



Przemysł hutniczy

Polska

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl**Cognor**

CENL.WA; COG.PW

Roszady w aktywach...

Obecna cena: 4,59 PLN

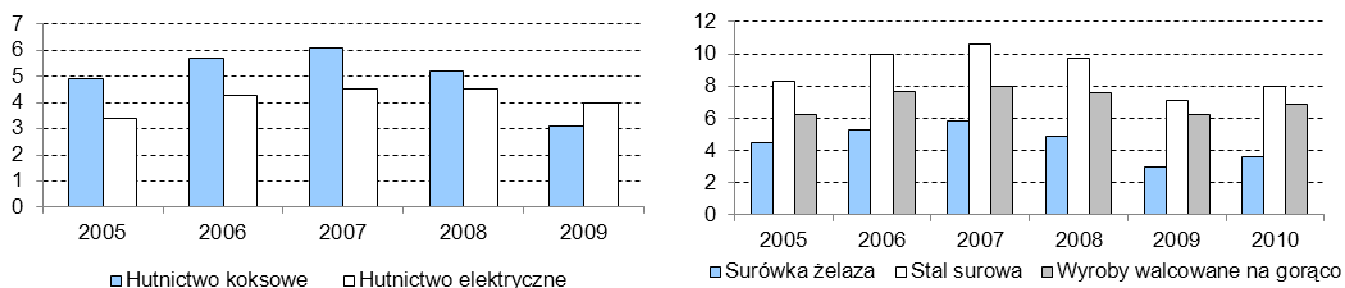
Sprzedż aktywów dystrybucyjnych Cognor (polskie aktywa za 148,9 mln PLN o wartości księgowej 76,6 mln PLN bez zadłużenia oraz aktywa zagraniczne (udziały w Cognor Stahlhandel GmbH) za 112 mln PLN przy wartości księgowej 162 mln PLN z długiem w wysokości 128,9 mln PLN) przy braku istotnych środków finansowych potrzebnych do prowadzenia działalności operacyjnej spowoduje, że Spółka wejdzie w posiadanie 237 mln PLN gotówki, którą może wykorzystać do zaangażowania się w bardziej rentowną działalność. Spółka zdecydowała się na przejęcie aktywów produkcyjnych od głównego akcjonariusza (zaangażowanie w Cognor 64,4%) odpowiadających za zbieranie złomu (Złomrex Metal) i produkcję wyrobów hutniczych (HSW Huta Stali Jakościowych oraz Ferrostal Łabędy) za kwotę 703 mln PLN. Cognor zapłaci 195 mln PLN środków pieniężnych oraz obejmie ok. 508 mln PLN (127 mln EUR) obligacji wyemitowanych przez Złomrex. Ze środków zapłaconych do Złomrex aktywa produkcyjne zostaną zasilone kwotą 112 mln PLN, którą przeznaczą częściowo na spłatę własnego zadłużenia (155 mln PLN) i częściowo na kapitał obrotowy, dodatkowo w Cognor zostanie kwota 9 mln zł natomiast w Złomrex kwota 105 mln zł. Kapitał obrotowy jest dla tego typu podmiotów szczególnie ważny ze względu na obowiązek bieżącej regulacji płatności za złom i długiego czasu upływającego między zakupem surowca, a jego przetopieniem i sprzedażą. Nie bez znaczenia są także odroczone terminy płatności oferowane dla odbiorców. Większe zapotrzebowanie na stal na rynku krajowym za sprawą wysokiej produkcji przemysłu oraz budownictwie infrastrukturalnym pozytywnie będzie oddziaływało na wyniki przejmowanych aktywów produkcyjnych. Te wymagają osiągnięcia wysokiego obłożenia mocy produkcyjnych (ok. 2/3), aby uzyskać próg rentowności. Ponad 80% obłożenia mocy w HSJ oraz do 100% w Ferrostal Łabędy od początku roku będzie szansą na osiągnięcie wyższych wyników operacyjnych w bieżącym roku (podczas kryzysu obłożenie spadało okresami do 30%). Zarząd spodziewa się, że przejmowane aktywa produkcyjne w bieżącym roku wypracują 147,1 mln PLN EBITDA i 95,6 mln PLN zysku netto wobec 42,8 mln PLN EBITDA i -1,5 mln PLN zysku netto w 1-3Q10. Biorąc pod uwagę, że sprzedaż aktywów dystrybucyjnych dojdzie do skutku, zakup aktywów produkcyjnych odbędzie się w 2Q11 i przejmowane spółki wypełnią oczekiwania Zarządu, to według naszych wstępnych szacunków Cognor na 2012 roku handlowany jest na poziomie 4,8 P/E i 5,3 EV/EBITDA, a przy uwzględnieniu zaproponowanych na NWZA (14.03) obecnym akcjonariuszom warrantów uprawniających do objęcia 66,2 mln akcji (obecnie 66,2 mln akcji w obrocie) Spółka notowana jest z 9,6 P/E i 5,5 EV/EBITDA na 2012 rok (okres konwersji warrantów na akcje trwa do 2021 roku). Perspektywa istotnej poprawy wyników Spółki wpływa na atrakcyjność inwestycyjną akcji Cognor.

Otoczenie makroekonomiczne w hutnictwie stali

Na światowym rynku producentów stali istnieją dwa rodzaje technologii produkcji - pierwszy związany z wytapianiem surowki w wielkich piecach opalanych koksem (około 60% udziału w światowej produkcji) oraz drugi oparty na piecach elektrycznych do przetopu złomu (około 40% udziału w światowej produkcji). W przypadku hutnictwa stali opartego na węglu koksującym wsadem jest surowka, a materiałem służącym do ogrzania jest węgiel koksujący. Do żeliwiaka z zimnym dmuchem zużycie koksu wynosi około 90-120 kg na tonę wsadu, natomiast dla żeliwiaka z gorącym dmuchem około 110-145 kg na tonę wsadu (istnieje możliwość obniżenia ilości zużywanego węgla przy większym użyciu złomu metalowego, co przy udziale na poziomie 50% wsadu zmniejsza zużycie koksu do 95-130 kg/T). Biorąc pod uwagę całkowite spalanie ilość produkowanego CO₂ w procesie produkcji stali wynosi około 400-500 kg na tonę wsadu metalowego w przypadku pieca z zimnym dmuchem i 350-480 kg na tonę w przypadku pieca z gorącym dmuchem. Jednym z głównych czynników kosztowych w tradycyjnym hutnictwie stali opartym na węglu koksującym jest surowka żelaza, której udział w kosztach wytworzenia wynosi 65-75%. Poza cenami złomu jest ona głównym wyznacznikiem cen stali na światowych rynkach, tym bardziej, że większość produkcji tego surowca jest skupiona w rękach trzech światowych koncernów (BHP Billiton, Rio Tinto i Vale) W hutnictwie opartym na elektrycznym piecu łukowym do stopienia jednej tony stali do temperatury odlewania potrzeba energii elektrycznej na poziomie 500-600 kW*h. W przypadku pieców łukowych udział energii w koszcie wytworzenia wynosi według naszych szacunków od 12% do 20% w zależności od kształtowania się cen stali i złomu metalowego na rynku. Wbrew pozorom energochłonność procesu produkcji stali nie jest tak duża, aby metoda ta traciła ekonomiczny sens przy wzrostach cen energii dla odbiorców przemysłowych (w 2008 roku wzrost cen energii spowodował, że produkcja na zakładzie elektrolizy w Koninie została przerwana, co wynikało z dużej energochłonności procesu - do wyprodukowania jednej tony aluminium potrzeba około 14 000 - 18 000 kWh na tonę gotowego produktu, co stanowi znacznie więcej niż w przypadku przetopu stali).

W przypadku pieców koksowych w Polsce największym producentem jest ArcelorMittal Polska, który skupia około 70% potencjału produkcyjnego polskiego przemysłu hutniczego. Spółka jest właścicielem hut znajdujących się w Chorzowie, Dąbrowie Górniczej i Krakowie. W przypadku pieców łukowych w Polsce stal w takiej technologii produkuje się w pięciu podmiotach (Huta ArcelorMittal w Warszawie Sp. z o.o., CMC Zawiercie S.A., Celsa Huta Ostrowiec Sp. z o.o., Ferrostal Łabędy Sp. z o.o. oraz w Hucie Stali Jakościowych S.A.). Działalność tych podmiotów opiera się o skup złomu, jaki następnie jest przetwarzany na elementy stalowe. Po 2000 roku w dobrych latach ilość przerabianego złomu w Polsce szacowana była na ponad 3 mln ton, a udział spółek Złomrexu szacowany był na poziomie 13-14%. Głównym elementem konkurencji na rynku producentów stali działających w oparciu o piece łukowe jest zdolność do pozyskania taniego materiału wsadowego (złom metalowy). Nieodłącznym elementem huty jest własna sieć skupu, która zapewnia stabilny dopływ surowca oraz pozwala na lepsze rozeznanie się w panujących na niezwykle spekulacyjnym rynku trendach cenowych.

Produkcja stali surowej według procesów oraz produkcja surówki żelaza, stali surowej, wyrobów stalowych walcowanych na gorąco w latach 2005 - 2010 (mln ton)

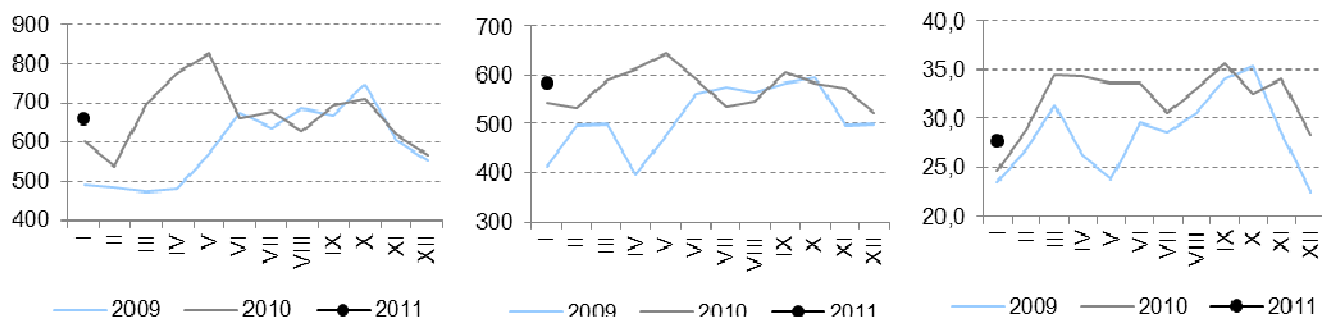


Źródło: Polski Przemysł Stalowy 2010

W końcu 2008 roku i w 2009 roku sytuacja na polskim rynku stali diametralnie zmieniła się na niekorzyść, co było związane z wystąpieniem zjawisk kryzysowych i spadkiem popytu ze strony przedsiębiorstw na produkty stalowe. W samym 2009 roku krajowe zużycie stali zmniejszyło się aż o 30% względem odnotowanego w 2008 roku. Najbardziej w 2009 roku ucierpiała produkcja w hutach opartych o proces opalania węglem koksowym (-38,1% r/r), mniej w produkcji stali elektrycznej (-13,5% r/r). Produkcja istotnie spadła w zakresie wyrobów walcowanych na gorąco (-18,1% r/r), co było efektem spadku zapotrzebowania po stronie produkcji samochodów (-2,7% r/r wytworzonych samochodów osobowych i -44,2% r/r samochodów ciężarowych), sprzętu AGD (-16,3% r/r wytworzonych chłodziarek i zamrażarek i -28,5% r/r kuchenek), w sumie zużycie jawne (produkcja + import - eksport) wyrobów stalowych w Polsce w 2009 roku była o 30% r/r niższe.

Obecnie odżywający przemysł na terenie kraju, oraz rekordowa ilość projektów inwestycyjnych w zakresie budownictwa infrastrukturalnego prowadzonych na terenie kraju powinna mieć pozytywny wpływ na kształtowanie się popytu na wyroby stalowe. W przypadku stali surowej w styczniu produkcja krajowa była o 9,1% r/r wyższa, a wyrobów walcowanych na gorąco o 7,2% r/r wyższa i rur stalowych o 12,2% r/r wyższa.

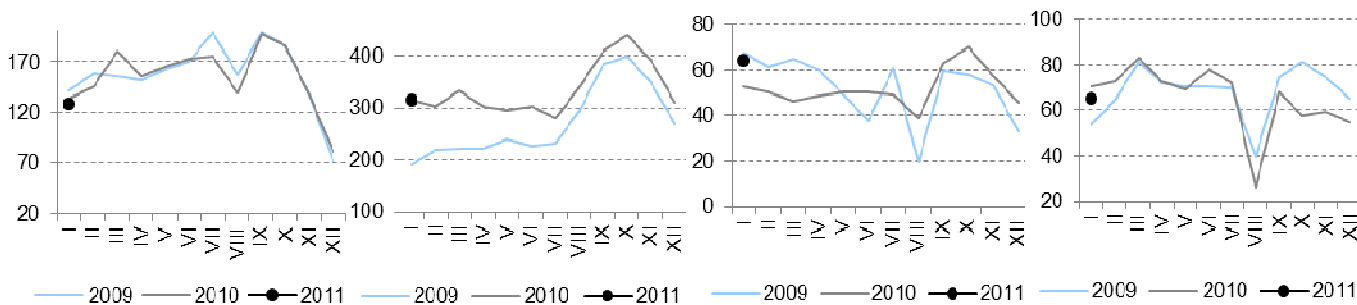
Produkcja stali surowej, wyrobów walcowanych na gorąco oraz rur stalowych na terenie kraju w latach 2009-2011 (tys. ton)



Źródło: GUS

Pozytywnie na zapotrzebowanie na wyroby stalowe oddziaływać powinna poprawiająca się sytuacja na rynku produktów AGD. Produkcja tych w ubiegłym roku była o -1,1% r/r niższa w przypadku chłodziarek i zamrażarek oraz -0,1% r/r niższa w zakresie kuchenek. Jedynie produkcja pralek w skali kraju była o 23,8% r/r wyższa. W styczniu bieżącego roku produkcja chłodziarek i zamrażarek była wciąż o 5,2% r/r niższa i pralek o 0,9% r/r niższa. Wyższa o 21,6% r/r była natomiast produkcja kuchenek. Producenci AGD w kraju spodziewają się, że 2011 rok mimo słabego początku roku będzie znacznie bardziej udany niż ubiegły. Amica, czołowy producent dużego AGD w kraju w budżecie na bieżący rok założyła 3% wzrost krajowego rynku w bieżącym roku. Na wyższym lub podobnym, jak zeszłorocznym poziomie może się kształtować produkcja samochodów na terenie kraju. Ta w 2010 roku spadła o 4,2% r/r, a w 2009 o 2,7% r/r, z kolei w styczniu 2011 ukształtowała się na poziomie 8,2% niższym niż w roku ubiegłym i o 20,7% wyższym poziomie niż w roku 2009. Początek roku na rynku sprzedaży samochodów będzie dla krajowych producentów rozczarowujący, na czym zaważy podniesiony od stycznia podatek VAT z 21% na 22%. W związku z tym wielu użytkowników zdecydowało się na zakup samochodów przed końcem roku, a popyt na auta generowany przez małe i średnie firmy jest stłumiony przez fakt iż te do końca 2013 roku będą sobie mogły odliczyć VAT tylko od samochodów powyżej 500 kg ładowności, lub samochodów nie osobowych. Popyt ze strony dużych firm ma duże szanse pozostać na nie zmienionym poziomie ze względu na mniejszą zależność od zwolnień podatkowych związanych z „kratką”.

Produkcja chłodziarek i zamrażarek, pralek, kuchenek gazowych z piekarnikiem, oraz samochodów na terenie kraju w latach 2009-2011 (tys. sztuk)



Źródło: GUS

Wyższy popyt powinien się przełożyć na zwiększenie obłożenia mocy produkcyjnych na terenie kraju i w związku z tym poprawę wyniku finansowego przedsiębiorstw w branży. Warto wspomnieć, że w przypadku przemysłu ciężkiego próg rentowności, ze względu na wysokie koszty stałe i korzyści wynikające z wielko wolumenowej produkcji (straty energii, koszty osobowe) jest ustalony bardzo wysoko (w przypadku walcowni Huty Aluminium Konin progiem rentowności jest około 84-85% obłożenia mocy produkcyjnych zakładu). Obłożenie powyżej 80% w walcowniach i hutach w oparciu o piece łukowe powinno być wówczas okazją do poprawy wyników względem tych zanotowanych w 2010 i 2009 roku.

Wynik finansowy netto przedsiębiorstw zajmujących się produkcją metali

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| IQ | 1 216,2 | 664,9 | 299,7 | -246,8 |
| IIQ | 1 468,9 | 819,3 | -240,9 | 322,3 |
| IIIQ | 1 168,2 | 827,9 | -224,0 | 108,6 |
| IVQ | 590,2 | -456,7 | -367,7 | |

Źródło: GUS

Transakcja sprzedaży aktywów handlowych Cognor

W ostatnich 4 latach Cognor zbudował sieć dystrybucji wyrobów walcowych w Polsce i Europie Centralnej, jednak kryzys gospodarczy i brak potrzebnego kapitału obrotowego spowodował brak osiągnięcia zadowalających rezultatów z prowadzonej działalności (duże zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynika z faktu, iż za towar otrzymany od producentów Spółki dystrybucyjne płać na bieżąco, a płatności za sprzedawany towar spływają z opóźnieniem w wyniku odroczonej terminowości płatności przyznawanych klientom). Spółka po otrzymaniu dwóch korzystnych ofert na zakup aktywów zdecydowała się na sprzedaż dotychczasowej działalności dystrybucyjnej. Transakcja zakłada sprzedaż polskich aktywów trwałych i wartości niematerialnych i prawnych Cognor na terenie kraju do ArcelorMittal za cenę 148,9 mln PLN o wartości księgowej 76,6 mln PLN (transakcja ma zostać przeprowadzona na przełomie marca i kwietnia, z czego 85% kwoty należnej ma zostać przekazana w momencie realizacji umowy sprzedaży, 5% po 12 miesiącach od zawarcia umowy, a 10% po 2 latach od zawarcia umowy). W wyniku sprzedaży Cognor zobowiązał się do niekonkurowania z ArcelorMittal przez okres 3 lat (za wyjątkiem wyrobów produkowanych i dystrybuowanych przez Żłomrex i spółki Cognor Blachy Dachowe). Aktywa polskie Cognora przejmowane są bez zalegającego na nich zadłużenia (około 20 mln PLN), a jedynymi aktywami pozostającym w Grupie będzie Cognor Blachy Dachowe i kilka nieruchomości o wartości szacowanej przez Zarząd w chwili obecnej na poziomie 30 mln PLN. W sumie wpływ sprzedaży polskich aktywów ArcelorMittal na wynik netto wyniesie +72 mln PLN, a przepływ finansowy z transakcji 149 mln PLN. Zgoda na połączenie ze strony ArcelorMittal została wydana przez UOKiK. Przedmiotem sprzedaży są również udziały w Cognor Stahlhandel GmbH odpowiedzialny za działalność dystrybucyjną Grupy Cognor poza granicami kraju. Cena określona w warunkach transakcji opiewa na 32,7 mln EUR (132 mln PLN) i jest przedmiotem korekty o wynik netto podmiotu od końca 2009 roku do momentu zamknięcia transakcji (Zarząd szacuje, że ten wyniesie 4-5 mln EUR). Wartość księgowa 100% udziałów w Stahlhandel wynosi obecnie 162 mln PLN, czyli biorąc pod uwagę cenę sprzedaży na poziomie 28 mln EUR (w negatywnym scenariuszu Zarządu) to strata na transakcji wyniosłaby 12 mln EUR (48 mln PLN), a przepływ finansowy 22 mln EUR (88 mln PLN). Wraz ze sprzedażą Cognor Stahlhandel zadłużenie Grupy spadnie o kwotę 128,9 mln PLN. W wyniku zbycia Cognor uniknie konieczności dokapitalizowania Grupy Stahlhandel, przy możliwości zagospodarowania środków pieniężnych w bardziej rentowną działalność w sektorze produkcji wyrobów stalowych.

Transakcja nabycia aktywów Żłomrex

Za środki ze zbycia transakcji zamierza przejąć od głównego akcjonariusza (posiadającego 64,4% akcji Cognora) aktywa produkcyjne Żłomrex Metal, Ferrostał Łabędy, HSW Suta Stali Jakościowych za łączną kwotę 703 mln PLN (wartość księgowa aktywów w Żłomrex wynosi około 300-400 mln PLN, a niska wartość kapitałów własnych wynika ze strat lat ubiegłych jednostek zależnych). Żłomrex Metal jest jednym z liderów w obrocie złomem w Polsce, posiadającym 18 oddziałów na terenie kraju. Głównymi odbiorcami Spółki są podmioty zależne Żłomrex (Ferrostał i Huta Stali Jakościowych). Spółka z rynku zbiera około 400-500 tys. ton złomu rocznie (cały krajowy rynek złomu szacowany jest na 3 mln ton), a w dobrych dla branży latach ilość sięgała 0,8-1,0 mln ton złomu rocznie (bieżące obłożenie mocy produkcyjnych można szacować na poziomie 50% z

tendencją rosnącą). Spółka sprzedaje złom również za granicę, np. do hut w Niemczech i Czechach. W przypadku Ferrostalu Łabędy Spółka koncentruje się na produkcji kęsów okrągłych i kwadratowych w piecach elektrycznych, które następnie używane są przez odlewnie, huty, przemysł samochodowy i maszynowy oraz przez jednostki Grupy Złomrex jako surowiec do produkcji wyrobów gotowych. W grudniu Spółka zależna przeszła gruntowny remont stalowni, która 10 stycznia ruszyła na 100% mocy produkcyjnych (w kryzysie obłożenie mocy produkcyjnych sięgało okresami nawet do 30%). Obecnie zgromadzone zamówienia Spółki zależnej gwarantują wykorzystanie całych mocy przerobowych do maja 2011 roku (zamówienia po tym terminie są obecnie kompletowane – wynika to ze zwykłego cyklu składania zamówień). Łączne moce produkcyjne Ferrostalu Łabędy wynoszą 375 tys. ton kęsów rocznie, a Walcowni Bruzdowa, w której Ferrostal posiada 100% udziałów 198 tys. ton wyrobów gotowych łącznie. Ferrostal jak i Huta Stali Jakościowych działają w oparciu o piec łukowy schyłkowy służący do topienia złomu metalowego. Miesięczny wydatek na energię elektryczną obu hut wynosi około 10 mln PLN. W przypadku HSW Huty Stali Jakościowych podmiot zajmuje się produkcją kęsów i wlewków ze stali jakościowych. Łączne moce produkcyjne Spółki wynoszą 261 tys. ton kęsów rocznie, 178 tys. ton wyrobów gotowych długich oraz 100,8 tys. ton wyrobów gotowych płaskich. W zakresie prętów (wyroby gotowe długie) moce produkcyjne na pierwszą połowę roku są obłożone na poziomie 110%, mniejsze obłożenie kształtuje się na wyrobach płaskich, ale po dokonanej w 2010r. modernizacji tej linii produkowane są wyroby wyższej jakości. Wykorzystanie tej linii już na poziomie kilkudziesięciu % zdolności produkcyjnych zapewnia wysoką rentowność tego wydziału (w 2010r. linia ta w ogóle nie pracowała) ponadto Spółka zamierza zwiększyć ilość produkowanych blach pancernych dla przemysłu zbrojeniowego. Moce produkcyjne tego ostatniego asortymentu szacować można na 36 tys. ton rocznie, z czego warto wspomnieć, że asortyment posiada 200%-300% marży brutto ze sprzedaży ze względu na wyższą wartość dodaną. Na poprawę wyników w HSW powinna wpłynąć również redukcja kosztów osobowych na jaką zdecydowano się po wygaśnięciu pakietu socjalnego pod koniec 2010 roku, a która w bieżącym roku ma przynieść oszczędności na poziomie ok. 12 mln PLN.

W sumie za przejmowane aktywa Cognor zapłaci 703 mln PLN, z czego 195 mln PLN w gotówce i ok. 508 mln PLN w postaci długu przejętego i wyemitowanego przez Złomrex kwotowanego w EUR (127 mln EUR). W wyniku przeprowadzenia transakcji w Spółce przybędzie 76 mln PLN środków pieniężnych (52 mln PLN z uwzględnieniem wykupienia 25% udziałów w Stahlhandel).

Rozliczenie transakcji nabycia spółek organizacyjnych

(mln PLN)

| | |
|--|------|
| Cena sprzedaży aktywów do Arcelor Mittal | 149 |
| Cena sprzedaży Cognor Stahlhandel GmbH | 132 |
| Rozliczenie kapitału obrotowego Cognor S.A. | 10 |
| Korekta ceny sprzedaży Cognor Stahlhandel GmbH o wynik finansowy od końca 2009 | -20 |
| Środki płatne na rzecz Złomrex z tytułu sprzedaży spółek organizacyjnych | -195 |
| Przejęcie długu z tytułu emisji euroobligacji wyemitowanych Złomrex International Finance S.A. | -508 |

Źródło: DI BRE Banku

Złomrex dodatkowo ureguluje swoje zobowiązania wobec spółek operacyjnych w kwocie około 60 mln PLN oraz odkupi od Złomrex Metal oraz Ferrostal Łabędy 10 mln akcji Cognor za około 30 mln PLN. Cognor spłaci swoje zobowiązanie z tytułu nabycia 25% Cognor Stahlhandel za 25 mln PLN (transakcja przeprowadzona została w 4Q10), spłaci swoje zadłużenie w wysokości 20 mln PLN i zasilili spółki operacyjne w kwocie 22 mln PLN. W sumie po dokonaniu rozliczeń ze Złomrex Cognor uzyska 9 mln PLN środków pieniężnych, a Złomrex około 105 mln PLN środków pieniężnych. Spółki zależne zasilone zostaną kwotą 112 mln PLN, które to zostaną przeznaczone na działalność operacyjną i spłatę bieżącego zadłużenia (obecnie zadłużenie kredytowe Ferrostalu, Złomrex Metal i HSW wynosi 155 mln PLN).

Wyniki aktywów produkcyjnych przejmowanych od Złomrex

| Przychody (tys. PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | I-IIIQ2008 | IVQ2008 | 2009 | IH2010 | IIIQ2010 | I-IIIQ2010 |
|-------------------------|--------------|----------------|----------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|--------------|
| Ferrostal | | 549,9 | 1 158,7 | | | 475,8 | | | 381,7 |
| Huta Stali Jakościowych | | 584,7 | 568,4 | | | 332,8 | | | 267,6 |
| Złomrex Metal | | 250,1 | 811,5 | | | 335,7 | | | 322,0 |
| Suma | | 1 384,7 | 2 538,6 | | | 1 144,4 | | | 971,3 |
| EBITDA (tys. PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | I-IIIQ2008 | IVQ2008 | 2009 | IH2010 | IIIQ2010 | I-IIIQ2010 |
| Ferrostal | bd. | 103,9 | 70,7 | 71,2 | -0,5 | -56,6 | -2,5 | 3,6 | 1,1 |
| Huta Stali Jakościowych | 67,5 | 93,0 | 54,6 | 63,4 | -8,9 | -18,6 | 12,2 | 15,9 | 28,1 |
| Złomrex Metal | bd. | 3,8 | 32,5 | 32,2 | 0,2 | 6,7 | 9,5 | 4,0 | 13,5 |
| Suma | 172,9 | 200,6 | 157,7 | 166,8 | -9,1 | -68,6 | 19,2 | 23,6 | 42,8 |
| Wynik netto (tys. PLN) | 2006 | 2007 | 2008 | I-IIIQ2008 | IVQ2008 | 2009 | IH2010 | IIIQ2010 | I-IIIQ2010 |
| Ferrostal | bd. | 64,9 | 40,6 | 44,9 | -4,3 | -62,0 | -13,8 | -5,0 | -18,8 |
| Huta Stali Jakościowych | 42,6 | 66,9 | 28,8 | 36,4 | -7,6 | -26,8 | -0,7 | 8,6 | 7,9 |
| Złomrex Metal | bd. | 1,5 | 10,9 | 19,8 | -9,0 | -0,2 | 2,6 | 6,9 | 9,5 |
| Suma | 97,1 | 133,4 | 80,2 | 101,2 | -20,9 | -89,0 | -11,9 | 10,4 | -1,5 |

Źródło: DI BRE Banku

Wyższe obłożenie mocy produkcyjnych w hutach na terenie kraju spowodowane wyższym zapotrzebowaniem na produkty stalowe przy dużym zasobie wolnych środków finansowych w Spółce powodować będzie, że wyniki finansowe aktywów przejmowanych aktywów Grupy Złomrex mają szansę zanotować istotną poprawę w stosunku do 2009 i 2010 roku. Bardzo istotna przy tym jest obecność dużych środków finansowych, jakie mogą zostać przeznaczone na kapitał obrotowy, które w branży przetopu złomu jest bardzo istotne ze względu na konieczność bieżącej regulacji zobowiązań wynikających z zakupu surowca i długich terminów płatności wynikających z faktu, że złom z opóźnieniem trafia do hut i następnie towar dystrybuowany jest do odbiorców, którzy często posiadają odroczone terminy płatności.

Założenia wyceny Spółek operacyjnych (mln PLN)

| EBITDA (mln PLN) | 2011 | Średnia 2012-2014 |
|------------------------------|-------------|--------------------------|
| Spółki Produkcyjne Razem | 147,1 | 208,1 |
| Wynik Netto (mln PLN) | 2011 | Średnia 2012-2014 |
| Spółki Produkcyjne Razem | 96,6 | 135,7 |

Źródło: DI BRE Banku

Zarząd szacuje, że poprawiająca się koniunktura gospodarcza, oraz dokapitalizowanie aktywów produkcyjnych przyczyni się w bieżącym roku do istotnej poprawy wyników bieżącym i kolejnych latach. To według Zarządu pozwolić powinno na wypracowanie wyników operacyjnych w ramach przejmowanych aktywów na poziomie zbliżonym do tych, jaki został osiągnięty w 2008 roku. Pamiętać należy jednak, że wynik tego roku był znacząco obciążony przez straty, jakie podmioty doświadczyły w 4Q skutkiem osłabienia koniunktury w hutnictwie stali.

Wyniki Cognor w kolejnych kwartałach

W kolejnych dwóch kwartałach na wynikach Grupy Cognor ważyć będą transakcje zbycia dotychczasowych aktywów dystrybucyjnych. W 1Q11 Grupa zaksięguje stratę na zbyciu zagranicznych aktywów dystrybucyjnych w wysokości 20 mln PLN. W 4Q10 Spółka zawiązała rezerwę na potencjalną przyszłą stratę w wyniku transakcji sprzedaży w związku z czym strata w 1Q11 ograniczy się wyłącznie do kwoty w jakiej cena sprzedaży podmiotu odbiegać będzie od wcześniejszych założeń (32,7 mln EUR (132 mln PLN), wynikającym z korekty o wynik netto podmiotu od końca 2009 roku do momentu zamknięcia transakcji. Na przestrzeni 1Q11 i 2Q11 zostanie natomiast zaksięgowana transakcja sprzedaży aktywów polskich, co wygeneruje około 72 mln PLN zysku (wydarzenie jednorazowe). Natomiast w drugim lub trzecim kwartale 2011 roku do Grupy Cognora dołączą przejmowane aktywa Złomrexu, które według założeń przynosić będą znaczące wyniki finansowe. Dodatkowo należy pamiętać o kosztach finansowych, jakie będzie ponosić Złomrex po objęciu obligacji od Złomrex. W sumie wartość wyemitowanych obligacji wynosi 127 mln EUR, a kupon płatny jest dwa razy w roku, oprocentowanie jest stałe i wynosi 8,5% w skali roku. Obligacje zapadają w roku 2014. Rocznie koszt obsługi obligacji szacujemy na 10,8 mln EUR (43,2 mln PLN), z czego należy uwzględnić, że pierwszy kupon za 2011 rok został opłacony przez Złomrex.

Prawdopodobne podwyższenie kapitału

W związku ze zwołanym na dzień 14 marca 2011 roku NWZA główny akcjonariusz wystąpił o uzupełnienie porządku obrad o punkt dotyczący emisji do 6 622 warrantów subskrypcyjnych serii z prawem do objęcia 66,2 mln akcji nowej emisji z wyłączeniem prawa poboru warrantów subskrypcyjnych przez dotychczasowych akcjonariuszy. Warranty emitowane są po cenie emisyjnej 50 PLN w formie imiennej, a lista uprawnionych do objęcia warrantów zostanie ustalona na podstawie listy uprawnionych do udziału w NWZA zwołanym na dzień 14 marca 2011 roku. Każdy akcjonariusz może objąć i nabyć 1 warrant subskrypcyjny w taki sposób, że na każde 10 000 akcji Spółki można nabyć 1 warrant. Natomiast jeden warrant uprawnia do objęcia 10 000 akcji po cenie emisyjnej 4 PLN przez okres 10 lat, każdego roku między 10 a 15 stycznia. W wyniku podniesienia kapitału zakładowego Złomrex zapewnia sobie możliwość dokapitalizowania Cognor w przyszłości, gdyż jak na razie 105 mln PLN, środków pieniężnych, jakie przybędą w wyniku przeprowadzenia transakcji w Złomrex są przedmiotem zabezpieczenia wyemitowanych przez Spółkę obligacji. Dodatkowo Złomrex bez Ferrostalu, Złomrex Metal i HSJ pozostanie wyłącznie wehikułem bez istotnych aktywów operacyjnych. W przyszłości, gdy dokapitalizowane aktywa produkcyjne dojdą do wyższej rentowności, główny akcjonariusz Cognora będzie miał możliwość większego zaangażowania się w Spółkę zależną, po cenie zbliżonej do bieżącej, a obecność głównych aktywów produkcyjnych na giełdzie i możliwość dalszego dokapitalizowania Spółki poprzez emisję akcji będzie platformą do dalszej ekspansji na rynku hutniczym.

Uproszczona symulacja wyników finansowych w kolejnych latach

Założenia:

- Zakładamy, że przejęcie aktywów produkcyjnych od Złomrex nastąpi w połowie 2011 roku.
- Zakładamy, że sprzedaż aktywów dystrybucyjnych Cognor nastąpi na przełomie 1Q11 i 2Q11 oraz uwzględniamy sprzedaż Cognor Stahlhandel na początku lutego 2011 roku. W wyniku sprzedaży austriackiej części stratę jednorazową na transakcji sprzedaży szacujemy na 20 mln PLN, a zysk na transakcji sprzedaży części szanujemy na poziomie 72 mln PLN.
- Zakładamy, że dotychczasowe aktywa dystrybucyjne Cognor wygenerują w bieżącym roku 10 mln PLN straty EBITDA i 8 mln PLN straty netto (Stahlhandel przez okres 1 miesiąca konsolidacji w działalności zaniechanej oraz aktywa polskie konsolidowane w działalności zaniechanej przez okres 3 miesiące).
- Zakładamy, że w latach 2012 i 2013 zysk netto i EBITDA rosnąć będzie z dynamiką 10% rocznie.
- Zakładamy, że w 2011 roku Cognor zapłaci jeden kupon od obligacji wyemitowanych przez Złomrex natomiast w kolejnych latach będzie płacić oba kupony rocznie (43,2 mln PLN rocznie).
- W kalkulacji długu netto zakładamy, że do zadłużenia netto jakie obserwowaliśmy na koniec 3Q10 (119,8 mln PLN) Spółka w 2011 roku otrzyma 85% z kwoty 149 mln PLN należnych za sprzedawane aktywa dystrybucyjne na terenie

kraju oraz 5% i 10% tej kwoty w latach kolejnych, a także otrzyma 85% z kwoty 88 mln PLN (cena sprzedaży aktywów zagranicznych pomniejszona o koszt wykonania opcji na zakup 25,1% udziałów w Stahlhandel w wysokości 6 mln EUR) oraz 5% i 10% tej kwoty w latach kolejnych. Zakładamy również, że w wyniku sprzedaży Stahlhandel zadłużenie Grupy spadnie o 128,9 mln PLN (Podmiot sprzedawany wraz z własnym długiem). Do długu netto dodajemy również 195 mln PLN, jakie Cognor przekaże Złomrex za zakupywane aktywa oraz dodajemy 508 mln PLN w wyniku przejęcia obligacji wyemitowanych przez Złomrex (127 mln EUR). Zakładamy również, że Złomrex spłaci według umowy swoje zobowiązania wobec aktywów produkcyjnych w wysokości 60 mln PLN i odkupi od tych podmiotów akcje Cognora (30 mln PLN). Na koniec do długu netto dodajemy 155 mln PLN zadłużenia, jakie ciążą na aktywach produkcyjnych przejmowanych od Złomrex.

- W kalkulacji EV/EBITDA z uwzględnieniem akcji nowej emisji (w przypadku realizacji warrantów) z długu netto zdejmuujemy 265,2 mln PLN, które wynikają z objęcia 66,2 mln akcji nowej emisji po 4 PLN za akcje oraz objęcia 6,6 tys. warrantów po 50 PLN za jeden warrant.

Symulacja wpływu przejęcia zmiany struktury aktywów w Spółce Cognor

| (mln PLN) | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA (Ferrostal, Złomrex Metal, HSJ) | 73,5 | 161,8 | 178,0 |
| Zysk netto (Ferrostal, Złomrex Metal, HSJ) | 48,3 | 106,3 | 116,9 |
| EBITDA (dotychczasowe aktywa Cognor) | -10,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk netto (dotychczasowe aktywa Cognor) | -8,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wydarzenia jednorazowe | 52 | 0 | 0 |
| Odsetki od zadłużenia | -21,6 | -43,2 | -43,2 |
| EBITDA (Cognor) | 63,5 | 161,8 | 178,0 |
| Zysk netto (Cognor) | 70,7 | 63,1 | 73,7 |
| Dług netto | 557,4 | 545,6 | 521,9 |
| Cena akcji | 4,59 | 4,59 | 4,59 |
| P/E (bez uwzględnienia akcji nowej emisji) | 4,3 | 4,8 | 4,1 |
| EV/EBITDA (bez uwzględnienia akcji nowej emisji) | 13,6 | 5,3 | 4,6 |
| P/E (bez uwzględnienia akcji nowej emisji i bez wydarzeń jednorazowych) | 16,3 | 4,8 | 4,1 |
| EV/EBITDA (bez uwzględnienia akcji nowej emisji i bez wydarzeń jednorazowych) | 13,6 | 5,3 | 4,6 |
| P/E (z uwzględnieniem akcji nowej emisji i bez wydarzeń jednorazowych) | 32,5 | 9,6 | 8,3 |
| EV/EBITDA (z uwzględnieniem akcji nowej emisji i bez wydarzeń jednorazowych) | 14,2 | 5,5 | 4,9 |

Źródło: DI BRE Banku

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.klischcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrzesniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Assec Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Assec Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendacją.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.