

Pierwszy raport analityczny

- Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Elemental Holding ustalając 12M TP PLN 1.8/akcję.
- Prognozujemy wzrost EBITDA na poziomie 4%/15% r/r odpowiednio w 2018-19p.
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na EV/EBITDA 5.5x w 2018p oraz 4.8x w 2019p.

Odzysk wartości

W latach 2015-17 Elemental Holding dzięki akwizycjom i wzrostowi organicznemu zwiększał przychody średniorocznie o 23% i stał się dominującym graczem na polskim rynku w segmencie recyklingu katalizatorów samochodowych oraz recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (ZSEE). W latach 2018-20p prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 11%. W naszej ocenie czynnikami wzrostu będą: 1) przepisy zwiększające minimalne poziomy zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz 2) wzrost wolumenu w segmencie zużytych katalizatorów samochodowych (ang. *spent autocatalyst* - SAC). Zwracamy uwagę, że dzięki wysokiemu poziomowi wolnych mocy produkcyjnych, spółka będzie mogła znacznie zwiększyć wolumen przerabianych odpadów bez konieczności ponoszenia dodatkowych nakładów inwestycyjnych w segmencie SAC i PCB (ang. *printed circuit board*). Spółka jest obecnie wyceniana w 2018p oraz 2019p na P/E odpowiednio 6.0x i 5.2x (-57%/-60% vs. zagraniczne peers) oraz na EV/EBITDA 5.5x oraz 4.8x (-29%/-17% vs. zagraniczne peers). Ustalamy cenę docelową na PLN 1.8/akcję (+59%).

W latach 2018p oraz 2019p szacujemy wzrost przychodów do poziomu PLN 1.7mld (+22% r/r) oraz PLN 1.9mld (+12% r/r). Uważamy, że dzięki przepisom dyrektywy dot. minimalnego poziomu zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego wolumeny przetworzonych urządzeń w segmencie WEEE (ang. *Waste Electrical and Electronic Equipment*) oraz PCB powinny wzrosnąć w latach 2019p oraz 2020p o odpowiednio 13% r/r i 12% r/r. Istotnym czynnikiem wspierającym wzrost przychodów będzie wzrost wolumenu w segmencie SAC, który w 2019-20p szacujemy odpowiednio na 20% r/r i 15% r/r, co naszym zdaniem będzie spowodowane m. in. dalszą ekspansją na rynkach zagranicznych.

Przy stabilnej marży EBITDA na poziomie 3.9% oczekujemy EBITDA PLN 65m (+4% r/r) oraz PLN 74m (+15% r/r) odpowiednio w latach 2018-19p. W 2017 r., ze względu na zwiększenie udziału segmentu SAC w przychodach spółki, a także spadek marży zakupowej w pozostałych segmentach, marża EBITDA obniżyła się do poziomu 4.5% (vs. 7.1% w 2016 r.). W 2018p prognozujemy niższą r/r marżę EBITDA na poziomie ok. 3.8%, co naszym zdaniem będzie spowodowane wzrostem udziału segmentu SAC w przychodach spółki do szacowanego przez nas poziomu ok. 40% (vs. 25% na koniec 2017 r.).

W 2018p oraz 2019p oczekujemy wydatków inwestycyjnych na poziomie odpowiednio PLN 31m (-51% r/r) oraz PLN 21m (-34% r/r). Wyższy poziom wydatków inwestycyjnych w ostatnich latach był spowodowany przejściami spółek działających w branży SAC oraz budową fabryki do recyklingu płytek PCB. W najbliższych latach nie zakładamy kolejnych akwizycji, natomiast głównym wydatkiem inwestycyjnym będzie związany z budową fabryki do przerobu ZSEE, której koszt szacujemy na ok. PLN 22m.

Wycena. Spółka jest obecnie wyceniana w 2018p oraz 2019p na P/E odpowiednio 6.0x i 5.2x (-57%/-60% vs. zagraniczne peers) oraz na EV/EBITDA 5.5x oraz 4.8x (-29%/-17% vs. zagraniczne peers). Ustalamy cenę docelową na PLN 1.8/akcję (+59%).

Tabela 1. EMT – Wybrane dane

PLNm	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	926.2	1 009.7	1 394.9	1 705.9	1 908.7	2 101.5
EBITDA	60.8	71.3	62.2	64.7	74.1	82.3
Zysk netto	45.5	50.8	24.8	31.2	35.7	40.5
P/E (x)	4.1	3.7	7.6	6.0	5.2	4.6
EV/EBITDA (x)	4.5	3.8	5.5	5.5	4.8	4.3
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	1.8
Cena bieżąca (PLN)	1.1
Potencjał wzrostu/spadku	59%
Min (52T)	0.8
Max (52T)	2.5
Liczba akcji (m)	170
Kapitalizacja (PLNm)	188
Dług netto (2017, PLNm)	138
EV (PLNm)	344
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.5

Akcjonariat

	%
Altus TFI*	26.2%
NN OFE	12.9%
Metlife OFE	7.5%
Aegon OFE	6.0%
Pozostali	47.4%

*zgodnie z oświadczeniem spółki z dn. 06.09.2018 r. akcje Elemental Holding widoczne w portfelach inwestycyjnych Altus TFI należą do Pawła Jarskiego

Opis spółki

Elemental Holding SA prowadzi działalność w zakresie recyklingu i obrotu metalami szlachetnymi i niezależnymi na terenie kilkunastu europejskich państw, Bliskiego i Dalekiego Wschodu oraz Afryki. Najważniejszym obszarem działalności prowadzonej przez spółkę jest gromadzenie, obróbka i przetwarzanie katalizatorów samochodowych, zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz złomu.

EMT vs. WIG relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marcin Górnik

Młodszy Analityk Akcji

(+48) 22 378 92 03

Marcin.Gornik@vestor.pl

Jakub Jaworski

Research Associate

(+48) 22 378 92 14

Jakub.Jaworski@vestor.pl

Elemental Holding: Prognozy finansowe

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

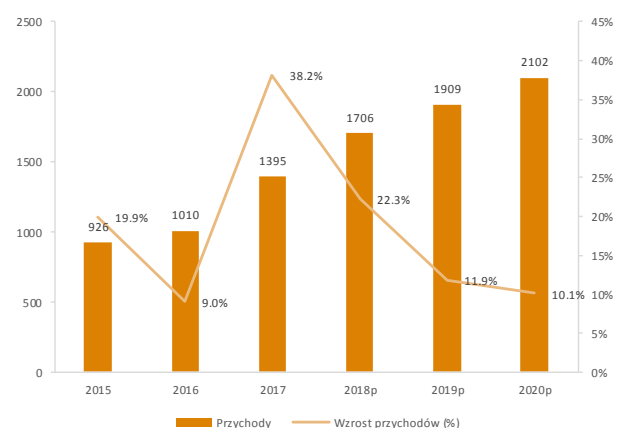
Rachunek zysków i strat (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	926	1010	1395	1706	1909	2102
Amortyzacja	-8	-9	-10	-11	-12	-13
Zużycie materiałów i energii	-23	-24	-26	-33	-37	-40
Usługi obce	-32	-28	-21	-36	-40	-44
Wynagrodzenia i ubezpieczenia	-33	-31	-39	-47	-53	-59
Wartość sprzed. towarów i mat.	-769	-848	-1244	-1513	-1692	-1861
Pozostałe	-9	-7	-3	-12	-13	-15
EBITDA	61	71	62	65	74	82
EBIT	53	62	53	54	62	70
Przychody finansowe	3	4	2	4	1	1
Koszty finansowe	-7	-8	-16	-10	-8	-8
Zysk przed opodatkowaniem	49	58	39	48	55	62
Podatek	1	-2	-7	-9	-10	-12
Zysk akcj. Mniejszościowych	-4	-5	-8	-8	-9	-10
Zysk netto	46	51	25	31	36	40
Bilans (PLNm)	2 015	2 016	2 017	2018p	2019p	2020p
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	92	92	104	113	122	130
Wartość firmy	179	247	279	315	315	315
Inne aktywa trwałe	2	34	15	6	6	6
Środki pieniężne i ekwiwalenty	98	82	37	41	48	63
Należności handlowe	129	119	130	140	157	172
Zapasy	71	95	144	175	196	215
Inne aktywa obrotowe	10	11	36	21	11	11
Aktywa razem	582	681	745	811	854	913
Dług krótkoterminowy	32	84	90	88	88	88
Zobowiązania handlowe	32	47	58	71	79	87
Inne zobowiązania krótkoterm.	11	19	14	24	14	14
Dług długoterminowy	142	70	85	92	92	92
Inne zobowiązania długoterm.	11	11	12	12	12	12
Zobowiązania i rezerwy razem	227	230	259	287	285	293
Kapitały własne	341	442	467	498	533	574
Mniejszości	14	8	19	27	36	46
Pasywa	582	681	745	811	854	913
Dług netto	76	72	138	139	132	117
Przepływy pieniężne (PLNm)	2 015	2 016	2 017	2018p	2019p	2020p
Zysk brutto	48.7	57.7	39.2	48.1	55.1	62.5
Amortyzacja	8.1	9.1	9.5	10.8	11.7	12.6
Zmiany w kapitale obrotowym	-75.1	-53.8	-43.5	-28.7	-28.9	-27.5
Inne zmiany niepieniężne	2.1	3.1	-12.9	-0.1	-10.5	-11.9
Przepływy z działalności oper.	-16.2	16.0	-7.6	30.0	27.4	35.8
Nakłady na śr. Trwałe	-5.6	-11.5	-23.4	-20.0	-20.7	-20.7
Inne przepływy inwestycyjne	-33.9	-85.4	-40.3	-11.2	0.0	0.0
Przepływy z działalności inw.	-39.5	-97.0	-63.7	-31.2	-20.7	-20.7
Kredyty i pożyczki	30.2	19.8	19.1	15.0	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne przepływy finansowe	20.0	45.3	7.0	-10.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności fin.	50.2	65.1	26.2	5.0	0.0	0.0
Zmiana stanu gotówki	-5.4	-15.8	-45.2	3.8	6.8	15.1
Wskaźniki	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Dynamiki wzrostu						
Wzrost przychodów (%)	19.9%	9.0%	38.2%	22.3%	11.9%	10.1%
Wzrost EBITDA (%)	47.5%	17.2%	-12.7%	4.0%	14.5%	11.0%
Wzrost zysku netto (%)	46.3%	11.4%	-51.2%	25.8%	14.6%	13.3%
Marże						
Marża EBITDA (%)	6.6%	7.1%	4.5%	3.8%	3.9%	3.9%
Marża EBIT (%)	5.7%	6.2%	3.8%	3.2%	3.3%	3.3%
Marża zysku netto (%)	4.9%	5.0%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
Dźwignia i stopy zwrotu						
Dług netto/EBITDA (x)	1.2	1.0	2.2	2.1	1.8	1.4
Dług netto /Kapitały własne (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	4.1	2.1	2.1	2.1	2.3	2.4
ROA (%)	8.8%	8.0%	3.5%	4.0%	4.3%	4.6%
ROIC (%)	11.6%	10.8%	7.0%	6.6%	7.3%	7.7%
ROE (%)	14.8%	13.0%	5.5%	6.5%	6.9%	7.3%
Cykl konwersji zapasów (dni)	34	41	42	42	42	42
Cykl konwersji należności (dni)	51	43	34	30	30	30
Cykl rotacji zobowiązań (dni)	15	20	17	17	17	17
Cykl konwersji gotówki (dni)	69	64	59	55	55	55

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

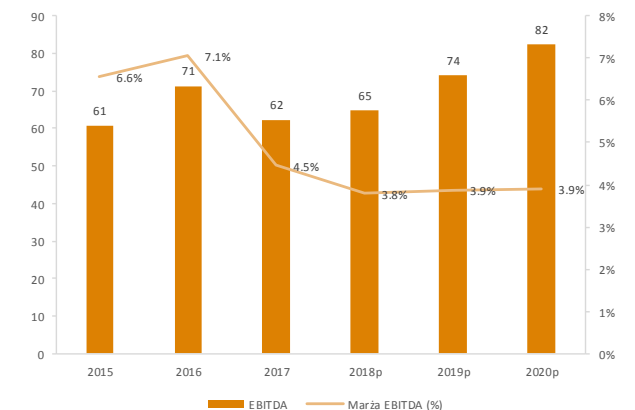
Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
P/E (x)	4.1	3.7	7.6	6.0	5.2	4.6
EV/ EBITDA (x)	4.5	3.8	5.5	5.5	4.8	4.3
EV/Sprzedaż (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
P/BV (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Stopa FCF (%)	-28.1%	-43.7%	-28.9%	-2.9%	6.7%	11.1%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Liczba akcji (mln)	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5
Zysk na akcję (PLN)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
BVPS (PLN)	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1	3.4
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF na akcję (PLN)	-0.3	-0.5	-0.3	0.0	0.1	0.1

Przychody (PLNm)



EBITDA (PLNm)



Analiza DuPonta	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Marża netto	5%	5%	2%	2%	2%	2%
Obrotowość aktywów	1.79	1.60	1.96	2.19	2.29	2.38
Dźwignia finansowa	1.68	1.61	1.57	1.61	1.62	1.60
ROE (%)	14.8%	13.0%	5.5%	6.5%	6.9%	7.3%

Ryzyka dla rekomendacji

- 1) Gwałtowny spadek cen metali (platyna, pallad, miedź, aluminium)
- 2) Zmiany regulacyjne zmniejszające minimalne poziomy zbierania ZSEE
- 3) Regulacje nakładające nowe obowiązki na spółki działające w branży recyklingu
- 4) Utrata kluczowych kontrahentów (KGHM, BASF, Umicore)

Wycena

Elemental Holding - Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda Wyceny	Waga	Na akcję (PLN)
DCF		1.8
Wycena porównawcza (2018-20p)		1.4
Koszt kapitału		10.7%
Cena docelowa: DCF	33%	2.0
Cena docelowa: Wycena porównawcza (2018-20p)	33%	1.5
Cena docelowa: Mnożnik docelowy EV/EBITDA 2018p	33%	1.8
12M cena docelowa (PLN)		1.8
Cena bieżąca		1.1
Potencjał wzrostu		59%

WACC	2018p	>2023p
St. wolna od ryzyka	3.2%	3.2%
Beta	1.7	1.6
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
Koszt kapitału własn.	10.7%	10.2%
Stopa procentowa	1.7%	1.7%
Marża na zadł.	2.6%	2.6%
Koszt długu	4.3%	4.3%
Stopa opodat.	-19.0%	-19.0%
Koszt długu po podat.	3.5%	3.5%
%D	26%	20%
%E	74%	80%
WACC	8.8%	8.9%

Wycena metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	>2023p
Przychody	1 705.9	1 908.7	2 101.5	2 270.2	2 338.3	
EBIT	54.0	62.4	69.6	75.3	75.9	75.9
Efektywna stopa podatkowa (%)	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
Podatek od EBIT	-10.3	-11.9	-13.2	-14.3	-14.4	-14.4
NOPAT	43.7	50.5	56.4	61.0	61.5	61.5
Amortyzacja	10.8	11.7	12.6	13.5	13.3	13.3
CAPEX	-31.2	-20.7	-20.7	-12.0	-12.0	-13.3
Zmiany w kapitale obrotowym	-28.7	-28.9	-27.5	-23.9	-9.7	-9.7
Wolne przepływy pieniężne	-5.4	12.6	20.9	38.6	53.1	51.8
Czynnik dyskontowy (%)	99%	91%	83%	77%	70%	
Wartość bieżąca FCF	-5.3	11.5	17.4	29.6	37.3	
Wartość bieżąca FCF 2018-2023p	90.5					
Stopa wzrostu w okresie rezyd.	1.2%					
Zyskontowana wartość rezydualna	472.3					
Wartość przedsiębiorstwa	562.8					
Dług netto (4Q17)	137.9					
Mniejszości	122.9					
Wartość kapitału własnego (PLNm)	302.0					
Liczba akcji (m)	170.5					
Wartość godziwa (PLN/akcję)	1.8					

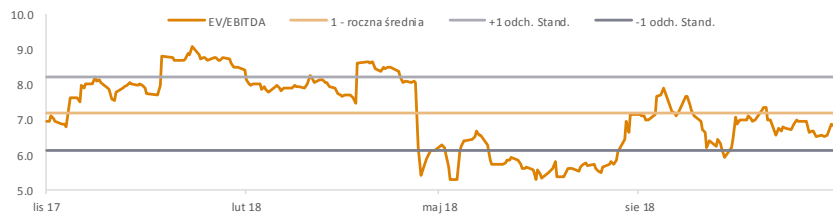
Premia za ryzyko rynkowe (%)

	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
-0.3%	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
0.2%	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
0.7%	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
1.2%	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
1.7%	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6	1.4
2.2%	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
2.7%	3.6	3.0	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7

Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	Kapitalizacja (USDm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			CAGR EPS 2018-20p	DY (%) 2018p
			2018p	2019p	2020p	2018p	2019p	2020p		
COMMERCIAL METAL	US	2 303	14.1	9.0	8.7	7.7	5.6	5.2	24%	2.4
LASSILA & TIKAN	FI	729	17.0	14.4	13.2	8.1	7.4	6.8	13%	5.6
REPUBLIC SVCS	US	24 093	24.2	22.8	20.5	11.5	10.3	9.8	-2%	1.9
SCHNITZER STEEL	US	720	7.0	10.3	11.1	4.3	5.2	5.0	-25%	2.8
SECHE ENVIRONNEM	FR	239	11.3	9.7	8.3	5.6	5.2	4.7	18%	3.7
RENEWI PLC	GB	502	10.1	7.8	6.0	5.5	4.7	4.2	n.a.	6.4
SIMS METAL MANAG	US	1 904	13.1	13.1	12.6	5.7	5.8	5.3	0%	4.1
WASTE CONNECTION	US	20 092	30.4	27.1	24.1	15.3	13.4	12.2	13%	0.7
WASTE MANAGEMENT	US	38 431	21.8	20.4	18.6	11.4	10.8	9.8	3%	2.1
Mediana			14.1	13.1	12.6	7.7	5.8	5.3	8%	2.8
EMT	PL	52	6.0	5.2	4.6	5.5	4.8	4.3	18%	0.0
premia/dyskonto do spółek porównywalnych			-57%	-60%	-63%	-29%	-17%	-20%		
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%		
Implikowana wycena (PLN/akcję)			2.6	2.7	3.0	1.4	1.0	1.1		
Wartość dyskonta				30%						
Średnia z wyceny porównawczej				1.4						

Wycena metodą mnożnika docelowego trailing EV/EBITDA



Docelowy mnożnik EV/EBITDA (x)	7.2
EBITDA 2018p	64.7
Dług netto 2018p	139.0
Mniejszości 2018p	26.8
Liczba akcji (m)	170.5
Wartość godziwa na akcję (PLN)	1.8

Źródło: Bloomberg, dane spółki, Vestor DM

Model biznesowy

Elemental Holding to podmiot założony w 2008 r., działający w branży recyklingu i obrotu surowcami wtórnymi, specjalizujący się w przetwarzaniu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (ZSEE) oraz metali szlachetnych pochodzących z katalizatorów samochodowych i układów elektronicznych. Spółka dzięki rozwojowi organicznemu oraz akwizycjom stała się jednym z większych podmiotów na polskim rynku obrotu ZSEE oraz zużytych katalizatorów samochodowych, na których wg zarządu posiada udział odpowiednio na poziomie ok. 20% i 40%.

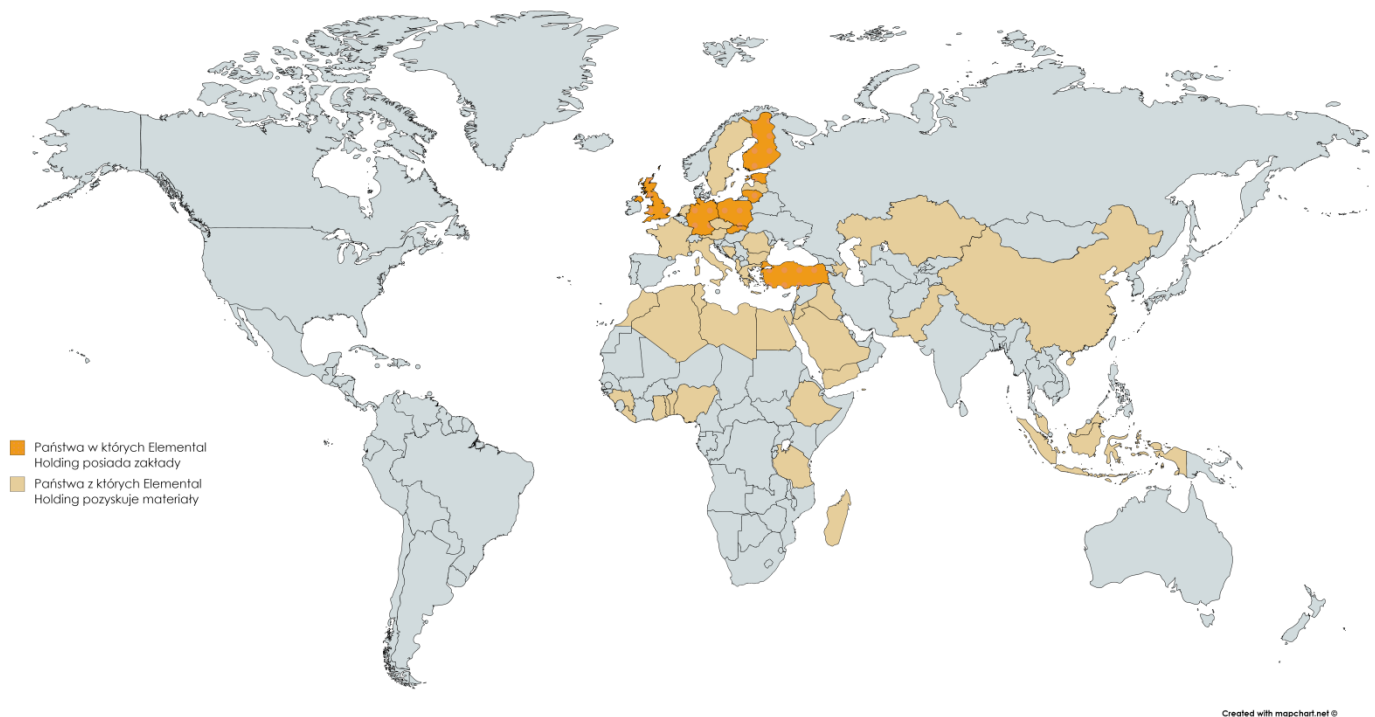
Wykres 1. Historia rozwoju

2008	• Założenie spółki pod firmą Synergis Metalrecycling przez Agatę Jarską i Pawła Jarskiego
2010	• Przekształcenie spółki MetalRecycling sp. z o.o. w Elemental Holding S.A.
2011	• Przyjęcie przez Zarząd Emitenta strategii budowy grupy kapitałowej zajmującej się recyklingiem elementów zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz hurtowym handlem metalami nieżelaznymi, zarówno w postaci odpadów, jak i półproduktów
2011	• Przejęcie spółek Tesla Recykling (recykling układów elektrycznych) oraz Synthom (obróć złomem)
2012	• Podpisanie umów na dostawy metali z KGHM Metraco oraz Alumetal
2012	• Debiut spółki na rynku NewConnect
2013	• Przejęcie spółki Terra Recykling (recykling wielkogabarytowego sprzętu AGD)
2013	• Debiut na rynku głównym GPW
2014	• Przejęcie spółek EMP, Evciler i Metal Holding
2015	• Przejęcie spółki zajmującej się recyklingiem katalizatorów samochodowych PGM Group
2016	• Przejęcie spółki zajmującej się recyklingiem katalizatorów samochodowych i płytek drukowanych Kat-Metal oraz przejęcie spółki z branży recyklingu katalizatorów Platinum
2017	• Podpisanie umowy z PFR TFI na sprzedaż 49% udziałów w spółce EMP Recykling
2018	• Przejęcie spółki niemieckiej z branży recyklingu katalizatorów samochodowych RECAT

Źródło: Spółka, Vestor DM

Spółka działa poprzez własne oddziały na terenie Polski, Słowacji, Litwy, Estonii, Niemiec, Finlandii, Wielkiej Brytanii i Turcji. Przedstawicielstwa handlowe działają na obszarach Bliskiego i Dalekiego Wschodu oraz Afryki. Spółka w 2017 r. osiągnęła przychody na poziomie PLN 1.4 mld, z czego 39% zostało zrealizowanych na rynku polskim, 30% na innych rynkach europejskich, natomiast pozostałe 31% przychodów spółka zrealizowała na rynku azjatyckim.

Obraz 1. Zasięg geograficzny – Elemental Holding

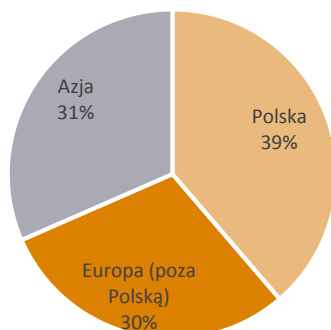


Źródło: Spółka, Vestor DM

Elemental Holding działa w czterech segmentach związanych z branżą recyklingu i przetwarzania złomu, do których należą:

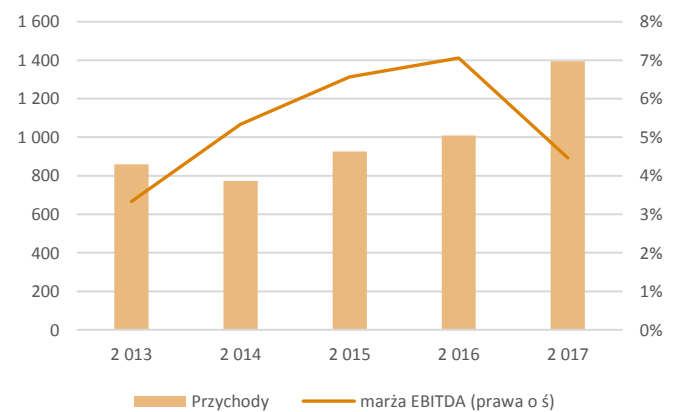
- Segment recyklingu katalizatorów samochodowych – SAC (*ang. Spent Auto Catalyst*).
- Segment przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego – ZSEE (*ang. WEEE - Waste Electrical and Electronic Equipment*).
- Segment recyklingu obwodów drukowanych – PCB (*ang. Printed Circuit Board*).
- Segment obrotu metali nieżelaznych (*ang. non-ferrous metals*).

Wykres 2. Elemental – Struktura geograficzna przychodów 2017 r.
%



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 3. Przychody i marża EBITDA
PLNm



Źródło: Spółka, Vestor DM

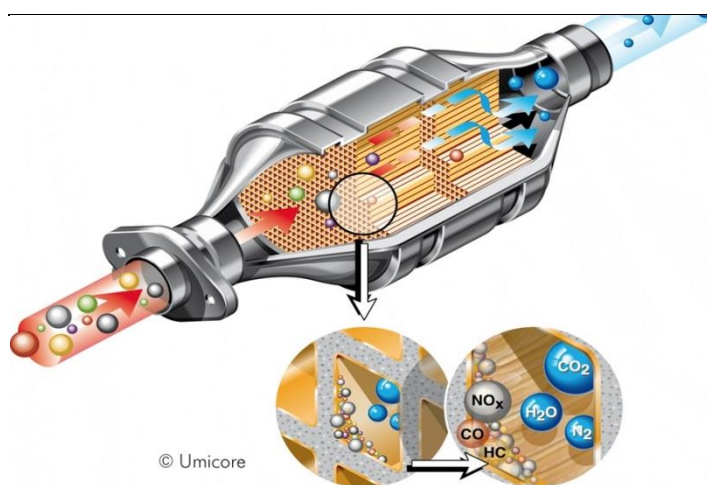
1. Segment recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych (SAC)

Katalizator samochodowy to część układu wydechowego, która zmniejsza ilość szkodliwych substancji zawartych w spalinach. Wyróżniamy dwa rodzaje katalizatorów:

- **Katalizatory ceramiczne** – W uproszczeniu składają się z obudowy ze stali nierdzewnej oraz ceramicznego wkładu, którego powierzchnia została natryśnięta metalami z grupy platynowców tzw. PGM (*ang. platinum group metals*).
- **Katalizatory metalowe** – Zbudowane z metalowego bloku wykonanego z warstw falistej folii, tworzącej sieć kanalików, która podobnie jak w przypadku wkładu katalizatora ceramicznego zawiera PGM.

Platynowce, głównie platyna, pallad i rod, pobudzają zawarte w spalinach tlenki węgla, węglowodory i tlenki azotu do reakcji, skutkującej ograniczeniem emisji szkodliwych związków. Zawartość PGM we wkładach katalizatorów samochodowych przeciętnie waha się w przedziale 0.2-0.3%, poziom ten zależy od wieku samochodu oraz rodzaju spalnego paliwa. Procesy recyklingu katalizatorów są nastawione na odzyskiwanie metali szlachetnych w celu ich powtórnego użycia. Recykling katalizatorów samochodowych umożliwia odzyskanie do 95% zawartych w nim platynowców, a także w porównaniu do tradycyjnego wydobycia pozwala zaoszczędzić znaczne ilości energii (przerobienie 1 tony zużytych katalizatorów pozwala zapobiec wydobyciu 150 ton rudy lub alternatywnie 400 t skały płonnej).

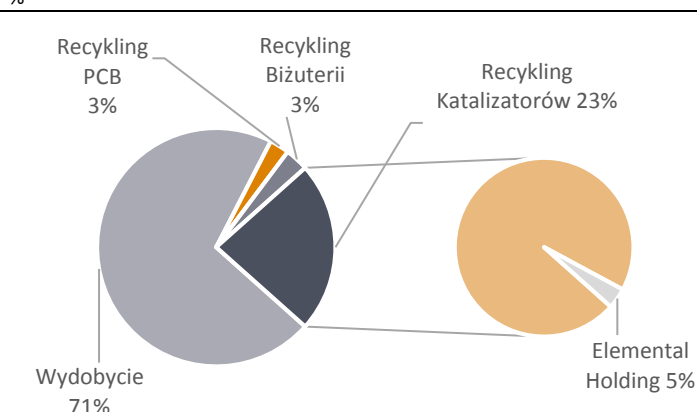
Obraz 2. Budowa ceramicznego katalizatora samochodowego



© Umicore

Źródło: pmr.umicore.com

Wykres 4. Udział Elemental Holding w światowej podaży PGM



Źródło: Spółka, Vestor DM

Działalność spółek z grupy kapitałowej Elemental Holding w segmencie SAC opiera się przede wszystkim na konsolidacji sieci zbierających katalizatory. Podmioty nie prowadzą skupu pojedynczych sztuk, ale współpracują z producentami, serwisami i salonami samochodowymi, hurtownikami i detalistami, zakładami demontażu, a także sklepami z tłumikami. Zarząd szacuje moce produkcyjne spółek z segmentu SAC na ok. 15 tys. t rocznie. Spółkami z grupy Elemental Holding działającymi w segmencie SAC są:

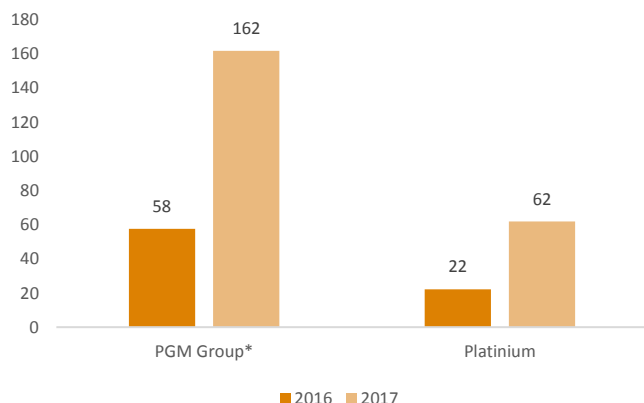
- Platinum MM (Wysogotowo k. Poznania),
- PGM Group (Grodzisk Mazowiecki),
- AWT Recycling (Wielka Brytania),
- EMP Recycling (Litwa),
- Recat (Niemcy),
- Evciler (Europa, Bliski i Daleki Wschód),

- Kat-Metal (Finlandia i Estonia).

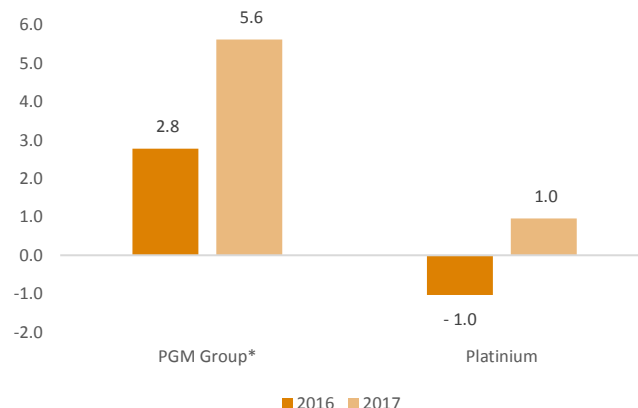
Elemental Holding dzięki wzrostowi organicznemu oraz akwizycjom podmiotów działających w segmencie SAC zwiększył wolumen przerabianych katalizatorów z 87t w 2016 r. do 1300t w 2017 r. Dodatkowo spółka znacznie zwiększyła przychody przejętych podmiotów. Po akwizycji przychody spółki PGM Group zwiększyły się z poziomu PLN 58m w okresie 09.2015-08.2016 do poziomu PLN 162m w okresie 09.2016-12.2017. Natomiast w przypadku spółki Platinum udało się zwiększyć przychody z poziomu PLN 22m w 2016 r. do PLN 62m w 2017 r.

Wykres 5. Przychody PGM Group i Platinum 2016-2017

PLNm


Wykres 6. EBITDA PGM Group i Platinum 2016-2017

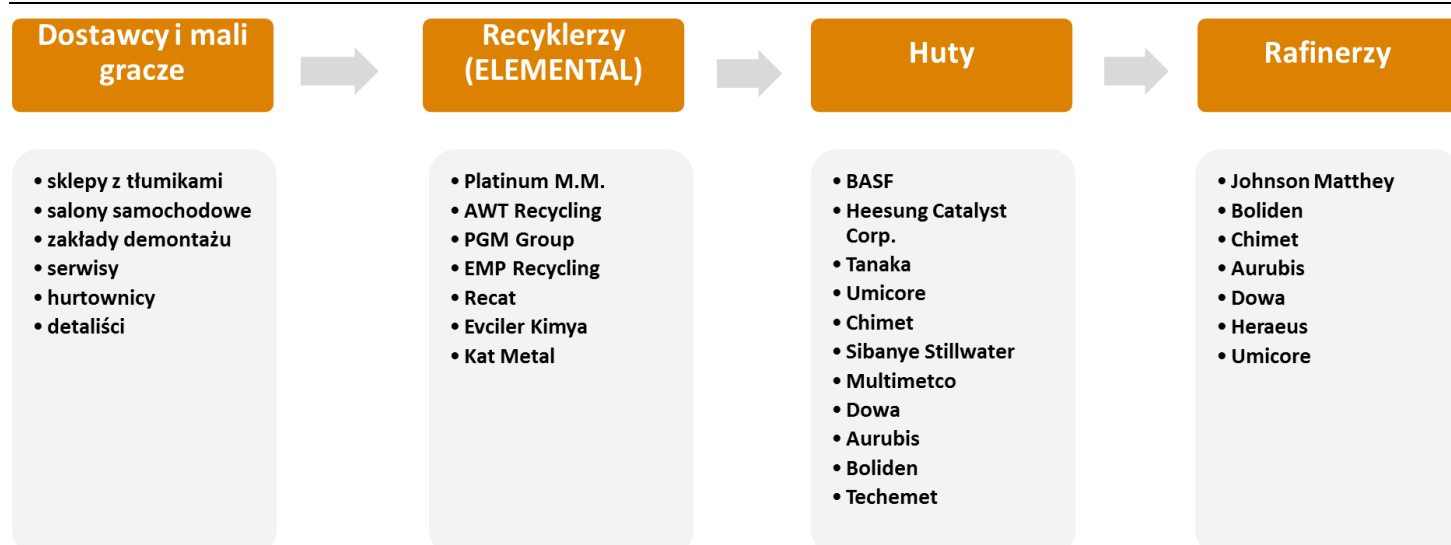
PLNm



Źródło: Spółka, Vestor DM, *PGM Group 2016 r. dane za okres 09.2015-08.2016 oraz 2017 r. dane za okres 09.2016-12.2017

Źródło: Spółka, Vestor DM, *PGM Group 2016 r. dane za okres 09.2015-08.2016 oraz 2017 r. dane za okres 09.2016-12.2017

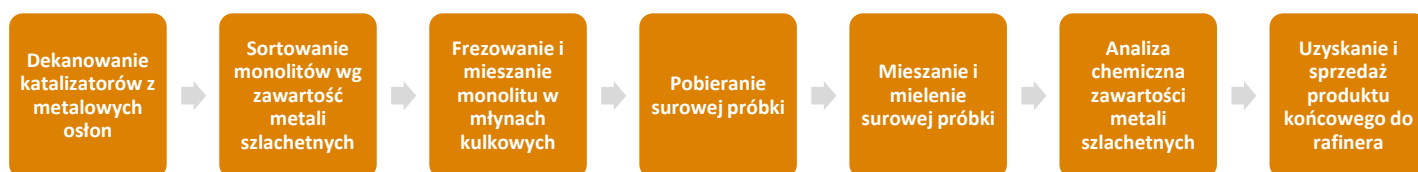
Według szacunków Zarządu, na koniec 2017 r. spółka posiadała udział w polskim rynku obrotu złomem katalizatorów samochodowych na poziomie ponad 40%. Do grona głównych konkurentów Elemental Holding w tym segmencie należą spółki: Unimetal Recycling (zakład w Trzebini k. Chrzanowa) oraz Katalizatory.pro (Janikowo k. Poznania). Na rynku europejskim zgodnie z szacunkami Zarządu udział spółki wynosi ok. 20% i plasuje ją na 3 miejscu w Europie. Największymi konkurentami Grupy w Europie są spółki niemieckie Hensel Recycling oraz Mairec. Dodatkową konkurencję w tym segmencie stanowią huty oraz rafinerie, które samodzielnie skupują katalizatory.

Wykres 7. Łańcuch przerobu SAC


Źródło: Spółka, Vestor DM

Gdy katalizatory ceramiczne trafiają do zakładów Elemental Holding, pozbawiane są obudowy, sortowane według zawartości PGM, a ich ceramiczne wkłady trafiają do młynów kulowych, tzw. *ball-mill*, w których zostają zmielone. Powstały materiał jest następnie poddawany analizie chemicznej mającej na celu zbadanie zawartości PGM. Następnie pakowany jest w worki (tzw. big bag) o wadze 1t i transportowany do kontrahentów (koncerny metalurgiczno-hutnicze) w kontenerach mieszczących 20-40t.

Wykres 8. Etapy przetwarzania SAC



Źródło: Spółka, Vestor DM

2. Segment recyklingu obwodów drukowanych (PCB)

Płytki drukowane (ang. *PCB – printed circuit board*) to płytki wytworzone z materiału izolacyjnego (głównie laminatów szklano-epoksydowych (TSE) lub materiałów kompozytowych), pokryte cienką warstwą folii miedzianej, na którą nadrukowywany jest wzór ścieżek, stanowiących połączenia elektryczne. Na ich powierzchni znajdują się również elementy przewodzące wykonane z niklu, srebra, złota i cyny. Wykorzystywane są jako podstawa konstrukcyjna w większości urządzeń elektronicznych. To na nich montowane są wszystkie podzespoły.

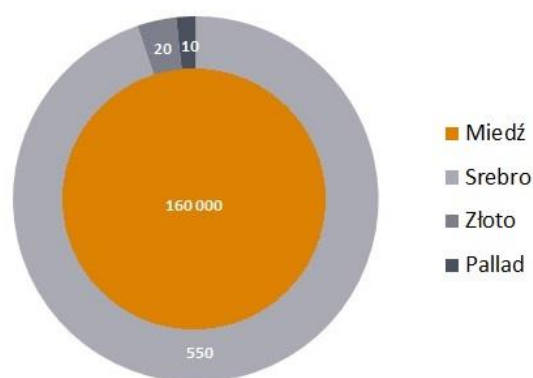
Obraz 3. Płytki drukowane



Źródło: Tesla Recycling

Obraz 4. Metale szlachetne odzyskiwane przez Tesla Recycling z 1 tony płytek drukowanych

g



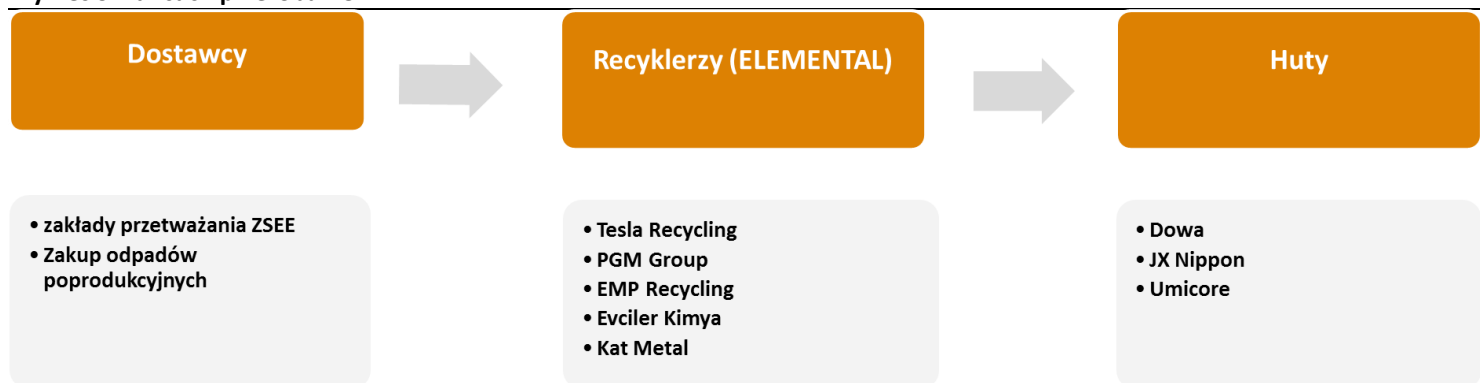
Źródło: Elemental Holding

Spółka wg zarządu jest liderem na europejskim rynku recyklingu PCB. Podmioty zależne Elemental Holding działają w obszarze recyklingu płytek drukowanych, który ma na celu odzyskanie z nich m. in. miedzi, złota, srebra oraz palladu. Moce produkcyjne spółki w segmencie PCB szacowane są na ok. 40 tys. t rocznie. Spółkami z grupy Elemental Holding działającymi w segmencie PCB są:

- Tesla Recycling (Grodzisk Mazowiecki),
- PCB Technologies (Bydgoszcz),
- EMP Recycling (Litwa),
- Kat-Metal (Finlandia),
- Evciler (Turcja).

Przetwarzane przez spółkę odpady PCB pochodzą ze sprzętu elektrycznego i elektronicznego zbieranego przez spółki wchodzące w skład Elemental Holding w ramach działań w segmencie WEEE (10-20%) oraz firm zajmujących się zbieraniem i skupem sprzętu elektronicznego i płytek drukowanych oraz demontażem sprzętu z kraju i zagranicy. Dostarczone PCB następnie podlega ocenie i segregacji w zależności od pochodzenia płytki obwodu drukowanego (komputer, serwer itp.).

Wykres 9. Łańcuch przerobu PCB



Źródło: Spółka, Vestor DM

Proces przetwórczy płytek drukowanych i układów scalonych rozpoczyna się od częściowo manualnej, a częściowo zautomatyzowanej rozbiórki urządzeń zawierających płytki PCB. Kolejnym etapem jest sortowanie płytek według zawartości złota na dwie kategorie: low grade (o zawartości złota 0-50/70g złota na tonę) i high grade (o zawartości złota >120g złota na tonę), następnie są one oczyszczane z części aluminiowych i żelaznych, rozdrabniane na płatki o powierzchni ok. 1 cm² (tzw. „flakes”) i w takiej postaci wysyłane są do odbiorców. Przed wysłaniem do huty materiał zostaje wyceniony na podstawie warunków opisanych w umowie z hutą - szacowanej zawartości metali szlachetnych oraz ustalonych kursów LME. Na podstawie tak dokonanej wyceny huta dokonuje przedpłaty. Po otrzymaniu materiału huta dokonuje szczegółowej analizy na podstawie, której dokonuje się ostatecznego rozliczenia. Głównymi odbiorcami Elemental Holding w tym segmencie są japońskie huty: Dowa i JX Nippon.

Wykres 10. Etapy przetwarzania PCB



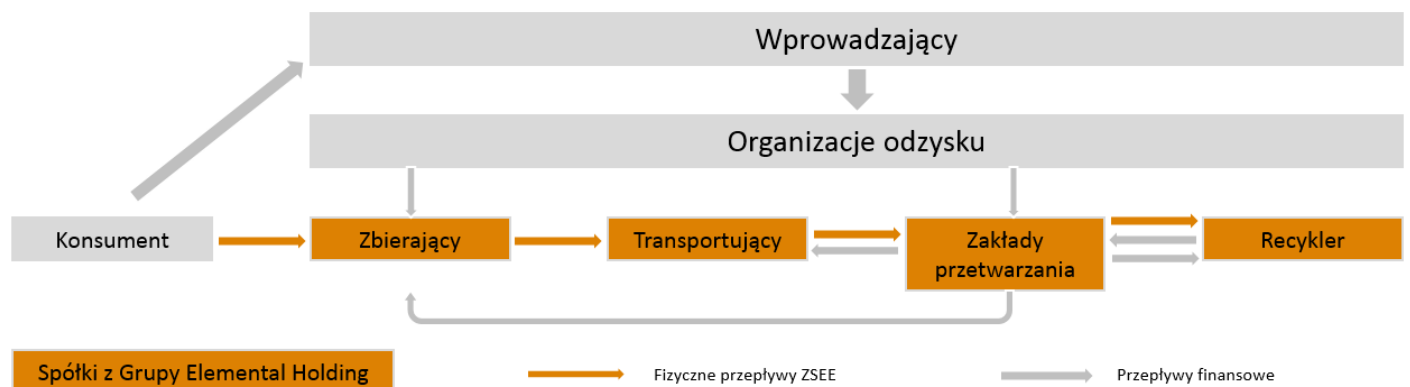
Źródło: Spółka, Vestor DM

3. Segment recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (WEEE)

Ten obszar działalności Elemental Holding jest mocno zależny od otoczenia regulacyjnego. Mowa przede wszystkim o Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/19/UE z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, której głównym celem jest zwiększenie poziomu recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego.

Spółki należące do Elemental Holding zgodnie z Ustawą z dnia 11 września 2015 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym pełnią funkcje zbierających ZSEE, zakładów przetwarzania odpadów oraz prowadzących działalność w zakresie recyklingu. Oznacza to, że organizacje odzysku ZSEE zlecają im te funkcje, a spółki otrzymują od nich z tego tytułu wynagrodzenie, co stanowi pierwszy ze strumieni przychodów Elemental Holding w tym segmencie. Drugi ze strumieni wynika wprost ze sprzedaży materiałów odzyskanych w trakcie przetwarzania ZSEE.

Wykres 11. Działanie systemu ZSEE w Polsce



Źródło: Spółka, Vestor DM

Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym zakłada funkcjonowanie 7 typów podmiotów na rynku ZSEE:

- wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny (SEE) (producenci, wprowadzający do obrotu), odpowiedzialnego za zorganizowanie i finansowanie zbierania, przetwarzania ZSEE. Odpowiada także za osiągnięcie minimalnych rocznych poziomów zbierania i recyklingu.
- dystrybutorów SEE, którzy udostępniają je klientom i nieodpłatnie przyjmują ZSEE w miejsce nowo sprzedanych urządzeń lub jeśli powierzchnia ich sklepów przekracza 400m² przyjmują obowiązkowo wszelkie małogabarytowe ZSEE.
- nabywców SEE, którzy nabywają SEE, wytwarzają ZSEE i przekazują je do punktów zbierania.
- organizacje odzysku ZSEE, spółki akcyjne stworzone przez wprowadzających SEE, które działają na ich rzecz, organizują i zarządzają procesami przetwarzania i recyklingu.
- zbierających ZSEE, którzy prowadzą w tym zakresie rejestrowaną działalność gospodarczą, przeprowadzają wstępną selekcję i przekazują je do zakładów przetwarzania. Są zobowiązani do informowania odpowiedniej gminy o prowadzonych punktach zbierania.
- zakłady przetwarzania odpadów, które przeprowadzają procesy demontażu ZSEE i przygotowują je do przetworzenia przez przedsiębiorstwa prowadzące działalność w zakresie recyklingu. Są zobowiązane do uzyskania urzędowego zezwolenia na prowadzenie działalności w tym zakresie.
- podmioty prowadzące działalność w zakresie recyklingu ZSEE.

Proces recyklingu ZSEE finansowany jest przez wprowadzających sprzęt elektryczny i elektroniczny do obrotu. W cenie każdego nowego produktu uwzględniony jest koszt gospodarowania odpadami, inaczej opłata recyklingowa, która jest w całości przeznaczana na zorganizowanie systemu zbierania ZSEE. Im więcej szkodliwych dla środowiska substancji zawiera produkowany zużyty sprzęt elektryczny i elektroniczny, tym wyższa jest opłata zawarta w jego cenie. Wprowadzający mogą obowiązek organizacji systemu wypełniać samodzielnie lub powierzyć go organizacji odzysku ZSEE, równocześnie przekazując jej wpływy z opłaty recyklingowej. Podmioty te podpisują umowy ze zbierającymi i zakładami przetwarzania.

Obraz 6. Hala recyklingu ZSEE Terra Recycling w Grodzisku Mazowieckim.



Źródło: Terra Recycling

Obraz 7. Plac złomowy Terra Recycling

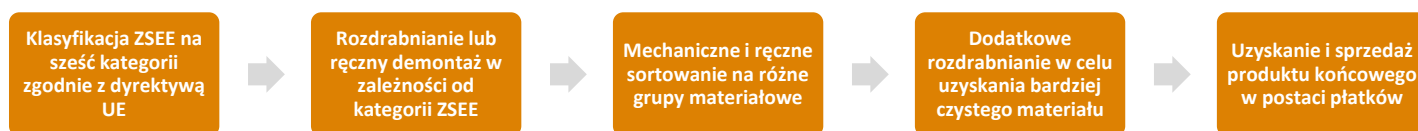


Źródło: Terra Recycling

Moce przerobowe w segmencie ZSEE szacowane są na ok. 80 tys. t. W ramach tego segmentu w Grupie Elemental Holding działają następujące spółki:

- Terra Recycling (Grodzisk Mazowiecki),
- Tesla Recycling (Grodzisk Mazowiecki),
- PCB Tech (Bydgoszcz),
- EMP Recycling (Litwa).

Wykres 12. Etapy przetwarzania ZSEE



Źródło: Spółka, Vestor DM

Zakład Terra Recycling zlokalizowany w Grodzisku Mazowieckim specjalizuje się w recyklingu urządzeń chłodniczych, który przeprowadzany jest przy wykorzystaniu nowoczesnej linii umożliwiającej całkowite unieszkodliwienie freonu oraz produkcję materiału energetycznego z pianki poliuretanowej, która podobnie jak freon jest szkodliwa dla środowiska. Do zakładu trafiają urządzenia chłodnicze pochodzące z gospodarstw domowych, a także urządzenia chłodnicze stanowiące wyposażenie sieci handlowych, punktów gastronomicznych, automaty vendingowe, itp. Przetwarzanie sprzętu

zawierającego substancje szkodliwe dla środowiska, jak freon, wymaga stosowania odpowiedniej technologii, dlatego wiąże się z wysokimi opłatami recyklingowymi.

W związku z rosnącym zapotrzebowaniem na usługi przetwarzania i recyklingu, Elemental Holding rozważa budowę nowego zakładu w Grodzisku Mazowieckim, który pozwoliłby na znaczne zwiększenie skali działalności w tym segmencie. Koszt jego powstania szacowany jest na EUR 4-6m, a decyzja w sprawie rozpoczęcia budowy uzależniona jest od wyniku rozmów spółki z organizacjami odzysku ws. długoterminowej umowy na wspomniane usługi.

4. Segment recyklingu złomu metali nieżelaznych

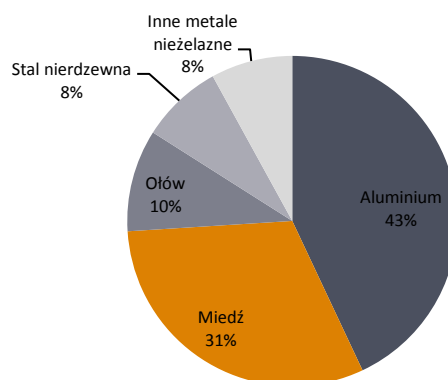
Działania spółek zależnych Elemental Holding w segmencie recyklingu złomu metali nieżelaznych obejmują odbiór oraz przygotowanie złomu do ponownego użycia przez klientów. Działalność w tym segmencie prowadzona jest przede wszystkim w kraju poprzez spółkę Syntom (Tomaszów Mazowiecki), ale także zagranicą, na mniejszą skalę, przez spółki EMP Recycling (Litwa) oraz Metal Holding (Słowacja). Syntom posiada 36 punktów skupu, którymi pokrywa znaczny obszar kraju.

Obraz 5. Oddziały spółki Syntom



Źródło: Syntom, Vestor DM

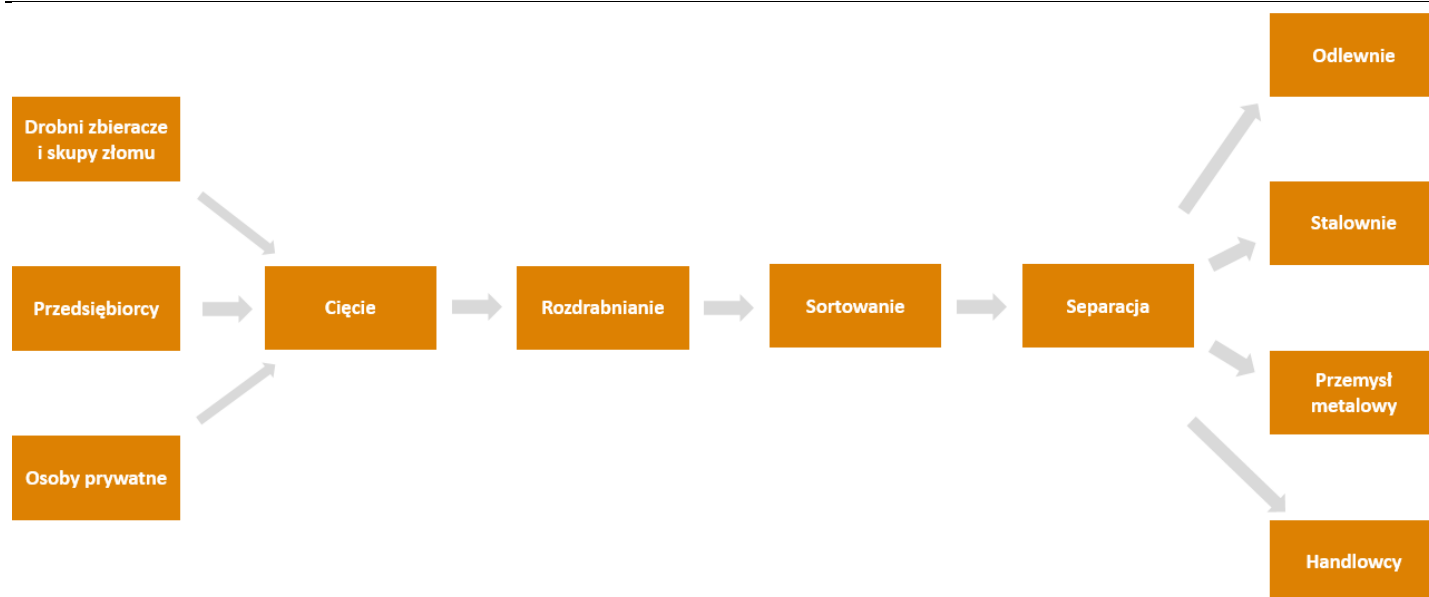
Wykres 13. Metale nieżelazne przetwarzane przez spółkę Syntom



Źródło: Spółka, Vestor DM

Syntom nabywa surowce w wielu postaciach, również nietypowych, jak pozostałości z wytopu oraz o nietypowym składzie chemicznym lub stopniu zanieczyszczenia. Spółka jest jednym z największych dostawców złomu do hut w Polsce i na terenie UE (głównie Niemiec, Włoch, Austrii, Belgii i Holandii), ale też Indii i Chin.

W pierwszym kroku złom dostarczany jest do zakładów przez skupy, przedsiębiorców trudniących się jego zbieraniem oraz osoby prywatne. Następnie złom jest w zakładach cięty, rozdrabniany, sortowany i odseparowywany, a na koniec trafia do odbiorców, którymi są głównie odlewnie, stalownie oraz spółki z przemysłu metalowego i handlowcy.

Wykres 14. Segment obrotu metali nieżelaznych - model biznesowy


Źródło: Spółka, Vestor DM

W zakładzie Syntom w Tomaszowie Mazowieckim znajdują się kluczowe dla działalności w tym segmencie urządzenia, takie jak: niszczarki (wydajność 7t/h), w których przeprowadzany jest wstępny etap recyklingu złomu, moduły Raspera (wydajność 7t/h), w których następuje dalsze kruszenie i magnetyczne oddzielanie stali oraz stoły wodne (wydajność 1,5t/h), oczyszczające frakcje metalowe z pozostałych elementów niemetalicznych. Urządzenia pozwalają uzyskać na koniec całego procesu frakcje metali o czystości 98-99%.

Tabela 2. Elemental Holding: Analiza SWOT

Mocne strony	Słabe strony
<ul style="list-style-type: none"> wysoki udział w krajowym (40%) i europejskim (20%) rynku SAC, dominująca pozycja na krajowym rynku recyklingu ZSEE (15-20%), brak krajowych konkurentów działających na podobną skalę w segmencie PCB, rozbudowana sieć punktów skupu i magazynowania odpadów w Europie i na Bliskim Wschodzie (40), strumień ZSEE niezależny od dostawców dzięki spełnianiu funkcji zbierającego, transportującego i przetwarzającego, sprawdzony model biznesowy i doświadczenie w zakresie akwizycji, wysoki poziom mocy produkcyjnych w segmentach SAC i PCB 	<ul style="list-style-type: none"> wysoka koncentracja odbiorców w segmencie SAC i PCB, brak odpowiedniego sprzętu do dalszej obróbki materiałów, co pozbawia spółkę części marży uzależnienie rentowności segmentu ZSEE od poziomu opłat recyklingowych i kontraktów z organizacjami odzysku, angażująca kapitał obrotowy działalność w segmencie PCB
Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> coraz bardziej restrykcyjne regulacje w zakresie zbierania i przetwarzania ZSEE, wprowadzanie bardziej restrykcyjnych norm jakości spalin oraz uszczelnienie systemu złomowania pojazdów, wzrost zapotrzebowania na PGM i metale nieżelazne, a także ograniczenie ich tradycyjnego wydobycia, potencjalny brak wystarczających mocy przerobowych na rynku ZSEE po zmianach minimalnych poziomów zbierania i przetwarzania w 2021 r. podpisanie długoterminowych umów z organizacjami odzysku i budowa kolejnego zakładu przetwarzania ZSEE, 	<ul style="list-style-type: none"> niskie ceny metali na LME mogą potencjalnie ograniczać dostępność materiału w segmencie handlu metalami nieżelaznymi, Zmiany regulacyjne zmniejszające minimalne poziomy zbierania ZSEE, huty i rafinerie, do których dostarczany jest monolit SAC mogą mocniej rozwinąć swoje samodzielne skupy katalizatorów, które pozwoliłyby „pomiąć” EMT, presja cenowa na rynku SEE może spowodować spadek zawartość metali szlachetnych i miedzi w PCB, co będzie oznaczać ogólny spadek rentowności recyklingu, rozwój technologiczny w zakresie oczyszczania spalin może doprowadzić do odejścia od katalizatorów, tym samym zmniejszając popyt na PGM, rozwój rynku samochodów w pełni elektrycznych, ekspansja konkurentów zagranicznych (Mairec, Henzel),

Źródło: Vestor DM

Prognoza na lata 2018-20p

W latach 2018p oraz 2019p szacujemy przychody na poziomie odpowiednio PLN 1.7mld (+22% r/r) oraz PLN 1.9mld (+12% r/r). Czynnikiem istotnie zwiększającym przychody w 2018p oraz 2019p będzie przejęcie niemieckiej spółki zajmującej się recyklingiem katalizatorów samochodowych Recat, która generuje przychody na poziomie ok. PLN 85m/rok (ok. 6% przychodów grupy). Zgodnie ze stanowiskiem zarządu wzrost przychodów w 2018p będzie spowodowany również wzrostem wolumenu w segmencie SAC, gdzie oczekujemy zrealizowania wolumenu na poziomie 2.6 tys. ton (vs. 1.3 tys. ton w 2017 r.). Zakładamy również wzrost udziału w przychodach segmentu SAC do poziomu ok. 40% w 2018p (vs. szacowane przez nas ok. 25% w 2017 r.). W 2019p szacujemy wzrost wolumenu w segmencie SAC do poziomu 3.1 tys. ton (+20% r/r), co będzie spowodowane m. in. ekspansją zagraniczną i zapowiadany przez zarząd wzmocnieniem zespołu handlowego. Naszym zdaniem spółka będzie również beneficjentem przepisów ustawy dotyczącej minimalnych poziomów zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, czego efektem jest m. in. podpisanie trzech listów intencyjnych z organizacjami odzysku dot. sprzedaży zdolności produkcyjnych nowej fabryki przetwarzania ZSEE. Z tego powodu w latach 2018p oraz 2019p oczekujemy wolumenu w segmencie PCB odpowiednio na poziomie 13.4 tys. ton oraz 15.2 tys. ton (+13% r/r), w segmencie WEEE szacujemy wolumen odpowiednio na 60 tys. ton oraz 68 tys. ton (+13% r/r).

Prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 65m (+4% r/r) oraz PLN 74m (+15% r/r) odpowiednio w 2018p oraz 2019p. Ze względu na niski poziom marży EBITDA w segmencie SAC, którą szacujemy na ok. 3.2% oraz zwiększenie wolumenu w tym segmencie z poziomu 87 ton w 2016 r. do poziomu 1300 ton w 2017 r., marża EBITDA spółki spadła w 2017 r. do poziomu 4.5% (vs. 7.1% w 2016 r.). Dodatkowo niższa marża EBITDA w 2017 r. była również efektem obniżenia marży zakupowej w segmentach PCB oraz segmencie obrotu metali nieżelaznych. W 2018p ze względu na dalszy wzrost przychodów w segmencie SAC zakładamy marżę EBITDA na poziomie 3.8%. Zwracamy również uwagę na wzrost wolumenu w wysoko marżowych segmentach PCB i WEEE, których udział w przychodach spółki kształtuje się naszym zdaniem na poziomie ok. 25%.

Szacujemy zysk netto PLN 31m (+26% r/r) oraz PLN 36m (+15% r/r) odpowiednio w 2018p oraz 2019p. Uważamy, że spółka nadal będzie ponosić wysokie koszty finansowe, ze względu na wyemitowane w ostatnich latach obligacje. W 2018p oraz 2019p szacujemy poziom kosztów finansowych na PLN 10m (-36% r/r) oraz PLN 7.6 (-25% r/r). W okresie prognozy zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

Szacujemy przepływy z działalności inwestycyjnej na poziomie PLN 31.2 w 2018p oraz PLN 20.7m w 2019p. Zgodnie z komunikatem zarządu spółka rozważa budowę fabryki do recyklingu ZSEE o rocznej wydajności 30 tys. ton. Naszym zdaniem budowa takiej fabryki będzie konieczna ze względu na prognozowany przez nas wzrost wolumenu w segmencie WEEE. Szacujemy, że koszt takiej fabryki może wynieść ok. EUR 5m (PLN 22m), a jej budowa mogłaby się zacząć już w 2019p.

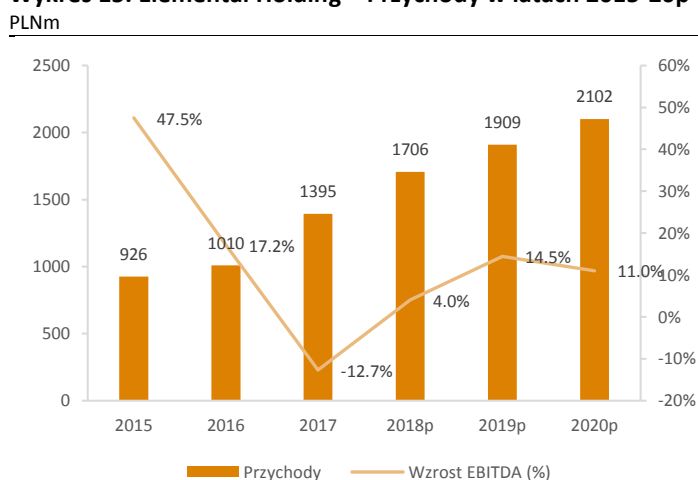
Oczekujemy skrócenia cyklu konwersji gotówki w 2018p do 55 dni (vs. 59 dni w 2017 r.). Po 1H18 spółka skróciła cykl rotacji należności do 31 dni (vs. 34 dni na koniec 2017 r.), co naszym zdaniem jest spowodowane wyższym wolumenem w segmencie SAC. W kolejnych latach zakładamy utrzymanie cyklu konwersji gotówki na poziomie 55 dni.

Tabela 3. Elemental Holding: Prognozy finansowe

		2 015	2 016	2 017	2018p	2019p	2020p
Przychody	PLNm	926.2	1 009.7	1 394.9	1 705.9	1 908.7	2 101.5
Amortyzacja	PLNm	-8.1	-9.1	-9.5	-10.8	-11.7	-12.6
Zużycie materiałów i energii	PLNm	-23.0	-24.2	-25.8	-33.0	-36.5	-40.3
Usługi obce	PLNm	-32.1	-28.3	-21.1	-36.0	-39.9	-44.0
Wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne	PLNm	-32.6	-31.5	-38.9	-47.4	-53.2	-59.3
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	PLNm	-769.1	-847.8	-1 244.2	-1 512.6	-1 691.7	-1 861.0
Pozostałe koszty rodzajowe	PLNm	-7.2	-6.5	-8.7	-12.8	-14.2	-15.6
Pozostałe przychody operacyjne	PLNm	3.5	6.0	7.3	1.9	1.4	1.4
Pozostałe koszty operacyjne	PLNm	-4.9	-6.2	-1.3	-1.2	-0.4	-0.4
EBITDA	PLNm	60.8	71.3	62.2	64.7	74.1	82.3
EBIT	PLNm	52.7	62.2	52.7	54.0	62.4	69.6
Przychody finansowe	PLNm	3.2	4.0	2.3	4.3	0.6	0.7
Koszty finansowe	PLNm	-7.2	-8.5	-15.8	-10.2	-7.8	-7.8
Zysk przed opodatkowaniem	PLNm	48.7	57.7	39.2	48.1	55.1	62.5
Podatek	PLNm	1.0	-2.3	-6.9	-9.1	-10.5	-11.9
Zysk netto	PLNm	45.5	50.8	24.8	31.2	35.7	40.5
Marża EBITDA (%)	%	6.6%	7.1%	4.5%	3.8%	3.9%	3.9%
Marża Zysku Netto (%)	%	4.9%	5.0%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
Przepływy z działalności operacyjnej	PLNm	-16.2	16.0	-7.6	30.0	27.4	35.8
CAPEX	PLNm	-39.5	-97.0	-63.7	-31.2	-20.7	-20.7
Dług netto	PLNm	75.6	71.8	137.9	139.0	132.3	117.2
Dług netto/EBITDA (x)	x	1.2	1.0	2.2	2.1	1.8	1.4
Cykl konwersji zapasów	dni	33.7	40.7	42.2	42.2	42.2	42.2
Cykl konwersji należności	dni	50.9	43.1	33.9	30.0	30.0	30.0
Cykl rotacji zobowiązań	dni	15.1	20.2	17.1	17.1	17.1	17.1
Cykl konwersji gotówki	dni	69.5	63.6	59.0	55.0	55.0	55.0

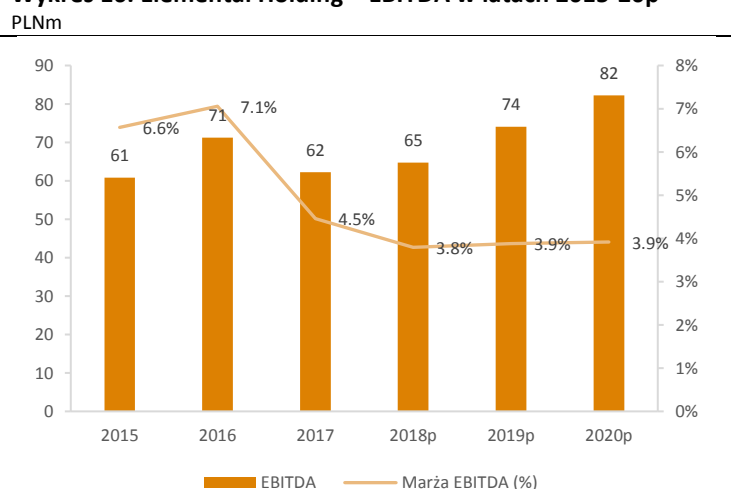
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 15. Elemental Holding – Przychody w latach 2015-20p

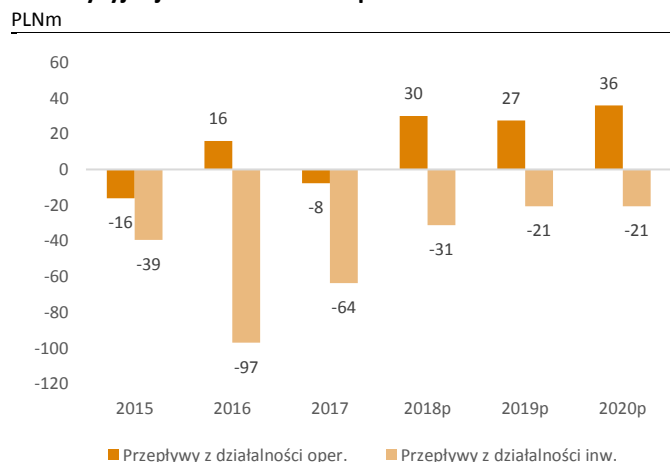


Źródło: Spółka, Vestor DM

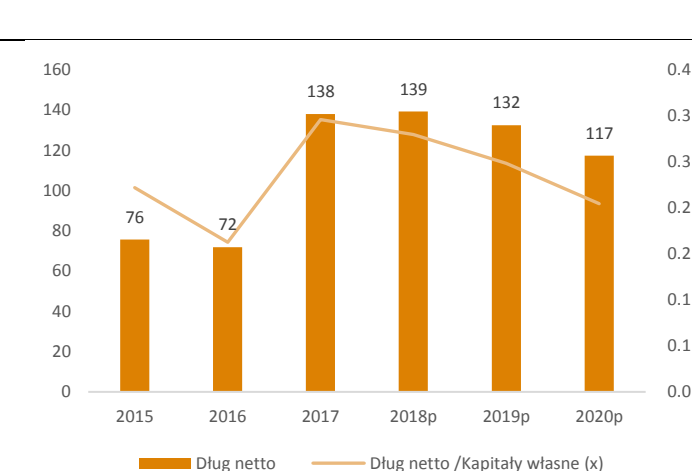
Wykres 16. Elemental Holding – EBITDA w latach 2015-20p



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 17. Przepływy z działalności operacyjnej i inwestycyjnej w latach 2015-20p


Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 18. Elemental Holding – Dług netto w latach 2015-20p


Źródło: Spółka, Vestor DM

Prognozy wyników 3Q18

W 3Q18 szacujemy przychody na poziomie PLN 419m (+22% r/r). Naszym zdaniem wzrost przychodów w 3Q18 będzie spowodowany przejęciem spółki Recat oraz wyższym poziomem wolumenu w segmencie SAC oraz WEEE i PCB (ze względu na wyższe minimalne poziomy zbierania ZSEE). Naszym zdaniem czynnikiem negatywnie wpływającym na przychody w 3Q18 będą niższe ceny surowców m. in. platyny.

Szacujemy EBITDA w 3Q18 na PLN 15.8m (+6% r/r). Szacujemy marżę EBITDA w 3Q18 na poziomie 3.8% (vs. 4.3% w 3Q17). Naszym zdaniem spadek marży EBITDA w 3Q18 będzie spowodowany przede wszystkim większym udziałem w przychodach nisko marżowego segmentu SAC.

Oczekujemy zysku netto w 3Q18 na poziomie PLN 7m (-10% r/r). Niższy r/r zysk netto jest efektem wysokiej bazy w 3Q17 spowodowanej wysokimi przychodami finansowymi, a także niższym poziomem stopy podatkowej, która kształtowała się na poziomie 11% (vs. 19% prognozowane w 3Q18).

Tabela 4. Prognozy wyników 3Q18

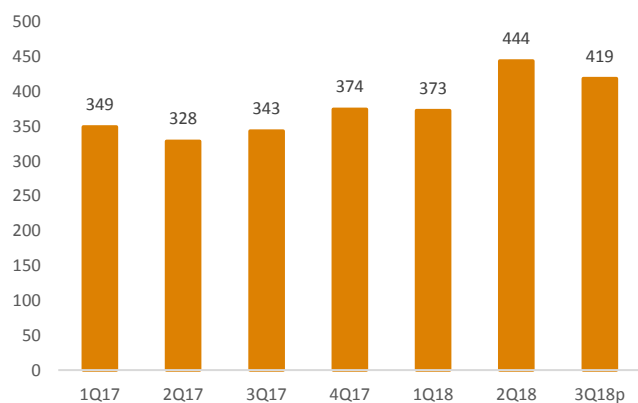
PLNm

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18p	r/r
Przychody	349.0	328.3	343.3	374.4	372.6	443.5	419.2	22%
EBITDA	21.7	13.3	14.8	12.4	14.7	16.1	15.8	6%
EBIT	19.5	11.1	12.5	9.6	12.4	13.1	12.8	3%
Przychody finans.	0.3	0.7	1.2	0.1	0.4	3.8	0.1	-95%
Koszty finans.	-4.3	-4.6	-2.6	-4.4	-3.1	-3.0	-2.0	-23%
Podatek	-1.2	-0.8	-1.2	-3.7	-1.8	-2.3	-2.1	76%
Zysk netto	11.5	4.6	7.8	0.8	5.3	9.9	7.0	-10%
marża EBITDA	6.2%	4.1%	4.3%	3.3%	3.9%	3.6%	3.8%	
marża zysku netto	3.3%	1.4%	2.3%	0.2%	1.4%	2.2%	1.7%	

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 19. Elemental Holding – Przychody 1Q17-3Q18

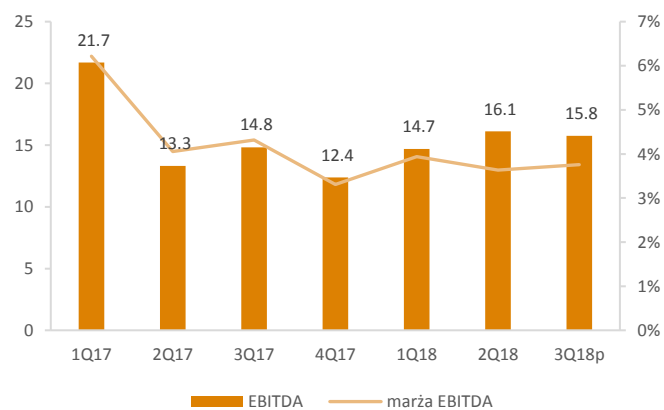
PLNm



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 20. Elemental Holding – EBITDA 1Q17-3Q18

PLNm



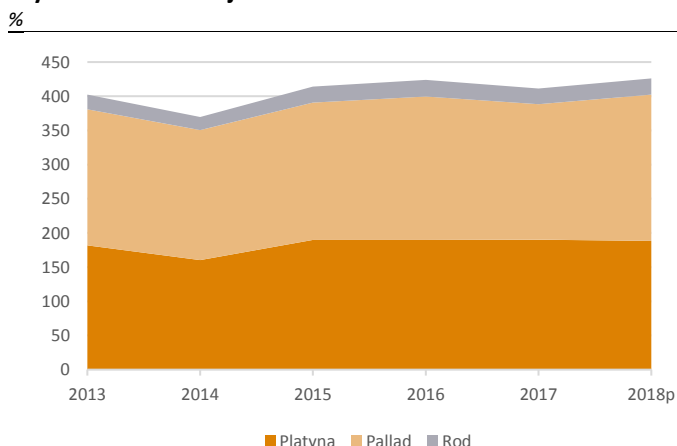
Źródło: Spółka, Vestor DM

Rynki recyklingu

Rynek recyklingu katalizatorów samochodowych

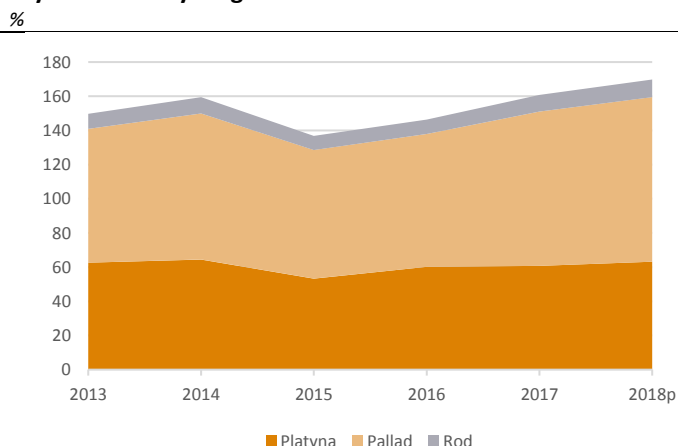
Rocznie na świecie wydobywa się ponad 400 t metali PGM (ang. Platinum Group Metals), do których należą głównie Platyna, Pallad i Rod, a także Iryd i Ruten. Prognozuje się, że w 2018p wydobycie platyny będzie stanowiło 188t (-1% r/r), palladu 214t (+8% r/r), oraz roku 24t (+2% r/r). Światowe zasoby PGM szacowane są na 66 tys. t, z czego 95% znajduje się w RPA. Coraz większa ilość PGM jest odzyskiwana w procesie recyklingu, katalizatorów samochodowych oraz biżuterii. W 2018p ponownie użytych ma zostać 63t (+4% r/r) platyny, 96t (+7% r/r) palladu oraz 10t (+7% r/r) roku.

Wykres 21. Produkcja PGM



Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

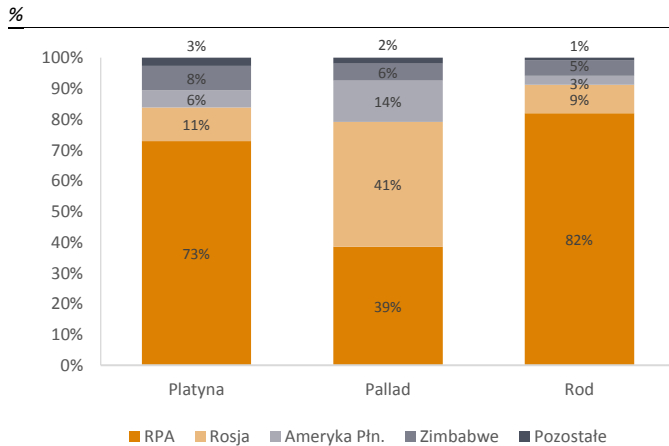
Wykres 22. Recykling PGM



Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

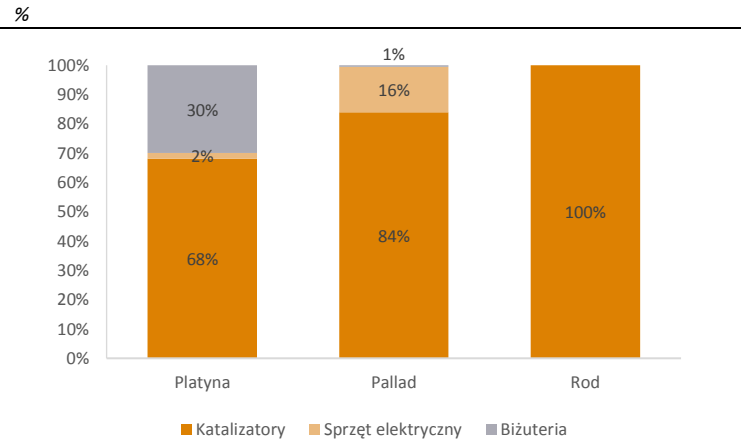
Największym producentem PGM jest Republika Południowej Afryki, która odpowiada za 73% światowego wydobycia platyny, 39% palladu oraz 82% roku. Znaczącym producentem palladu jest również Rosja, która odpowiada za ok. 41% światowej produkcji tego surowca. Istotna ilość wykorzystywanych PGM pochodzi z recyklingu m. in. katalizatorów samochodowych (68% platyny, 84% palladu oraz 100% roku), urządzeń elektrycznych (2% platyna, 16% pallad), biżuterii (30% platyna, 1% pallad). Należy podkreślić, że wydobycie platynowców jest znacznie bardziej kosztowne niż pozyskanie ich w drodze recyklingu, gdyż zawartość platynowców w tonie rudy wynosi 2-6g, natomiast w tonie katalizatorów znajduje się ok. 2kg platynowców.

Wykres 23. Producenci PGM



Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

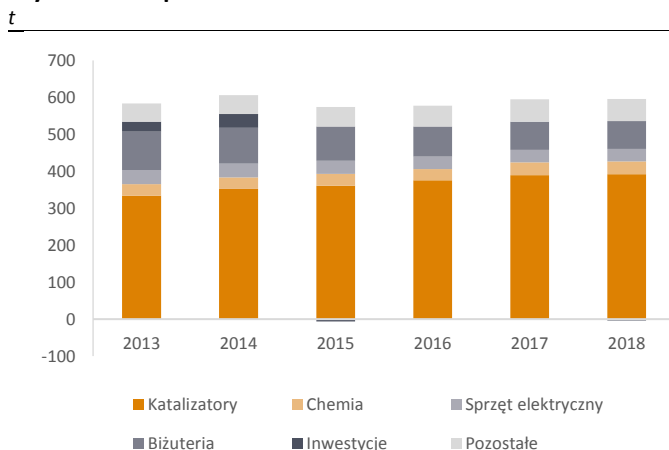
Wykres 24. Recykling PGM



Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

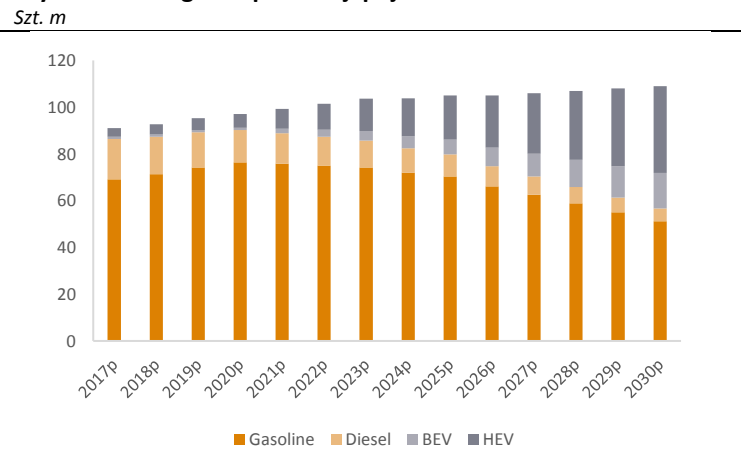
Największe zapotrzebowanie na metale grupy PGM (ang. Platinum Group Metals, platyna, pallad, rod) generowane jest ze strony przemysłu motoryzacyjnego, gdzie są one wykorzystywane w konwerterach katalizacyjnych (katalizatorach). Produkcja pojazdów odpowiada za ok. 66% całkowitego zapotrzebowania na metale PGM.

Wykres 25. Zapotrzebowanie na PGM



Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

Wykres 26. Prognoza produkcji pojazdów



Źródło: BCG, szacunki Vestor DM

Czynnikiem który może istotnie wpłynąć na zapotrzebowanie na PGM jest nowa generacja pojazdów wykorzystująca silniki elektryczne. Należy zwrócić uwagę, że pojazdy hybrydowe (HEV), ze względu na wykorzystanie silnika spalinowego będą również wyposażone w katalizatory, wykorzystujące platynę, pallad i rod. Dopiero pojazdy wykorzystujące jedynie energię elektryczną BEV nie będą wymagały katalizatora. Zgodnie z raportem BCG „The Electric Car Tipping Point” w latach 2017-2025p liczba produkowanych pojazdów wyposażonych w katalizatory (HEV, Diesel, Benzyna) będzie rosła w średniorocznym tempie ok. 1% (benzyna 0%, diesel -7%, MHEV 32%, HEV 21%, PHEV 11%, BEV 27%). Natomiast w latach 2025-2030p liczba produkowanych pojazdów wykorzystujących katalizatory samochodowe znacznie maleć średniorocznie o 1% (benzyna -6%, diesel -10%, MHEV 14%, HEV 11%, PHEV 25%, BEV 19%).

Czynnikiem, który w najbliższych latach będzie wpływał na wzrost zapotrzebowania na PGM, są coraz bardziej restrykcyjne normy emisji spalin. Producenci samochodów chcąc spełnić wymagania będą zmuszeni wprowadzenia coraz bardziej zaawansowanych konstrukcji, co może być przyczyną zwiększenia popytu na PGM.

Tabela 5. Normy jakości spalin - LDV

	2015	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Europa	Euro 6b		Euro 6c / Euro 6d TEMP				Euro 6d/ 95 g/km CO2				
Ameryka Północna EPA	Tier 2						Tier 3 Introduction				
Ameryka Północna CARB			LEV III Phase in				LEV III Tightning				
Japonia	Japan 09 (JC08)						Japan 18 (WLTC)				
Korea Południowa (diesel)	Euro 6b		Euro 6d TEMP			Euro 6d					
Chiny	China 4			China 5			China 6a			China 6b	
Indie	Bharat Stage 4					Bharat Stage 6					
Brazylia	PROCONVE L6								PROCONVE L7		
Tajlandia					Euro 4					Euro 5	

Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

Tabela 6. Normy jakości spalin – HDV On - road

	2015	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Europe	Euro VI								Possible Euro VII		
North America	Greenhouse Gas Phase 1						Greenhouse Gas Phase 2				
Japan	Japan 09		Japan 16 (WHTC)								
South Korea					Euro VI					Euro VII	
Brazil	PROCONVE P7								PROCONVE P8		
Russia	Euro IV			Euro V							
India (major cities)	Bharat IV			Bharat VI							
India (nationwide)	Bharat III	Bharat IV				Bharat VI					
China (major cities)	China IV		China IV								
China (nationwide)	China IV		China V				China VI				

Źródło: PGM Market Raport, Vestor DM

Rynek recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego

Rynek recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego regulowany jest przez Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/19/UE z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (WEEE – waste of electrical and electronic equipment). Dyrektywa, która ustala minimalne poziomy zbierania dla poszczególnych państw członkowskich, a także zakaz importu bądź eksportu ZSEE sprawiają, że działania podmiotów z branży recyklingu ZSEE ograniczają się do obszarów pojedynczych państw.

Według danych na październik 2018 r. rynek recyklingu ZSEE w Polsce tworzy:

- 6099 podmiotów wprowadzających ZSEE
- 8 autoryzowanych przedstawicieli
- 2224 przedsiębiorców prowadzących działalność w zakresie zbierania
- 146 przedsiębiorców prowadzących działalność w zakresie przetwarzania
- 132 przedsiębiorców prowadzących procesy recyklingu i inne niż recykling procesy odzysku
- 8 organizacji odzysku sprzętu elektrycznego i elektronicznego.

Dyrektywa nakłada na producentów i wprowadzających SEE do obrotu obowiązki finansowania zbierania, przetwarzania, odzysku i unieszkodliwiania ZSEE. Co więcej, zakłada minimalny roczny poziom zbierania, obliczany jako stosunek całkowitej masy ZSEE zebranego w danym kraju i średniej masy SEE wprowadzonego do obrotu w tym kraju w trzech poprzednich latach, za którego wykonanie również odpowiadają wcześniej wspomniane podmioty. W przypadku nieosiągnięcia zakładanej masy zebranych ZSEE, nakładane są na nie surowe kary finansowe. Od 2016 r. minimalny poziom zbierania ZSEE w UE wynosił 45%, natomiast od 2019 r. będzie wynosił już 65%.

Polska oraz 9 innych państw ze względu na niedobór niezbędnej infrastruktury i relatywnie niski poziom zużycia SEE, zostały póki co zobowiązane do spełnienia nieco mniej wymagających poziomów. Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym ustaliła minimalne poziomy zbierania ZSEE, które wynoszą:

- w okresie 1 stycznia 2018 r. – 31 grudnia 2020 r.:
- 40% średniorocznej masy EEE wprowadzonego do obrotu w trzech poprzednich latach.
- Od dnia 1 stycznia 2021 r.:
- nie mniej niż 65% średniorocznej masy sprzętu wprowadzonego do obrotu lub 85% masy zużytego sprzętu wytworzonego na terytorium kraju.

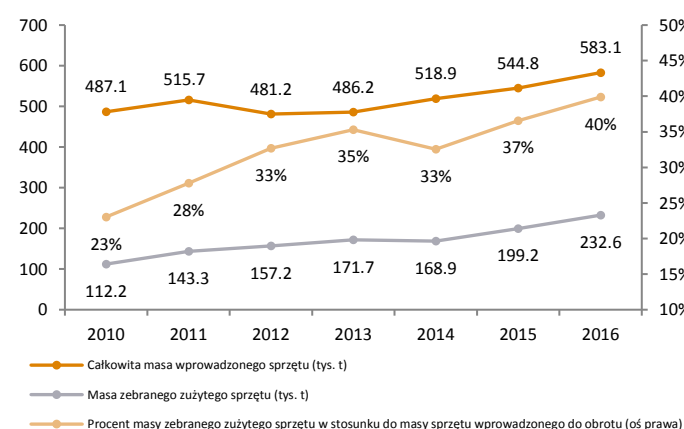
Dodatkowo Minister Środowiska w rozporządzeniu z dnia 21 lipca 2017 r. w sprawie minimalnych rocznych poziomów zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego ustalił poziomy w następujący sposób:

- w 2018 r. 50% średniorocznej masy SEE wprowadzonego do obrotu w trzech poprzednich latach,
- w 2019 r. 55% średniorocznej masy SEE wprowadzonego do obrotu w trzech poprzednich latach,
- w 2020 r. 60% średniorocznej masy SEE wprowadzonego do obrotu w trzech poprzednich latach.

W roku 2021 r. zgodnie z Ustawą dnia 11 września 2015 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym, wprowadzający sprzęt zobowiązani będą do osiągnięcia minimalnego poziomu zbierania ZSEE nie mniejszego niż 65% średniorocznej masy sprzętu wprowadzonego do obrotu w trzech poprzednich latach lub 85% masy zużytego sprzętu wytworzonego na terytorium kraju.

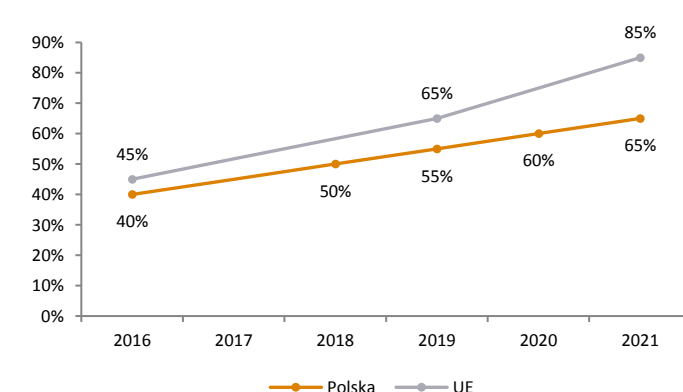
Wykres 27. Masa sprzętu wprowadzonego do obrotu i masa zebranego zużytego sprzętu w Polsce

tys.t, %



Wykres 28. Minimalne poziomy zbierania ZSEE

%



Źródło: GIOŚ, Vestor DM

Źródło: GIOŚ, Rozporządzenie Ministra Środowiska z dnia 21 lipca 2017 r. w sprawie minimalnych rocznych poziomów zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, Vestor DM

Oprócz osiągnięcia minimalnego poziomu zbierania, wprowadzający sprzęt jest zobowiązany do osiągnięcia w poszczególnych latach określonych poziomów odzysku oraz przygotowania do ponownego użycia i recyklingu zużytego sprzętu. Poziomy te zależne są od tego, jaki rodzaj sprzętu wprowadza na rynek dany podmiot, kształtują się następująco:

- 1) dla zużytego sprzętu powstałego ze sprzętu należącego do grup sprzętu nr 1 i 4
 - a) odzysku – 85% masy zużytego sprzętu
 - b) przygotowania do ponownego użycia i recyklingu – 80% masy zużytego sprzętu;
- 2) dla zużytego sprzętu powstałego ze sprzętu należącego do grupy sprzętu nr 2
 - a) odzysku – 80% masy zużytego sprzętu

- b) przygotowania do ponownego użycia i recyklingu – 70% masy zużytego sprzętu;
- 3) dla zużytego sprzętu powstałego ze sprzętu należącego do grup sprzętu nr 5 i 6
- a) odzysku – 75% masy zużytego sprzętu
- b) przygotowania do ponownego użycia i recyklingu – 55% masy zużytego sprzętu;
- 4) dla zużytego sprzętu powstałego ze sprzętu należącego do grupy sprzętu nr 3 – recyklingu – w wysokości 80% masy tego zużytego sprzętu.

Wykres 29. Podział na grupy sprzętowe obowiązujący od 01.01.2018r.

1. Sprzęt działający na zasadzie wymiany temperatury	2. Ekrany, monitory i sprzęt zawierający ekrany o powierzchni większej niż 100 cm	3. Lampy	4. Sprzęt wielkogabarytowy (którykolwiek z wymiarów zewnętrznych przekracza 50cm)	5. Sprzęt małogabarytowy (żaden z zewnętrznych wymiarów nie przekracza 50cm)	6. Małogabarytowy sprzęt informatyczny i telekomunikacyjny (żaden z zewnętrznych wymiarów nie przekracza 50 cm)
<ul style="list-style-type: none"> • lodówki • chłodziarki • zamrażarki • klimatyzatory • sprzęt do osuszania • pompy ciepła • grzejniki olejowe 	<ul style="list-style-type: none"> • ekrany, monitory • odbiorniki telewizyjne • laptopy • notebooki 	<ul style="list-style-type: none"> • lampy fluorescencyjne • ciśnieniowe lampy sodowe • lampy metalohalogenkowe • diody elektroluminescencyjne (LED) 	<ul style="list-style-type: none"> • pralki, suszarki • zmywarki, kuchenki, piekarniki • sprzęt do odtwarzania dźwięku i obrazu • komputery wielkogabarytowe • drukarki, kopiarki • automaty wydające • sprzęt medyczny • panele fotowoltaiczne 	<ul style="list-style-type: none"> • odkurzacze, zamiatacze • urządzenia do szycia • oprawy oświetleniowe • kuchenki i mikrofalę • wentylatory • żelazka, tostery, czajniki, zegary • wagi, golarki, kalkulatory • radio, kamery, odtwarzacze • czujniki dymu, termostaty 	<ul style="list-style-type: none"> • telefony komórkowe • GPS • kalkulatory • routery • komputery osobiste • drukarki • telefony

Źródło: Ustawa o ZSEE, Vestor

Podział na 6 grup obowiązuje od 1 stycznia 2018 r. Wcześniej obejmował on 10 grup sprzętowych: 1) Wielkogabarytowe urządzenia AGD, 2) Małogabarytowe urządzenia AGD, 3) Sprzęt teleinformatyczny i telekomunikacyjny, 4) Sprzęt RTV, 5) Sprzęt oświetleniowy, 6) Narzędzia elektryczne i elektroniczne, 7) Zabawki, sprzęt relaksacyjny i sportowy, 8) Przyrządy medyczne, 9) Przyrządy do kontroli, 10) Automaty do wydawania: napojów, słodczy oraz bankomaty. Zmiana podziału spowodowała, że wprowadzający do obrotu sprzęt chłodniczy nie mogą już wypełniać wymaganych od nich minimalnych poziomów zbierania i przetwarzania zlecając przetwarzanie tańszych w recyklingu pralek lub innych wielkogabarytowych urządzeń AGD. Jest to korzystna zmiana z punktu widzenia zakładów specjalizujących się w recyklingu sprzętu chłodniczego. Ze względu na to, że proces ten wymaga odpowiedniej technologii oraz linii umożliwiającej całkowite odessanie freonu z przetwarzanego sprzętu, na rynku Polskim jest niewiele podmiotów, które prowadzą działalność na skalę odpowiadającą potrzebom organizacji odzysku. Wśród nich najbardziej liczące się podmioty to: Terra Recyking (Grodzisk Mazowiecki), Biosystem (Bołęciny k. Trzebini), Remondis Electrorecycling (Łódź, Błonie), Elektro Recyking (Sękowo k. Nowego Tomyśla) oraz MB Recyking (Piekoszów k. Kielc).

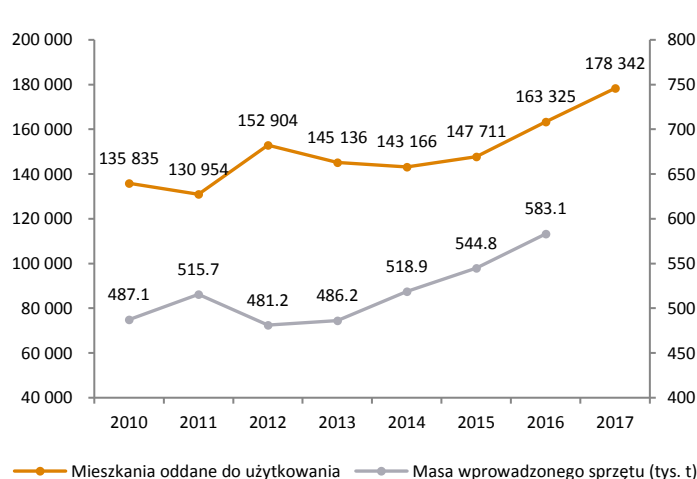
W latach 2010-2016 zaobserwowano tendencję wzrostową w zakresie całkowitej masy wprowadzanego do obrotu sprzętu elektrycznego, a także masy zebranego sprzętu zużytego. Pierwsza z kategorii rosła w tym okresie w średnim rocznym tempie 3%. Na wzrost masy wprowadzanego do obrotu sprzętu wpływ ma skracający się cykl życia sprzętu, a także sprzyjająca koniunktura gospodarcza, która skutkuje większym popytem na urządzenia ze strony gospodarstw domowych. Jest to o tyle istotne, że udział masy zużytego sprzętu pochodzącego z właśnie z tego źródła w latach 2010-2016 wahał się w przedziale 92-95%.

Większy popyt na urządzenia elektryczne i elektroniczne ze strony gospodarstw domowych, szczególnie na te wielkogabarytowe, wiązać można z liczbą oddawanych do użytku mieszkań. Każde z mieszkań w krótkim czasie zostaje wyposażone w podstawowy sprzęt AGD (lodówka, pralka,

kuchienka). Popyt przekłada się na większą masę sprzętu wprowadzanego do obrotu, a ta wpływa na zwiększanie się minimalnego poziomu zbierania (w ujęciu nominalnym).

Wykres 30. Mieszkania oddane do użytkowania i całkowita masa wprowadzonego sprzętu w latach 2010-2017

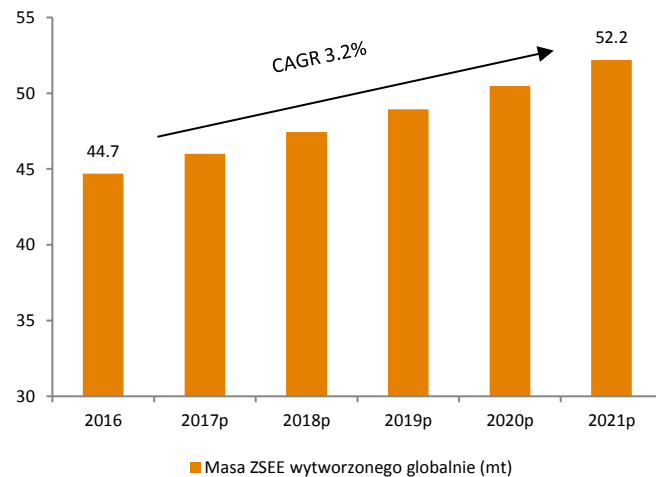
izł., tys. t



Źródło: GIOŚ, GUS, Vestor DM

Wykres 31. Masa ZSEE produkowana globalnie (mt) w latach 2016-2021p

mt



Źródło: The Global E-waste Monitor 2017, Vestor DM

Według szacunków przedstawionych w raporcie *The Global E-waste Monitor 2017*, w 2016 r. globalnie wytworzone zostało 44.7m t ZSEE. Masa ZSEE wytworzonego w 2017p zgodnie z szacunkami przekroczyła 46m t. Prognozy zakładają dalszy wzrost masy ZSEE generowanego globalnie do 52.2m t w 2021 r., co oznacza CAGR w przedziale 3-4%.

W latach 2018-2021 r. na masę zbieranego i przetwarzanego zużytego sprzętu wpływać będzie wzrost masy wprowadzanego do użytku sprzętu oraz czynniki regulacyjne – minimalne poziomy zbierania.

Rynek recylingu PCB

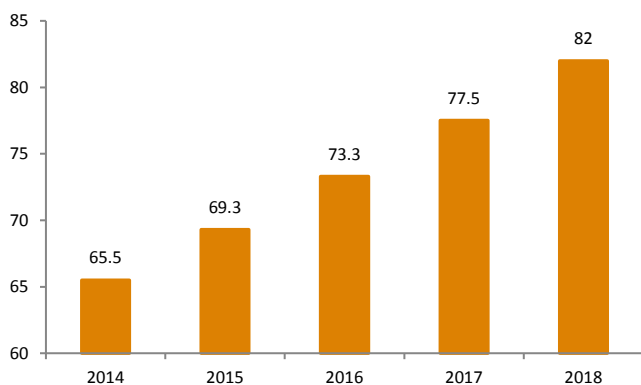
Rozwój technologiczny ostatnich lat – digitalizacja większości dziedzin życia i rozwój komunikacji – sprawiły, że popyt na urządzenia elektroniczne mocno wzrósł, a wraz z nim wzrosło zapotrzebowanie na płytki drukowane. Dziś popyt na PCB generowany jest przez producentów urządzeń elektronicznych, przemysł lotniczy i obronny, producentów sprzętu do diagnostyki obrazowej oraz samochodów. Jednocześnie skraca się okres użytkowania SEE zawierających PCB.

Czynnikiem, wpływającym na nasilenie popularności PCB było, i w dalszym ciągu jest, coraz szersze wykorzystywanie internetu w życiu codziennym. Ostatnim z trendów napędzających popyt na rynku PCB jest wprowadzanie w życie koncepcji internetu rzeczy (IoT – internet of things). W ramach internetu rzeczy, przykładowo urządzenia gospodarstwa domowego, gromadzą i wymieniają dane za pomocą sieci komputerowej lub inteligentnej instalacji elektrycznej (KNX). Drugim zjawiskiem wpływającym na popularność PCB, które może nabrać na znaczeniu w przyszłości, są tzw. connected cars, czyli samochody posiadające połączenie z internetem, dzięki czemu ich właściciele mogą łączyć się z nimi za pomocą urządzeń mobilnych, ale co istotniejsze, internet w samochodach może być wykorzystywany jako źródło informacji o utrudnieniach w ruchu, do inteligentnej nawigacji, czy w dalszej przyszłości przez systemy samosterujące. Według szacunków firmy Intel, w przyszłości samochód będzie procesował szacunkowo 1 gb danych na sekundę, tylko w ramach funkcji związanych z bezpieczeństwem.

Rosnący popyt na PCB przekłada się na większe zużycie metali wykorzystywanych do jego wytworzenia, a więc głównie miedzi, srebra, złota i palladu. Pozyskiwanie ich w sposób tańszy od tradycyjnego wydobycia staje się coraz istotniejsze.

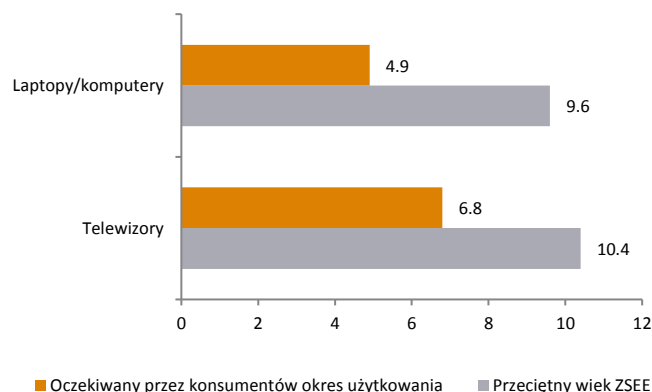
Cykl życia SEE zależy od jakości ich wykonania, jakości użytych materiałów oraz możliwości naprawy, ulepszania, czy wymiany baterii, ale również od nawyków konsumentów i ich oczekiwań. Z powodu szybkiego rozwoju technologii i szerokiej oferty SEE, konsumenci coraz chętniej wymieniają funkcjonujące SEE, tylko po to żeby uzyskać dostęp do najnowocześniejszych rozwiązań. Dla przykładu, dane z raportu niemieckiego Urzędu ds. Środowiska wskazują, że w 2012 r. ponad 60% funkcjonujących płaskich telewizorów zostało zastąpionych przez nowe urządzenia. Tylko 25% przypadków wymiany sprzętu było spowodowane jego defektem. Natomiast badanie przeprowadzone we Francji wykazało, że 88% smartfonów, których pozbyli się konsumenci w 2016 r. nadal w pełni funkcjonowało. Obecnie szacuje się, że w państwach rozwiniętych cykl życia przeciętnego smartfona nie przekracza 24 miesięcy.

Wykres 32. Szacunkowa wartość globalnej sprzedaży PCB
USD mld



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 33. Okres użytkowania wybranych SEE oczekiwany przez konsumentów w Wielkiej Brytanii



Źródło: WRAP, Vestor DM

Organizacja WRAP – *Waste and Resources Action Programme* na podstawie badania konsumentów ustaliła, że oczekiwany przez Brytyjczyków okres użytkowania SEE zazwyczaj różni się od przeciętnego wieku sprzętów w jakim znaleźć je można w punktach zbierania ZSEE. Dla laptopów to ok. 4.9 roku, podczas gdy rzeczywisty okres przydatności to 9.6. Oznacza to, że szczególnie w przypadku urządzeń, zaawansowanych technologicznie, konsumenci zakładają krótsze użytkowanie SEE od okresu, w którym rzeczywiście mogłyby im służyć, co sprzyja ciągłemu zwiększaniu produkcji SEE i pośrednio również PCB.

Wzrost sprzedaży płytek drukowanych i skracający się okres użytkowania SEE, w których są wykorzystywane sprzyja rynkowi ich recyklingu. Według szacunków *Transparency Market Research* na rynku recyklingu PCB w 2015 r. przetworzono 1.46m t płytek. Prognozy zakładają wzrost tej wartości do 3.14m t w latach 2016 - 2026 w średniorocznym tempie 7.3%. Wzrost wolumenu w segmencie recyklingu PCB w Europie będzie również związany ze zwiększonymi minimalnymi poziomami zbierania ZSEE, ponieważ Dyrektywa UE nakazuje usuwanie płytek obwodów drukowanych o powierzchni większej niż 10 cm² z zebranego ZSEE.

Rynek obrotu metalami nieżelaznymi

Złom to przedmioty metalowe, które po przerobieniu mogą zostać ponownie wykorzystane. Złom metalowy można podzielić na dwie grupy:

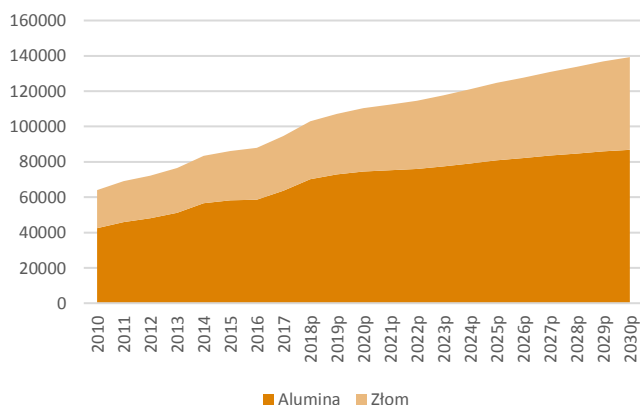
- Złom metali żelaznych (stal i żelazo)

- Złom metali nieżelaznych (aluminium, miedź, cynk, ołów, nikiel, chrom)

Ze względu na ograniczone zasoby poszczególnych metali oraz wysokie koszty wydobycia, zakładamy, że coraz więcej produkowanych metali będzie pozyskiwanych z recyklingu. Obecnie w procesie recyklingu pozyskuje się 33% światowej produkcji aluminium, 40% miedzi, 35% ołowiu oraz 30% cynku. Powtórne wykorzystanie metali obok oszczędności czysto ekonomicznej ma istotny wymiar ekologiczny. Recykling metali pozwala zaoszczędzić energię, zmniejszyć zużycie surowców oraz zanieczyszczenie środowiska. Przykładowo pozyskanie aluminium w drodze recyklingu pozwala:

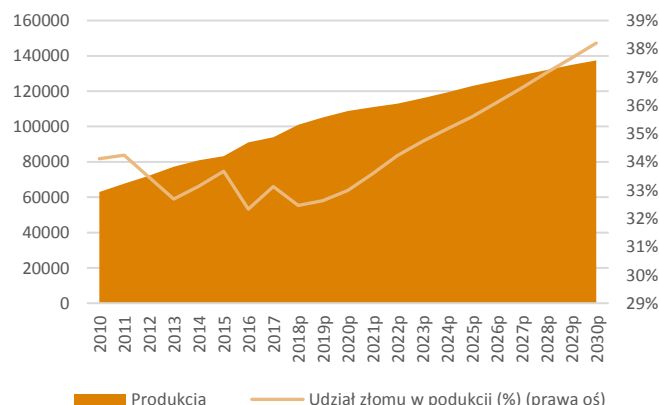
- zaoszczędzić o ok. 95% energii elektrycznej (w przypadku miedzi 85%, cynku 60%, ołowiu 65%),
- obniżyć o 95% emisję substancji chemicznych (np. fluorku aluminium) podczas procesów elektrolizy
- zmniejszyć wykorzystanie złóż boksytu – 1 tona złomu to oszczędność 4 ton rudy
- zmniejszyć wykorzystanie ropy naftowej – przy produkcji 1 tony aluminium z recyklingu oszczędza się 700kg ropy naftowej.

Wykres 34. Wykorzystanie wsadów do produkcji aluminium
kt



Źródło: World Aluminum, Vestor DM

Wykres 35. Produkcja aluminium i udział złomu w produkcji
kt

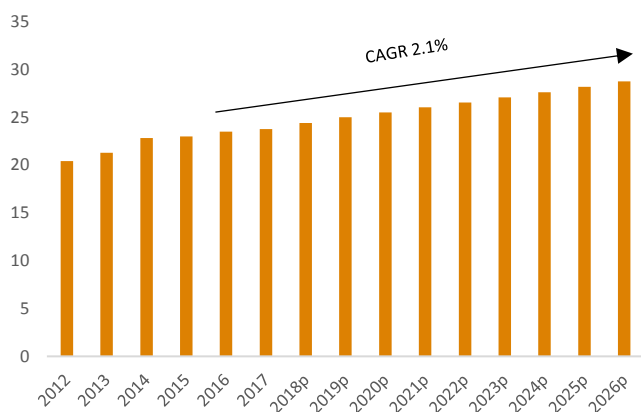


Źródło: World Aluminum, Vestor DM

World Aluminium prognozuje w latach 2017-2030p wzrost produkcji aluminium na świecie do poziomu 137mt przy średniorocznym tempie 3%. Zwiększenie produkcji będzie efektem m. in. większego udziału złomu aluminiowego w procesie produkcyjnym, który w 2030p osiągnie poziom 38% (vs. 33% w 2017 r.), co przełoży się na wzrost zapotrzebowania na złom średniorocznie o 4%.

Wykres 36. Wzrost światowego zapotrzebowania na miedź w latach 2012-2026p

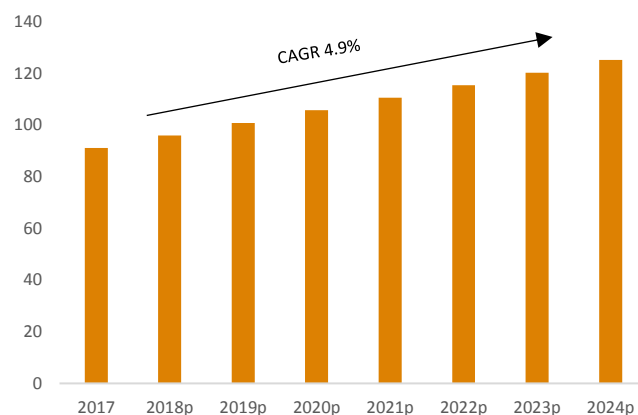
mt



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Wykres 37. Rynek recyklingu metali na świecie w latach 2017-2024p

USD mld



Źródło: recycling-magazine, Vestor DM

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 1.811.570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

Vestor DM podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, a niniejszy dokument został sporządzony w ramach zakresu działalności wykonywanej przez Vestor DM.

Niniejszy dokument stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy w związku z powyższym nie został on przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy dokument stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Vestor DM z przeznaczeniem dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych, zgodnie z definicjami zawartymi w wyżej wymienionych regulacjach, jak również innych kwalifikowanych klientów Vestor DM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Odbiorcy, którzy nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi w powyższym rozumieniu, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszego raportu powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego w celu uzyskania niezbędnych wyjaśnień dotyczących jego treści.

Vestor DM nie jest obowiązany do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora, w związku z powyższym przy sporządzeniu niniejszego dokumentu Vestor DM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Sam fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Vestor DM. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorcy niniejszego raportu muszą dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla nich odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę ich własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Vestor DM nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym. Należy zwrócić uwagę, że podstawy i poziomy opodatkowania mogą ulegać zmianom.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji.

Niniejszy dokument ma jedynie informacyjny charakter i (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych

Niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje w tym informacji publikowanych przez Emitenta. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Vestor DM w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże Vestor DM oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia. Każda osoba otrzymująca niniejszy raport będzie odpowiedzialna za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji w nim zawartych i będzie odpowiedzialna za ocenę korzyści oraz ryzyk związanych z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu.

Niniejszy raport zawierać będzie odesłania do stron internetowych lub adresy takich stron. Z wyjątkiem sytuacji, kiedy raport odsyła do strony internetowej Vestor DM, Vestor DM oświadcza, że nie weryfikował tych stron internetowych i nie bierze odpowiedzialności za ich zawartość. Tego rodzaju adresy internetowe i odesłania (włączając w to adresy i odesłania do strony internetowej Vestor DM) zostały udostępnione jedynie dla wygody odbiorców raportu, w związku, z czym ich zawartość nie stanowi części tego dokumentu.

Niniejszy raport może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane, ani przeznaczone do rozpowszechniania, publikowania, udostępniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdując się w jakiegokolwiek lokalizacji, miejscowości, stanie, państwie, lub jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie, publikowanie, udostępnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem lub odpowiednimi regulacjami, lub które wymagałyby dla Vestor DM i jego podmiotów powiązanych jakiegokolwiek rejestracji lub uzyskania zezwolenia w takiej jurysdykcji, w szczególności w jurysdykcjach, w których Vestor DM i jego podmioty powiązane nie są już zarejestrowane lub nie uzyskały jeszcze zezwolenia na obrót instrumentami finansowymi.

Niniejszy materiał może dotyczyć inwestycji lub instrumentów finansowych podmiotu spoza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, które nie podlegają nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, ani inny właściwy organ. Dalsze informacje odnośnie tego, kiedy taka sytuacja może mieć miejsce, dostępne są na życzenie.

NINIEJSZY DOKUMENT, BĄDŹ JEGO KOPIA NIE POWINIEN BYĆ ROZPOWSZECHNIANY BEZPOŚREDNIO LUB POŚREDNIO W STANACH ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADZIE, AUSTRALII, JAPONII, ANI UDOSTĘPNIANY OBYWATEŁOM LUB REZYDENTOM TYCH PAŃSTW, GDZIE ROZPOWSZECHNIANIE TEGO DOKUMENTU MOŻE BYĆ OGRANICZONE PRZEZ PRAWO. W TAKICH PRZYPADKACH OSOBY ROZPOWSZECHNIAJĄCE NINIEJSZY DOKUMENT POWINNY ZAPOZNAĆ SIĘ I DOSTOSOWAĆ DO WSZELKICH TEGO TYPU OGRANICZEŃ.

VESTOR DM INFORMUJE, ŻE INWESTOWANIE ŚRODKÓW W INSTRUMENTY FINANSOWE WIAŻE SIĘ Z RYZYKIEM UTRATY CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI ZAINWESTOWANYCH ŚRODKÓW.

VESTOR DM ZWRACA UWAGĘ, ŻE NA CENĘ INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH MA WPŁYW WIELE RÓŻNYCH CZYNNIKÓW, KTÓRE SĄ LUB MOGĄ BYĆ NIEZALEŻNE OD EMITENTA I WYNIKÓW JEGO DZIAŁALNOŚCI. MOŻNA DO NICH ZALICZYĆ M.IN. ZMIENIAJĄCE SIĘ WARUNKI EKONOMICZNE, PRAWNE LUB POLITYCZNE.

DECYZJA O ZAKUPIE JAKICHKOLWIEK INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH POWINNA BYĆ PODJĘTA WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE PROSPEKTU, OFERTY LUB INNYCH POWSZECHNIE DOSTĘPNYCH DOKUMENTÓW I MATERIAŁÓW OPUBLIKOWANYCH ZGODNIE Z OBOWIĄZUJĄCYMI PRZEPISAMI POLSKIEGO PRAWA.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. Vestor DM niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia lub gwarancji przyszłych wyników. Cena, wartość lub dochód z instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym raporcie może spaść, jak i wzrosnąć. Wartość instrumentów finansowych podlega wahaniom kursowym, które mogą mieć pozytywny lub negatywny wpływ na kurs lub dochód z takich instrumentów finansowych.

Niektóre inwestycje omówione w niniejszym raporcie mogą charakteryzować się dużą zmiennością. Przy inwestycjach o wysokiej zmienności mogą wystąpić nagle i duże spadki ich wartości, co powoduje straty w momencie realizacji inwestycji. Straty te mogą być równe początkowej inwestycji. W rzeczywistości, w przypadku niektórych inwestycji potencjalne straty mogą przekroczyć kwoty inwestycji początkowej. W takich okolicznościach, inwestor może być zobowiązany do zapłaty większej kwoty, aby wyrównać straty. Niektóre takie inwestycje mogą napotykać trudności w ich sprzedaży i realizacji, podobnie inwestorzy mogą napotkać trudności z uzyskaniem wiarygodnych informacji na temat wartości, lub zagrożeń, na które takie inwestycje są narażone.

NINIEJSZY DOKUMENT ZOSTAŁ PRZYGOTOWANY WE WSPÓŁPRACY Z EMITENTEM.

INFORMACJI DOTYCZĄCYCH WYCEN/PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH SPÓŁKI ZAWARTYCH W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE NALEŻY TRAKTOWAĆ JAKO AUTORYZOWANYCH LUB ZATWIERDZONYCH PRZEZ EMITENTA/EMITENTÓW. OPINIE ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE SĄ WYŁĄCZNIE OPINIAMI VESTOR DM.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE ŚWIADCZYŁ NA RZECZ EMITENTA USŁUG Z ZAKRESU BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH.

W OKRESIE OSTATNICH 12 MIESIĘCY VESTOR DM NIE BYŁ UCZESTNIKIEM KONSORCJUM OFERUJĄCYM INSTRUMENTY FINANSOWE WYEMITOWANE PRZEZ EMITENTA.

Vestor DM nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta/Emitentów na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.

Vestor DM nie pełni roli animatora rynku ani roli animatora emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego raportu.

VESTOR DM ZAWARŁ Z EMITENTEM UMOWĘ O ŚWIADCZENIE USŁUGI EQUITY RESEARCH PARTNER, WOBEC CZEGO OTRZYMUJE I BĘDZIE OTRZYMywać W PRZYSZŁOŚCI WYNAGRODZENIE Z TEGO TYTUŁU.

Vestor DM nie posiada akcji Emitenta tj. instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Osoby, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji nie posiadają akcji Emitenta i nie nabywały w przeszłości akcji Emitenta.

Vestor DM nie posiada tak bezpośrednio jak i pośrednio instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, lub których wartość zależna jest w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Vestor DM lub podmioty powiązane z Vestor DM składać będą oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywał lub zbywał instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta.

Podmioty powiązane z Vestor DM lub Vestor DM mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz, pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta, mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta.

Vestor DM może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, oraz innym mającym zastosowanie prawem lub regulacjami, świadczyć usługi bankowości inwestycyjnej oraz zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub zachęcać do korzystania z takich usług spółki/spółek, do których odnosi się niniejszy raport.

Z wyjątkiem umów maklerskich zawartych z klientami, na podstawie których Vestor DM sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie tych klientów, Vestor DM nie jest stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie.

Wynagrodzenie otrzymane przez osoby przygotowujące ten dokument może zależeć pośrednio od wyników finansowych uzyskanych przez Vestor DM lub jego podmioty powiązane z transakcjami Investment Banking, związanych z instrumentami finansowymi wyemitowanymi przez Emitenta.

Członkowie organów oraz pracownicy Vestor DM mogą, w zakresie nieujawnionym powyżej i dopuszczalnym przez prawo, zająć długie lub krótkie pozycje lub posiadać zaangażowanie w inwestycje (włączając instrumenty pochodne), do których niniejszy raport nawiązuje stanowiących więcej niż 0,5% wszystkich wyemitowanych akcji przez Emitenta.

Analitycy sporządzający niniejszy raport pozostają w stosunku pracy z Vestor DM na podstawie zawartej umowy o pracę.

Analitycy Vestor DM działali z należytą starannością sporządzając niniejszy raport. Analiza spółek i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie analityków.

Wszystkie szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną opinię analityków na dzień wydania niniejszego raportu.

Vestor DM, członkowie jego organów ani pracownicy nie przyjmują jakiegokolwiek odpowiedzialności (wynikającej z zaniedbania lub na innej zasadzie) za jakiegokolwiek szkody wynikające z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego treści.

Vestor DM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Vestor DM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez powiadomienia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do aktualizacji tych informacji lub zaprzestania jej całkowicie bez uprzedzenia.

Vestor DM mógł wydać i może wydać w przyszłości raporty dotyczące Emitenta, które różnią się od niniejszego raportu i zawierają inne wnioski w porównaniu do informacji zawartych w niniejszym raporcie. Raporty te odpowiadają przyjętym w nich założeniom, poglądom i metodom analitycznym analityków, którzy je przygotowywali, a Vestor DM nie jest zobowiązany aby dostarczyć inne raporty odbiorcom niniejszego dokumentu.

Data na pierwszej stronie niniejszego raportu jest datą sporządzenia i opublikowania raportu. Rekomendacja wydana przez Vestor DM obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba, że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana. W okresie kolejnych 12 miesięcy Vestor DM zamierza wydać co najmniej aktualizację niniejszego raportu. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich z nich.

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 4 rekomendacje Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 4 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 5 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 5 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikacje handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 33 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

W CIĄGU OSTATNIEGO ROKU VESTOR DM NIE WYDAŁ ŻADNEJ REKOMENDACJI DLA SPÓŁKI ELEMENTAL HOLDING S.A.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

Jeśli niniejszy raport jest rozpowszechniany przez inną instytucję finansową niż Vestor DM, lub jego podmioty powiązane, instytucja ta jest wyłącznie odpowiedzialna za dystrybucję niniejszego raportu. Klienci tej instytucji powinny skontaktować się z tą instytucją w celu przeprowadzenia transakcji w papierach wartościowych wskazanych w niniejszym raporcie lub w celu uzyskania dodatkowych informacji. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Vestor DM do klientów instytucji finansowej dystrybuującej niniejszy raport i Vestor DM, ani jego podmioty powiązane, członkowie organów i pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z ich wykorzystania raportu lub jego treści.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i loga użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi lub zastrzeżonymi znakami towarowymi, oznaczeniami lub logami Vestor DM lub jego podmiotów powiązanych.

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi Vestor DM. Żaden z materiałów, ani jej treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim, bez uprzedniej pisemnej zgody Vestor DM.

Copyright © 2018 Vestor DM Dom Maklerski S.A. i / lub podmioty powiązane. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opis zastosowanych w organizacji mechanizmów chińskich murów zapobiegających powstaniu konfliktów interesów:

W Vestor DM obowiązuje „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Vestor Domu Maklerskim S.A.”, który określa sposób postępowania w celu przeciwdziałania powstawaniu oraz sprawnego zarządzania konfliktami interesów poprzez wyeliminowanie ryzyka naruszenia interesu klienta, jak również określa środki i procedury zarządzania konfliktami interesów. Obowiązki z zakresu przeciwdziałania powstawaniu, zarządzania oraz monitorowania w przypadku powstania konfliktu interesów wykonuje wyznaczona jednostka organizacyjna, której pracownicy dysponują następującymi narzędziami zapewniającymi prawidłowe wykonywanie tych zadań: (i) dostęp do wszelkiej dokumentacji zarówno Spółki jak i spółki zależnej, (ii) uprawnienia do żądania przedstawienia wyjaśnień przez wszystkich pracowników, (iii) możliwość analizowania zawieranych przez osoby powiązane transakcji własnych.

Dom Maklerski stosuje następujące mechanizmy mające na celu zapobieganie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku istnienia takiego konfliktu - zarządzanie i monitorowanie nimi w celu zapobiegania potencjalnemu niekorzystnemu wpływowi na interesy klientów:

- i. Niezależność działania: zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, która oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników czynności związanych z prowadzeniem przez Vestor DM działalności, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany danej jednostce organizacyjnej i co do zasady nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych;
- ii. Niezależność wynagrodzeń: Vestor DM zapobiega powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników wykonujących określone czynności z zakresu działalności maklerskiej, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło konfliktu interesów;
- iii. Efektywny nadzór: zapewnienie nadzoru nad pracownikami wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Vestor DM, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy klientami lub interesami klienta i Vestor DM, w tym:
 - system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania;

- nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez osoby powiązane, okresowe przeglądy i ocena skuteczności wdrożonych przez Vestor DM systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru konfliktów interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów klienta;
- iv. Odmowa działania: prawo odmowy przez Vestor DM podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta Vestor DM nie może skutecznie zarządzać potencjalnymi konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub regulacje wewnętrzne;
- v. Podział funkcji: organizacja zadań pracowników mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Vestor DM, jeśli mogło by to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów;
- vi. Chińskie mury: Vestor DM podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Vestor DM określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnić nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

Kupuj/Akumuluj/Neutralnie/Redukuj/Sprzedaj – oznacza, iż w ocenie autorów rekomendacji kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się istotnie lepiej/lepiej/neutralnie/gorzej/istotnie gorzej niż aktualna cena danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Vestor DM opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych, poza tym w przypadku rekomendacji kierowanych do szerokiego kręgu odbiorców wymaga zastosowania dwóch sposobów wyceny.

Przy sporządzaniu rekomendacji Vestor DM korzysta co najmniej z dwóch z następujących metod wyceny:

- 1) Zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF),
- 2) Porównawczej (w tym model ROE-P/BV)
- 3) Mnożnik docelowy
- 4) Analiza scenariuszowa
- 5) Zdyskontowanych dywidend (DDM)
- 6) Wartość aktywów netto
- 7) Suma części (sum of the parts)
- 8) Zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)
- 9) Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV)

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Wycena na podstawie mnożnika docelowego oparta jest na założeniu, iż wartość spółki będzie równa określonej wartości wybranych mnożników cenowych. Do zalet tej metody można zaliczyć możliwość zastosowania jej do każdej spółki. Z drugiej jednak strony metoda ta jest bardzo subiektywna.

Analiza scenariuszowa oparta jest na ważonej prawdopodobieństwem wycenie opartej na trzech scenariuszach: scenariusz negatywny, scenariusz bazowy, scenariusz pozytywny, przy czym każdemu scenariuszowi nadawane są prawdopodobieństwa. Scenariusz bazowy oparty jest na założeniach oraz szacunkach uwzględnionych w prognozach finansowych oraz wycenie DCF. W przypadku scenariuszy pozytywnych i negatywnych analizujemy wrażliwość wyceny zmieniając założenia znajdujące się w naszych modelach (stopa wzrostu, nakłady inwestycyjne, rentowność). Zaletą tej metody jest możliwość prezentacji różnych możliwych scenariuszy. Z drugiej strony dobrane miary prawdopodobieństwa są wysoce subiektywne, a analiza wysoce wrażliwa na użyte dane.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta może być wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości aktywów netto bierze pod uwagę wycenę wszystkich aktywów spółki skorygowaną o wartość jej zobowiązań. Do zalet tej metody zaliczyć należy jej użyteczność do spółek holdingowych posiadających relatywnie duże wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz fakt, iż dokonywana tą metodą wycena jest relatywnie łatwa do przeprowadzenia. Z drugiej jednak strony podejście to nie bierze pod uwagę wzrostu przychodów, bądź zysków netto oraz może nie doszacować wartości niematerialnych i prawnych.

Metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki. Zaletą tej metody jest możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody uznać można niewielką liczbę spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych bazuje na kapitałach własnych na koniec danego roku obrotowego, do których dodawana jest suma zdyskontowanych nadwyżek zwrotu kapitału ponad koszt kapitału oraz zdyskontowana wartość rezydualna. Do jej mocnych stron zaliczyć można oparcie wyceny na nadwyżce zysku ponad uwzględniający ryzyko koszt utraconych korzyści przez właścicieli kapitału. Wadami wyceny metodą zdyskontowanych zysków rezydualnych jest duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i przyjąć, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w

poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgowa

BV – wartość księgowa

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EV/EBITDA – kapitalizacja spółki powiększona o dług netto/ (zysk operacyjny + amortyzacja)

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

Kupuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą 1,5-krotność kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Akumuluj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu przekraczającą kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Neutralnie – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie 0% w stosunku do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Redukuj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu w zakresie od minus kosztu kapitału własnego do 0% w odniesieniu do kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Sprzedaj – rekomendacja implikuje stopę zwrotu poniżej minus kosztu kapitału własnego w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

KAŻDY, KTO KORZYSTA Z NINIEJSZEGO DOKUMENTU ZGADZA SIĘ NINIEJSZYM NA POWYŻSZE ZASTRZEŻENIA PRAWNE.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Vestor DM w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
77/2017	Marvipol	2017-10-30	Marek Szymański	19.0	13	Brak	12M
78/2017	KGHM	2017-11-23	Marcin Stebakow	134	114.25	Kupuj	12M
79/2017	JSW	2017-11-29	Marcin Stebakow	86.8	90.2	Redukuj	12M
80/2017	Vigo System	2017-12-05	Beata Szparaga-Waśniewska	455	305	Brak	12M
81/2017	LW Bogdanka	2017-12-07	Marcin Stebakow	75	95	Akumuluj	12M
82/2017	Śnieżka	2017-12-08	Aleksandra Jakubowska	63	69	Brak	12M
83/2017	Dom Development	2017-12-14	Marek Szymański	90	83.4	Akumuluj	12M
84/2017	Atal	2017-12-14	Marek Szymański	43	41.0	Neutralnie	12M
85/2017	LC Corp	2017-12-14	Marek Szymański	3.3	2.7	Kupuj	12M
86/2017	Robyg	2017-12-14	Marek Szymański	4.1	3.5	Akumuluj	12M
87/2017	Lokum Deweloper	2017-12-14	Marek Szymański	23	16.55	Kupuj	12M
88/2017	Archicom	2017-12-14	Marek Szymański	23	15.39	Brak	12M
1/2018	PKO BP	2018-01-08	Michał Fidelus	45	44.3	Neutralnie	12M
2/2018	Pekao	2018-01-08	Michał Fidelus	152	134.3	Kupuj	12M
3/2018	BZ WBK	2018-01-08	Michał Fidelus	442	408.4	Akumuluj	12M
4/2018	mBank	2018-01-08	Michał Fidelus	443	496	Sprzedaj	12M
5/2018	ING BSK	2018-01-08	Michał Fidelus	222	215	Neutralnie	12M
6/2018	Handlowy	2018-01-08	Michał Fidelus	86	83	Neutralnie	12M
7/2018	Millenium	2018-01-08	Michał Fidelus	8.9	9.4	Redukuj	12M
8/2018	Alior	2018-01-08	Michał Fidelus	87	78	Akumuluj	12M
9/2018	Getin Noble Bank	2018-01-08	Michał Fidelus	1.55	1.71	Redukuj	12M
10/2018	PKN	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	117	106.7	Neutralnie	12M
11/2018	Lotos	2018-01-09	Beata Szparaga-Waśniewska	54	57.4	Redukuj	12M
12/2018	PKP Cargo	2018-02-14	Marcin Stebakow	68	58.8	Kupuj	12M
13/2018	BZ WBK	2018-02-21	Michał Fidelus	436	385.8	Kupuj	12M
14/2018	Wielton	2018-02-23	Marcin Górnik	15.3	12.36	Kupuj	12M
15/2018	Selvita	2018-03-20	Beata Szparaga-Waśniewska	85	59	Brak	12M
16/2018	JSW	2018-03-22	Marcin Stebakow	99	95.3	Neutralnie	12M

17/2018	Marvipol Development	2018-03-26	Marek Szymański	8.9	8.7	Brak	12M
18/2018	Kruk	2018-03-28	Michał Fidelus	286	208	Kupuj	12M
19/2018	British Automotive Holding	2018-03-28	Marek Szymański	10.5	8.3	Brak	12M
20/2018	Aplisens	2018-04-04	Michał Wojciechowski	15.1	12.9	Kupuj	12M
21/2018	Wielton	2018-04-05	Marcin Górnik	16.0	13.7	Kupuj	12M
22/2018	KGHM	2018-04-16	Marcin Stebakow	110.0	92.0	Kupuj	12M
23/2018	LPP	2018-04-18	Marek Szymański	9000	8965	Neutralnie	12M
24/2018	CCC	2018-04-18	Marek Szymański	310	272	Kupuj	12M
25/2018	mBank	2018-04-19	Michał Fidelus	441	439	Neutralnie	12M
26/2018	AC	2018-04-23	Marcin Górnik	38.5	40.8	Redukuj	12M
27/2018	MZN Property	2018-05-08	Aleksandra Jakubowska	2.2	1.9	Brak	12M
28/2018	Pekao	2018-05-16	Michał Fidelus	148	118.7	Kupuj	12M
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M
36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Synektik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alor	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M
50/2018	British Automotive Holding	2018-09-05	Marek Szymański	2.2	1.9	Brak	12M
51/2018	Wielton	2018-09-12	Marcin Górnik	15.5	9.7	Kupuj	12M
52/2018	Atal	2018-09-13	Marek Szymański	41.0	31.5	Kupuj	12M
53/2018	PKN	2018-09-14	Beata Szparaga-Waśniewska	109.0	99.4	Neutralnie	12M
54/2018	Ten Square Games	2018-09-20	Maciej Hebda	116.0	96.5	Kupuj	12M
55/2018	Archicom	2018-09-21	Marek Szymański	20.5	13.2	Brak	12M
56/2018	Marvipol	2018-09-21	Marek Szymański	8.0	3.5	Brak	12M
57/2018	PlayWay	2018-09-25	Maciej Hebda	177	151	Kupuj	12M
58/2018	JSW	2018-10-01	Marcin Górnik	72.7	66.2	Neutralnie	12M
59/2018	Bogdanka	2018-10-01	Marcin Górnik	69.2	60.0	Akumuluj	12M
60/2018	4fun Media	2018-10-29	Michał Wojciechowski	20.5	13.0	Brak	12M