



analitik: Krzysztof Choromański

data sporządzenia: 10.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
<b>3,67</b>	<b>625,6</b>	<b>33,37%</b>	<b>638,2</b>	<b>13,1</b>	<b>1,83</b>

Elemental Holding SA jest wiodącą w Polsce grupą kapitałową działającą w branży recyklingu i obrotu surowcami wtórnymi oraz czołowym dostawcą surowca do hut i odlewni na terenie całego kraju. Prowadzi działalność za pośrednictwem zakładów recyklingu oraz szerokiej sieci punktów skupu zlokalizowanych na terenie kilkunastu krajów w Europie Centralnej i Wschodniej, a także w Niemczech, Turcji i na rynkach Bliskiego Wschodu.

Wyniki kwartalne	3Q '16	3Q '15	r/r	3Q '16	3Q '16 - BGŻ BNP	różnica	3Q '16	3Q '16 - konsensus	różnica
<b>Przychody</b>	<b>261,2</b>	<b>208,0</b>	<b>25,6%</b>	<b>261,2</b>	<b>213,1</b>	<b>22,6%</b>	<b>261,2</b>	<b>232,1</b>	<b>12,5%</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>14,1</b>	<b>13,3</b>	<b>6,0%</b>	<b>14,1</b>	<b>15,1</b>	<b>-6,6%</b>	<b>14,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,4%</i>		<i>5,4%</i>	<i>7,1%</i>		<i>5,4%</i>	<i>-</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>17,3</b>	<b>16,1</b>	<b>7,5%</b>	<b>17,3</b>	<b>18,0</b>	<b>-3,9%</b>	<b>17,3</b>	<b>18,2</b>	<b>-4,9%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,7%</i>		<i>6,6%</i>	<i>8,4%</i>		<i>6,6%</i>	<i>7,8%</i>	
<b>EBIT</b>	<b>15,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,4%</b>	<b>15,1</b>	<b>15,0</b>	<b>0,7%</b>	<b>15,1</b>	<b>16,0</b>	<b>-5,6%</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,3%</i>		<i>5,8%</i>	<i>7,0%</i>		<i>5,8%</i>	<i>6,9%</i>	
<b>Zysk netto</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>	<b>-2,9%</b>	<b>13,3</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8%</b>	<b>13,3</b>	<b>13,8</b>	<b>-3,6%</b>
<i>marża netto</i>	<i>5,1%</i>	<i>6,6%</i>		<i>5,1%</i>	<i>5,6%</i>		<i>5,1%</i>	<i>5,9%</i>	

## Komentarz do wyników

Wyniki Elemental Holding były zbliżone do prognoz BM BGŻ BNP Paribas i nieco poniżej rynkowego konsensusu. Wpływ na wyższy od naszych oczekiwań zysk netto miała niższa efektywna stawka podatkowa. Wyniki oceniamy neutralnie.

Przychody Elemental Holding w 3Q'16 wyniosły 261,2 mln PLN (+25,6% r/r), co było wartością zarówno powyżej naszych prognoz jak i rynkowego konsensusu. Jednym z czynników, który wpływa na raportowany poziom sprzedaży są ceny metali. Wprawdzie Spółka stosuje instrumenty ograniczające ryzyko zmian cen sprzedawanych surowców, jednak ich wpływ na rachunek zysków i strat jest widoczny dopiero w kolejnych pozycjach. Wyższe ceny metali (m. in. aluminium, cynk) w 3Q'16 w relacji r/r miały odzwierciedlenie w wysokiej dynamice przychodów Spółki. **Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł r/r o 6,1% do 14,1 mln PLN**, co pozwoliło uzyskać marżę na poziomie 5,4% (prognoza BM BGŻ BNP Paribas 15,1 mln PLN). Podobnie jak w poprzednich kwartałach saldo z pozostałej działalności operacyjnej nie miało większego wpływu na wyniki operacyjne.

**Zysk EBITDA w 3Q'16 wyniósł 17,3 mln PLN (+7,4% r/r), generując marżę na poziomie 6,6% (-1,1 p. proc r/r)**. Wartość ta jest niemal zgodna z naszymi szacunkami, jednak od przyjętych przez nas założeń wyraźnie odbiega marża EBITDA. Spodziewaliśmy się, że podobnie jak w poprzednich dwóch kwartałach, przekroczy ona 8 pkt. proc. **Wypracowany zysk operacyjny był na poziomie 15,1 mln PLN (+14,5% r/r; marża EBIT 5,8%)**. Dzięki posiadaniu aktywa podatkowego efektywna stawka podatkowa wyniosła w 3Q'16 zaledwie 1%. Pozwoliło to na wypracowanie zysku netto w wysokości 13,3 mln PLN (-2,5% r/r).

Znaczącej poprawie uległy przepływy z działalności operacyjnej, które w okresie 1-3Q'16 wyniosły 10,6 mln PLN, wobec -17,5 mln PLN w analogicznym okresie 2015 roku. **Stan gotówki w 2016 r. zwiększył się o 13,4 mln PLN i na koniec 3Q'16 wynosił 111,5 mln PLN**. Pozwoliło to ograniczyć dług netto z 75,6 mln PLN na koniec roku do 68,6 mln PLN. **Zmniejszył się również wskaźnik dług netto/EBITDA, który za ostatnie 12 miesięcy wynosi 0,99x vs 1,24x w 2015 r.**



# Elemental

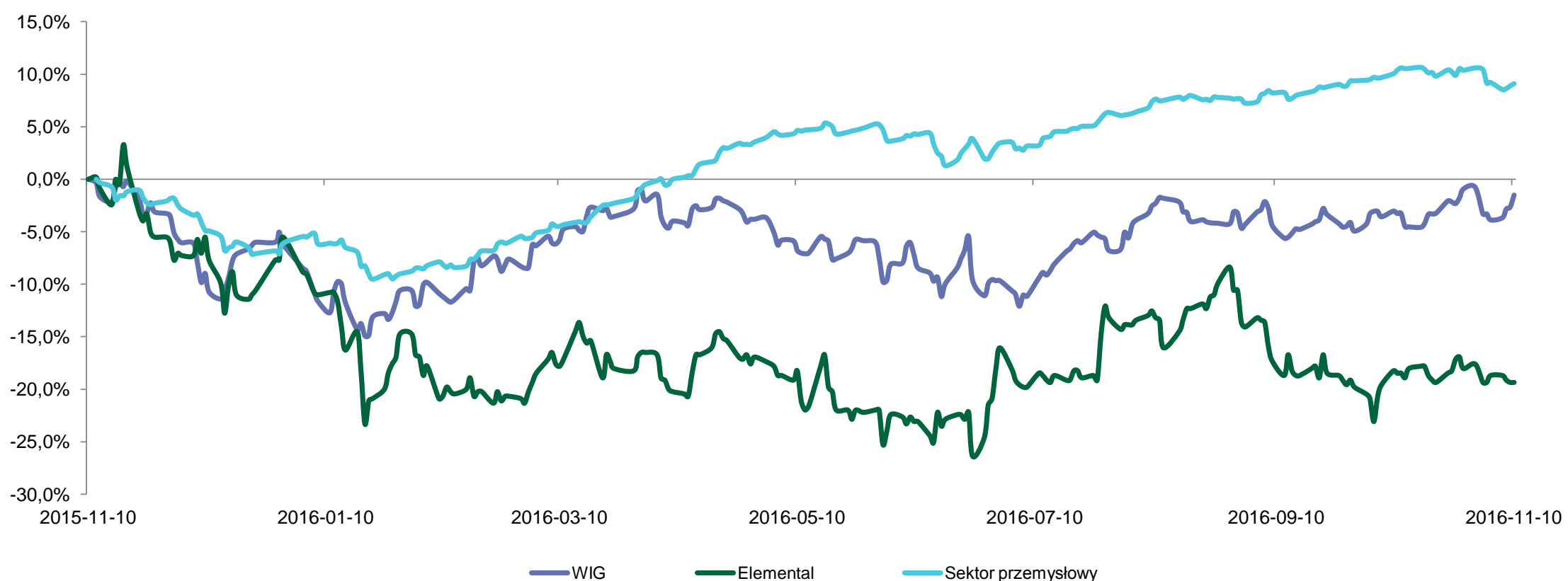
## Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

**Zaprezentowane wyniki oceniamy neutralnie.** Wprowadzie osiągnięty zysk operacyjny jest zgodny z naszymi szacunkami, lecz pogorszeniu uległa marża EBITDA, która spadła aż o 1,1 p. proc. r/r. Należy jednak mieć na uwadze, że ceny sprzedawanych przez Elemental metali są powiązane z ich notowaniami na LME, które w ujęciu r/r w 3Q'16 wykazały dynamiczny wzrost. Dzięki dysponowaniu aktywem podatkowym efektywna stawka podatkowa zapłacona przez Spółkę wyniosła w 3Q'16 zaledwie 1%. Negatywna dynamika zysku netto w ujęciu r/r spowodowana jest zwrotem podatku, który miał miejsce w 3Q'15 w wysokości 2,2 mln PLN i znacząco poprawił wynik netto tego okresu.

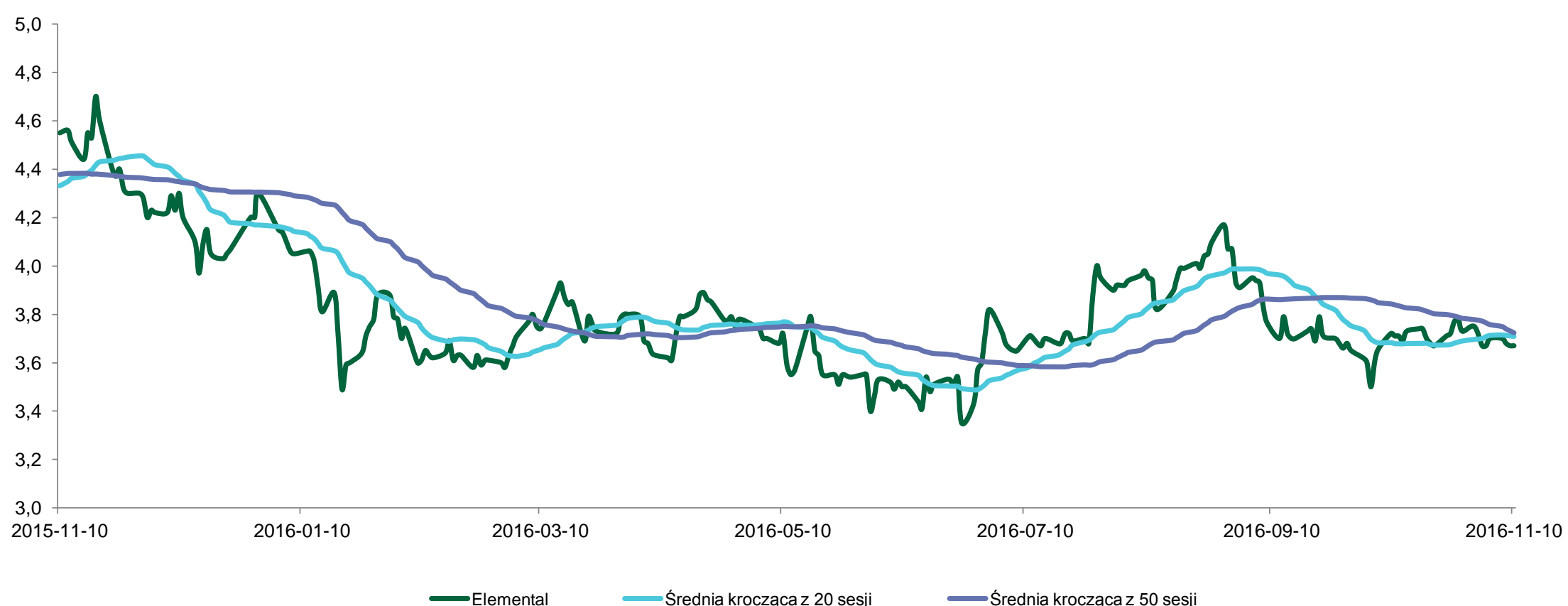
**Perspektywy dla Spółki oceniamy pozytywnie.** Po zmianie profilu działalności w kierunku bardziej dochodowego recyklingu sprzętu elektronicznego, płytek drukowanych i katalizatorów spodziewamy się powrotu marży EBITDA powyżej poziom 8 pkt. proc w kolejnych kwartałach. Rozwój organiczny Elemental wspierany jest poprzez akwizycje. Spółka poinformowała o nabyciu będącego liderem na rynku fińskim przedsiębiorstwa z branży recyklingu katalizatorów samochodowych i płytek drukowanych. Dodatkowo prowadzony jest proces due dilligence w sprawie nabycia przedsiębiorstwa w Wlk. Brytanii. Ponadto Zarząd informował, że możliwe jest przejęcie trzeciego podmiotu z rynku europejskiego w kolejnym roku.

**Uważamy, że obecne otoczenie rynkowe jest dla Spółki korzystne.** W wyniku wprowadzonych regulacji przez Unię Europejską coraz więcej zużytego sprzętu elektronicznego będzie musiało zostać ponownie przetworzone, co zwiększy dla Elemental nie tylko dostępność bazy surowcowej, lecz przełoży się na wzrost zapotrzebowania na usługi recyklingu.

## Elemental vs WIG vs WIG - sektor przemysłowy



## Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	<a href="mailto:k.choromanski@bgzbnpparibas.pl">k.choromanski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego**      telefon      adres email

<b>Damian Zemlik</b>	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 329 43 24	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 329 43 22	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**eIPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);
- Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :  
<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:  
[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)