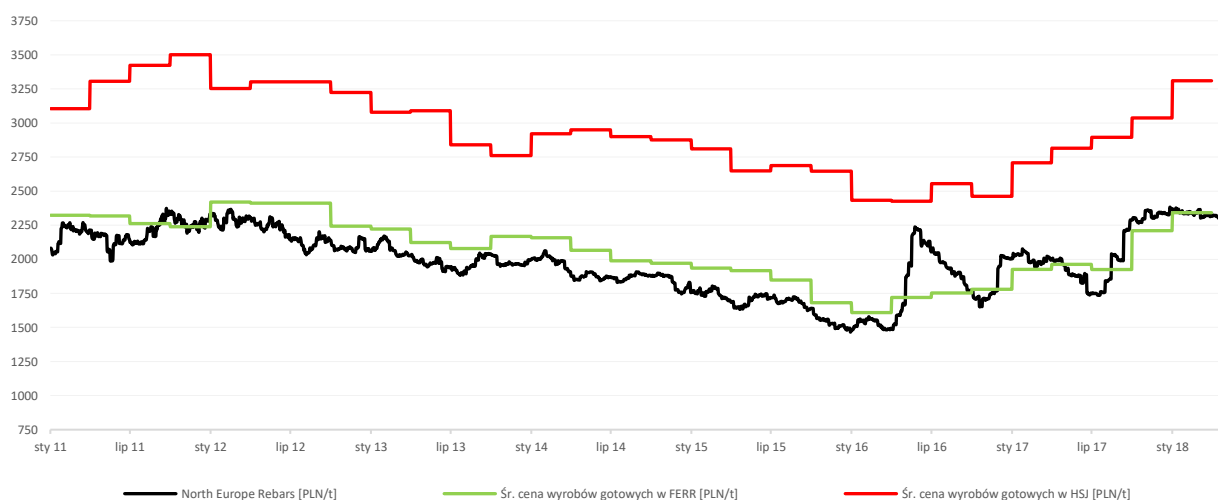
Dane będące podstawą działań Komisji Europejskiej oraz wyznaczony cel poprawy rentowności branży

	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	<b>+4,8%</b>	<b>+5,3%</b>

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. W trakcie 2017 roku krótkotrwała korekta cen spowodowała kwotowania prętów do około 411 EUR/t w lipcu'17. Kolejne miesiące przyniosły już wyraźne odbicie. Na przełomie 4Q'17/1Q'18 doszło do kolejnych 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 570 EUR/t w 1Q'18. Obecne ceny są niższe niż lokalne szczyty z minionego kwartału i oscylują w pobliżu 550 EUR/t.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

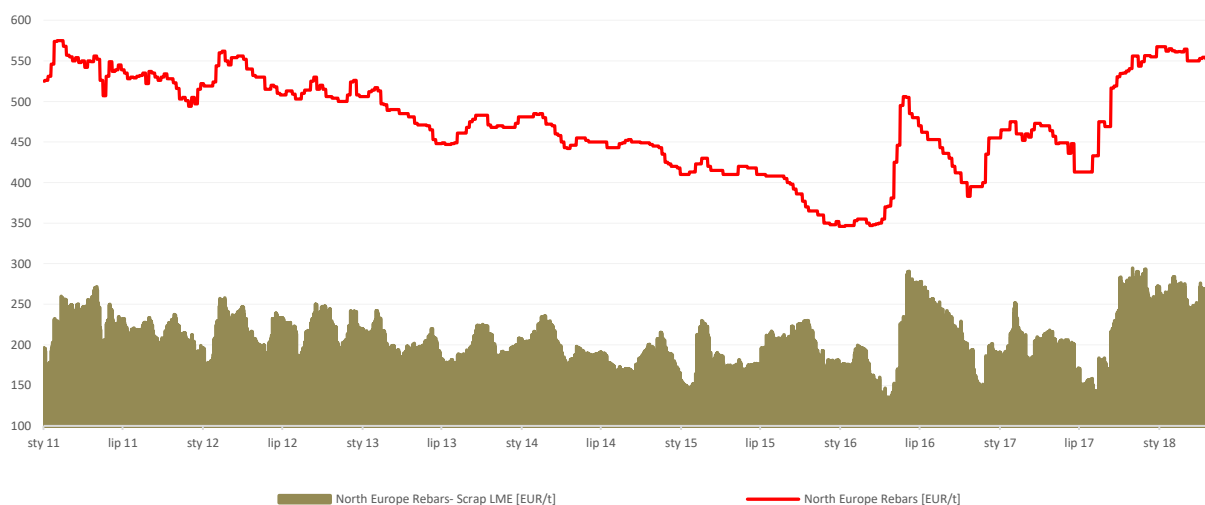
Średnie ceny złomu na LME w końcówce 2017 roku zbliżyły się do 300 EUR/t (w okresie 2H'17 zbliżyły się do 300 EUR/t). Nasze wyliczenia wskazują, że w okresie styczeń-maj'18 średnia cena złomu na LME była bliska 295 EUR/t, tym samym widzimy raczej płaskie odczyty q/q. Zwracamy uwagę, że minione kwartały przyniosły pogorszenie relacji kosztu wsadu dla producentów w piecu elektrycznym w porównaniu z technologią wielkiego pieca.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka, Bloomberg

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

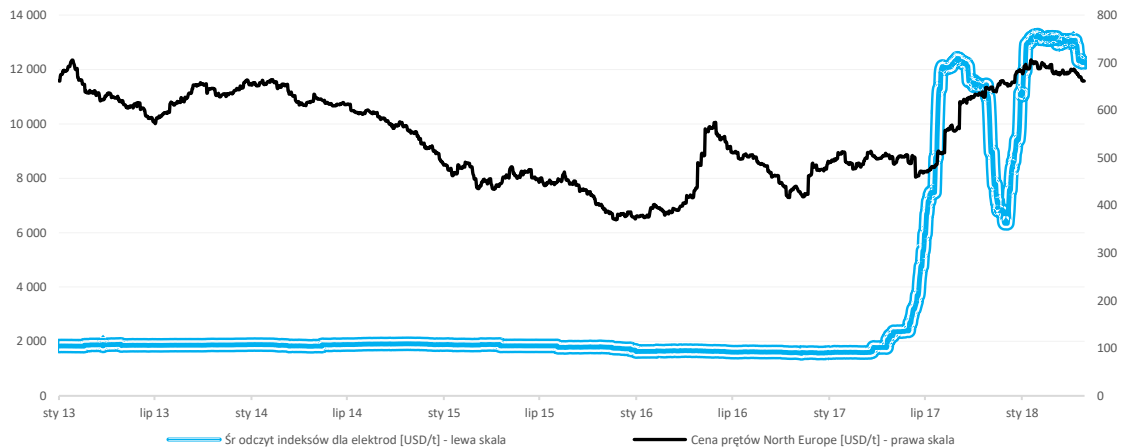


Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Silne zwwyżki cenników na wyroby ze stali jakie obserwowaliśmy na przełomie 2017/2018 wiążemy z dobrą koniunkturą na rynkach światowych 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 styczniu'18 ceny elektrod nadal dynamicznie rosły. Ostatnie miesiące przyniosły już stabilizację i lekką korektę w dół. Na początku maja'18 widzimy kwotowania sugerujące przedział 10 000 – 14 200 USD/t. Tym samym huty elektryczne zmagają się 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%.

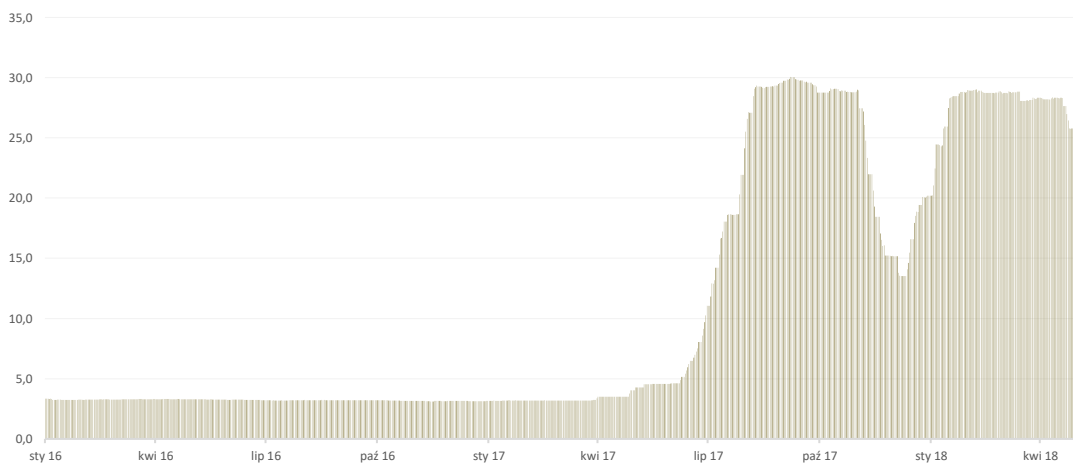
**Ceny prętów według odczytów dla North Europe na tle średnich odczytów indeksów elektrod grafitowych [USD/t]**



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 – 5 m oraz średnie 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.

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

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



Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Tak jak w poprzednim raporcie na rok 2018 staramy się uwzględnić presję na koszty wytworzenia (elektrody, ceramika) oraz wzrost wynagrodzeń. Jednocześnie jednak dobre otoczenie makro oraz wysokie cenniki na wyroby gotowe wspierają budowę wyników grupy (w szczególności dostrzegamy poprawę marżowości na kęsach i produktach HSJ, co wg nas powinno być pozytywnym impulsem także w kolejnych kwartałach br.). Szacujemy, że w 1Q'18 raportowany odczyt EBITDA w przeliczeniu na tonę produkcji wzrósł aż do 346 PLN (bez efektu FIFO było to 313 PLN/t). Wg naszych obliczeń relacje cenowe jakie mają miejsce w 2Q'18 sugerują również dobry odczyt wynikowy (choć już nie tak wysoki jak w 1Q'18). W 2Q'18 nasz model sugeruje, że marża EBITDA/t wyniesie niespełna 200 PLN/t. Na 3Q'18 i na 4Q'18 uwzględniamy średni wynik EBITDA/t na poziomie ok 180 PLN/t.

Na 2019 rok prognozujemy spadek wyniku EBITDA do ok 136,5 mln PLN. Mamy na uwadze, że koniunktura dla Cognoru jest wyjątkowo dobra i jeśli utrzymają się relacje cenowe z 2018 roku oraz spółka zdoła poprawić wolumeny sprzedaży to nasze podejście może okazać się zachowawcze. W latach 2020-2021 średnioroczna EBITDA w modelu jest względnie płaska i znajduje się poniżej 140 mln PLN. Takie podejście nie uwzględnia potencjalnego zwiększenia mocy wytwórczych grupy w ramach obecnych centrów produkcyjnych (akcentujemy efekt dużej dźwigni operacyjnej).

W bieżącej aktualizacji wciąż nie uwzględniamy pełnych efektów obniżenia kosztów drogiej obligacji. Choć jednocześnie liczymy na materializację scenariusza, że Cognor osiągnie porozumienie z nowym konsorcjum finansującym (spółka w dniu 07 maja br. opublikowała raport bieżący o zawarciu umowy syndykacji z mBank). Naszym zdaniem docelowa zmieniona struktura finansowania będzie miała fundamentalne znaczenie dla przyszłości grupy i prawdopodobnie wpłynie na budowę wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych. Na koniec 1Q'18 dług netto spółki wynosił ok 317,3 mln PLN (z wysokim stanem gotówki wynoszącym ponad 96 mln PLN). Oczekiwany przez nas wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2018 roku może wynosić ok 2,1x.

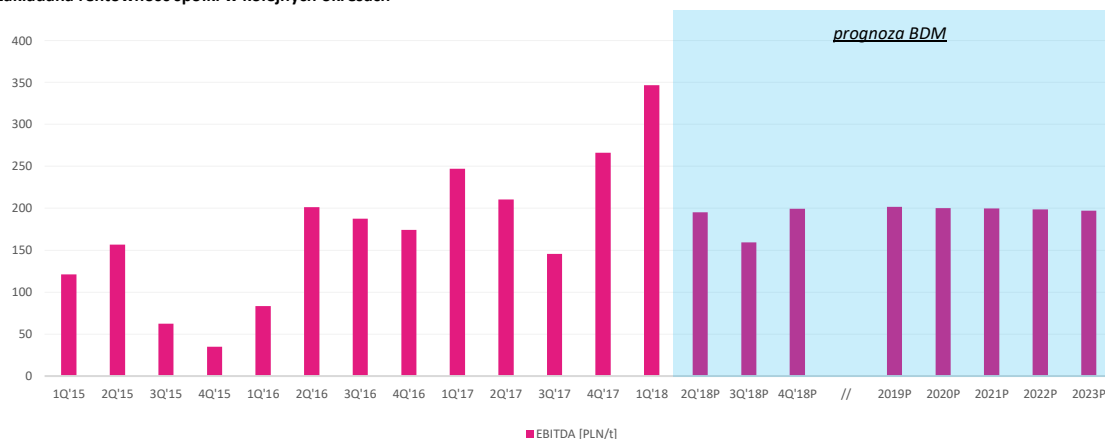
**Poziom zadłużenia netto grupy oraz wielkość kapitału obrotowego**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q'18
Dług netto z bilansu [mln PLN]*	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	325,1	317,3
Dług netto / EBITDA (x)	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,3x	2,0x
Kapitał obrotowy [mln PLN]	219	233	287	226	216	207	224
Zapasy	179	235	283	263	298	277	323
Należności	182	187	187	127	137	172	191
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	242	290

W powyższych obliczeniach nie uwzględniamy faktoringu. Szacujemy, że na koniec 1Q'18 roku saldo faktoringu mogło być równe 150 mln PLN

Źródło: Dom Maklerski BDM, spółka

**Zakładana rentowność spółki w kolejnych okresach**



Źródło: Dom Maklerski BDM

W porównaniu z raportem analitycznym z 24 stycznia 2018 roku podnieśliśmy założenia na 2018 rok. Wpływ na to mają lepsze niż oczekiwaliśmy wyniki produkcyjne oraz marże jakie spółka wykazała w 1Q'18. Spodziewamy się, że również kolejne kwartały br. będą sprzyjały wynikom grupy. Z bieżącej perspektywy wydaje nam się, że poprzednie podejście akcentujące wzrost kosztów produkcji było zbyt zachowawcze. W raporcie na poziomie salda finansowego cały czas nie uwzględniamy pełnego scenariusza uruchomienia kredytu na spłatę drogiej obligacji.

**Zmiana założeń dla Cognoru w porównaniu z raportem z 24.01.2018 r.**

	2018 poprzednio	2018 obecnie	zmiana	2019 poprzednio	2019 obecnie	zmiana
Przychodowy	1 867,9	2 069,8	11%	1 910,3	2 123,7	11%
<b>EBITDA</b>	<b>121,7</b>	<b>148,9</b>	<b>22%</b>	<b>135,2</b>	<b>136,5</b>	<b>1%</b>
EBIT	80,3	106,4	32%	94,8	94,5	0%
Wynik netto	20,6	38,0	85%	34,5	34,5	0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**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	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody [mln PLN]	317,5	438,7	404,3	490,0	456,2	524,2	509,1	541,9	494,5	1 364,8	1 352,4	1 789,3	2 069,8	2 123,7	2 179,9
<b>EBITDA [mln PLN]</b>	<b>22,6</b>	<b>42,4</b>	<b>32,0</b>	<b>27,7</b>	<b>38,4</b>	<b>57,8</b>	<b>32,0</b>	<b>28,0</b>	<b>31,1</b>	<b>49,0</b>	<b>94,8</b>	<b>140,5</b>	<b>148,9</b>	<b>136,5</b>	<b>138,6</b>
EBIT [mln PLN]	12,2	32,6	22,1	17,2	27,3	46,9	21,4	17,5	20,6	13,1	56,5	99,2	106,4	94,5	97,4
Saldo finansowe [mln PLN]	-19,6	5,5	-13,7	-20,7	-2,4	-15,3	-17,2	-12,8	-12,6	-30,3	-63,0	-31,2	-58,0	-49,5	-47,6
Wynik netto dla akcjonariuszy [mln PLN]	-3,5	29,4	6,0	-4,6	16,8	25,2	3,1	3,5	6,2	-14,8	1,5	47,6	38,0	34,5	38,2
	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA skonsolidowana [mln PLN]	22,6	42,4	32,0	27,7	38,4	57,8	32,0	28,0	31,1	49,0	94,8	140,5	148,9	136,5	138,6
EBITDA/t [PLN]	174,2	247,2	210,6	145,8	266,1	346,8	195,1	159,5	199,4	93,3	159,6	213,5	224,9	201,5	200,3
marża EBITDA	7,1%	9,7%	7,9%	5,7%	8,4%	11,0%	6,3%	5,2%	6,3%	3,6%	7,0%	7,9%	7,2%	6,4%	6,4%

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	1 789	2 070	2 124	2 180	2 211	2 242	2 274	2 306	2 338	2 370
EBITDA	66	65	101	49	95	141	149	136	139	139	140	140	140	140	141
EBIT	25	28	66	13	57	99	106	95	97	99	100	100	100	100	101
Saldo finansowe	-26	-76	-67	-30	-63	-31	-58	-49	-48	-46	-43	-40	-36	-32	-29
Wynik brutto	-1	-45	4	-17	-6	68	48	45	50	53	56	60	64	68	72
Podatek	-1	3	-6	-3	-8	18	8	9	9	10	11	11	12	13	14
Wynik netto	0	-48	10	-14	2	50	40	36	40	43	46	49	52	55	58
akcjonariuszy jedn. dominującej	0	-49	4	-15	1	48	38	34	38	41	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	398	386	381	378	376	375	375	376	377	378
Aktywa obrotowe	430	436	511	432	464	552	603	627	654	673	683	695	708	724	742
Zapasy	179	235	283	263	298	277	310	319	327	332	336	341	346	351	356
Należności handlowe	182	187	187	127	137	172	207	212	218	221	224	227	231	234	237
Inne aktywa obrotowe	5	5	5	5	5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	64	9	36	37	25	102	85	95	108	119	121	125	131	139	148
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	951	989	1 008	1 032	1 049	1 058	1 070	1 084	1 101	1 120
Kapitał własny	177	129	187	169	156	242	256	282	314	346	381	419	458	500	545
Kapitał własny jedn. dominującej	164	115	166	147	142	225	239	265	296	329	364	401	441	483	528
Udziały mniejszości	13	14	21	22	14	16	17	17	17	17	17	17	17	17	17
Zobowiązania dł term	500	26	464	439	417	389	381	366	351	331	301	271	241	211	181
Zobow. dł %	487	7	409	386	376	358	350	335	320	300	270	240	210	180	150
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	320	352	359	367	371	376	380	384	389	393
Kredyty w rach. bieżącym	15	0	7	16	23	25	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Zob. kr %	75	563	87	49	72	45	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Zobowiązania handlowe	142	189	184	165	219	242	287	295	303	307	311	316	320	325	329
Pozostałe zobowiązania	4	4	11	9	8	9	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Zobowiązania razem	738	781	753	678	739	709	733	725	718	703	677	651	626	600	575
Pasywa razem	915	910	941	846	895	951	989	1 008	1 032	1 049	1 058	1 070	1 084	1 101	1 120
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	145,4	104,8	121,9	123,0	126,0	125,4	124,8	124,2	123,8	123,4
CF inwestycyjny	23,2	-1,7	0,6	-3,1	-27,1	-15,4	-27,9	-37,2	-38,1	-38,7	-39,2	-39,8	-40,3	-40,9	-41,5
CF finansowy	-35,8	-78,6	-38,5	-105,7	-83,8	-52,4	-71,8	-74,5	-71,8	-75,9	-84,1	-81,1	-78,2	-75,3	-72,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-33,9	13,9	-7,6	-19,3	77,7	5,1	10,2	13,0	11,4	2,1	3,9	5,7	7,6	9,5

**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]	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84	1,84
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]	243,7	243,7	243,7	243,7	243,7	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0	322,0
BVPS [PLN]	1,34	0,98	1,41	1,27	1,18	1,38	1,46	1,61	1,79	1,98	2,18	2,39	2,62	2,86	3,11
EPS [PLN]	0,00	-0,37	0,03	-0,11	0,01	0,27	0,22	0,20	0,22	0,23	0,25	0,27	0,29	0,30	0,32
CEPS [PLN]	0,31	-0,09	0,30	0,16	0,30	0,51	0,46	0,44	0,45	0,47	0,48	0,49	0,51	0,53	0,55
P/E (x)	-550,1x	-5,0x	59,7x	-16,4x	166,1x	6,8x	8,5x	9,3x	8,4x	7,9x	7,4x	6,9x	6,5x	6,1x	5,7x
EV/EBITDA (x)	11,4x	12,3x	7,0x	13,4x	7,3x	4,6x	4,3x	4,5x	4,2x	4,0x	3,7x	3,5x	3,2x	3,0x	2,7x
EV/EBIT (x)	30,5x	28,6x	10,8x	50,0x	12,2x	6,5x	6,0x	6,5x	6,0x	5,6x	5,3x	4,9x	4,5x	4,1x	3,7x
P/BV (x)	1,4x	1,9x	1,3x	1,4x	1,6x	1,3x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
EV [mln PLN]	757,4	804,1	711,3	657,9	690,7	647,0	640,1	614,9	586,8	555,4	523,3	489,3	453,6	416,1	376,6
Dług netto [mln PLN]	513,7	560,4	467,6	414,2	447,0	325,1	318,2	292,9	264,9	233,4	201,3	167,4	131,7	94,1	54,7
Dług % [mln PLN]	577,8	569,6	503,3	451,2	472,0	427,1	402,8	387,8	372,8	352,8	322,8	292,8	262,8	232,8	202,8
dług netto / EBITDA	7,7x	8,6x	4,6x	8,5x	4,7x	2,3x	2,1x	2,1x	1,9x	1,7x	1,4x	1,2x	0,9x	0,7x	0,4x
Dywidenda [mln PLN]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11,86	10,06	9,12	10,07	10,71	11,40	12,19	12,99	13,78
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,07	0,05	0,06	0,06	0,07	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: krzysztof.brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

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

**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 Bak**  
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
<b>kupuj</b>	<b>2,23</b>	<b>kupuj</b>	<b>2,10</b>	<b>10.05.2018</b>	<b>08:59 CEST</b>	<b>1,84</b>	<b>59 691</b>
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 (zasieg 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 2Q'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	2	40%	1	100%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	1	20%	0	0%
Redukuj	1	20%	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](http://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 jakiegokolwiek 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 10.05.2018 roku (08:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 14.05.2018 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 nietrafne. 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 10.05.2018 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.