

Elemental Holding

Przemysł | Polska

Cena docelowa: PLN 1.8

Aktualizacja raportu analitycznego

- Podtrzymujemy cenę docelową na poziomie TP PLN 1.8/akcję.
- W 4Q18 oczekujemy EBITDA PLN 16.7m (+35% r/r), oraz zysku netto PLN 7.6m (vs. PLN 0.9m w 4Q17)
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na EV/EBITDA 6.4x w 2018p oraz 5.2x w 2019p.

12 lutego 2019 7:45

Potencjalna akwizycja szansą na wzrost

Podtrzymujemy cenę docelową dla spółki Elemental Holding na poziomie PLN 1.8/akcję. Czynnikiem wzrostu wyników spółki w najbliższych kwartałach naszym zdaniem będzie 1) wyższy wolumen w segmencie katalizatorów samochodowych spowodowany wzmocnieniem zespołu handlowego oraz 2) wyższe minimalne poziomy zbierania ZSEE. Dodatkowym czynnikiem wzrostu, którego nie zakładamy w naszych prognozach, może być sfinalizowanie przejęcia spółki Orzeł Biały, która rocznie generuje ok. PLN 30m EBITDA. Uważamy, że połączenie podmiotów o podobnym profilu działalności może przynieść obu spółkom wymierne korzyści. Naszym zdaniem Orzeł Biały po włączeniu do struktur grupy, będzie mógł taniej zaopatrywać się w złom akumulatorowy, natomiast Elemental Holding zapewni sobie odpowiednią infrastrukturę do dalszego rozwoju w segmencie SAC i PCB. Elemental jest obecnie wyceniany w 2019p na P/E 6.2x oraz na EV/EBITDA 5.2x.

Elemental Holding złożył ofertę zakupu 100% akcji NEF Battery, która posiada 60.6% udziałów w spółce Orzeł Biały. Uważamy, że połączenie podmiotów o podobnym profilu działalności może przynieść obu spółkom wymierne korzyści. Naszym zdaniem Orzeł Biały po włączeniu do struktur grupy, będzie mógł taniej zaopatrywać się w złom akumulatorowy, natomiast Elemental Holding zapewni sobie odpowiednią infrastrukturę do dalszego rozwoju w segmencie SAC i PCB. Uważamy, że sfinalizowanie transakcji będzie wymagało od Elemental Holding zwiększenia zadłużenia. Zwracamy uwagę, że wzrost wskaźnika DN/EBITDA może przełożyć się na wzrost kosztów finansowania przy rolowaniu zadłużenia.

W 4Q18 oczekujemy wzrostu EBITDA o 35% r/r do PLN 16.7m. Naszym zdaniem wyższy poziom EBITDA jest m. in. efektem wyższych przychodów spowodowanych przejściem spółki RECAT, a także wyższym wolumenem w segmencie SAC. Zwracamy również uwagę na poprawę r/r marży EBITDA, którą szacujemy na poziomie 3.7% (vs. 3.3% w 4Q17). Naszym zdaniem poprawa marży jest spowodowana wyższymi r/r marżami osiąganymi w segmencie SAC, a także relatywnie niższym udziałem nisko marżowego segmentu non-ferrous.

Podtrzymujemy prognozy EBITDA na 2019/20 r. Ze względu na niższy od wcześniej zakładanego udział segmentu PCB w przychodach spółki w 4Q18, obniżamy prognozę EBITDA na 2018p o 3% do PLN 65m (+5% r/r). W latach 2019/20p podtrzymujemy dynamiki wzrostu wolumenu w poszczególnych segmentach, który będzie spowodowany wzmocnieniem zespołu handlowego w segmencie SAC i wyższymi minimalnymi poziomami zbierania ZSEE w Polsce. Oczekujemy EBITDA w latach 2019/20p na poziomie odpowiednio PLN 77m (+18% r/r) oraz PLN 86m (+11% r/r), zgodnie z wcześniejszymi prognozami.

Atrakcyjna Wycena. Spółka jest obecnie wyceniana w 2018p oraz 2019p na P/E odpowiednio 7.5x i 6.2x oraz na EV/EBITDA 6.4x oraz 5.2x.

Tabela 1. EMT – Wybrane dane

PLNm	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	926	1 010	1 395	1 696	1 901	2 095
EBITDA	61	71	62	65	77	86
EBIT	53	62	53	54	65	74
Zysk netto	46	51	25	31	37	43
P/E (x)	5.1	4.5	9.3	7.5	6.2	5.4
EV/EBITDA (x)	5.2	4.4	6.2	6.4	5.2	4.7

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	1.8
Cena bieżąca (PLN)	1.4
Potencjał wzr./spadku	30%
Data poprzedniej reko.	10.01.2019
Min (52T)	0.8
Max (52T)	2.5
Liczba akcji (m)	170
Kapitalizacja (PLNm)	230
Dł. netto (4Q17, PLNm)	138
EV (PLNm)	387
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.5
Akcjonariat	
EFF BV	30.9%
NN OFE	12.8%
JJR Invest	9.1%
Metlife OFE	7.5%
Aegon OFE	6.0%
Pozostali	33.7%

Opis spółki
Elemental Holding SA prowadzi działalność w zakresie recyklingu i obrotu metalami szlachetnymi i nieżelaznymi 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.

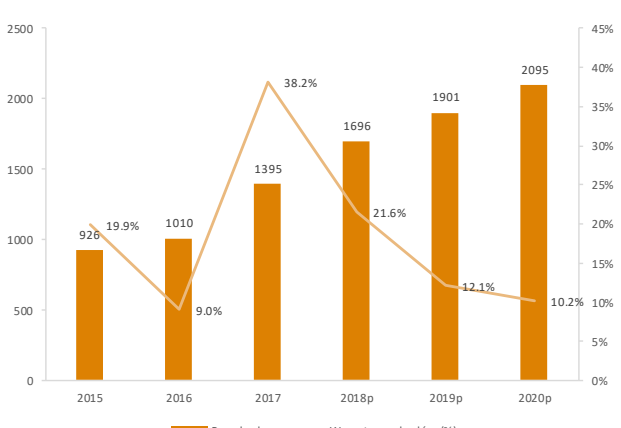
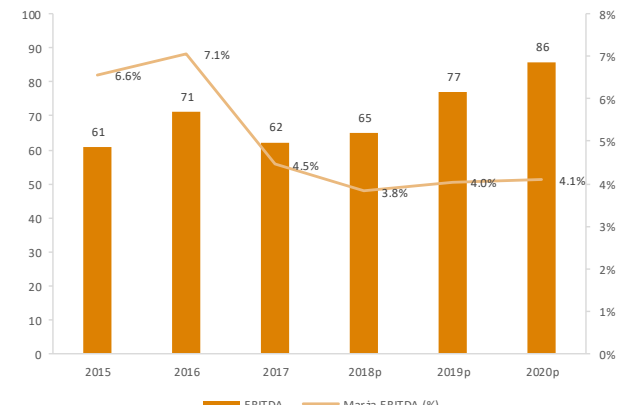


Źródło: Bloomberg, Vestor DM

Marcin Górnik
Młodszy Analityk Akcji
(+48) 22 378 92 03
Marcin.Gornik@vestor.pl

Jakub Jaworski
(+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	Wskaźniki wyceny	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p
Przychody	926	1010	1395	1696	1901	2095	P/E (x)	5.1	4.5	9.3	7.5	6.2	5.4
Amortyzacja	-8	-9	-10	-11	-12	-12	EV/ EBITDA (x)	5.2	4.4	6.2	6.4	5.2	4.7
Zużycie materiałów i energii	-23	-24	-26	-42	-33	-36	EV/Sprzedaż (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Usługi obce	-32	-28	-21	-41	-32	-35	P/BV (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Wynagrodzenia i ubezpieczenia	-33	-31	-39	-50	-49	-55	Stopa FCF (%)	-23%	-36%	-24%	0%	17%	9%
Wartość sprzed. towarów i mat.	-769	-848	-1244	-1490	-1701	-1873	Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pozostałe koszty rodzajowe	-7	-6	-9	-11	-9	-9							
EBITDA	61	71	62	65	77	86	Na akcję						
EBIT	53	62	53	54	65	74	Liczba akcji (mln)	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5
Przychody finansowe	3	4	2	4	1	1	Zysk na akcję (PLN)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
Koszty finansowe	-7	-8	-16	-10	-9	-9	BVPS (PLN)	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1	3.4
Zysk przed opodatkowaniem	49	58	39	48	57	66	DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Podatek	1	-2	-7	-8	-11	-13	FCF na akcję (PLN)	-0.3	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.1
Zysk akcj. Mniejszościowych	-4	-5	-8	-9	-9	-11							
Zysk netto	46	51	25	31	37	43							
Bilans (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	Przychody (PLNm)						
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	92	92	104	113	119	132							
Wartość firmy	179	247	279	317	317	317							
Inne aktywa trwałe	2	34	15	6	6	6							
Środki pieniężne i ekwiwalenty	98	82	37	20	44	58							
Należności handlowe	129	119	130	153	155	171							
Zapasy	71	95	144	166	189	208							
Inne aktywa obrotowe	10	11	36	28	28	28							
Aktywa razem	582	681	745	802	859	920							
Dług krótkoterminowy	32	84	90	84	84	84							
Zobowiązania handlowe	32	47	58	67	77	85							
Inne zobowiązania krótkoterm.	11	19	14	19	19	19							
Dług długoterminowy	142	70	85	94	94	94							
Inne zobowiązania długoterm.	11	11	12	12	12	12							
Zobowiązania i rezerwy razem	227	230	259	277	287	295							
Kapitały własne	341	442	467	496	533	576							
Mniejszości	14	8	19	29	38	49							
Pasywa	582	681	745	802	859	920							
Dług netto	76	72	138	158	135	121							
Przepływy pieniężne (PLNm)	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	EBITDA (PLNm)						
Zysk brutto	48.7	57.7	39.2	47.8	57.4	66.3							
Amortyzacja	8.1	9.1	9.5	10.6	11.5	12.1							
Zmiany w kapitale obrotowym	-75.1	-53.8	-43.5	-23.6	-16.8	-27.1							
Inne zmiany niepieniężne	2.1	3.1	-12.9	-8.9	-20.9	-12.6							
Przepływy z działalności oper.	-16.2	16.0	-7.6	26.0	31.2	38.7							
Nakłady na śr. Trwałe	-5.6	-11.5	-23.4	-9.0	-17.5	-25.0							
Inne przepływy inwestycyjne	-33.9	-85.4	-40.3	-22.0	10.0	0.0							
Przepływy z działalności inw.	-39.5	-97.0	-63.7	-31.0	-7.5	-25.0							
Kredyty i pożyczki	30.2	19.8	19.1	-1.1	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	-11.0	0.0	0.0							
Przepływy z działalności fin.	50.2	65.1	26.2	-12.0	0.0	0.0							
Zmiana stanu gotówki	-5.4	-15.8	-45.2	-17.0	23.7	13.7							
Wskaźniki	2015	2016	2017	2018p	2019p	2020p	Dynamiki wzrostu						
Dynamiki wzrostu							Wzrost przychodów (%)	19.9%	9.0%	38.2%	21.6%	12.1%	10.2%
Wzrost przychodów (%)	19.9%	9.0%	38.2%	21.6%	12.1%	10.2%	Wzrost EBITDA (%)	47.5%	17.2%	-12.7%	4.5%	18.4%	11.4%
Wzrost EBITDA (%)	47.5%	17.2%	-12.7%	4.5%	18.4%	11.4%	Wzrost zysku netto (%)	46.3%	11.4%	-51.2%	23.8%	21.3%	15.5%
Wzrost zysku netto (%)	46.3%	11.4%	-51.2%	23.8%	21.3%	15.5%	Marże						
Marże							Marża EBITDA (%)	6.6%	7.1%	4.5%	3.8%	4.0%	4.1%
Marża EBITDA (%)	6.6%	7.1%	4.5%	3.8%	4.0%	4.1%	Marża EBIT (%)	5.7%	6.2%	3.8%	3.2%	3.4%	3.5%
Marża EBIT (%)	5.7%	6.2%	3.8%	3.2%	3.4%	3.5%	Marża zysku netto (%)	4.9%	5.0%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%
Marża zysku netto (%)	4.9%	5.0%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%	Dźwignia i stopy zwrotu						
Dźwignia i stopy zwrotu							Dług netto/EBITDA (x)	1.2	1.0	2.2	2.4	1.7	1.4
Dług netto/EBITDA (x)	1.2	1.0	2.2	2.4	1.7	1.4	Dług netto /Kapitały własne (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
Dług netto /Kapitały własne (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	Wskaźnik płynności bieżącej (x)	4.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	4.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.5	ROA (%)	8.8%	8.0%	3.5%	4.0%	4.5%	4.8%
ROA (%)	8.8%	8.0%	3.5%	4.0%	4.5%	4.8%	ROIC (%)	11.6%	10.8%	7.0%	6.8%	7.7%	8.1%
ROIC (%)	11.6%	10.8%	7.0%	6.8%	7.7%	8.1%	ROE (%)	14.8%	13.0%	5.5%	6.4%	7.2%	7.7%
ROE (%)	14.8%	13.0%	5.5%	6.4%	7.2%	7.7%	Ryzyka dla rekomendacji						
Cykl konwersji zapasów (dni)	34	41	42	41	41	41	1) Gwałtowny spadek cen metali (platyna, pallad, miedź, aluminium)						
Cykl konwersji należności (dni)	51	43	34	33	30	30	2) Zmiany regulacyjne zmniejszające minimalne poziomy zbierania ZSEE						
Cykl rotacji zobowiązań (dni)	15	20	17	17	17	17	3) Regulacje nakładające nowe obowiązki na spółki działające w branży recyklingu						
Cykl konwersji gotówki (dni)	69	64	59	57	54	54	4) Utrata kluczowych kontrahentów (KGHM, BASF, Umicore)						
							5) Nieudane akwizycje						

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wycena

Elemental Holding - Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda Wyceny	Waga	Na akcję (PLN)
DCF		2.1
Wycena porównawcza (2018-20p)		1.3
Koszt kapitału		10.7%
Cena docelowa: DCF	33%	2.3
Cena docelowa: Wycena porównawcza (2018-20p)	33%	1.4
Cena docelowa: Mnożnik docelowy EV/EBITDA 2018p	33%	1.5
12M cena docelowa (PLN)		1.8
Cena bieżąca		1.4
Potencjał wzrostu		30%

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.	3.2%	3.2%
Koszt długu	4.9%	4.9%
Stopa opodatk.	-17.5%	-19.0%
Koszt długu po podat.	4.0%	4.0%
%D	25%	19%
%E	75%	81%
WACC	9.0%	9.0%

Wycena metodą DCF

	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	>2023p
Przychody	1 696.2	1 901.4	2 094.6	2 265.1	2 333.1	
EBIT	54.4	65.5	73.6	79.6	80.0	80.0
Efektywna stopa podatkowa (%)	-17.5%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
Podatek od EBIT	-9.5	-12.4	-14.0	-15.1	-15.2	-15.2
NOPAT	44.9	53.0	59.6	64.5	64.8	64.8
Amortyzacja	10.6	11.5	12.1	13.4	14.0	14.0
CAPEX	-31.0	-7.5	-25.0	-19.5	-12.0	-14.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-23.6	-16.8	-27.1	-23.8	-9.6	-9.6
Wolne przepływy pieniężne	0.9	40.3	19.6	34.6	57.3	55.2
Czynnik dyskontowy (%)	100%	93%	85%	78%	72%	
Wartość bieżąca FCF	0.9	37.3	16.7	27.0	41.0	
Wartość bieżąca FCF 2018-2023p	122.9					
Stopa wzrostu w okresie rezyd.	1.2%					
Zyskontowana wartość rezydualna	505.1					
Wartość przedsiębiorstwa	627.9					
Dług netto (4Q17)	137.9					
Mniejszości	134.3					
Wartość kapitału własnego (PLNm)	355.8					
Liczba akcji (m)	170.5					
Wartość godziwa (PLN/akcję)	2.1					

Premia za ryzyko rynkowe (%)

	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	-0.3%	0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%	2.7%
	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
	3.5	3.1	2.7	2.5	2.2	2.0	1.9
	4.0	3.4	3.0	2.7	2.4	2.2	2.0

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	1 845	11.2	7.7	6.7	6.5	5.7	4.6	25%	3.1
LASSILA & TIKAN	FI	672	15.7	15.4	13.9	7.6	7.5	7.0	7%	6.1
REPUBLIC SVCS	US	24 485	24.8	23.3	21.2	11.7	10.6	10.0	4%	1.9
SCHNITZER STEEL	US	630	6.0	10.5	11.2	3.9	5.3	5.5	-28%	3.2
SECHE ENVIRONNEM	FR	247	11.4	9.5	8.4	5.4	5.2	4.8	19%	3.6
RENEWI PLC	GB	250	5.0	4.5	3.6	4.3	4.5	4.1	-204%	12.8
SIMS METAL MANAG	US	1 541	10.9	13.7	12.4	4.4	5.4	4.8	-5%	5.0
WASTE CONNECTION	US	21 950	33.4	29.5	26.4	16.5	14.4	13.2	13%	0.7
WASTE MANAGEMENT	US	41 142	23.3	21.7	19.8	12.1	11.4	10.4	3%	1.9
Mediana			11.4	13.7	12.4	6.5	5.7	5.5	4%	3.2
EMT	PL	62	7.5	6.2	5.4	6.4	5.2	4.7	12%	n.a.
premia/dyskonto do spółek porównywalnych			-34%	-55%	-57%	-1%	-8%	-15%		
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%		
Implikowana wycena (PLN/akcję)			2.0	3.0	3.1	0.8	1.0	1.3		
Wartość dyskonta				30%						
Średnia z wyceny porównawczej					1.3					

Wycena metodą mnożnika docelowego trailing EV/EBITDA



Docelowy mnożnik EV/EBITDA (x)	6.8
EBITDA 2018p	65.0
Dług netto 2018p	158.3
Mniejszości 2018p	29.2
Liczba akcji (m)	170.5
Wartość godziwa na akcję (PLN)	1.5

Źródło: Bloomberg, dane spółki, Vestor DM

Prognoza na lata 2018-20p

Utrzymujemy prognozę przychodów na lata 2018/19p na poziomie odpowiednio PLN 1.7mld (+22% r/r) oraz PLN 1.9mld (+12% r/r). Podtrzymujemy prognozy przetworzonego wolumenu w segmencie SAC na poziomie PLN 2.6kt w 2018p oraz 3.1kt w 2019p. Naszym zdaniem wzrost wolumenu w segmencie SAC w 2019p będzie spowodowany wzmocnieniem zespołu handlowego, które miało miejsce w 4Q18, a także dalszą ekspansją zagraniczną. Naszym zdaniem w 4Q18 spółka nie powtórzy dobrych wyników segmentu PCB z okresu 9M18, kiedy to przychody segmentu wyniosły PLN 293m i zakładamy, że w 2018p przychody w tym segmencie powinny kształtować się na poziomie ok. PLN 365m. Uważamy, że wraz ze wzrostem minimalnych limitów zbierania ZSEE, wolumeny przetworzonych odpadów w segmencie WEEE oraz PCB w latach 2019/20p powinny wzrosnąć odpowiednio o 13% i 12%. Dodatkowo w segmencie WEEE w 2019p, oczekujemy wzrostu opłat recyklingowych.

Nieznacznie obniżamy prognozę EBITDA w 2018p (o 3%) oraz pozostawiamy bez zmian w 2019p. Obniżenie prognozy EBITDA w 2018p jest spowodowane niższym od naszych wcześniejszych oczekiwań udziałem wysokomargowego segmentu PCB w przychodach spółki. W latach 2019/20p podtrzymujemy EBITDA na poziomie odpowiednio PLN 77m (+18%) oraz PLN 86m (+11% r/r). W całym okresie prognozy oczekujemy utrzymania marży EBITDA na poziomie ok. 4%.

W latach 2018/19p obniżamy prognozę zysku netto odpowiednio o 6% i 3% do poziomu PLN 31m (+24% r/r) oraz PLN 37m (+21% r/r). 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 odpowiednio na PLN 10m (-36% r/r) oraz PLN 9m (-10% r/r). W okresie prognozy zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 19%.

Szacujemy poziom wydatków inwestycyjnych w 2018/19p odpowiednio na PLN 31m PLN oraz 7.5m w 2019p. W 2018p zakładamy wydatki na rzeczowe aktywa trwałe oraz wartości niematerialne i prawne na poziomie ok. PLN 9m. Dodatkowo szacujemy koszty związane z przejściem aktywów finansowych na poziomie PLN 47m (zakup udziałów w spółce RECAT i Platinium). W latach 2018-20p w związku z podpisanymi listami intencyjnymi dot. przerobu odpadów elektrycznych zakładamy, że spółka rozpocznie budowę fabryki przetwarzającej ZSEE, której koszt spółka szacuje na poziomie ok. PLN 30m (zakup i utwardzenie gruntu PLN 7m, budowa budynku PLN 4m, instalacja PLN 18m, stacja transformatorowa i inne PLN 1m).

Tabela 2. Zmiana prognoz na lata 2018-2020p

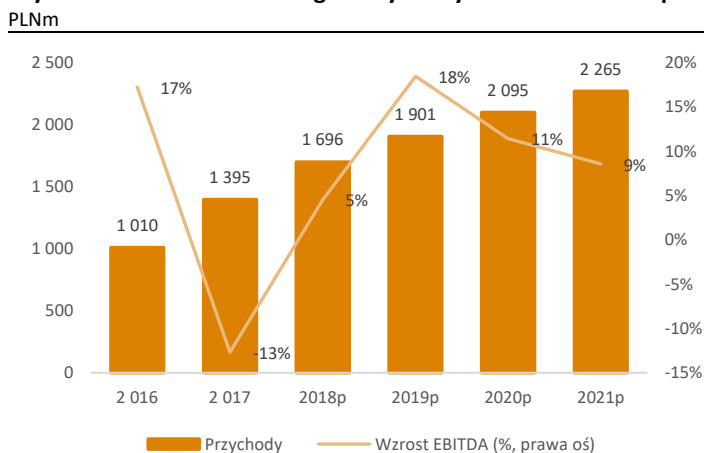
	2018p			2019p			2020p		
	Nowe	Stare	różnica (%)	Nowe	Stare	różnica (%)	Nowe	Stare	różnica (%)
Przychody	1 696	1 711	-1%	1 901	1 917	-1%	2 095	2 113	-1%
EBITDA	65	67	-3%	77	77	0%	86	85	1%
EBIT	54	56	-3%	65	66	0%	74	73	1%
Zysk netto	31	33	-6%	37	38	-2%	43	43	1%

Źródło: Vestor DM

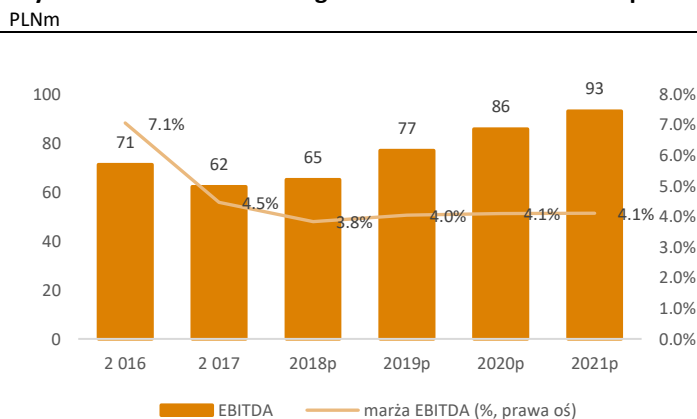
Tabela 3. Elemental Holding: Prognozy finansowe

		2016	2017	2018p	2019p	2020p	2021p
Przychody	PLNm	1 010	1 395	1 696	1 901	2 095	2 265
EBITDA	PLNm	71	62	65	77	86	93
EBIT	PLNm	62	53	54	65	74	80
Zysk netto	PLNm	51	25	31	37	43	47
Marża EBITDA (%)	%	7.1%	4.5%	3.8%	4.0%	4.1%	4.1%
Marża Zysku Netto (%)	%	5.0%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%
Przepływy z działalności operacyjnej	PLNm	16.0	-7.6	26.0	31.2	38.7	48.5
CAPEX	PLNm	-97.0	-63.7	-31.0	-7.5	-25.0	-19.5
Dług netto	PLNm	71.8	137.9	158.3	134.6	120.9	91.9
Dług netto/EBITDA (x)	x	1.0	2.2	2.4	1.7	1.4	1.0
Cykl konwersji zapasów	dni	41	42	41	41	41	41
Cykl konwersji należności	dni	43	34	33	30	30	30
Cykl rotacji zobowiązań	dni	20	17	17	17	17	17
Cykl konwersji gotówki	dni	64	59	57	54	54	54

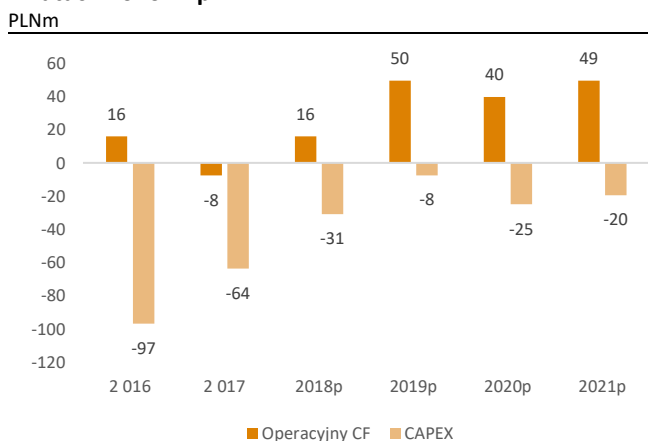
Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wykres 1. Elemental Holding – Przychody w latach 2016-21p


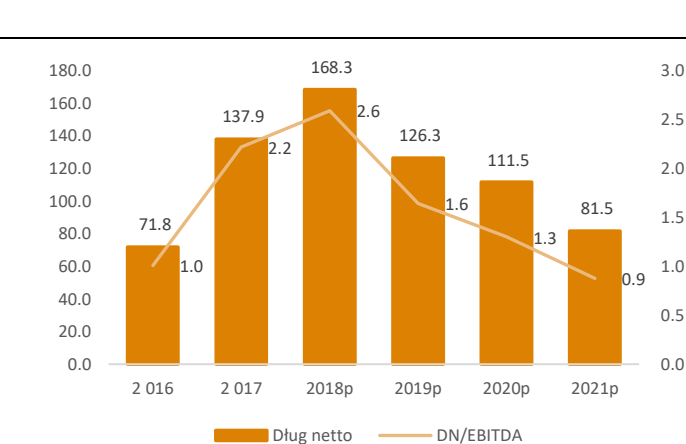
Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 2. Elemental Holding – EBITDA w latach 2016-21p


Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 3. Przepływy z działalności operacyjnej i inwestycyjnej w latach 2016-21p


Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 4. Elemental Holding – Dług netto w latach 2016-21p


Źródło: Spółka, Vestor DM

Prognozy wyników 4Q18

W 4Q18 oczekujemy przychodów na poziomie PLN 452m (+21% r/r). Naszym zdaniem wzrost przychodów będzie spowodowany przejściem spółki RECAT, która w 4Q18 powinna wygenerować przychody na poziomie ok. PLN 20m. Uważamy również, że dzięki wzmocnieniu zespołu handlowego, spółka w 4Q18 przetworzy ok. 760t (+20% q/q) katalizatorów, co przełoży się na przychody na poziomie ok. 190m w segmencie SAC. Uważamy, że w segmencie PCB w 4Q18 spółka nie powtórzy dobrych wyników z okresu 9M18, kiedy wygenerowała przychody na poziomie PLN 293m. Z tego powodu zakładamy przychody w segmencie PCB w 4Q18 na poziomie ok. PLN 70m.

Szacujemy EBITDA w 4Q18 na PLN 16.7m (+35% r/r). Zwracamy uwagę na poprawę r/r marży EBITDA którą szacujemy na poziomie 3.7% (vs. 3.3% w 4Q17). Naszym zdaniem jest to spowodowane wyższymi r/r marżami osiąganymi w segmencie SAC, a także relatywnie niższym udziałem nisko marżowego segmentu non-ferrous. Naszym zdaniem q/q spadek marży EBITDA będzie spowodowany niższym udziałem segmentu PCB w przychodach spółki.

Oczekujemy zysku netto w 4Q18 na poziomie PLN 7.6m (vs. PLN 0.9m w 4Q18). Znacząca poprawa zysku netto to przede wszystkim efekt niskiej bazy z 4Q17, która była spowodowana wysokim poziomem strat z tyt. różnic kursowych, które kształtowały się na poziomie PLN 2.5m oraz wyższą efektywną stopą podatkową. W 4Q18 zakładamy brak strat z tyt. różnic kursowych oraz stopę podatkową na poziomie 19%.

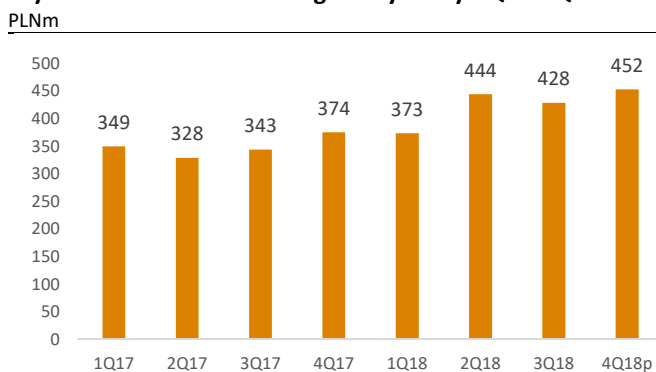
W 4Q18 szacujemy poziom wydatków inwestycyjnych na PLN 24m. Większą część wydatków inwestycyjnych 4Q18 będzie stanowiła zapłata za udziały w spółce RECAT, które szacujemy na ok. PLN 21m. Pozostała część szacowanych przez nas nakładów inwestycyjnych zostanie przeznaczona na zakup rzeczowych aktywów trwałych.

Tabela 4. Prognoza wyników 4Q18

PLNm	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18p	4Q18p	r/r	q/q
Przychody	374.4	372.6	443.5	427.9	452.2	21%	6%
EBITDA	12.4	14.7	16.1	17.5	16.7	35%	-5%
EBIT	9.6	12.4	13.1	14.8	14.1	47%	-5%
Zysk netto	0.9	5.3	9.9	7.9	7.6	793%	-3%
marża EBITDA	3.3%	3.9%	3.6%	4.1%	3.7%		
marża zysku netto	0.2%	1.4%	2.2%	1.8%	1.7%		

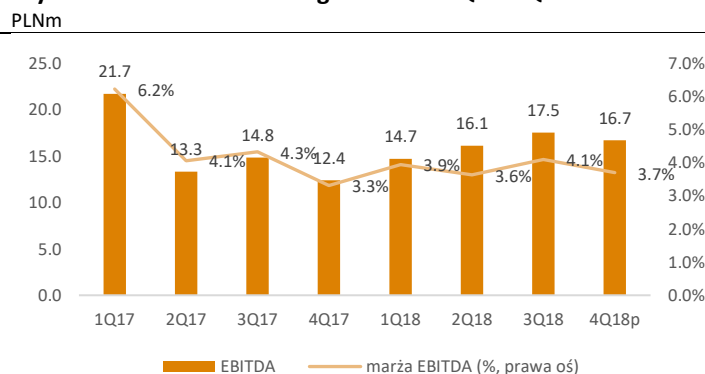
Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 5. Elemental Holding – Przychody 1Q17-4Q18



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 6. Elemental Holding – EBITDA 1Q17-4Q18



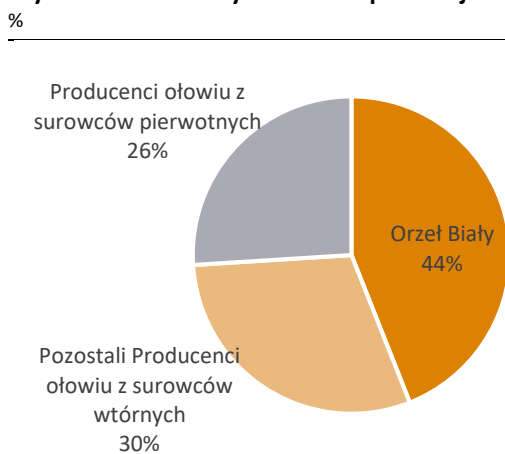
Źródło: Spółka, Vestor DM

Kolejna akwizycja na horyzoncie

15 stycznia 2019r. Elemental Holding złożył ofertę zakupu 100% akcji NEF Battery, która posiada 60.6% udziałów w spółce Orzeł Biały. Uważamy, że zbliżony profil działalności spółek umożliwi osiągnięcie przez oba podmioty wymiernych korzyści. Naszym zdaniem Orzeł Biały po dołączeniu do struktur Elemental Holding będzie miał dostęp do większej ilości tańszego złomu akumulatorowego, natomiast Elemental Holding zapewni sobie odpowiednią infrastrukturę do dalszego rozwoju w segmencie SAC i PCB. Uważamy również, że sfinalizowanie transakcji będzie wymagało od spółki Elemental Holding zwiększenia zadłużenia dlatego też zwracamy uwagę na możliwość zwiększenia się wskaźników DN/EBITDA, co może wpłynąć niekorzystnie na warunki osiągnięte przy próbie refinansowania PLN 24m obligacji zapadających w październiku br.

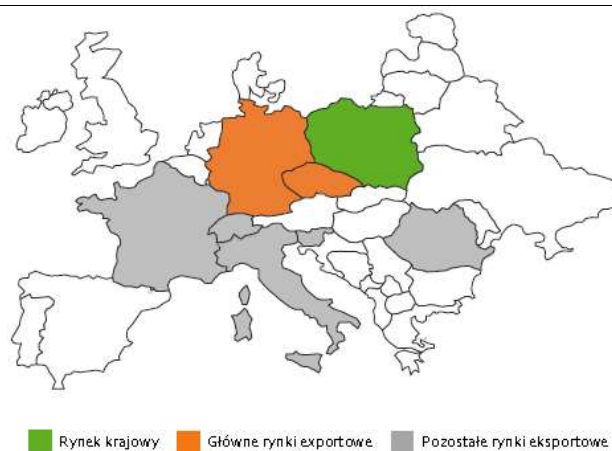
Orzeł Biały jest największym w Polsce producentem ołowiu z przychodami oraz EBITDA kształtującymi się w 2017 r. na poziomie odpowiednio PLN 667m (+24% r/r) oraz PLN 34m (+79% r/r). Głównym przedmiotem działalności spółki Orzeł Biały jest recykling złomu akumulatorowego. Zakłady spółki, w ramach procesu technologicznego składającego się z 1) rozdziału złomu akumulatorowego, 2) wytopu ołowiu oraz 3) rafinacji, produkują rocznie ok. 70 tys. t ołowiu w postaci stopów (stopy wapniowe i wapniowo cynowe, stopy antymonowe, ołów miękki i stopy nisko przetworzone). Otrzymane stopy są sprzedawane głównie producentom akumulatorów w Polsce, Niemczech i Czechach. Spółka zaopatruje się w złom akumulatorowy głównie w punktach skupu złomu, warsztatach samochodowych oraz hurtowniach z częściami samochodowymi.

Wykres 7. Orzeł Biały – Udział w produkcji ołowiu w Polsce



Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 8. Orzeł Biały – rynki zbytu w 2017 r.



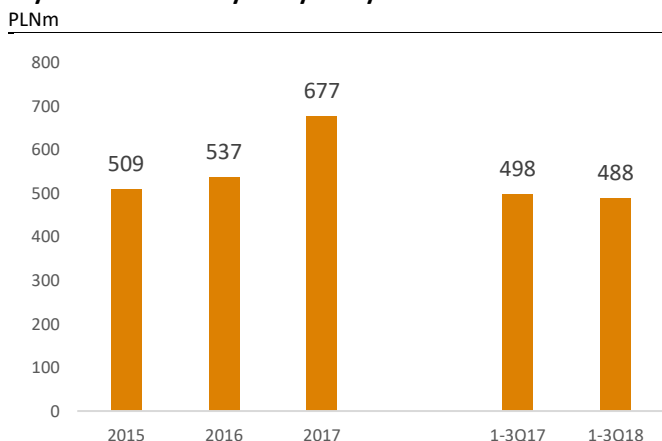
Źródło: Spółka, Vestor DM

Obecnie jednym z największych wyzwań dla spółki Orzeł Biały jest pozyskiwanie odpowiedniej ilości zużytych akumulatorów. Uważamy, że po transakcji Orzeł Biały dzięki szerokiej sieci punktów skupu metali nieżelaznych, działającej w ramach spółki Synthom, będzie mógł pozyskać większe ilości akumulatorów na korzystniejszych warunkach. Zaznaczmy jednak, że istotne efekty będą widoczne dopiero po zwiększeniu ilości pozyskiwanych akumulatorów przez spółkę Synthom. Naszym zdaniem osiągnięcie wyższych poziomów skupu akumulatorów będzie możliwe dzięki zmianie profilu działalności zespołów handlowych, działających w ramach grupy Elemental.

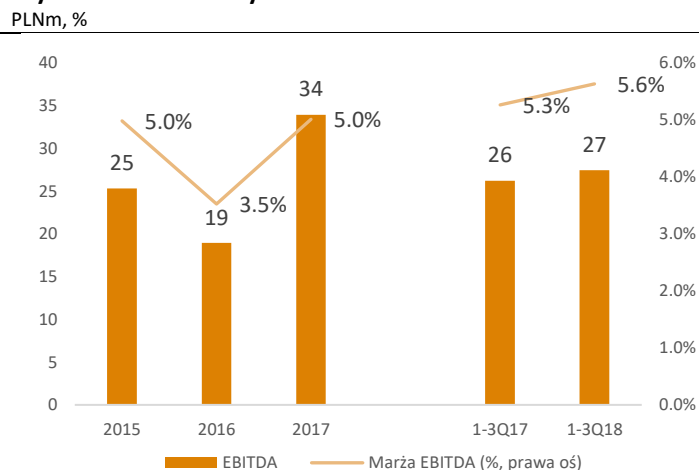
W naszej opinii aktywa Orła Białego zapewnią spółce możliwość poszerzenia działalności w segmentach SAC i PCB. Zakładając, że Elemental będzie chciał być nie tylko producentem surowca do produkcji metali zawartych w katalizatorach (platyna, pallad) oraz płytkach PCB (miedź, złoto), ale także finalnym producentem tych metali uważamy, że przejęcie Orła Białego jest krokiem w dobrym

kierunku. Dzięki przejęciu Elemental Holding uzyskuje dostęp do m. in.: 7ha terenu objętego zintegrowanym pozwoleniem środowiskowym oraz wykwalifikowanej kadry z doświadczeniem w rafinacji metali nieżelaznych. Naszym zdaniem umożliwi to ograniczenie nakładów inwestycyjnych związanych z budową instalacji wykorzystywanych do odzyskiwania metali z katalizatorów i płytek PCB.

Przejęcie Orła Białego może być również istotnym impulsem do wzrostu wyników oraz poprawy marż. Bazując na danych za 2017r. połączony podmiot generowałby EBITDA na poziomie prawie PLN 100m. Natomiast marża EBITDA połączonego podmiotu w okresie 9M18 kształtowałaby się na poziomie 4.4% (vs. marża Elemental Holding w 9M18 na poziomie 4.1%).

Wykres 9. Orzeł Biały - Przychody


Źródło: Spółka, Vestor DM

Wykres 10. Orzeł Biały - EBITDA


Źródło: Spółka, Vestor DM

Naszym zdaniem ryzykiem związanym z przejęciem jest zwiększenia zadłużenia Elemental Holding. Zakładając, że przejęcie spółki przeprowadzone zostało po cenie z dn. złożenia oferty, Elemental Holding za 60.6% udziałów musiałby zapłacić ok. PLN 103m. Uważamy, że większość ceny nabycia będzie musiała zostać pokryta długiem, co naszym zdaniem negatywnie przełoży się na wskaźniki zadłużenia Elemental Holding. Zwracamy również uwagę na obligacje spółki zapadające w październiku 2019r. w kwocie PLN 24m. Widzimy ryzyko, że rosnące wskaźniki zadłużenia spółki oraz relatywnie trudna sytuacja na rynku długu w Polsce mogą przełożyć się na wzrost kosztów obsługi zadłużenia.

Tabela 5. Orzeł Biały vs. Elemental Holding – 2018p

PLNm, %

	Orzeł Biały*	Elemental Holding
Kapitalizacja (PLNm)	166	230
Profil działalności	Recykling akumulatorów	Recykling ZSEE oraz obrót metalami nieżelaznymi
Przychody (PLNm)	650	1696
EBITDA (PLNm)	36.6	65.0
Zysk netto (PLNm)	20.4	30.7
Marża EBITDA (%)	5.6%	3.8%
Marża Zysku Netto (%)	3.1%	1.8%
Dług netto 3Q18 (PLNm)	3.0	143.0
DN/EBITDA 3Q18 (x)	0.1	2.4

Źródło: Spółki, Vestor DM, *annualizacja wyniku w oparciu o 1-3Q18

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 2.009.570 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 uwzględniał 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 jakkolwiek 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 znajdują 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 OBYWATELOM 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 WIĄŻE 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 nagłe 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 NIE 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 ŚWIADCYŁ 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 zależy w istotny sposób od wartości instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym 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 nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość zależy 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 transakcji 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: 24 rekomendacje Kupuj, 11 rekomendacji Akumuluj, 10 rekomendacji Neutralnie, 1 rekomendację Redukuj oraz 2 rekomendacje Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 12 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 12 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikację 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 20 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA ELEMENTAL HOLDING S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 10 STYCZNIA 2019 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

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 © 2019 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 zapewnia 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 równych metod wyceny do różnych linii biznesowych. Z drugiej strony za wadę tej metody można uznać małą 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
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	Alior	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
61/2018	Elemental Holding	2018-11-14	Marcin Górnik	1.8	1.1	Brak	12M
62/2018	CD Projekt	2018-11-15	Maciej Hebda	202	146.5	Kupuj	12M
63/2018	Lokum Deweloper	2018-11-15	Marek Szymański	26.0	17.4	Kupuj	12M
64/2018	CCC	2018-11-16	Marek Szymański	260	182	Kupuj	12M
65/2018	11 bit studios	2018-11-19	Michał Wojciechowski	270	247	Neutralnie	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M
67/2018	ML System	2018-11-22	Maciej Hebda	35.3	27.1	Brak	12M
68/2018	LPP	2018-11-26	Marek Szymański	8600	7850	Akumuluj	12M
69/2018	PlayWay	2018-11-27	Maciej Hebda	172	140	Kupuj	12M
70/2018	Atal	2018-12-10	Marek Szymański	38.0	29.7	Kupuj	12M
71/2018	Dom Development	2018-12-10	Marek Szymański	75.0	65.6	Akumuluj	12M
72/2018	Archicom	2018-12-10	Marek Szymański	19.0	11.9	Brak	12M
73/2018	PKO BP	2018-12-10	Michał Fidelus	45.0	40.6	Akumuluj	12M
74/2018	Pekao	2018-12-10	Michał Fidelus	139.0	108.6	Kupuj	12M
75/2018	Santander Bank Polska	2018-12-10	Michał Fidelus	395.0	353.0	Akumuluj	12M
76/2018	mBank	2018-12-10	Michał Fidelus	440.0	429.0	Neutralnie	12M
77/2018	ING BSK	2018-12-10	Michał Fidelus	197.0	180.0	Akumuluj	12M
78/2018	Handlowy	2018-12-10	Michał Fidelus	75.6	70.0	Neutralnie	12M
79/2018	Millennium	2018-12-10	Michał Fidelus	9.7	9.1	Neutralnie	12M
80/2018	Alior Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	70.0	55.2	Kupuj	12M
81/2018	Getin Noble Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	0.76	0.31	Kupuj	12M
82/2018	Selvita	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	49.0	Brak	12M
83/2018	Celon Pharma	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	32.4	Neutralnie	12M
84/2018	Warimpex	2018-12-21	Marek Szymański	8.0	4.6	Brak	12M
1/2019	PKO BP	2019-01-10	Michał Fidelus	45.0	40.9	Akumuluj	12M
2/2019	PEKAO	2019-01-10	Michał Fidelus	140.0	113.1	Kupuj	12M
3/2019	SANTANDER	2019-01-10	Michał Fidelus	401.0	369.2	Akumuluj	12M
4/2019	MBANK	2019-01-10	Michał Fidelus	439.0	427.0	Neutralnie	12M
5/2019	ING	2019-01-10	Michał Fidelus	197.0	185.8	Neutralnie	12M
6/2019	HANDLOWY	2019-01-10	Michał Fidelus	74.5	69.2	Neutralnie	12M
7/2019	MILLENNIUM	2019-01-10	Michał Fidelus	9.7	9.0	Neutralnie	12M
8/2019	ALIOR BANK	2019-01-10	Michał Fidelus	70.0	56.2	Kupuj	12M
9/2019	GETIN NB	2019-01-10	Michał Fidelus	0.8	0.4	Kupuj	12M
10/2019	PKN ORLEN	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	108.0	107.5	Neutralnie	12M
11/2019	LOTOS	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	68.0	90.7	Sprzedaj	12M
12/2019	LPP	2019-01-10	Marek Szymański	8 600.0	8 140.0	Akumuluj	12M
13/2019	CCC	2019-01-10	Marek Szymański	260.0	186.4	Kupuj	12M
14/2019	LW BOGDANKA	2019-01-10	Marcin Górnik	62.6	54.7	Akumuluj	12M
15/2019	JSW	2019-01-10	Marcin Górnik	56.6	68.3	Sprzedaj	12M
16/2019	CD PROJEKT	2019-01-10	Maciej Hebda	222.0	153.7	Kupuj	12M
17/2019	11 BIT	2019-01-10	Michał Wojciechowski	288.0	268.0	Neutralnie	12M
18/2019	PLAYWAY	2019-01-10	Maciej Hebda	174.0	151.0	Kupuj	12M
19/2019	TEN SQUARE	2019-01-10	Maciej Hebda	75.6	83.4	Redukuj	12M
20/2019	CELON PHARMA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	30.5	Neutralnie	12M
21/2019	SELVITA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	52.0	Brak	12M
22/2019	SYNEKTIK	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	9.1	Kupuj	12M
23/2019	DOM DEV.	2019-01-10	Marek Szymański	75.0	63.0	Kupuj	12M
24/2019	LC CORP	2019-01-10	Marek Szymański	2.8	2.4	Kupuj	12M
25/2019	ARCHICOM	2019-01-10	Marek Szymański	18.8	11.2	Brak	12M
26/2019	WARIMPEX	2019-01-10	Marek Szymański	8.0	4.7	Brak	12M
27/2019	ATAL	2019-01-10	Marek Szymański	38.0	28.0	Kupuj	12M
28/2019	LOKUM	2019-01-10	Marek Szymański	23.5	15.0	Kupuj	12M
29/2019	WIELTON	2019-01-10	Marcin Górnik	14.6	9.8	Kupuj	12M
30/2019	AC AUTOGAZ	2019-01-10	Marcin Górnik	48.4	43.8	Akumuluj	12M
31/2019	ELEMENTAL HOLDING	2019-01-10	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
32/2019	APLISENS	2019-01-10	Michał Wojciechowski	13.5	10.1	Kupuj	12M
33/2019	VIGO SYS.	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	400.0	279.0	Brak	12M
34/2019	ML SYSTEM	2019-01-10	Maciej Hebda	35.8	28.0	Brak	12M
35/2019	KRUK	2019-01-10	Michał Fidelus	239.0	165.6	Kupuj	12M
36/2019	4FUN MEDIA	2019-01-10	Michał Wojciechowski	21.7	12.6	Brak	12M

