

Cognor

Nie takie euro straszne

Cognor po zmianie profilu działalności jest obecnie jedynym obok Alchemii zakładem hutniczym wytwarzającym stal notowanym na GPW. Moce produkcyjne spółki wynoszą 375 tys. ton w zakresie mniej przetworzonych kęsów (huta Ferrostal) i 261 tys. ton w zakresie wysokoprzetworzonych produktów ze stali wysokogatunkowych (huta HSJ). Udział Cognora w polskim rynku stali wynosi 5%. Z uwagi na dobre perspektywy na krajowym rynku stali oraz niską wycenę spółki (dyskonto do zagranicznych spółek z branży stalowej) uważamy, że Cognor może stać się ciekawą propozycją inwestycyjną. Skorygowane wskaźniki rynkowe dla roku 2011: P/E=4,2x oraz EV/EBITDA=4,9x.

Globalna koniunktura na rynku stali jest dobra. Po kryzysie w branży, jaki miał miejsce w 2009 r. nastąpiło wyraźne ożywienie. Liderem wśród producentów na świecie są Chiny (ok. 45% światowej produkcji), coraz większą rolę na globalnym rynku stali zaczynają odgrywać również Indie. W Europie Środkowo-Wschodniej do rangi lidera urasta natomiast Polska. Większe zużycie stali na krajowym rynku wynikać będzie z inwestycji infrastrukturalnych, kolejowych i energetycznych. W stosunku do pozostałych krajów UE Polska ma o prawie połowę niższą konsumpcję stali per capita.

Biznes Cognora jest mocno zależny od wahań waluty. Około 80% kosztów to koszty kwotowane w euro albo odnoszone do cen „eurowych” (jedynie robocizna, koszty ogólnego zarządu, amortyzacja i częściowo energia nie zależą od waluty). Ceny materiału wsadowego (żłomu) bardzo szybko reagują na zmiany kursu walutowego. Z drugiej strony, z uwagi na fakt, że rynek stali jest rynkiem paneuropejskim, ceny na rynkach lokalnych odnoszone są do konkurencyjnych cen wyrobów importowanych (wyrażonych w euro albo dolarze). Około 40% produkcji Cognora jest bezpośrednio kierowane na eksport. (Ferrostal: 50%, HSJ: 15-20%). Osłabienie złotego pozytywnie wpływa na wyniki spółki.

Spółka ma wysokie zadłużenie w walucie obcej - obligacje o wartości 120 mln EUR notowane na giełdzie w Luksemburgu (papiery zapadają w lutym 2014 r. i obecnie notowane są z rentownością 25%). W III kw. 2011 r. przeszacowanie wartości długu miało ujemny wpływ na wyniki w kwocie 40,5 mln zł. Czwarty kw. br. przyniesie pełen wpływ wyższego kursu EUR/PLN na przychody i marże osiągnięte przez spółkę (aprecjacja euro w Q3 dokonała się we wrześniu).

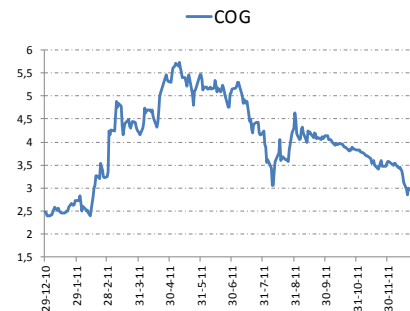
Głównymi odbiorcami produktów spółki są przemysł samochodowy, górnictwo i budownictwo. Około 30% sprzedaży spółki kierowane jest do przemysłu górniczego, podobny udział w przychodach ma przemysł samochodowy. W ostatnim czasie obserwowane są przestoje w przemyśle motoryzacyjnym, które spółka rekompensuje zwiększoną sprzedażą dla górnictwa, w którym koniunktura jest bardzo dobra. Ok. 20% przychodów pochodzi ze sprzedaży dla budownictwa. Pozostałą część stanowi kolejnictwo, przemysł zbrojeniowy, maszyn rolniczych oraz przemysł rzemieślniczy.

Szacujemy, że w 2011 r. GK Cognor osiągnie 1,4 mld zł przychodów i ok. 46 mln zł zysku netto. W IV kw. br. oczekujemy spadku wolumenów sprzedaży (w związku z mniejszym popytem na wyroby stalowe) oraz spadku cen produktów w EUR. Spadek cen w walucie obcej będzie jednak zrekompensowany korzystną relacją EUR/PLN. Szacujemy, że przychody spółek operacyjnych w IV kw. utrzymają się na poziomie zbliżonym do III kw. br. (379 mln zł).

Wycena porównawcza spółki wskazuje na znaczne dyskonto do polskich i zagranicznych spółek z sektora stalowego. Głównym ryzykiem dla działalności spółki jest wysoka dźwignia operacyjna i finansowa. W 2012 r. spółce zagrażać może również niepewność i brak stabilizacji w branży hutniczej. Cognor w 2014 r. ma do spłaty 0,5 mld zł długu (obligacje zapadają w lutym).

DANE SPÓŁKI

Ticker	COG
Sektor	Przemysł
Kurs (zł)	2,9
Kapitalizacja (m zł)	192
Free float	36%



OPIS DZIAŁALNOŚCI

Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest przetwarzanie złomu stalowego na kęsy stalowe i złomu kolorowego na wyroby gotowe, produkcja wysokiej jakości wyrobów gotowych ze stali oraz handel wyrobami stalowymi.

DANE FINANSOWE (m zł, 1-3Q 2011)

Przychody	1128,3
EBIT	87,4
EBITDA	119,9
Zysk netto*	31,5

* bez działalności zaniechanej

AKCJONARIAT	% kap.	% głos.
PS Holdco	64,4	64,4
PZU AM	5,0	5,0

Analitik

Paweł Wiśniewski

TRIGON - KONTAKT

Research:

Tomasz Mazurczak

Hanna Kędzióra

Michał Sztabler

Grzegorz Kujawski

Paweł Wiśniewski

Sales:

Krzysztof Kasiński

Krzysztof Zajkowski

Artur Szymecki

Artur Pałka

Raport został opublikowany wyłącznie w celach informacyjnych. Raport, ani żaden z jego zapisów nie stanowi rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715). Nie stanowi porady inwestycyjnej, ani nie ma na celu zapraszania lub nakłaniania kogokolwiek do objęcia, nabycia lub zbycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Raport nie odnosi się i nie uwzględnia szczególnych ryzyk związanych z inwestycją w instrumenty finansowe, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z raportu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w raporcie nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie raportu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile raport nie wskazuje inaczej, informacje w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy raport, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

W ocenie Domu Maklerskiego raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów, a ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w raporcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy jego odpowiedzialności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w raporcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz opinii osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wyniki oceny własnej Domu Maklerskiego.

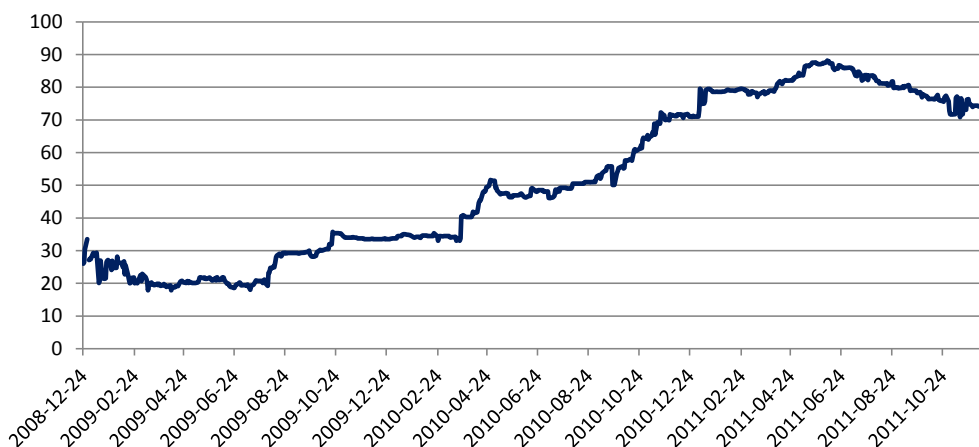
Informacje i opinie zawarte w raporcie mogą ulec zmianie bez konieczności poinformowania o tym fakcie. Dom Maklerski mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne publikacje, przedstawiające inne założenia, metody, informacje i wnioski, w tym także niespójne z przedstawionymi w raporcie. Dom Maklerski nie jest zobowiązany do podawania takich publikacji do wiadomości adresatów niniejszego raportu.

Stal w hutach Cognora wytapiana jest ze złomu w piecach opartych na energii elektrycznej (w odróżnieniu od technologii wielkopiecowej). Obecnie na świecie obserwujemy tendencje do zwiększania udziału produkcji stali w procesie elektrycznym kosztem produkcji wielkopiecowej (piece opalane koksem). Podstawową zaletą produkcji stali w piecach łukowych jest możliwość łatwego dostosowania poziomu wydajności do wolumenów aktualnych zamówień (szybsze uruchomienie pieca; niższe koszty i krótszy czas wyłączenia).

W obliczu wzrastającego zapotrzebowania na złom w regionie (otwierające się nowe moce produkcyjne w regionie, m.in. Słowacja) oraz zmniejszonego poziomu wolumenu złomu w obiegu po okresie kryzysu (kryzys dopasował wolumen do zmniejszonych poziomów produkcji) **duże znaczenie ma pełne zabezpieczenie hut Cognora w złom z własnej sieci, która zapewnia spółce stabilny dopływ surowca.** Złomrex Metal jest jednym z liderów w obrocie złomem w Polsce. Sieć historycznie realizowała skup ponad 800 tys. ton rocznie przed kryzysem roku 2008-2009 (w tym roku będzie to ok. 430 tys. ton). Średni cykl obiegu złomu (okres, w którym złom „wraca” na rynek w postaci zamortyzowanych produktów) wynosi ok. 15 lat.

W okresie październik 2008-czerwiec 2009 spółka wykorzystała niski kurs giełdowy swoich obligacji do ich wykupu i umorzenia. Transakcje zostały przeprowadzone w czterech transzach, a cena zakupu długu wyniosła 55,8% nominału. W wyniku skupu Cognor dokonał redukcji zadłużenia o 43 mln EUR (do 127 mln EUR) i rozpoznała zysk w I półroczu 2009 roku w wysokości 85,6 mln zł. Na dzień 1 stycznia 2011 r. wartość obligacji wyniosła 511,9 mln zł. W okresie I-III kw. 2011 r. spółka przeprowadziła transakcje wykupu i umorzenia obligacji w kwocie 25,5 mln zł i rozpoznała zysk z tego tytułu w kwocie 4,3 mln zł. **Na koniec III kw. wartość zobowiązań z tytułu emisji obligacji wyniosła 529,3 mln zł (119,9 mln EUR).**

Notowania obligacji Cognor w latach 2008-2011 Grupy Kapitałowej Cognor



Źródło: Bloomberg

Na początku br. Cognor wyemitował 6,6k warrantów uprawniających do objęcia 66 mln akcji (po konwersji podwajają kapitał akcyjny). Cena emisyjna wyniosła 4 zł. Spółka deklaruje wykorzystanie akcji z emisji tych instrumentów na ewentualne przejęcia podmiotów z branży bądź wykup obligacji.

Cognor nie prowadzi sztywnej polityki zabezpieczeń przed kursem walutowym w postaci zawierania kontraktów terminowych. Cognor zajmuje krótkie pozycje w forwardach na okres 30-35 dni, które są następnie rolowane.

Główni odbiorcy produktów. Produkty spółki dla przemysłu motoryzacyjnego sprzedawane są do kuźni, skąd następnie kierowane są bezpośrednio do koncernów samochodowych. Odbiorcami wyrobów Cognora są m.in. kuźnia Skoczów, Jawor i Gwarant, które współpracują z takimi koncernami, jak VW, Opel i Fiat. Odbiorcami wyrobów stalowych są natomiast m.in. giełdowi producenci maszyn — Kopex i Famur. **Przewidywalność wielkości kontraktów zawieranych ze stałymi odbiorcami wynosi ok. 1 miesiąc.**

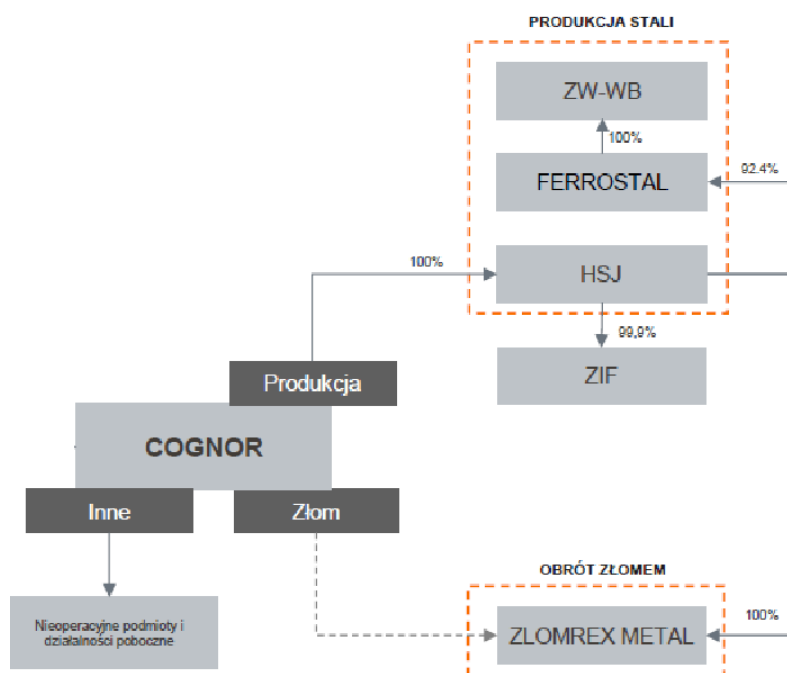
GK Cognor

Podstawowym przedmiotem działalności Grupy Kapitałowej Cognor jest przetwarzanie złomu stalowego i metali kolorowych na półprodukty (kęsy) oraz wysokiej jakości wyroby gotowe. Spółka pozyskuje złom we własnej sieci skupu (Złomrex Metal), który następnie kierowany jest do hut należących do grupy (Ferrostal i HSJ). Wyroby grupy znajdują zastosowanie w takich gałęziach przemysłu, jak motoryzacja, hutnictwo, górnictwo, kolejnictwo, lotnictwo, przemysł elektromaszynowy, przemysł maszyn ciężkich.

Jednostką dominującą Grupy jest Cognor SA. Działalność operacyjna Grupy skupia się na czterech jednostkach:

- Ferrostal Łabędy,
- HSW - Huta Stali Jakościowych,
- Złomrex Metal,
- ZW - Walcownia Bruzdowa.

Struktura Grupy Kapitałowej Cognor



Źródło: Spółka

Ferrostal Łabędy jest producentem stali surowej oraz wyrobów hutniczych. Do głównych wyrobów spółki należą kęsy stalowe (kwadratowe, prostokątne, okrągłe) oraz pręty zbrojeniowe. Są to półfabrykaty używane jako surowiec do produkcji wyrobów gotowych przez odlewnie, huty, przemysł samochodowy i maszynowy (wyroby nieprzetworzone stanowią ok. 70% produkcji). Ze względu na konieczność dalszej obróbki, sprzedaż wyrobów spółki odznacza się niższą marżowością w porównaniu do produktów HSJ. Moce produkcyjne huty wynoszą 375 tys. ton. Ferrostal posiada 100% udziałów w zakładzie walcowniczym Walcownia Bruzdowa (zdolności produkcyjne na poziomie 198 tys. ton), do którego kierowane są półprodukty do dalszej obróbki.

HSW-Huta Stali Jakościowych jest producentem wyrobów z różnego asortymentu stali o wysokiej i specjalnej jakości. Do głównych wyrobów należą stal i blachy wysokojakościowe, blachy trudnościeralne oraz kęsy. Produkty i półprodukty spółki wykorzystywane są w przemyśle maszynowym, budowlanym, zbrojeniowym oraz w przemyśle motoryzacyjnym. Stal o wysokiej jakości pozwala na osiąganie wyższej marży na sprzedaży. Odbiorcami wyrobów spółki są kuźnie pracujące na rzecz koncernów samochodowych (m.in. BMW, Volkswagen, Fiat, Opel), zakłady wojskowe (blachy opancerzone), producenci koparek, ciągników oraz maszyn górniczych (trudnościeralna stal Hadfielda). HSJ posiada również piece do produkcji i obróbki cienkich blach pancernych. Moce produkcyjne huty wynoszą 261 tys. ton. **Do najważniejszych konkurentów HSJ należą Huta Częstochowa (w zakresie blach) oraz Huta Bankowa (wyroby długie).**

Przedmiotem działalności **Złomrex Metalu** jest pozyskiwanie złomu stalowego i metali kolorowych i zaopatrywanie zakładów produkcyjnych należących do grupy w surowce. Sprzedaż do hut grupy wynosi ok. 70%, pozostała część sprzedawana jest na zewnątrz. Tegoroczny wolumen skupowanego złomu szacujemy na ok. 430 tys. ton. Sieć historycznie realizowała skup ponad 800 tys. ton rocznie w latach przed kryzysem roku 2008-2009.

Złomrex International Finance jest podmiotem celowym utworzonym do emisji euroobligacji (spółka nie zajmuje się żadną działalnością operacyjną).

Wyniki spółek operacyjnych
Wyniki głównych spółek operacyjnych GK Cognor w latach 2007-2011

	2007	2008	I-III kw. 2010	I kw. 2011	II kw. 2011	III kw. 2011	I-III kw. 2011	IV kw. 2011P
Przychody	2 327,8	2 680,1	971,3	319,8	384,3	379,0	1 083,1	378,6
Ferrostał (92,4%)	549,9	1 158,7	381,7	142,3	169,1	185,4	496,8	166,9
HSJ	584,7	568,4	267,6	132,6	164,7	133,3	430,6	137,5
Złomrex Metal	250,1	811,5	322,0	134,8	142,2	154,4	431,4	143,4
<i>w tym do jednostek powiązanych</i>	-	-	-	89,9	91,7	94,1	275,7	69,2
EBITDA	200,7	157,8	42,7	33,0	51,0	39,7	123,7	39,0
Ferrostał (92,4%)	103,9	70,7	1,1	9,8	10,6	6,1	26,5	5,5
HSJ	93,0	54,6	28,1	18,3	29,9	27,5	75,7	27,8
Złomrex Metal	3,8	32,5	13,5	4,9	10,4	6,2	21,6	5,7
EBIT	-	-	-	22,4	40,5	29,3	92,2	28,6
Ferrostał (92,4%)	-	-	-	6,0	6,8	2,3	15,1	1,7
HSJ	-	-	-	13,0	24,6	22,1	59,7	22,5
Złomrex Metal	-	-	-	3,5	9,1	4,9	17,5	4,4
Wynik netto	133,3	80,3	-1,4	16,9	28,2	19,7	64,8	-
Ferrostał (92,4%)	64,9	40,6	-18,8	3,8	3,9	-1,4	6,3	-
HSJ	66,9	28,8	7,9	10,2	19,0	17,1	46,2	-
Złomrex Metal	1,5	10,9	9,5	2,9	5,4	4,0	12,3	-
Marża EBITDA	8,6%	5,9%	4,4%	10,3%	13,3%	10,5%	11,4%	10,3%
Ferrostał (92,4%)	18,9%	6,1%	0,3%	6,9%	6,3%	3,3%	5,3%	3,3%
HSJ	15,9%	9,6%	10,5%	13,8%	18,2%	20,6%	17,6%	20,2%
Złomrex Metal	1,5%	4,0%	4,2%	3,6%	7,3%	4,0%	5,0%	4,0%
Marża EBIT	-	-	-	-	10,5%	7,7%	8,5%	7,5%
Ferrostał (92,4%)	-	-	-	-	4,0%	1,2%	3,0%	1,0%
HSJ	-	-	-	-	14,9%	16,6%	13,9%	16,3%
Złomrex Metal	-	-	-	-	6,4%	3,2%	4,1%	3,0%
Marża netto	5,7%	3,0%	-0,1%	5,3%	7,3%	5,2%	6,0%	-
Ferrostał (92,4%)	11,8%	3,5%	-4,9%	2,7%	2,3%	-0,8%	1,3%	-
HSJ	11,4%	5,1%	3,0%	7,7%	11,5%	12,8%	10,7%	-
Złomrex Metal	0,6%	1,3%	3,0%	2,2%	3,8%	2,6%	2,9%	-

Źródło: Trigon DM na podstawie danych spółki

Wyniki w III kwartale 2011 r.

Spółki operacyjne w III kw. 2011 r. osiągnęły łączne przychody na poziomie porównywalnym do poziomu z II kw. 2011 (379 mln zł vs. 384 mln zł). Wzrost przychodów względem poprzedniego kwartału zanotowały Ferrostał Łabędy oraz Złomrex Metal, odpowiednio o 9,6% i 8,6%. Niższe przychody osiągnęła natomiast HSJ (-19% kdk).

Wynik EBITDA spółek operacyjnych był o 22,1% niższy niż osiągnięty w II kw. br. Ponad 40-proc. spadek zanotowały Ferrostał i Złomrex Metal. Marża EBITDA w tym samym okresie zmniejszyła się w Ferrostał z 6,3% do 3,3%, natomiast w Złomrex Metalu z 7,3% do 4%. Niższe marże osiągnane przez spółki operacyjne były wynikiem niższych cen produktów. Poprawę marży EBITDA zanotowała natomiast HSJ – w III kw. wyniosła ona 20,6% (w porównaniu do 18,2% w II kw.).

Po trzech kwartałach bieżącego roku spółki osiągnęły 1,08 mld przychodów (+11,5% rdr). Wzrost był wynikiem zarówno zwiększonej sprzedaży, jak i wyższych cen w porównaniu do 2010 r. Największy wzrost przychodów zanotowała HSJ (+60,9% rdr), z kolei Ferrostał i Złomrex Metal zwiększyły sprzedaż o odpowiednio 30,2% i 34%.

Poprawa relacji cen produktów stalowych do cen wsadu (złom) w połączeniu ze zwiększoną sprzedażą przełożyła się na wzrost marży na poziomie EBITDA w okresie I-III kw. 2011 r. w porównaniu do analogicznego okresu roku 2010. Wyrazny wzrost marży zanotował Ferrostal – z poziomu 0,3% w 2010 r. do 5,3% w 2011 oraz HSJ – z 10,5% do 17,6%. Wyniki poprawił również Złomrex Metal – marża EBITDA zwiększyła się z 4,2% do 5% m.in. dzięki poprawie płynności (skrócenie terminów płatności).

Wyniki w IV kwartale 2011 r.

W IV kw. br. oczekujemy przychodów w wysokości zbliżonej do osiągniętych w III kw. 2011 r. Niższy popyt na rynku stali przełoży się na spadek cen oraz niższe wolumeny sprzedaży produktów. Spadek cen w walucie obcej będzie jednak w dużym stopniu zbilansowany dzięki korzystnemu kursowi EUR/PLN, co pozwoli spółce na utrzymanie marż. Oczekujemy, że w ostatnim kwartale roku 2011 r. marża EBITDA w Ferrostalu wyniesie 3,3%, natomiast w HSJ 20,3%. Szacujemy, że Złomrex Metal osiągnie w IV kw. 2011r. marżę EBITDA w wysokości 4,1%.

Realizacja prognoz zarządu na 2011 r.

Spółka pod koniec października podtrzymała prognozy wyników finansowych za 2011 r. Według prognoz spółki operacyjne, a także pozostała działalność wygenerują w tym roku przychody na poziomie 1,49 mld zł, 138,1 mln zł EBITDA, 90,1 mln zł EBIT oraz 30,5 mln zł zysku. Po trzech kwartałach, bez uwzględnienia zysku z działalności zaniechanej, stopień realizacji prognoz przedstawia się na poziomie odpowiednio 76%, 81%, 88%, 101%.

Stopień realizacji prognoz finansowych GK Cognor na 2011 r.

	I-III kw. 2011	I-III kw. 2011 skorygowany	III kw. 2011	III kw. 2011 skorygowany	Prognozy Zarządu 2011	Realizacja prognozy	Realizacja prognozy skorygow.	IV kw. 2011P*
Przychody	1 128,3	1 128,3	401,5	401,5	1 488,3	76%	76%	366,4
zdarzenia jednorazowe w III kw. ¹	7,6		7,6					
EBITDA	119,9	112,3	47,7	40,1	138,1	87%	81%	39,1
Amortyzacja	32,6	32,6	10,7	10,7				8,9
EBIT	87,3	79,7	37,0	29,4	90,1	97%	88%	30,2
ujemne różnice kursowe ²	- 44,4		- 40,9					
zysk na redukcji długu ³	4,3							
koszty finansowe (gł. odsetki)	- 42,9	- 42,9	- 15,3	- 15,3				- 12,0
przychody finansowe	0,7	0,7	0,6	0,6				0,6
Zysk przed opodatkowaniem	5,0	37,5	- 18,6	14,7				18,7
aktywa na odroczonego podatek dochodowy ⁴	34,1							
podatek HSJ ⁵	- 7,6							
Wynik netto – działalność kontynuowana	31,1	30,9	- 13,9	13,1	30,5	102%	101%	15,2
działalność zaniechana ⁶	89,4	89,4						
Wynik netto z działalnością zaniechaną	120,5	120,3						

* prognozy na IV kw. nie uwzględniają zdarzeń jednorazowych

Zdarzenia jednorazowe:

¹ transakcje w ramach wewnętrznej reorganizacji grupy

² ujemne różnice kursowe wynikające z przeszacowania długu (osłabienie kursu EUR/PLN o 11% w okresie czerwiec-wrzesień 2011)

³ zysk na redukcji długu (skup obligacji)

⁴ tarcza podatkowa Złomrexu wykorzystana przy połączeniu z HSJ

⁵ podatek zapłacony przez HSJ, który będzie odzyskany ze względu na tarczę podatkową

⁶ wynik na sprzedaży działalności dystrybucyjnej

Źródło: Trigon DM na podstawie danych spółki

Należy zwrócić uwagę, że na wyniki spółki zarówno w II, jak i III kw. wpływ miały czynniki jednorazowe. Na wynik EBITDA w III kw. br. wpływ miały m.in. transakcje w ramach wewnętrznej reorganizacji grupy (sprzedaż udziałów, utworzone rezerwy, przeniesienie umów sprzedaży), których łączny wpływ na wysokość wyniku EBITDA wyniósł 7,6 mln zł. W związku z przeszacowaniem wartości długu na wynik wpłynęły ujemne różnice kursowe w wysokości -44,4 mln zł; spółka rozpoznała również zysk na redukcji długu w wysokości 4,3 mln zł.

W związku z połączeniem Złomrexu i HSW-HSJ utworzone zostały aktywa na odroczonego podatek dochodowy w

wysokości 34,1 mln zł (Złomrex miał do wykorzystania tarczę podatkową), co miało pozytywny wpływ na wynik netto w II kw. Wpływ ten pomniejszony jest natomiast o podatek zapłacony przez HSJ za III kw., który będzie w przyszłości odzyskany (7,6 mln zł).

Bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych stopień realizacji zakładanej prognozy wyników na poziomie EBITDA nieznacznie się obniża z poziomu 87% do 81%. Z kolei wynik netto bez zdarzeń jednorazowych wyniósłby po III kw. 2011 r. ok. 30,9 mln zł.

Głównym czynnikiem ryzyka dla realizacji prognoz jest kurs EUR/PLN, z uwagi na zadłużenie spółki denominowane w EUR (Cognor w ramach zapłaty za przejęcia aktywów produkcyjnych objął obligacje wyemitowane przez Złomrex, których wartość na koniec I półrocza 2011 r. wyniosła 120 mln EUR). Mimo, iż eksport wyrobów stanowi ok. 40% przychodów spółki, co według naszych szacunków pozwoliło na osiągnięcie dodatkowych 6-7 mln zł przychodów ze sprzedaży w III kw., w wyniku osłabienia się PLN względem EUR (-11% w okresie czerwiec-wrzesień 2011) konieczne było przeszacowanie wartości długu. Ujemne różnice kursowe wyniosły 40,5 mln zł i stanowiły niemal 75% całkowitych kosztów finansowych w III kw. (55,3 mln zł). Wartość zadłużenia netto spółki na koniec III kw. wyniosła 552,4 mln zł (w tym wartość zobowiązań z tytułu emisji obligacji w wysokości 529,3 mln zł)

Biorąc pod uwagę stopień realizacji prognoz wyników poszczególnych spółek operacyjnych, najlepszymi wynikami pochwalić się może HSJ. Spółka ta w największym stopniu będzie odpowiedzialna za wyniki osiągane przez Cognor. Po trzech kwartałach br. HSJ osiągnęła już 88% prognozowanych przychodów oraz przekroczyła zakładany wynik operacyjny. Pozytywny wpływ na wynik miało osłabienie złotego, które pozwoliło na osiągnięcie lepszej pozycji konkurencyjnej. Po III kw. spółka osiągnęła 46,2 mln zł zysku netto, co stanowiło 92% zakładanego wyniku.

Niższe wyniki od zakładanych na 2011 r. osiągnie prawdopodobnie Ferrostal. Spółka, która w III kw. zanotowała stratę netto, po trzech kwartałach osiągnęła 76% zakładanych przychodów oraz jedynie 46% prognozowanego wyniku operacyjnego. Z kolei Złomrex Metal po III kw. 2011 r. osiągnął EBIT ponad dwukrotnie wyższy od prognozowanej wartości.

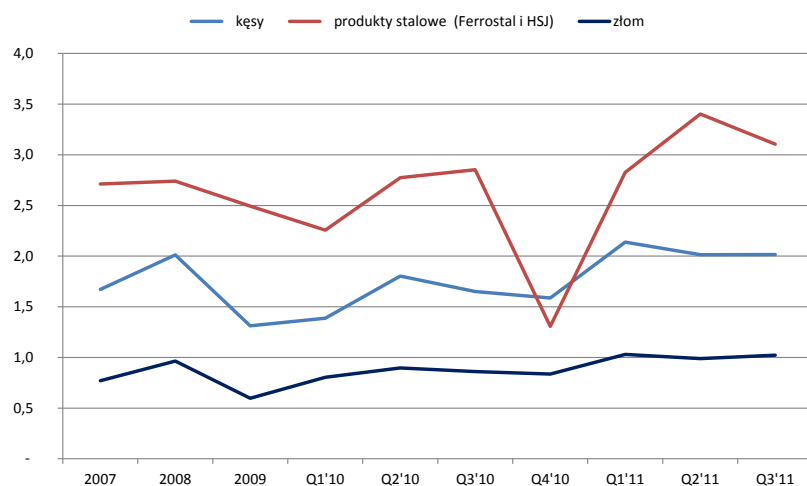
Wykorzystanie mocy produkcyjnych Ferrostalu i HSJ w latach 2010-2011 (w tys. ton)

2010	Roczne moce produkcyjne	I kw. 2010	II kw. 2010	III kw. 2010	IV kw. 2010	2010	Wykorzystanie mocy produkcyjnych
Ferrostal	375	52,0	67,3	72,5	54,4	246,2	66%
HSJ	261	22,3	31,3	33,3	30,4	117,3	45%

2011	Roczne moce produkcyjne	I kw. 2011	II kw. 2011	III kw. 2011	IV kw. 2011P	2011P	Wykorzystanie mocy produkcyjnych
Ferrostal	375	64,0	80,2	88,2	75,1	307,5	82%
HSJ	261	41,4	49,1	37,2	36,8	164,4	63%

Źródło: spółka, Trigon DM

Średnie ceny sprzedaży uzyskiwane przez spółki operacyjne w okresie 2007-IH 2011 (tys. PLN/tonę)



Źródło: spółka, Trigon DM

Stopień realizacji prognoz finansowych spółek operacyjnych GK Cognor na 2011 r.

Źródło: Trigon DM na podstawie danych spółki

	I-III kw. 2011	Prognozy Zarządu 2011	Realizacja prognozy
Przychody	1 083,1	1 455,0	74%
Ferrostal (92,4%)	496,8	650,7	76%
HSJ	430,6	487,0	88%
Złomrex Metal	431,4	558,0	77%
<i>w tym do jednostek powiązanych</i>	275,7	240,7	-
EBITDA	123,7	147,0	84%
Ferrostal (92,4%)	26,5	47,7	55%
HSJ	75,7	80,2	94%
Złomrex Metal	21,6	19,1	113%
EBIT	92,2	99,7	92%
Ferrostal (92,4%)	15,1	32,5	46%
HSJ	59,7	59,0	101%
Złomrex Metal	17,5	8,2	213%
Wynik netto	64,8	87,5	74%
Ferrostal (92,4%)	6,3	30,4	21%
HSJ	46,2	50,4	92%
Złomrex Metal	12,3	6,7	184%

Źródło: Trigon DM

Prognozy finansowe

W prognozach finansowych przyjmujemy następujące założenia:

- średni kurs EUR/PLN na 2011 r. na poziomie 4,1 PLN, natomiast na 2012 r. 4,4 PLN.
- wykorzystanie mocy produkcyjnych w Ferrostralu na poziomie 82% w 2011 oraz 80% w 2012 r., natomiast w HSJ odpowiednio 63% oraz 60%,
- spadek cen produktów stalowych wyrażonych w EUR w IV kw. o średnio 1,5%,
- ceny produktów oraz ceny złomu wysokość kosztów jednostkowych według poniższej tabeli:

średnie ceny w kw. w tys. PLN	I kw. 2011	II kw. 2011	III kw. 2011	IV kw. 2011	2011F	2012F
Ferrostal						
cena kęsów	2,14	2,01	2,02	2,13	2,07	2,13
cena pozostałych produktów	2,41	2,39	2,33	2,44	2,39	2,44
marża po koszcie złomu/tonę	1,01	0,94	0,90	0,94	0,94	0,94
HSJ						
cena produktów	3,20	3,35	3,58	3,74	3,45	3,74
marża po koszcie złomu /tonę	1,99	2,19	2,38	2,46	2,24	2,46
cena złomu	1,03	0,99	1,02	1,08	1,03	1,08
Średni kurs EUR/PLN	3,95	3,96	4,15	4,40	4,11	4,40

Źródło: Trigon DM

Prognozy finansowe spółek operacyjnych GK Cognor na lata 2011-2012

	2011F	2012F
Przychody	1 461,7	1 485,2
Ferrostal	663,7	666,1
HSJ	568,1	585,7
Złomrex Metal	574,8	583,7
<i>w tym do jednostek powiązanych</i>	344,9	350,2
EBITDA	162,7	164,0
Ferrostal	32,0	20,6
HSJ	103,5	121,9
Złomrex Metal	27,2	21,5
EBIT	120,8	122,1
Ferrostal	16,8	5,4
HSJ	82,1	100,5
Złomrex Metal	21,9	16,1

Źródło: Trigon DM

Oczekujemy, że przychody z działalności kontynuowanej (poza 3 głównymi spółkami Grupy) wyniosą w 2011 r. 33,3 mln zł (prognoza zarządu). Przyjmujemy wysokość kosztów administracyjnych na poziomie 12 mln zł rocznie (prognoza zarządu). **Skonsolidowane prognozy finansowe na lata 2011-2012 nie uwzględniają zdarzeń jednorazowych.**

Skonsolidowane prognozy finansowe GK Cognor na lata 2011-2012

	2011F skorygowany	2011F	2012F
Przychody	1 494,7	1 494,7	1 518,2
Spółki operacyjne Cognor (działaność kontynuowana)	1 461,7 33,0	1 461,7 33,0	1 485,2 33,0
EBITDA	151,4	159,0*	153,5
Spółki operacyjne Cognor (działaność kontynuowana)	160,3 3,1	160,3 3,1	162,4 3,1
koszty administracyjne	-12,0	-12,0	-12,0
EBIT	109,9	117,5*	112,0
Spółki operacyjne Cognor (działaność kontynuowana)	119,5 2,4	119,5 2,4	121,6 2,4
koszty administracyjne	-12,0	-12,0	-12,0
koszty finansowe	-54,9	-99,3**	-50,0
przychody finansowe	1,3	1,3	1,3
Zysk przed opodatkowaniem	56,2	23,8	63,3
<i>efektywna stopa podatkowa</i>	18%	-	19%
Wynik netto – działaność kontynuowana	46,1	46,3***	51,3

Zdarzenia jednorazowe:

* uwzględniony wpływ transakcji w ramach wewnętrznej reorganizacji grupy w kwocie 7,6 mln zł

** uwzględniony wpływ ujemnych różnic kursowych w kwocie 44,4 mln zł w III kw.

*** uwzględniony wpływ tarczy podatkowej w kwocie 34,1 mln zł i zapłaconego podatku HSJ w kwocie 7,6 mln zł

Źródło: Trigon DM

Poniżej prezentujemy zestawienie wskaźników wyceny w dwóch wariantach, w pierwszym bierzemy pod uwagę obecną sytuację, w drugim uwzględniamy zrealizowanie warrantów (uprawnających do objęcia 66,2 mln sztuk akcji po 4 zł) i wykupienie za pozyskane środki odpowiedniej części długu po cenie 100% nominału.

2011	bez warrantów	z warrantami	2012	bez warrantów	z warrantami
Dług netto	552	288	Dług netto	552	288
EBITDA	151	151	EBITDA	154	154
MC	192	384	MC	192	384
EV	744	672	EV	744	672
EV/EBITDA	4,9	4,4	EV/EBITDA	4,8	4,4
Dług netto/EBITDA	3,6	1,9	Dług netto/EBITDA	3,6	1,9
P/E (skorygowany)	4,2	5,6	P/E	3,7	5,2
P/E	5,1	5,6			

Źródło: Trigon DM

Bilans GK Cognor w latach 2011-2012

	2010	2011F	2012F
Aktywa trwałe	458,8	473,8	455,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	40,4	77,05	77,05
Aktywa obrotowe	328,1	565,2	668,4
Środki pieniężne	9,3	61,8	140,8
Zapasy	176,2	235,5	246,8
Należności	142,6	268,0	280,8
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	103,7	-	-
Aktywa do sprzedaży (działalność zaniechana)	544,5	-	-
Aktywa razem	1 435,7	1 041,7	1 126,9
Kapitał własny	83,1	129,2	201,1
Zobowiązania długoterminowe	524,9	561,6	561,6
oprocentowane	503,2	539,9	539,9
Zobowiązania krótkoterminowe	812,8	342,1	355,3
oprocentowane	191,1	66,0	66,0
handlowe	250,6	276,1	289,3
Zobowiązania związane z aktywami do sprzedaży	371,1	0,0	0,0
Pasywa razem	1 435,7	1 041,7	1 126,9

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na wskaźnikach rynkowych europejskich spółek, których przedmiotem działalności jest produkcja stali. Do analizy wykorzystaliśmy mnożniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT prognozowane na 2011 r. i 2012 r.

		Mcap (mln)	P/E		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		EUR	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Tubos Reunidos	Hiszpania	284	11,7	9,2	6,8	6,0	10,7	8,9
Hill & Smith Holdings Plc	Wlk. Brytania	219	7,6	7,4	5,5	5,2	7,3	6,4
Kardemir Karabuk	Turcja	356	5,1	6,5	5,6	5,9	6,0	7,0
Mechel	Rosja	3 973	3,6	3,1	4,8	4,2	5,4	6,3
Evrax Group	Luxemburg	5 573	8,4	6,3	4,4	4,3	7,0	5,9
Eregli Demir	Turcja	3 031	7,4	7,3	6,1	6,7	6,6	7,8
Severstal	Rosja	11 307	5,6	5,8	4,1	4,0	5,0	4,8
ArcelorMittal	Luxemburg	21 361	8,5	7,7	5,6	5,4	10,1	8,9
Średnia			7,5	6,7	5,4	5,2	7,3	7,0
Cognor			4,2	3,7	4,9	4,8	6,8	6,6
Dyskonto			-44%	-44%	-8%	-7%	-7%	-5%

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Wycena porównawcza wskazuje na dyskonto w bieżących notowaniach, szczególnie w przypadku wskaźnika P/E. **Średnie dyskonto dla spółek zagranicznych wynosi 18%.**

Akcje spółki notowane są ze znacznie większym dyskontem do krajowych spółek z sektora stalowego (dla wskaźników kroczących). **Średnie dyskonto dla spółek krajowych wynosi 50%.**

	P/E kroczące	EV/EBITDA kroczące	EV/EBIT kroczące
Kęty	9,5	5,5	8,0
Impexmetal	5,9	4,8	7,8
Stalprodukt	14,9	10,7	14,8
Alchemia	17,5	-	17,2
Hutmen	13,4	10,0	17,7
Średnia	12,3	7,8	13,1
Cognor*	4,2	4,9	6,8
Dyskonto	-66%	-37%	-48%

*w przypadku Cognora wskaźniki za 2011 r.

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Analiza wrażliwości spółki Cognor na kurs walutowy EUR/PLN

Z uwagi na relatywnie wysoki udział eksportu w przychodach spółek operacyjnych Cognora oraz ze względu na wysokie zadłużenie spółki w walucie obcej (obligacje denominowane w EUR) przeprowadziliśmy analizę wrażliwości zmiennych ekonomicznych spółki na 2012 r. na zmianę kursu walutowego EUR/PLN. W analizie przyjęliśmy następujące założenia:

- ceny sprzedawanych produktów wyrażone w EUR na poziomie z IV kw. 2011 r.,
- przychody ze sprzedaży jako funkcja przyjętego kursu EUR/PLN,
- wykorzystanie mocy produkcyjnych w Ferrostalu na poziomie 87%, w HSJ – 70%,
- brak wpływu kursu walutowego na przychody Złomrex Metal.

W analizie wrażliwości wzięliśmy pod uwagę zmienne finansowe takie jak przychody, marża EBITDA oraz marża EBIT oraz wskaźniki rynkowe EV/EBITDA oraz dług netto/EBITDA.

EUR/PLN	4,00	4,10	4,20	4,30	4,40	4,50	4,60	4,70	4,80	4,90	5,00
Przychody	1383,2	1417,0	1450,7	1484,5	1518,2	1552,0	1585,7	1619,5	1653,2	1687,0	1720,8
<i>zmiana (%)</i>		2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
marża EBITDA	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	10,9%	11,2%	11,4%	11,6%
<i>zmiana (p.p.)</i>		0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
marża EBIT	5,9%	6,3%	6,7%	7,0%	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
<i>zmiana (p.p.)</i>		0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
EV/EBITDA	5,72	5,48	5,26	5,06	4,88	4,73	4,58	4,45	4,33	4,22	4,11
<i>zmiana (%)</i>		-4,3%	-4,0%	-3,7%	-3,5%	-3,3%	-3,1%	-2,9%	-2,7%	-2,6%	-2,4%
Dług netto/EBITDA	4,11	3,96	3,82	3,70	3,60	3,50	3,41	3,33	3,25	3,18	3,12
<i>zmiana (%)</i>		-3,7%	-3,4%	-3,1%	-2,9%	-2,7%	-2,5%	-2,4%	-2,2%	-2,1%	-2,0%

Źródło: Trigon DM

Z naszych kalkulacji wynika, że wzrost kursu walutowego EUR/PLN o 0,1 zł (średnio o 2,3%) powoduje wzrost przychodów ze sprzedaży spółki średnio o 2,2%. W przypadku marży EBITDA osłabienie PLN wobec EUR o 0,1 zł powoduje średnio wzrost marży o 0,3%. W podobnym stopniu na kurs walutowy wrażliwa jest marża EBIT.

Zmiana kursu walutowego ma również wpływ na wysokość zadłużenia spółki, co z kolei przekłada się na wartość mnożników rynkowych. Osłabienie krajowej waluty o 0,1 zł powoduje średni spadek wskaźnika EV/EBITDA o 3,3% (bez uwzględnienia realizacji warrantów). Wzrost kursu walutowego powoduje średni spadek wskaźnika dług netto/EBITDA o 2,7%.

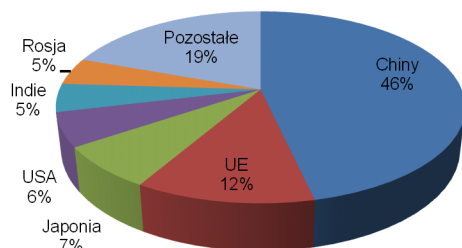
Otoczenie rynkowe

Po kryzysie branży stalowej, jaki miał miejsce w 2009 roku (spadek produkcji o odpowiednio 8,8%), w roku 2010 r. nastąpiła wyraźna poprawa koniunktury. Ożywienie w światowej gospodarce przyczyniło się do wzrostu produkcji stali w 2010 r. do rekordowego poziomu 1,4 mld ton oraz wzrost popytu na wyroby stalowe. Po trzech kwartałach 2011 r. trend wzrostowy produkcji stali został utrzymany i według danych *World Steel Association* światowa produkcja stali odnotowała 8,6% wzrost.

Liderem wśród producentów stali na świecie są Chiny (dane WSA). W 2009 r. wyprodukowano w tym kraju 573,6 mln ton stali, natomiast w 2010 r. 626 mln ton (+9,3% rdr), co stanowiło 45% światowej produkcji. Do innych ważnych producentów należą również Japonia, USA i Rosja. Coraz większą rolę na światowym rynku stali zaczynają odgrywać Indie, które według ekspertów w przeciągu najbliższych lat powinny awansować na drugie miejsce wśród największych producentów na świecie (obecnie zajmują piąte miejsce). Lepsza pozycja konkurencyjna Indii względem innych gospodarek wschodzących wynika przede wszystkim z dużych rezerw rudy żelaza, niskiej konsumpcji stali *per capita* oraz tempa wzrostu gospodarczego, które przełoży się na większy popyt na stal.

Według danych WSA po pierwszych 9 miesiącach 2011 r. produkcja w Chinach wyniosła 527,6 mln ton, co stanowiło 46,5% światowej produkcji. Drugim największym producentem stali na świecie pozostała Japonia z produkcją na poziomie 81 mln ton. Wśród krajów UE najwięcej stali wyprodukowano w Niemczech (34,1 mln ton) oraz we Włoszech (21,3 mln ton).

Najwięksi producenci stali na świecie



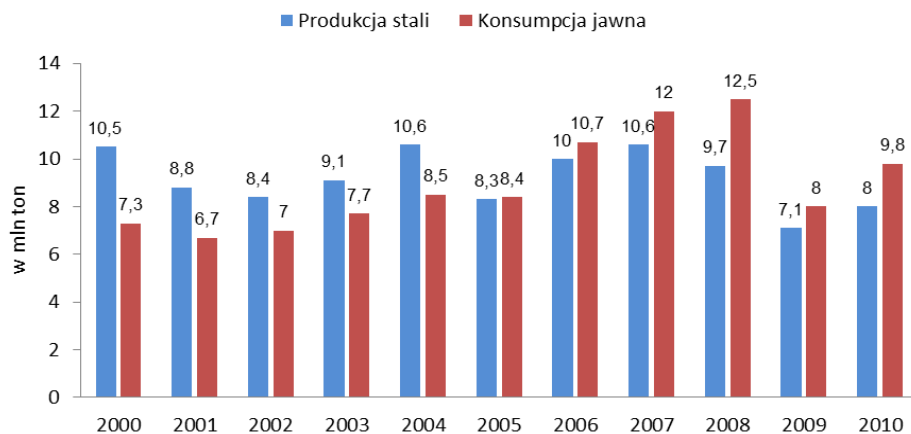
Źródło: World Steel Association

Produkcja stali w Polsce w latach 1990-2011

1990	2000	2005	2007	2008	2009	2010	I-III kw. 2011
13,6	10,5	8,3	10,6	9,7	7,2	8	6,6

Źródło: World Steel Association

Produkcja i konsumpcja jawna stali w Polsce w latach 2000-2010



Źródło: World Steel Association

Sytuacja na światowym rynku stali znajduje odzwierciedlenie na rynku krajowym. Po spadku produkcji w 2009 r. o 27% (do 7,1 mln ton), w kolejnym roku wyprodukowano w Polsce 8 mln ton (+12% rdr). Po trzech kwartałach 2011 r. produkcja stali w Polsce znajduje się na poziomie 6,6 mln ton (+7,9% rdr), co stanowi 0,6% światowej produkcji stali. Polska zajmuje obecnie 6 miejsce w UE i 19 miejsce wśród światowych producentów stali. Pomimo że produkcja jest znacznie niższa niż w latach '90 XX wieku (w 1990 r. była na poziomie 13,6 mln t), coraz widoczniejsza jest tendencja wzrostowa rynku.

Wolniejszy wzrost rynku stali w II półroczu 2011 r. w UE był wynikiem niepewności związanej z kryzysem i osłabieniem gospodarki. Stal nadal pozostaje surowcem niezbędnym w realizacji wielu projektów infrastrukturalnych - m.in. z tego powodu polscy dystrybutorzy w bliskiej perspektywie nie powinni obawiać się kryzysu, choć spowolnienie gospodarcze może przełożyć się na kondycję branż konsumujących stal. O ile w pierwszym półroczu 2011 r. zużycie stali w Polsce wzrosło o 16% rdr (według danych Hutniczej Izby Przemysłowo Handlowej wyniosło 5,6 mln ton), ocena warunków ekonomicznych w drugim półroczu w sektorach wykorzystujących stal jest mniej optymistyczna. W III kw. wzrost znacznie zwolnił, obniżyły się również stopy zwrotu. Najwięksi konsumenci stali – przemysł budowlany, motoryzacyjny i maszynowy – notują wolniejszy wzrost niż na początku roku.

O spowolnieniu światowej koniunktury na rynku stali świadczy również czasowe zamknięcie zakładów przez największy koncern stalowy na świecie ArcelorMittal. Niepewność na rynku stali zmusiła koncern do poszukiwania dodatkowych oszczędności i podjęcia decyzji o zamknięciu zakładów lub ich części w wielu krajach UE, w tym w Polsce. Z końcem listopada wygaszony zostanie wielki piec w Dąbrowie Górniczej. Koncern zdecydował o wyłączeniu pieców w dąbrowskim i krakowskim oddziale spółki również 3 lata temu przed kryzysem. Niedługo potem nastąpił spadek produkcji i masowe ograniczanie mocy wytwórczych przez wszystkich producentów.

Prognozy World Steel Association oraz Europejskiej Konfederacji Przemysłu Żelaza i Stali (Eurofer) wskazują jednak, że światowy rynek stali ma przed sobą dobre perspektywy. Jawna konsumpcja stali na świecie powinna wzrosnąć w 2011 r. o 6%, do ok. 1,4 mld ton. Według szacunków ekspertów w przyszłym roku popyt zwiększy się o kolejne 5,4%, osiągając wielkość 1,47 mld ton. Motorem napędowym światowego rynku stali pozostaną Chiny, gdzie jawna konsumpcja w 2011 i 2012 roku wzrośnie odpowiednio o 7,5% oraz 6% (do 643,2 mln ton i 681,6 mln ton). W krajach UE konsumpcja stali w 2011 r. będzie wzrastać w tempie 7% i osiągnie wartość 155 mln ton. Z kolei w 2012 r. prognozowany wzrost popytu na stal będzie dużo mniejszy i wyniesie 2,5%.

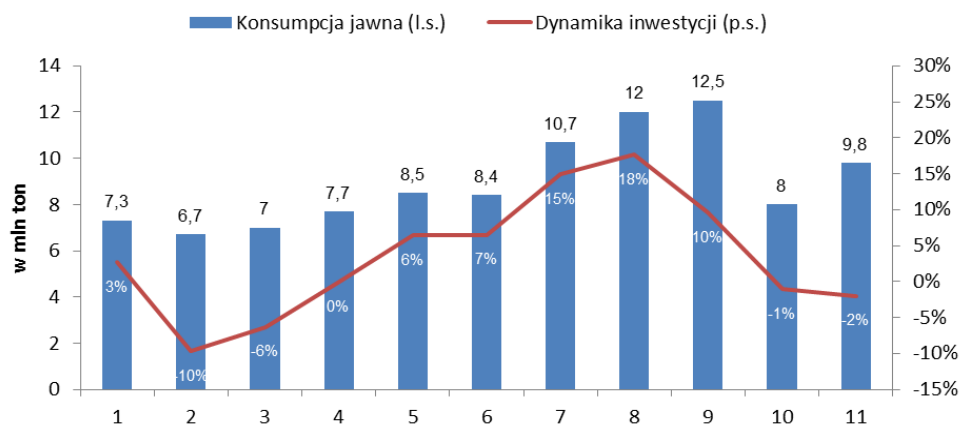
Jawna konsumpcja wyrobów gotowych ze stali w latach 2010-2012 (w mln ton)

Region	2010	2011P	2012P	wzrost 2010 (%)	wzrost 2011 (%)	wzrost 2012 (%)
Unia Europejska (27)	144,9	155,0	158,9	21,1	7,0	2,5
Europa - pozostała część	29,6	33,0	34,8	24,0	11,3	5,7
Rozwinięte gospodarki	372,7	392,9	403,0	24,4	5,4	2,6
Rynki wschodzące	939,6	1004,6	1070,6	11,8	6,9	6,6
Chiny	598,1	643,2	681,6	8,5	7,5	6,0
Świat - łącznie	1312,4	1397,5	1473,6	15,1	65	5,4

Źródło: World Steel Association

Obecnie następuje przesunięcie w światowej produkcji przemysłowej, które doprowadzi do zmiany układu w międzynarodowym handlu stalą. Prawdopodobne jest, że wymiana pomiędzy niektórymi regionami stanie się nieopłacalna, a znaczenie rynków z własnym dostępem do surowców wzrośnie. Stąd, realokacja postępować będzie w kierunku rynków wschodzących. Według WSA w krajach rozwiniętych nastąpi 2011 r. wzrost popytu na stal o 5,4% (do 392,9 mln ton), z kolei w 2012 r. dynamika zmniejszy się do 2,6% (do 403 mln ton).

W Europie Środkowo-Wschodniej Polska urasta do rangi lidera, u którego będą kształtować się trendy dla całego rynku. W najbliższych latach właśnie Polska będzie miała obok Niemiec największy wpływ na wzrost zużycia stali w Europie. Wzrost jawnej konsumpcji stali w Polsce (zużycie jawne liczone jest jako suma produkcji plus asortyment z importu minus eksport) szacowany jest w 2012 r. nawet na 9,5%, co oznacza największą dynamikę spośród wszystkich krajów UE (średnia 2,5%). Prognozy zakładają jednak kontynuację wzrostu produkcji na niższym poziomie oraz spadek importu. Większe zużycie stali będzie wynikać z inwestycji infrastrukturalnych, kolejowych i energetycznych (istnieje wysoka korelacja pomiędzy inwestycjami a zużyciem stali). W stosunku do pozostałych krajów UE Polska ma o prawie połowę niższe zużycie stali per capita.



Źródło: World Steel Association, GUS

Trendy cenowe na rynku stali

Podstawowym determinantem cen na rynku surowców hutniczych jest popyt na stal, który zależy z kolei od koniunktury w takich branżach jak budownictwo, przemysł motoryzacyjny czy maszynowy. Stąd wzrost lub spadek zużycia stali przekłada się odpowiednio na wyższe lub niższe ceny koksu, złomu i rudy żelaza. Wysoka korelacja cen surowców hutniczych oraz cen wyrobów stalowych znajduje odzwierciedlenie w historycznych notowaniach.

Ceny kęsów notowanych na LME w latach 2008-2011



Źródło: Bloomberg

Ceny koksu w Chinach w latach 2008-2011



Źródło: Bloomberg

Ceny importowanej rudy żelaza w Chinach w latach 2008-2011


Źródło: Bloomberg

Ceny złomu w Chinach w latach 2008-2011


Źródło: Bloomberg

Generalnym globalnym trendem jest stały wzrost kosztu produkcji stali ze względu na wzrost cen rudy, koksu i cen złomu. Na rynku światowym popyt na surowce hutnicze kreują przede wszystkim kraje azjatyckie - m.in. Chiny i Indie, w których produkcja stali rozwija się najszybciej.

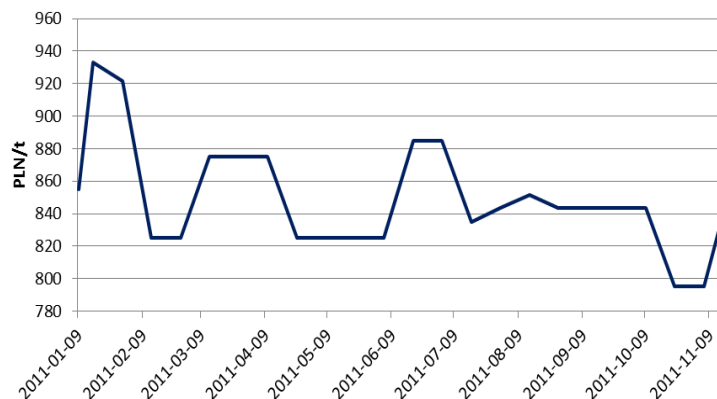
W ostatnim czasie z powodu hamowania gospodarki Chin, a także ze względu na kryzys zadłużenia w Europie nastąpiła znaczna obniżka cen rudy żelaza. Wpływ na niższe ceny rudy żelaza na światowym rynku ma również planowany wzrost mocy wydobywczych rudy w Brazylii i Australii. W ślad za obniżką cen rudy powinny pójść również ceny węgla koksującego i złomu, co w konsekwencji powinno przełożyć się także na niższe ceny wyrobów hutniczych.

W ostatnim czasie na rynku stali widoczna jest destabilizacja cen związana z niepewnością co do rozwoju koniunktury. Ceny kęsów notowanych na LME, po okresie wzrostów w I półroczu 2011 r. notują systematyczny spadek od końca sierpnia br. W okresie wrzesień listopad ceny kęsów spadły o 20% z poziomu 657,5 EUR/t do poziomu 524 EUR/t.

Koniunktura na światowym rynku stali znalazła odzwierciedlenie na krajowym rynku. Analiza hurtowych cen złomu wsadowego (bezpośrednio wykorzystywanego jako wsad w piecach hutniczych) oraz newsadowego (wymagającego obróbki termicznej przed wykorzystaniem go jako wsad) pokazuje, że ceny złomu charakteryzowała w 2011 r. relatywnie duża zmienność. Początek roku stał pod znakiem dynamicznych wzrostów w porównaniu ze słabym rokiem 2010. Następnie ceny notowały kolejne spadki i wzrosty by ostatecznie osiągnąć poziom 795 PLN/t w pierwszym tygodniu listopada, o 15% poniżej szczytu z I kw. br.

W ostatnim czasie, w rezultacie podwyżek cen surowca u producentów, ceny złomu na polskim rynku charakteryzuje tendencja wzrostowa. W okresie zimy, głównie z powodu niesprzyjających warunków atmosferycznych pozyskiwanie złomu jest bardziej ograniczone. Huty chcąc zabezpieczyć magazyny przed trudnym okresem dla zakupu surowca, intensywnie zwiększają zapasy. Z uwagi na dobre perspektywy na rynku stali w przyszłym roku nie należy się spodziewać w najbliższym czasie korekty cen złomu.

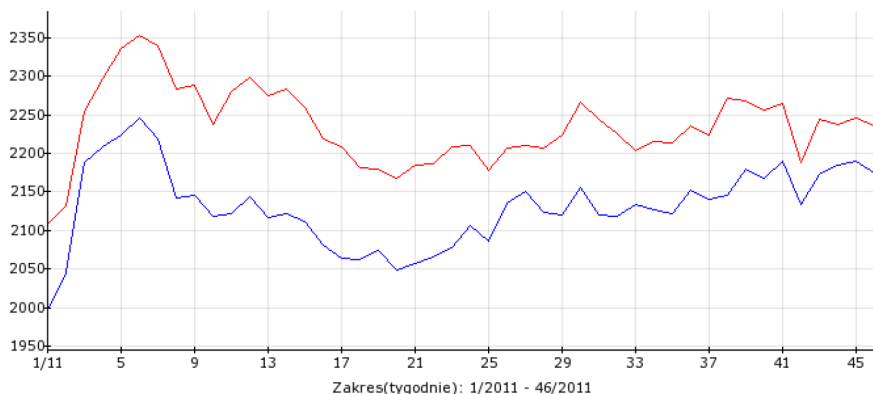
Średnie ceny złomu na polskim rynku w 2011 r.



Źródło: www.zlom.info.pl

Ważnym indeksem na rynku stali są ceny prętów zbrojenia betonu. Trendy zmian cen prętów odzwierciedlają się w dużym stopniu zmiany cen innych wyrobów hutniczych. W II półroczu 2011 r. istotny wpływ na wzrosty cen miał słabnący kurs EUR/PLN. Koniunktura na rynku stali jest w dużym stopniu zależna od ogólnej sytuacji ekonomicznej. W ostatnim czasie zauważalny jest trend ograniczania produkcji przez huty w celu zahamowania obniżek cen.

Ceny prętów żebrowanych na polskim rynku w 2011 r.



Źródło: www.puds.pl