

# ANALIZA GRUPY COGNOR HOLDING

## SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Cognor Holding – podsumowanie.....	2
Cognor Holding – informacje o grupie.....	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat .....	3
Strategia rozwoju .....	6
Cognor Holding – analiza finansowa.....	7
Przychody, wyniki i prognozy .....	7
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy .....	10
Pozostałe kwestie .....	11
Zastrzeżenia .....	12

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan. Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartałów 2018 roku.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prośba o dokładne zapoznanie się z nim.

## ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Dobra sytuacja w branży stalowej, wspierana przez politykę Unii Europejskiej (cła ochronne na import stali)	Branża stalowa jest podatna na cykle gospodarcze
Historycznie wysokie spready (marże) między ceną zakupu złomu, a sprzedaży produktów gotowych	Wyemitowane obligacje zamienne na akcje (warranty) będą rozwadniać kapitał grupy – zmniejszać zysk na akcję
Zakończona restrukturyzacja zadłużenia, 25 mln zł rocznie przewidywanych oszczędności na kosztach finansowych	Dynamicznie wzrosły ceny energii – wyniki 2019 roku mogą się pogorszyć z tego tytułu nawet o 40 mln zł
Integracja pionowa – cały proces w grupie (zakup złomu, przerób w hucie, produkt finalny w walcowni)	Niepewność co do rozwoju „wojen handlowych” i polityki protekcyjnej Unii Europejskiej

## COGNOR HOLDING – PODSUMOWANIE

**Cognor Holding** to holdingowa spółka giełdowa, posiadająca 94,38% udziałów w spółce Cognor S.A. W skład Cognor S.A. wchodzi: zajmujący się **skupem złomu Złomrex**, **dwie huty stali** (HSJ w Stalowej Woli i Ferrostal w Gliwicach) oraz **dwie walcownie** (Kraków i Zawiercie).

Według danych za 2017, **roczne obroty grupy to blisko 1,8 mld zł**, jej kapitały własne to 240 mln zł, a **zysk netto 50 mln zł**. Grupa od 1994 roku notowana jest na GPW w Warszawie, a jej obecna kapitalizacja wynosi 220 mln zł, a więc stosunkowo niewiele w porównaniu do zysku netto za 2017 rok (jednak kapitalizacja nie uwzględnia potencjalnego rozwodnienia akcji).

Uproszczony proces w grupie wygląda następująco: **Złomrex kupuje złom i dostarcza go do hut stali Ferrostal i HSJ. Huty przerabiają złom na półprodukty (kęsy) lub produkty finalne (blacha), a za pomocą walcowni w pręty, płaskowniki i podobne wyroby**. Huta Ferrostal produkuje stal w jakości przemysłowej (budowlanka), a huta HSJ stale lepsze gatunkowo (wykorzystywane w motoryzacji czy przemyśle zbrojeniowym – w pojazdach Rosomak).

Produkty finalne od Cognor kupuje przede wszystkim przemysł motoryzacyjny i budowlany, a zatem mocno uzależniony od koniunktury gospodarczej. Obecnie grupa nie ma problemu ze sprzedażą, huty pracują na blisko 100% mocy produkcyjnych, a portfel zamówień jest wypełniony.

Huty Cognor pracują w technologii EAF (25% hut na świecie, wyjaśnienie w dalszej części), która obecnie jest droższa od konkurencyjnej technologii BOF.

Jak wspomniałem grupa jest mocno zależna od koniunktury w gospodarce, ale także od regulacji prawnych (normy środowiskowe) czy protekjonizmu. Można powiedzieć, że aktualna sytuacja (wojny handlowe USA – Chiny, cła) sprzyja grupie. Unia Europejska stara się chronić rodzimy przemysł hutniczy, między innymi nakładając cła na import stali, dzięki temu ceny stali utrzymują się na wysokim poziomie.

Obecne wyniki grupy są bardzo dobre, a rentowność 5% netto jest zbliżona do tej oczekiwanej przez UE dla branży. Jednak grupa ma niewielki wpływ na ceny sprzedaży wyrobów i ceny zakupu złomu – ceny kształtuje rynek. Różnica między ceną zakupu złomu, a ceną sprzedaży produktu jest to spread, czyli marża jaką grupa wypracowuje. Marża ta jest zużywana na koszty produkcji (EAF), koszty zarządu, koszty sprzedaży, koszty finansowe, a to co pozostaje, jest zyskiem dla grupy.

Patrząc na przyszłe wyniki Cognor, po pierwsze musimy wziąć pod uwagę dalszą koniunkturę gospodarczą i ochronę rynku w ramach UE. W skali samej grupy bardzo dużo zależy od cen prądu, według moich szacunków z tego tytułu dojdzie 35-40 mln zł dodatkowych kosztów w skali roku (obliczenia w dalszej części), o ile nie będzie zapowiadanego ze strony rządu wsparcia. Z drugiej strony w 2018 roku grupa zrefinansowała bardzo drogie zadłużenie z tytułu obligacji, z tego tytułu w 2019 roku spodziewa się 25 mln zł oszczędności.

Uwzględniając ryzyka osłabienia koniunktury gospodarczej, czy wzrostu cen prądu trudno zakładać, że 2019 będzie rokiem dalszej dynamicznej poprawy wyników, raczej należy się nastawiać na ich stagnację lub spadek i w taki sposób podejść do wyceny grupy w dalszej części analizy.

## COGNOR HOLDING – INFORMACJE O GRUPIE

### HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

Historia grupy jest bardzo ciekawa. Spółka powstała w 1991 roku zajmując się początkowo działalnością w obszarze handlu wyrobami hutniczymi (jako Centrostal S.A.). W 2006 roku pakiet kontrolny akcji grupy został nabyty przez Złomrex i spółka stała się częścią większej grupy zajmującej się produkcją wyrobów hutniczych oraz obrotem złomami metali.

Właściciel Złomrexu, Przemysław Sztuczkowski, tak dobrze zarabiał na obrocie złomem, że zaczął intensywnie przejmować inne podmioty, między innymi Hutę Stali Jakościowych (HSJ) i Ferrostal Łabędy, a także właśnie Centrostal. Hitem był zakup od austriackiego koncernu sieci handlowej obejmującej zasięgiem kilka krajów naszego regionu Europy. Całość dystrybucji miała zostać skonsolidowana i działać jako spółka giełdowa pod szyldem Cognora. W 2007 roku grupa przejęła chorwacką hutę Zeljazara Split, a próbowała również przejąć stocznie Gdynia i Szczecin. Transakcje były finansowane w dużej części długiem, w tym obligacjami.

I wtedy nadszedł kryzys, upadek Lehman Brothers i biznes się przestał spinać.

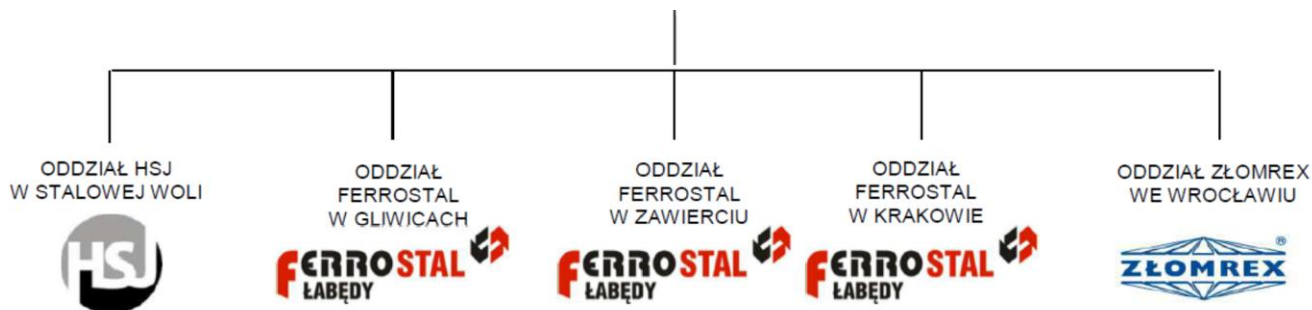
Biznes dystrybucyjny w Polsce i Europie został sprzedany (strata 200 mln zł według Forbes), podobnie jak huta w Splicie (strata 160 mln zł według Forbes), w grupie natomiast pozostały huty i działalność związana ze skupem złomu (reorganizacja miała miejsce w 2011 roku). Grupie starczyło środków na spłatę kredytów, ale na zadłużenie z tytułu obligacji już nie. W 2014 roku miało miejsce refinansowanie zadłużenia. Koszt odsetek od obligacji był bardzo wysoki, nawet kilkanaście procent rocznie, a z uporządkowaniem zadłużenia grupa borykała się aż do obecnego, 2018 roku.

Myślę, że warto patrzeć na grupę przez pryzmat jej historii, zarówno główny właściciel, jak i dyrektor finansowy pracują w Cognor od wielu lat i wspólnie zmagali się z kryzysami, zapewne historia ta zahartowała ich i ma wpływ na obecne podejście do biznesu. Przejdźmy teraz do aktualnego przedmiotu działalności grupy.

Cognor to zintegrowany pionowo producent stali. Pionowa integracja polega na tym, że w ramach grupy Cognor pozyskuje złom (16 centrów odbioru złomu), który następnie przetapia w hutach do postaci płynnej. Po oczyszczeniu i wzbogaceniu w odpowiednie dodatki złom staje się stalą. Płynna stal poddawana jest krystalizacji i odlewana w formie tzw. kęsów, które są półwyrobami. Półwyroby stanowią wsad do produkcji produktów finalnych. W konsekwencji, grupa w zakresie oferowanych produktów może **samodzielnie wykonywać procesy technologiczne od zakupu złomu do wytworzenia produktu.**

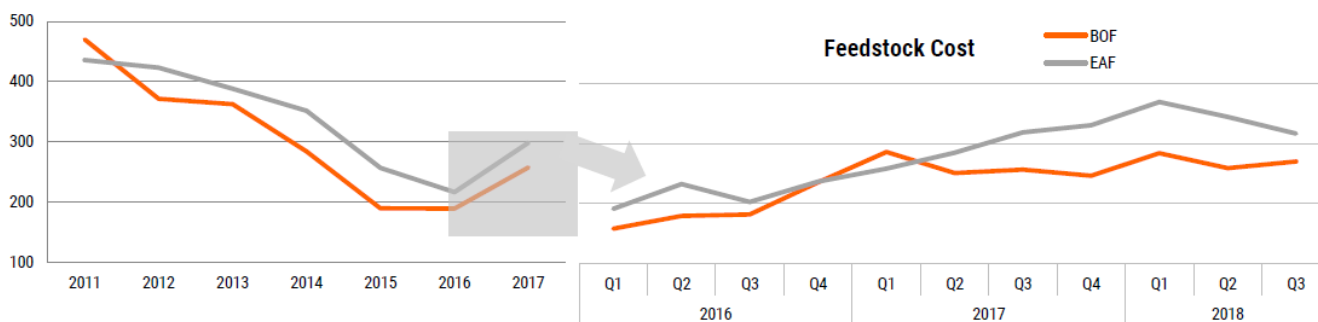
*Pionowa integracja grupy umożliwia **pełną kontrolę procesu produkcyjnego**, co pozwala na terminową realizację zamówień oraz zapewnia **elastyczność w produkcji**, co z kolei wpływa na **zdolność uzyskiwania wyższych marż**, w tym marż wyższych od konkurentów, którzy bazują na zakupie części lub całości półwyrobów od podmiotów zewnętrznych.*

W ramach grupy działają 2 huty stali (HSJ w Stalowej Woli i Ferrostal w Gliwicach) oraz dwie walcownie (Kraków i Zawiercie).



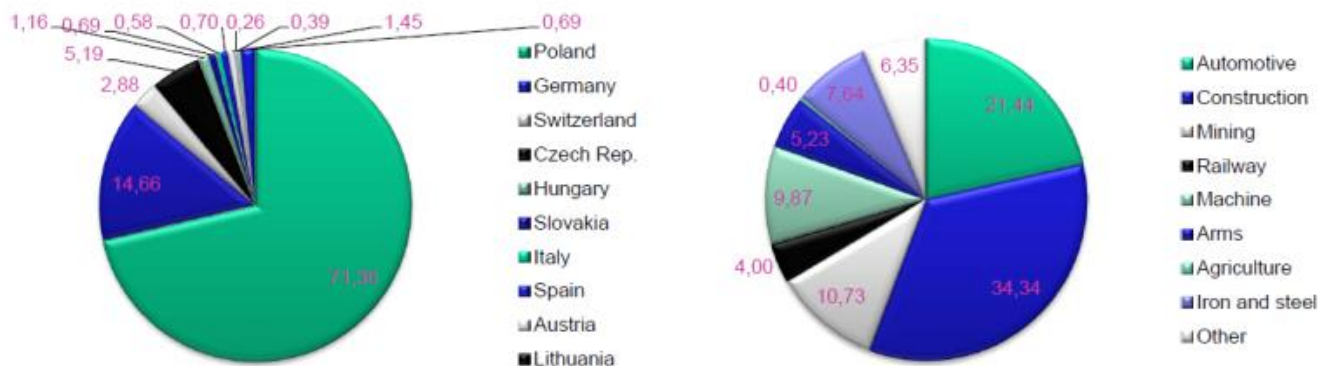
HSJ to dawniej Huta Stali Jakościowych i właśnie stale wysokogatunkowe są wyróżnikiem tej huty. Produkuje między innymi stale pancerne (w tym dla kołowych transporterów opancerzonych Rosomak), żaroodporne oraz stal nierdzewną. Ferrostal specjalizuje się w produkcji stali węglowych ogólnego przeznaczenia i stali niskostopowych oraz niskowęglowych o wysokich wymaganiach jakościowych (głównie stal dla budownictwa, górnictwa i przemysłu maszynowego). Jednocześnie szeroki asortyment wyrobów długich produkowanych w walcowniach w Zawierciu (ZW WB) i Krakowie (ZW Profil) pozwala na **szybkie dostosowanie się do zmieniających się warunków rynkowych**.

Produkcja stali odbywa się na świecie w 2 technologiach: EAF (25% światowej produkcji) i BOF. Cognor działa w technologii **EAF, która polega na stopieniu złomu** i przekształceniu w stal przy użyciu łuku elektrycznego dużej mocy. Technologia EAF ma kilka przewag: daje możliwość budowy jednostek produkcyjnych o relatywnie **niewielkich rozmiarach**, a co za tym idzie większą elastyczność realizacji zleceń, a także jest bardziej **przyjazna środowisku**. Technologia **BOF z kolei bazuje na surowce wytwarzanej w wielkich piecach z wsadu w postaci rudy żelaza, węgla koksowego**, z niewielkim dodatkiem złomu stalowego. Niestety aktualnie koszt produkcji tony stali w technologii stosowanej przez Cognor jest o około 50 USD wyższy niż według alternatywnej metody, przez co sprzedaż niektórych asortymentów jest mniej opłacalna.



W roku 2016 z produkcją 629 tys. ton stali surowej, grupa posiadała 7% udziału w polskiej produkcji stali. Z kolei udział grupy w rynku produkcji stali specjalistycznych i stopowych, przy 205 tys. ton produkcji tego typu stali w 2016 roku, wyniósł 23,0%. Udział rynkowy grupy w skupie złomu w Polsce, uwzględniając złom wykorzystany na potrzeby własne i sprzedany do klientów zewnętrznych, szacowany jest na ponad 13,5% w 2016 roku

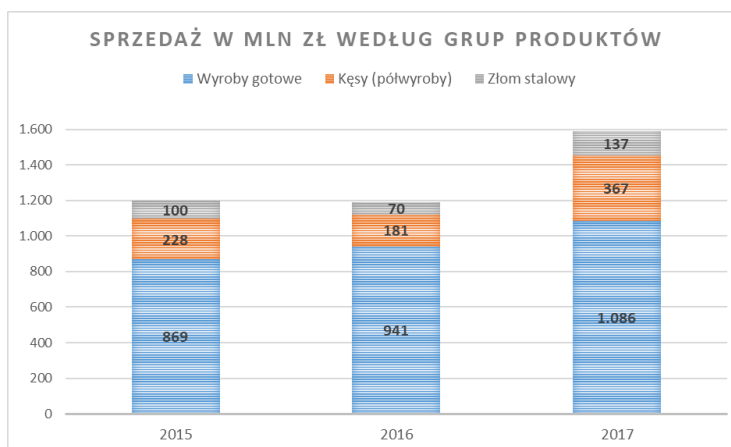
Grupa sprzedaje przede wszystkim na rynek w Polsce (ponad 70% sprzedaży w 2017 roku), ale istotnym odbiorcą są również firmy motoryzacyjne z Niemiec (około 15% sprzedaży kierowane jest na ten rynek, głównie z HSJ). Głównymi odbiorcami produktów grupy są branże budowlana i motoryzacyjna.



Sprzedaż grupy jest dobrze zdywersyfikowana. Żaden z największych klientów grupy nie odpowiada za więcej niż 10% przychodów, a łączna liczba aktywnych klientów Cognor wynosi około 700. Z największymi odbiorcami grupa posiada stabilne relacje, pracując z większością z nich ponad 5 lat. Jednym z istotnych odbiorców grupy jest Węglkokoks, który jest z kolei spółką matką dla Huty Łabędy, która jest mniejszościowym udziałowcem Cognor S.A.

Największy udział w sprzedaży Cognoru (i największe marże) mają wyroby gotowe i na tą grupę położę szczególny nacisk w analizie. Segment złomu nie dostarcza wysokich marż, ale jest istotny ze względu na zabezpieczenie produkcji pozostałych segmentów.

Suma sprzedaży z grup zamieszczonych na wykresie obok nie pokrywa się z roczną wartością sprzedaży Cognor, ponieważ na sprzedaż całej grupy składają się także: produkcja pokryć dachowych, deweloperka, odlewnia produktów z metali kolorowych, handel tymi produktami, skup i sprzedaż złomu metali kolorowych oraz usługi transportowe.



Przemysł stalowy charakteryzuje się z cyklicznością, co wynika głównie z wykorzystania produktów stalowych w branżach cyklicznych i podatnych na zmiany koniunktury gospodarczej. Dotyczy to przede wszystkim branży motoryzacyjnej i budowlanej. Na rynek stali, między innymi, wpływ mają regionalne i globalne moce produkcyjne, wahania importu/eksportu, cła i bariery handlowe, jak również globalne poziomy zapasów u klientów (cykl gromadzenia oraz uwalniania zapasów). **Przemysł stalowy na świecie cierpi na strukturalną nadwyżkę zdolności produkcyjnych**, którą dodatkowo wzmacniają okresy globalnej lub regionalnej słabości gospodarczej ze względu na słabszy globalny lub regionalny popyt. W szczególności Chiny są największym światowym odbiorcą i producentem stali, a równowaga między krajową produkcją, a konsumpcją była ważnym czynnikiem wpływającym na globalne ceny stali w ostatnich latach. **Zdolność do produkcji stali w Chinach obecnie znacznie przewyższają popyt na rynku lokalnym**, co ma znaczenie w świetle spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Chinach oraz zmniejszenia zużycia stali. Grupa obserwuje również konkurencję cenową ze strony producentów stali z rynków wschodzących. Ponadto, niektórzy polscy konkurenci realizują plany modernizacji i ekspansji, dzięki którym mogą zwiększyć swoją wydajność lub opracować nowe produkty. O światowym rynku stali [można przeczytać tutaj](#).

Głównym graczem na rynku w Polsce jest Arcelor Mittal, który posiada około 50% udział w polskim krajowym rynku stali.

Jak już wspominałem, od 1994 roku grupa notowana jest na GPW w Warszawie, a jej obecna kapitalizacja to około 220 mln zł. Głównym akcjonariuszem (77,64%) spółki jest kontrolowany przez Przemysława Sztuczkińskiego PS Hold CO. W

akcjonariacie znajdziemy również kilka OFE i TFI, ale z raczej niewielkim udziałem. Łączna liczba wszystkich akcji wynosi 118,7 mln zł, ale warto pamiętać, że grupa posiada wyemitowane obligacje zamienne na akcje. Aktualna wartość emisji obligacji możliwych do zamiany wynosi niecałe 20 mln EUR, a ewentualna cena zamiany to 1,92 zł za akcje. A więc liczba akcji w obrocie może w perspektywie 3 lat wzrosnąć do 175 mln.

Członkowie zarządu oraz większość kadry kierowniczej wyższego szczebla są związani z grupą od wielu lat, z czego członkowie zarządu ponad 15 lat. Prezesem grupy jest jej założyciel i główny udziałowiec, Przemysław Sztuczkowski. W 1990 roku założył Przedsiębiorstwo Obrotu Surowcami Wtórnymi „Złomrex”, w latach 2006-2009 stworzył poprzez akwizycje i fuzje grupę Cognor. Od 2011 roku pełni obowiązki prezesa zarządu grupy. Za finanse grupy od 2002 roku odpowiada Krzysztof Zoła. Co ciekawe, w 2007 roku otrzymał on, za liczne przejęcia Złomrexu, czy emisje obligacji, tytuł Dyrektora Finansowego Roku. Los okazał się przewrotny, bo właśnie te przejęcia i obligacje o mało nie pogrążyły grupy.

Sprawozdanie finansowe grupy za 2017 rok badane było przez PricewaterhouseCoopers i otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”.

## STRATEGIA ROZWOJU

*Celem Grupy Cognor jest budowanie wartości dla akcjonariuszy poprzez maksymalizację rentowności Grupy przy jednoczesnym dążeniu do budowania zdolności dywidendowej.*

Tyle na poziomie ogólnym, wchodząc w szczególności do tej pory grupa nie miała wiele do powiedzenia w zakresie strategii, chociażby z tego powodu, że wysokie zadłużenie uniemożliwiało planowanie inwestycji, środki z działalności operacyjnej przeznaczane były przede wszystkim na spłatę zadłużenia, a w dużej części również i odsetek od tego zadłużenia.

Elementy strategii Grupy, które mają zapewnić osiągnięcie założonych celów obejmują:

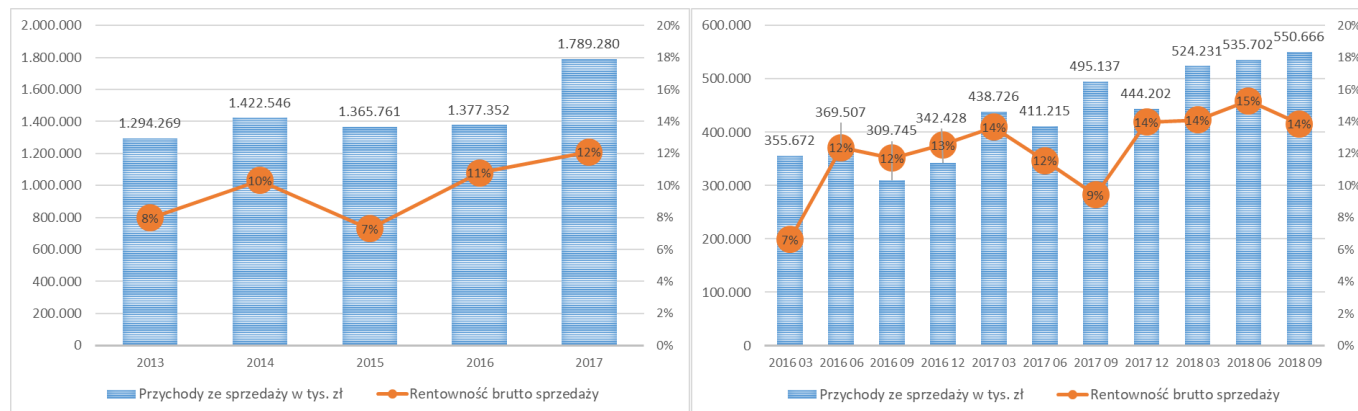
- Dążenie do zwiększenia **elastyczności w zakresie oferowanego asortymentu** i możliwość dostosowania oferty do aktualnych potrzeb rynku,
- **Dalsza optymalizacja kosztów**. Grupa stale prowadzi działania i wdraża rozwiązania mające na celu redukcję kosztów i zwiększanie produktywności w zakładach produkcyjnych,
- **Refinansowanie zadłużenia**. W toku prowadzonej działalności Grupa wykorzystuje finansowanie zewnętrzne (w szczególności obligacje, kredyty bankowe, leasing finansowy oraz faktoring).

Refinansowanie zadłużenia właśnie się powiodło, teraz wydaje się, że grupa może zacząć aktywniej działać na pozostałych polach., co zresztą ma miejsce na przykład w zakresie inwestycji.

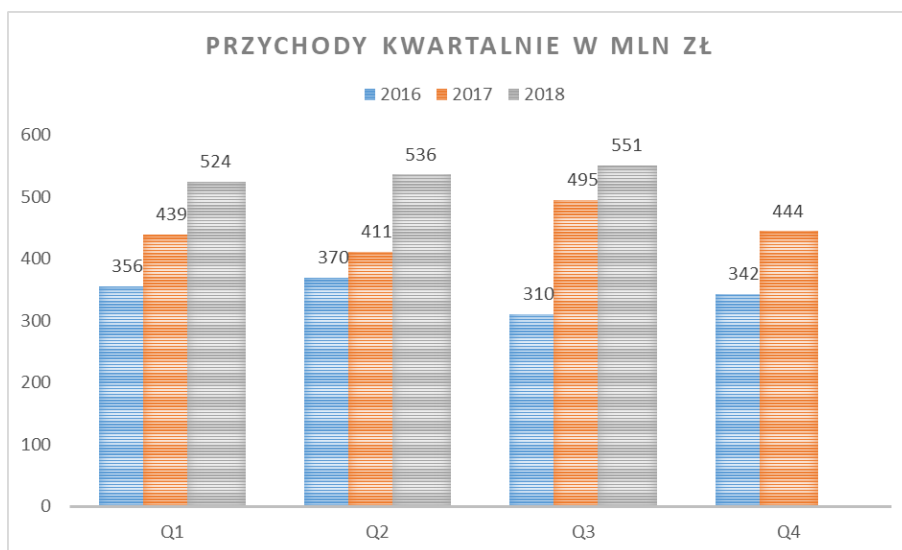
## COGNOR HOLDING – ANALIZA FINANSOWA

## PRZYCHODY, WYNIKI I PROGNOZY

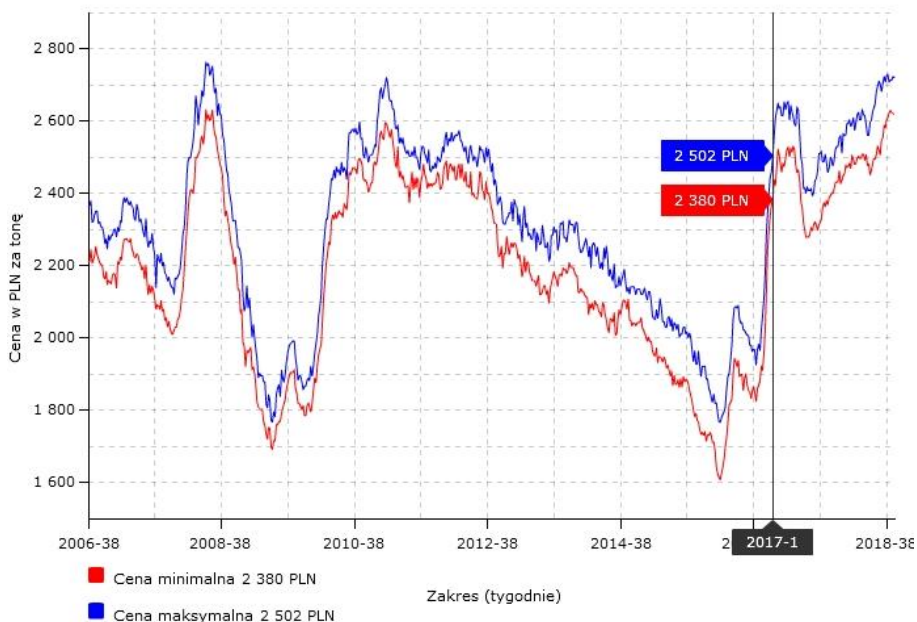
Zaczynamy tradycyjnie od spojrzenia na przychody ze sprzedaży i rentowność sprzedaży:



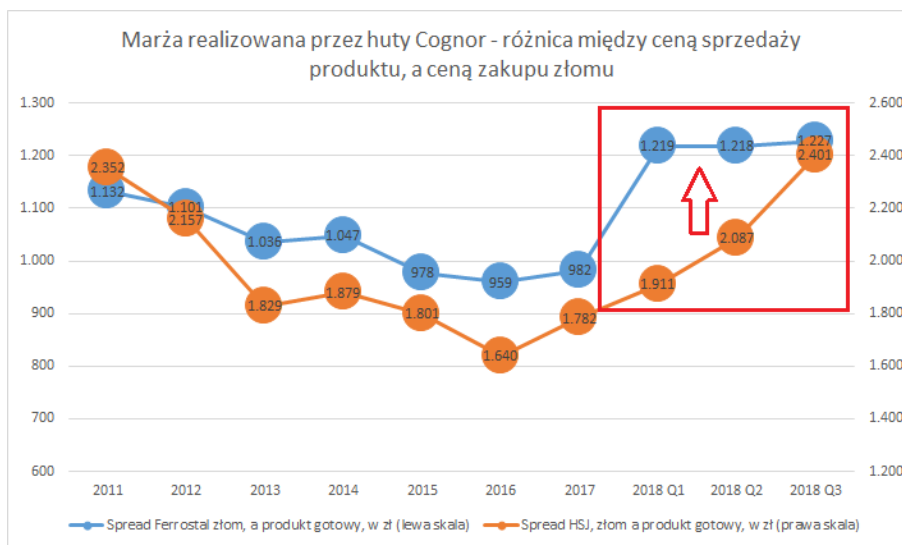
Widzimy **bardzo mocny wzrost sprzedaży (a również marży) w 2017 roku** i widzimy wyraźnie, że **wzrost ten (również marży na sprzedaży) jest kontynuowany w kolejnych kwartałach 2018 roku**. Spójrzmy na przychody ułożone według kwartałów:



Dlaczego jest tak dobrze i jak wiele w tym temacie zależy od grupy? W zasadzie odpowiedź otrzymamy na wykresie cen stali (blacha gorącowalcowana S235) za tonę:



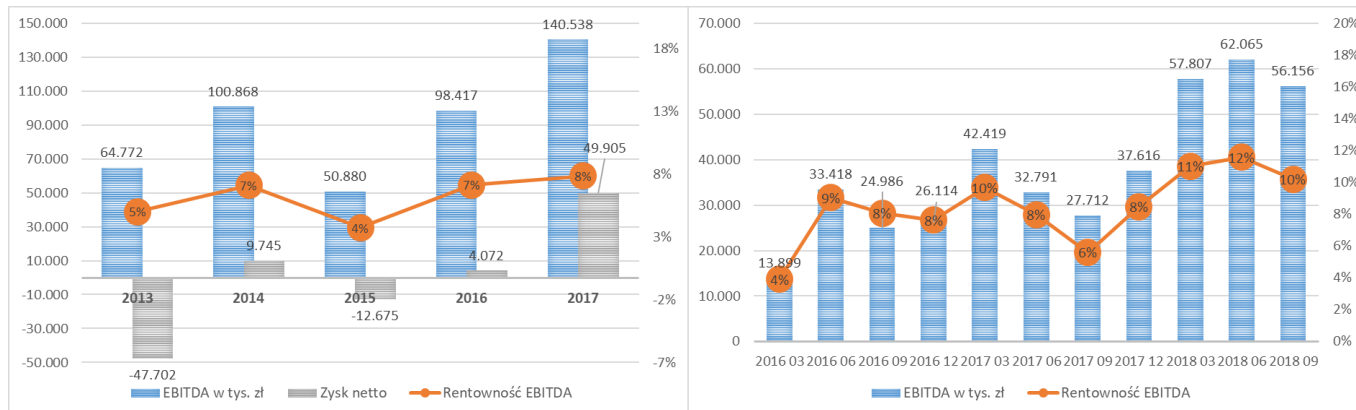
Dokładnie **pod koniec 2016 roku rozpoczął się rajd na cenach stali**. Grupa nie musiała zwiększać ilościowo sprzedaży, temat „załatwiły” znacznie wyższe ceny produktów gotowych. Z reguły wraz ze wzrostem cen stali mamy do czynienia ze wzrostami cen złomu (czyli spread – marża dla grupy się nie zmienia istotnie), ale tym razem grupie udało się osiągnąć korzyści również na marży, czyli na różnicy między ceną zakupu złomu, a ceną sprzedaży produktu gotowego. Tak to wygląda na wykresie:



Powyższy wykres jest szczególnie ważny w kontekście analizy przyszłych wyników grupy Cognor, jak widzimy **aktualne marże grupy są na rekordowych historycznie poziomach**. Trudno określić, jak długo taka sytuacja może się utrzymać.

Mamy zatem rekordowe przychody ze sprzedaży i rekordowe marże na sprzedaży, czego zatem możemy spodziewać się po wynikach? Oczywiście:





**2017 rok (wykres po lewej) przyniósł rekordowy poziom zysku EBITDA i zysku netto (a także rentowności EBITDA).** Jeszcze lepiej, wręcz fenomenalnie sytuacja grupy wygląda po III kwartałach 2018 roku. EBITDA w tym okresie wyniosła 176 mln zł (wobec 141 mln zł w całym 2017 roku), a **zysk netto 78 mln zł** (wobec 50 mln zł w całym 2017 roku). Grupa zasygnalizowała, że IV kwartał 2018 będzie nieco gorszy, niż Q3 2018 (ale lepszy, niż Q4 2017).

Przechodząc do prognozy krótkoterminowej można więc po cichu zakładać, że grupa w 2018 roku zarobi netto nawet 100 mln zł. Dla przypomnienia jej kapitalizacja to 220 mln zł (nie licząc rozwodnienia). W czym tkwi zatem haczyk i jak podejść do wyceny spółki?

Najpierw podsumujmy sytuację aktualną. Grupie sprzyjają wysokie ceny stali, wysokie spready między ceną zakupu złomu, a ceną sprzedaży produktów gotowych. Pozytywna jest sytuacja w gospodarce w Polsce i w Niemczech. Na korzyść producentów stali w Unii Europejskiej działają cła nakładane na import stali, czy wojna handlowa, którą rozpoczęły Stany Zjednoczone. Dodatkowo już od IV kwartału 2018 roku grupa będzie osiągać oszczędności na kosztach finansowych rzędu 2 mln zł miesięcznie. Nie rozwijałem tego tematu w analizie, ale grupie udało się w końcu zrefinansować bardzo drogie obligacje korporacyjne o wiele tańszymi kredytami bankowymi.

To wszystko co powyżej napisałem to historia, która daje nam pewien obraz grupy, jej możliwości, pozycję rynkową, sposób zarządzania czy podejście osób zarządzających firmą. Jednak w żaden sposób nie przybliży nas do wyceny grupy w przyszłości.

W szacowaniu przyszłych wyników grupy istotne jest to, że w zasadzie niewiele zależy od samego Cognoru, a bardzo wiele od cen sprzedaży stali, czy kosztów jej produkcji, tu szczególnie mam na myśli koszty energii. Według moich szacunków dodatkowy koszt energii dla Cognor może wynieść 35-40 mln zł w skali roku (w 2017 roku Cognor zużył 378 tys. MWh, a wzrost ceny szacowany jest na 100 zł za MWh). Wiemy, z wykresów powyżej, że grupa osiąga rekordowe spready, ta sytuacja też pewnie nie będzie trwać w nieskończoność. Nie wiadomo jak wyglądać będzie polityka Unii Europejskiej w zakresie ceł na import stali. No i jaka będzie przyszła koniunktura gospodarcza. Dla przykładu cła ochronne cieszą producentów stali, bo mają wyższe marże, ale smucą producentów samochodów w Niemczech, bo tracą konkurencyjność. I w efekcie będą kupować mniej stali, albo przenosić produkcję poza Unię, na czym ucierpią producenci stali w UE – kółko się zamyka.

Wracając do prognozy - tak naprawdę każdy z nas może sporządzić swoją prognozę przy określonych założeniach i każdy z nas może mieć rację. Spróbuję oszacować w uproszczony sposób wyniki grupy w kolejnych latach. W 2017 przychody grupy wyniosły 1,8 mld zł, w obecnym wynoszą 520-550 mln zł kwartalnie, czyli z dużym prawdopodobieństwem przekroczą 2,1 mld zł. Zakładając na 2018 rok 100 mln zysku netto (po III kwartałach jest 78 mln zł, a więc niewiele brakuje) otrzymujemy 4,7% rentowności netto. 2019 rok z pewnością będzie bardziej wymagający, chociażby ze względu na ceny energii (które częściowo zrekompensują niższe koszty odsetkowe), też nie jestem przekonany co do możliwości utrzymania wysokich spreadów. Nie zakładam jednak spadku cen stali, chociażby ze względu na rosnące koszty. Podsumowując, ostrożnie przyjmuję na 2019 rok

2 mld zł przychodów i 3% rentowności netto, co oznacza **60 mln zł zysku netto** (wobec 100 mln w 2018 roku, czyli różnica = wyższym kosztom energii, efekt niższych kosztów finansowych „pokryty” przez wzrost innych kosztów lub spadek marż). Przy w miarę stabilnej sytuacji gospodarczej jest szansa na powtarzalność tego wyniku w latach kolejnych.

Drugą kwestią istotną w wycenie spółki jest liczba akcji, na które ten (potencjalny) zysk się rozłoży. Grupa wyemitowała obligacje zamienne na akcje. Obecnie grupa posiada 118,7 mln wyemitowanych akcji, ale również 56,3 mln wyemitowanych warrantów. Jeżeli wszystkie warranty zostaną skonwertowane na akcje, otrzymamy 175 mln akcji (taką ilość akcji przyjął również BDM w swojej wycenie z maja 2018 roku).

Przy 60 mln zł zysku i 175 mln akcji otrzymujemy 34 grosze zysku na akcję. Dla takich parametrów, jeżeli uznajemy za atrakcyjne P/E na poziomie 5, otrzymujemy cenę 1 akcji na poziomie 1,7 zł (a więc nieco niższej niż obecnie), a jeżeli uważamy, że Cognor powinien być wyceniany przy P/E na poziomie 10, otrzymujemy cenę 1 akcji na poziomie 3,4 zł (a więc ogromny potencjał do wzrostu kursu).

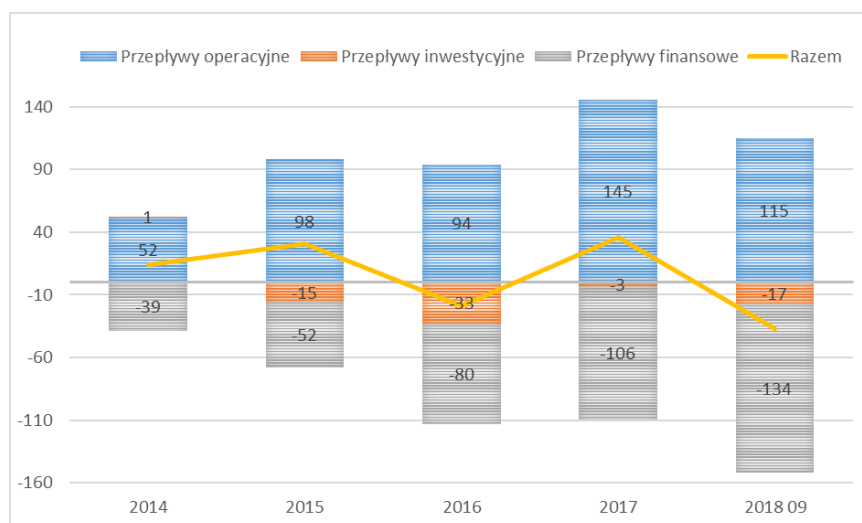
Aktualny kurs akcji Cognor to 1,80, a cena konwersji obligacji na akcje to 1,92. Być może cena konwersji również może być czynnikiem hamującym ewentualny wzrost kursu. Obligacje zamienne na akcje ostatecznie zapadają 1 lutego 2021 roku.

Tak jak napisałem powyżej, smaczku całej operacji dodaje fakt, że nie ma chyba na dziś osoby, która jest w stanie trafnie zaprognozować warunki, w których przyjdzie działać Cognorowi w roku 2019 i w kolejnych. Zakładając utrzymanie wyników 2018 roku spółka wydaje się być mocno niedoszacowana, z drugiej strony bardzo wiele wskazuje na to, że właśnie 2018 rok jest wyjątkowym pod względem układu korzystnych okoliczności dla grupy. Warto jeszcze raz przypomnieć, że branża stalowa jest mocno podatna na cykle koniunkturalne, czyli wyniki grupy (i kurs akcji) mogą zmieniać się dynamicznie.

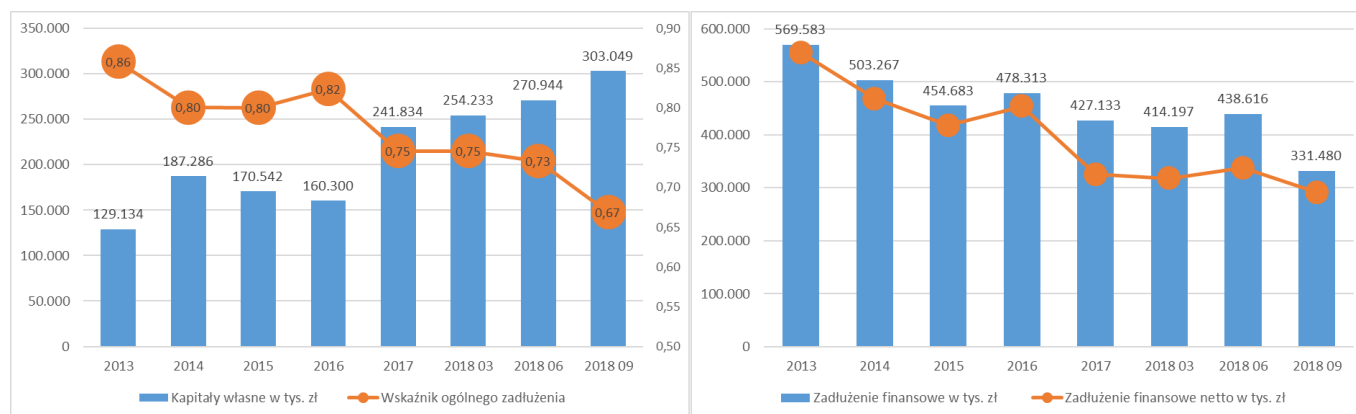
#### ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Przez wiele lat grupa borykała się z balastem zadłużenia z przeszłości. Wymusiło to na niej optymalizację procesów, rozsądne zarządzanie zapasami, sprawne ściąganie należności (również poprzez faktoring), czy finansowanie się zobowiązaniami wobec dostawców. Wskaźniki związane z rotacją majątku nie budzą obaw, podobnie jest z płynnością. Dzięki temu spółka doskonale opanowała generowanie gotówki z działalności operacyjnej.

Z kolei umowy kredytowe nie pozwalały grupie na zbyt duże inwestycje, a większość generowanej gotówki przeznaczana była na spłatę zadłużenia finansowego (w tym bardzo wysokich odsetek). Sytuację tą obrazuje wykres przepływów pieniężnych (dane w mln zł):



Co roku widzimy znaczne środki wygenerowane z działalności operacyjnej, raczej niewielkie wydatki na inwestycje i spore wydatki na działalność finansową. W efekcie wskaźnik zadłużenia grupy przesuwają się na coraz lepsze poziomy (choć nadal nie jest optymalny), a także istotnie spada zadłużenie finansowe:



No i w bieżącym roku można odczuć polepszenie sytuacji grupy Cognor. Na początku kwietnia 2018 roku grupa wypłaciła z zysku netto za 2017 rok pierwszą od długiego czasu dywidendę, w wysokości 10 groszy na akcję, stopa dywidendy wyniosła 5,4%. Natomiast pod koniec października grupa poinformowała o zawarciu umowy na modernizację walcowni w Krakowie. Wartość umowy to 10,6 mln EUR (termin do lipca 2020), a zatem grupa rozpoczyna również bardziej poważne inwestycje.

**Polityka dywidendy grupy zakłada rekomendację przez zarząd wypłaty dywidendy na poziomie około 25% skonsolidowanego zysku netto.** Odnosząc się do wcześniejszych założeń 60 mln zł zysku netto i 175 mln akcji, dywidenda w takim wariantcie wyniosłaby niecałe 9 groszy na akcję, czyli jest stopa wyniosłaby niecałe 5% (dla kursu akcji 1,8 zł).

Reasumując, zakładając utrzymanie przez Cognor wyników w kolejnych latach, wycena grupy wydaje się bardzo atrakcyjna, zakładając lekkie pogorszenie wyników nadal można mówić o pewnym niedowartościowaniu grupy. Należy też pamiętać, że wyniki grupy mogą podlegać sporym wahaniom, w zależności od koniunktury gospodarczej.

## POZOSTAŁE KWESTIE

W serwisie biznesradar grupa została przydzielona do sektora *handel hurtowy*, w związku z powyższym nie ma co patrzeć na wyceny porównawcze, to zupełnie inna branża.

Warto natomiast zapoznać się z rekomendacją BDM z maja 2018 roku ([tutaj](#)), w której można wyczytać:

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.**

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.

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.**

## ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

### **Konflikt interesów:**

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji i obligacji spółki.

### **Zastrzeżenie:**

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.