

czwartek, 8 stycznia 2015 | raport analityczny

## Elemental Holding: kupuj (nowa)

**EMT PW; EMT.WA | Przemysł, Polska**

### Coraz bardziej liczący się gracz w Europie

Skuteczne przejęcie trzech podmiotów na rynkach zagranicznych (EMP Recycling, Evciler oraz Metal Holding) oraz wyraźny wzrost udziału w polskim rynku ZSEE (do ponad 26% w 2014 roku) powodują, że Elemental Holding staje się coraz bardziej zauważalnym graczem w Europie. Dzięki przejęciu Evciler Spółka w kolejnych latach skorzysta na dynamicznym wzroście rynku ZSEE w Turcji (zakładając, że poziom zbierania ZSEE na mieszkańca wzrośnie z 0,5 kg obecnie do 4 kg w 2018 roku, to rynek w tym czasie wzrośnie z około 37,5 tys. ton odpadów rocznie do ponad 300 tys. odpadów rocznie - obecnie Polska to 170 tys. ton odpadów rocznie). Elemental planuje organiczne zwiększenie sieci zakupowej o Łotwę, Estonie, Bułgarię, Czechy, Rumunię i kraje bliskiego wschodu. Spodziewamy się, że zainicjowany rozwój Grupy będzie dalej kontynuowany, co przełoży się na dalszy dynamiczny wzrost wolumenów – zakładamy, że w ciągu najbliższych 10-ciu lat wolumen obrotu wzrośnie o ponad 100% (CARG ponad 7%). **Rozpoczynamy rekomendowanie akcji Elemental Holding z rekomendacją kupuj i ceną docelową na poziomie 4,00 PLN/akcję.**

### Dobre fundamenty rozwoju rynku

Elemental w kolejnych latach ma szansę skorzystać z istotnego wzrostu wolumenów zbierania odpadów. Według dyrektywy UE, w ciągu najbliższych 10 lat kraje członkowskie będą musiały zadbać, aby co najmniej 65% wagi sprzętu elektrycznego i elektronicznego wprowadzanego na rynek było zbierane w formie sprzętu zużytego (obecnie jest to nieco ponad 36%). To spowoduje, że według naszych szacunków do 2024 roku wolumen sprzętu do zagospodarowania przez recykerów ZSEE wzrośnie o około 107%.

### Dotychczas dynamiczny rozwój w kraju i za granicą

Historia Grupy Elemental zaczęła się w 2008 roku, kiedy bieżący Prezes i właściciel Pan Paweł Jarski założył spółkę Synergis Metalrecycling, zajmującą się gospodarką odpadami elektrycznymi i elektronicznymi. W 2010 roku Spółka zmieniła nazwę na Elemental Holding i w 2011 roku przeprowadziła przejęcie Tesla Recycling (zajmującej się recyklingiem płyt elektronicznych) oraz Syntom (zajmującej się handlem metalami). W 2012 roku Elemental zadebiutował na New Connect, a w 2013 roku pozyskał do akcjonariatu fundusz Enterprise Investors (13,3 mln akcji serii M za cenę 2,10 PLN/akcja). W IV'13 Elemental przejął przedsiębiorstwo Terra Recycling (Spółka prowadzi działalność związaną z gospodarką odpadami typu RTV i AGD). W 2014 roku Elemental przejął trzy zagraniczne podmioty EMP Recycling na Litwie (51% za 14,6 mln PLN), Evciler w Turcji (51% za 7,5 mln USD +4,5 mln akcji EMT) oraz Metal Holding sro (67% za 12,8 mln PLN). W rezultacie w ciągu pięciu ostatnich lat wynik EBITDA Grupy wzrósł czterokrotnie do ponad 40 mln PLN.

### Możliwa akwizycja na Bałkanach

Elemental obecnie analizuje podmiot z branży recyklingu odpadów na Bałkanach. Wielkość generowanej EBITDA analizowanego podmiotu to około 16 mln PLN EBITDA. Zakładając, że przejęcie zmaterializuje się w 2015 roku po wskaźnikach zbliżonych do tych, jakie Elemental realizował przy przejściach w 2014 roku (6,6x-8,5x), to w najlepszym wariantcie akwizycja wpłynęłaby pozytywnie na wycenę nawet o 29 mln PLN (+0,18 PLN/akcja).

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	895,0	859,6	774,3	1 310,9	1 313,0
EBITDA	29,5	28,6	40,4	63,9	72,7
marża EBITDA	3,3%	3,3%	5,2%	4,9%	5,5%
EBIT	27,3	25,7	35,0	54,9	63,5
Zysk netto	19,2	24,4	30,6	39,0	42,1
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
P/E	17,6	20,8	17,1	13,4	12,4
P/CE	15,8	18,6	14,5	10,9	10,2
P/BV	2,9	2,0	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	13,2	19,5	13,6	8,8	7,3

<b>Cena bieżąca</b>	3,28 PLN
<b>Cena docelowa</b>	4,00 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	523 mln PLN
<b>Free float</b>	141 mln PLN
<b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b>	1,07 mln PLN

### Struktura akcjonariatu

Reventon FIZ*	38,8%
Ibah Holdings Ltd	18,2%
EVF I Investments S.à r.l.	10,2%
ING PTE	5,8%

Pozostali 27,0%

\*Reventon FIZ jest zarządzany przez ALTUS TFI S.A. Reventon FIZ kupia udziały głównego udziałowca - Pana Pawła Jarskiego

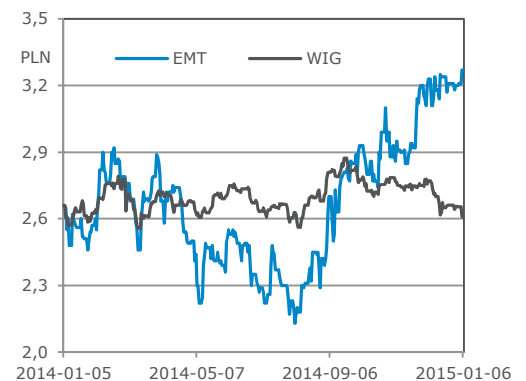
### Strategia dotycząca sektora

Sektor recyklingu metali oraz zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego od kilku lat odnotowuje dynamiczne wzrosty wolumenów sprzedaży. Wynika to z jednej strony z wysokich cen metali kolorowych i szlachetnych, z drugiej zaś z nowych przepisów prawa mających na celu większą dbałość o stan środowiska naturalnego. W Polsce przez kilka kolejnych lat rynek będzie rość bardzo dynamicznie, co spowoduje, że podmioty obecnie na nim działające będą miały szansę na istotny wzrost wyników finansowych. Wygrają prawdopodobnie te podmioty, które zainwestują w technologię i rozwój sieci zakupowej. Liczymy na dalszą koncentrację na rynku krajowym.

### Profil spółki

Grupa Elemental jest wiodącym odbiorcą i recykerem zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego. Spółka posiada łącznie 40 placówek zakupowych na terenie całego kraju oraz trzy duże podmioty na rynkach zagranicznych. Łączny wolumen obrotu w 2014 roku naszym zdaniem przekroczy 140 tys. ton (potencjał 240 tys. ton), co oznacza, że Grupa jest jednym z liderów rynku krajowego oraz liczącym się podmiotem na rynku europejskim. Spółka posiada oddziały i przedstawicielstwa na Litwie, w Turcji i na Słowacji.

### Kurs akcji EMT na tle WIG



### Analitik:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
jakub.szkopek@mdm.pl

## Profil działalności

Grupa Elemental jest wiodącym odbiorcą zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego na potrzeby recyklingu oraz jednym z głównych dostawców złomu do hut i odlewni metali nieżelaznych na terenie Polski, Turcji, Litwy, oraz Słowacji. Łączny wolumen obrotu metalami nieżelaznymi w 2013 roku przekroczył 120 tys. ton, co oznacza, że Grupa jest jednym z liderów rynku krajowego oraz liczącym się podmiotem na rynku europejskim. Obecne łączne moce przetwórcze w kraju wynoszą około 180 tys. ton rocznie i do 60 tys. ton poza granicami.

Elemental posiada ponad 50 placówek zakupowych na terenie całego kraju, umożliwiających pozyskanie materiałów odpadowych po jak najniższej cenie. Spółka posiada kilkadziesiąt aut typu hakowego, kilkaset kontenerów i urządzeń przeładunkowych, a także instalacje do tzw. płytkiego recyklingu metali nieżelaznych i układów drukowanych. Po zakupie trzech zagranicznych podmiotów Elemental prowadzi działalność w takich krajach jak Litwa, Łotwa, Estonia, Słowacja, Czechy, Rumunia, Bułgaria, Turcja oraz na rynkach Bliskiego Wschodu (Iran, Liban, Syria, Arabia Saudyjska, Egipt). W zagranicznych lokalizacjach Spółka posiada 7 głównych oddziałów, gdzie zakupywane i przerabiane są surowce wtórne.

W Polsce skład Grupy Elemental wchodzi trzy podmioty (własność 100% udziałów w każdym):

- **Tesla Recycling sp. z o.o. S.K.A.** – działający na rynku recyklingu i odzysku układów drukowanych oraz na rynku hurtowego handlu metalami nieżelaznymi i szlachetnymi;
- **Terra Recycling S.A.** – działający na rynku recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego – podmiot obecny w Grupie od drugiego kwartału 2013 roku (nabycie za łączną kwotę 48,3 mln PLN, z czego 25,7 mln PLN w wyniku emisji 11,7 mln akcji po 2,2 PLN/akcja Elemental właścicielom Terry – Octavia Enterprises Pte; w momencie nabycia Terra posiadała 4,7 mln PLN zadłużenia netto);
- **Syntom S.A.** – działający na polskim rynku hurtowego handlu złomem i metalami nieżelaznymi.

Poza granicami działalność prowadzona jest za pośrednictwem trzech przejętych podmiotów:

- **EMP Recycling** – 51% zakupione w 2Q'14 za 14,6 mln PLN. Działalność prowadzona jest głównie na Litwie (1 oddział), a jej przedmiotem jest zbieranie i handel surowcami wtórnymi, przetwarzanie metali kolorowych, złomu metali szlachetnych oraz zużytych katalizatorów. Łącznie EMP posiada moce produkcyjne w zakresie elektroniki (20 tys. ton), katalizatorów (do 500 ton) oraz (przewodów i kabli do 1000 ton). Spółka posiada jedyną w krajach nadbałtyckich linię do przetwarzania urządzeń chłodniczych, około 60% udział w rynku zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz 80% udział w rynku zużytych katalizatorów samochodowych.
- **Evciler** – formalny zakup 51% udziałów na przełomie 2014/2015 roku za kwotę 7,5 mln USD + 4,5 mln akcji Elemental. Evciler prowadzi działalność na terenie Turcji (3 oddziały) i zajmuje się zbieraniem, demontażem i pośrednictwem w recyklingu urządzeń elektronicznych i elektrycznych (elektro-odpady) i złomu katalizatorów w Turcji i Europie, Afryce, na Bliskim Wschodzie i w Azji. Spółka posiada moce produkcyjne na poziomie 20 tys. ton odpadów rocznie. W Turcji obecnie stopień konsolidacji rynku

odpadów i recyklingu jest niski, bez jednolitej infrastruktury zbiórki odpadów (sytuacja podobna do polski sprzed 5-8 lat). Przepisy w zakresie gospodarowania ZSSE są obecnie dostosowywane do standardów UE. Zakładając, że poziom zbierania ZSSE na mieszkańca wzrośnie z 0,5 kg obecnie do 4 kg w 2018 roku, to rynek w tym czasie wzrośnie około 37,5 tys. ton odpadów rocznie do ponad 300 tys. odpadów rocznie (dla porównania w Polsce zbiera się obecnie 170 tys. ton odpadów ZSEE rocznie).

- **Metal Holding sro** – 67% udziałów zakupionych w końcu 2014 roku za kwotę 12,8 mln PLN. Dzięki akwizycji – Spółka planuje zduplikowanie biznesu na terenie Republiki Czeskiej, dzięki czemu strumień odpadów z tych krajów będzie uzupełniał ten gromadzony w Polsce.

## Obecność Grupy Elemental na rynkach europejskich



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding

## Główne punkty skupu na terenie kraju Elemental



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding

## Obszar działalności poszczególnych podmiotów Grupy Elemental na terenie kraju

Segment działalności	Gospodarowanie zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym		Przetwórstwo złomu oraz metali przemysłowych i nieżelaznych
Stopień przetworzenia odpadu	Znaczący, co gwarantuje wysoką rentowność		Obróbka podstawowa lub jej brak
<b>Podmiot</b>	<b>Tesla Recycling</b>	<b>Terra Recycling</b>	<b>Syntom</b>
Źródła dostaw surowca	Zakłady przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, stacje demontażu pojazdów, punktu złomu, przedsiębiorstwa	Własne punkty skupu, użytkownicy sprzętu elektrycznego i elektronicznego, przedsiębiorstwa komunalne i producenci	Własne i konkurencyjne punkty skupu, firmy zajmujące się obrotem surowcami wtórnymi, firmy recyklingowe, zakłady przemysłowe
Surowiec	Elementy zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych	Zużyty sprzęt elektryczny i elektroniczny jak monitory, komputery, sprzęt AGD	Złom metali nieżelaznych (miedzi, stopów miedzi, aluminium, ołowiu, cynku, niklu), stali nierdzewnej, metali rzadki i nietypowych
Produkt wyjściowy	Fracje stali, aluminium, miedzi, chromoniklu, mosiądzu, tworzyw sztucznych i inne	Elementy zużytych urządzeń nadające się do recyklingu, frakcje metali, tworzyw sztucznych, szkło	Surowiec do dalszego przetwarzania w hutach i odlewniach
Główni odbiorcy	Huty i odlewnie	Przedsiębiorstwa handlujące złomem i metalami, tworzywami sztucznymi, recyklerzy	Huty i odlewnie
Rynki sprzedaży	Kraj i eksport	Kraj	Kraj i eksport

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding

## Obszar działalności poszczególnych podmiotów Grupy Elemental poza granicami kraju

	EMP Recycling	Evciler	Metal Holding sro
Udział	51%	51%	67%
Koszt zakupu za posiadany udział	14,6 mln PLN	7,5 mln USD + 4,5 mln akcji Elemental Holding (5-letni lock-up)	12,8 mln PLN
Współczynnik przejęcia (EV/EBITDA)	8,5x	6,6x	7,6x
Opcja wyjścia	Opcja PUT (Elemental) i CALL (akcjonariusze EMP) po trzech latach od 2Q'14 według formuły średnia EBITDA za ostatnie 3 lata x 6 - dług netto. Opcja za gotówkę	Opcja PUT (Elemental) i CALL (akcjonariusze EMP) po pięciu latach od 2Q'14 na wskaźnikach zbliżonych do kupna 51% udziałów	Brak
Wielkość przychodów 2014	60 mln PLN	120-130 mln PLN	55-60 mln PLN
Wielkość EBITDA 2014	5 mln PLN	13 mln PLN	2,5 mln PLN
Prognoza EBITDA na 2015	6,15 mln PLN	14,5 mln PLN	3 mln PLN
Dług netto przy przejęciu	12 mln PLN	około 7 mln PLN	brak
Moce produkcyjne (roczne)	Elektronika 20 tys. ton, katalizatory do 500 ton oraz przewody i kable do 1000 ton	Około 20 tys. ton odpadów rocznie	Około 15 tys. ton metali kolorowych i żelaznych
Wolne moce produkcyjne	60-80%	30-40%	20-25%
Działalność	Głównie na Litwie - 1 oddział. Zbieranie i handel surowcami wtórnymi, przetwarzanie metali kolorowych, złomu metali szlachetnych oraz zużytych katalizatorów.	Turcja - 3 oddziały. Zbieranie, demontaż i pośrednictwo w recyklingu urządzeń elektronicznych (elektro odpady) i złomu katalizatorów w Turcji i Europie, Afryce, na Bliskim Wschodzie i w Azji.	3 oddziały na Słowacji, metale żelazne i nieżelazne
Możliwość ekspansji	Łotwa i Estonia	Bułgaria i Rumunia, rynki Bliskiego Wschodu (m.in. Iran, Liban, Syria, Arabia Saudyjska, Egipt)	Czechy

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding

## Historia Grupy Elemental

Działalność Grupy Elemental jest ściśle związana z Prezesem Zarządu – Panem Pawłem Jarskim, który w latach 2007-2009 stworzył i zarządzał spółkami Synergis Electrorecycling S.A. oraz Electro-System Organizacja Odzysku Sprzętu Elektrycznego i Elektronicznego S.A. W roku 2009 Pan Paweł Jarski zbył obie spółki inwestorowi branżowemu – grupie Remondis. Transakcja sprzedaży przeprowadzona była w dwóch transzach (75% + 25%).

W 2008 roku Pan Paweł Jarski założył spółkę Synergis Metalrecycling sp. z o.o., która w 2010 roku została przekształcona w Elemental Holding S.A. W 2011 roku poczyniono pierwsze kroki w kierunku budowy Grupy Kapitałowej, czego efektem było przejęcie w IV'11 Tesla Recycling S.A. (spółka prowadziła działalność od III'10 roku) oraz w XI'11 Syntom S.A. (spółka prowadziła działalność od VII'09). W 2012 roku Spółka zadebiutowała na New Connect, a w 2013 roku pozyskała do akcjonariatu fundusz Enterprise Investors (13,3 mln akcji serii M za cenę 2,10 PLN/akcja). W IV'13 Elemental przejął 100% akcji Terra Recycling (spółka prowadziła działalność od 2009 roku).

W końcówce 2013 roku Elemental w ramach wtórnej emisji akcji na GPW pozyskał z giełdy 60,4 mln PLN gotówki netto, emitując 24,5 mln nowych akcji. Do głównych celów emisyjnych należały wykup obligacji serii C (15 mln PLN), sfinansowanie inwestycji w aktywa trwałe (20 mln PLN), sfinansowanie akwizycji (30 mln PLN) oraz spłata części zadłużenia kredytowego (5 mln PLN).

W 2014 roku Elemental zakończył inwestycję w linię do recyklingu aluminium w Tomaszowie Mazowieckim, linię do recyklingu zużytych źródeł światła, zakupił EMP Recycling (za 14,6 mln PLN) oraz spłacił obligację serii C. Łącznie ze środków emisyjnych wydatkowane zostało 36 mln PLN. W dalszym ciągu Spółka realizować będzie linie do recyklingu ekranów LCD za 4 mln PLN.

W końcówce 2014 roku Elemental sfinalizował przejęcie dwóch podmiotów zagranicznych Evciler (za 7,5 mln USA +4,5 mln akcji Elemental) oraz Metal Holding sro za 12,8 mln PLN.

## Obszar działalności spółek grupy kapitałowej

W III'13 Elemental powołał podmiot Tesla Metal sp. z o.o., zajmujący się krajowym i międzynarodowym obrotem metalami w postaci półproduktów i produktów. W VI'13 Elemental zbył 100% akcji Tesla Metal za 7,0 mln PLN. Elemental nadal będzie prowadził dotychczasową działalność związaną z obrotem metalami, gdyż mimo sprzedaży podmiotu zależnego utrzymano kluczowych pracowników i tym samym płynącą z tego przewagę konkurencyjną. Kupujący Tesla Metal zyskał tym samym możliwość wejścia na rynek i nawiązania współpracy z dużymi odbiorcami (proces zwykle trwa wiele lat), a Elemental możliwość umocnienia pozycji gotówkowej w Grupie.

### Syntom S.A.

Syntom prowadzi kompleksową działalność związaną z zbieraniem, transportem i sprzedażą odpadów metali. Spółka jest liderem rynkowym w hurtowym obrocie złomem metali nieżelaznych, w szczególności miedzi, stopów miedziopochodnych (brązu, mosiądzu) aluminium, ołowiu, cynku, niklu, stali nierdzewnych (z zawartością niklu i chromu) oraz metali rzadkich i nietypowych.

Spółka nabywa złom w/w metali w rozbiciu na wiele asortymentów, w zależności od składu chemicznego stopów, stopnia zanieczyszczenia, rozmiarów i przeznaczenia. Ponadto Syntom nabywa szereg surowców w nietypowych postaciach, takich jak szlasy, zgary (pozostałości z wytopu), gąski lub też o nietypowym składzie chemicznym czy stopniu zanieczyszczenia. Główną grupą dostawców są podmioty gospodarcze zajmujące się handlem złomem metali (np. mniejsze punkty skupu złomu, firmy handlowe o zasięgu lokalnym, regionalnym oraz krajowym, zajmujące się obrotem surowcami wtórnymi). Kolejną grupą dostawców są firmy recyklingowe (np.: zakłady przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, podmioty zajmujące się recyklingiem pojazdów). Ważnymi dostawcami są także zakłady przemysłowe, w których powstają metalowe odpady poprodukcyjne. Zaliczają się do nich firmy z niemal wszystkich gałęzi przemysłu, w tym zwłaszcza przemysłu motoryzacyjnego, produkcji materiałów konstrukcyjnych i budowlanych (np. okna, profile itp.), opakowań (np. producenci opakowań aluminiowych na żywność). Znaczne ilości złomu Spółka pozyskuje także w wyniku uczestnictwa w przetargach na sprzedaż złomu organizowanych przez największe krajowe spółki transportowe (np. spółki z grupy PKP, zakłady transportu miejskiego), kopalnie i elektrownie, spółki komunalne, zakłady energetyczne, Agencję Mienia Wojskowego, etc. Ostatnią grupą dostawców Syntom S.A. są osoby fizyczne, których udział w całości dostarczanego złomu wynosi około 10%.

W 2011 roku Spółka znacznie rozbudowała dział handlu zagranicznego, co zaowocowało pozyskaniem nowych dostawców złomu z zagranicy. W konsekwencji nawiązano kontrakty handlowe z podmiotami działającymi na rynku słowackim, niemieckim, austriackim oraz włoskim. Spółka zamierza budować swoją pozycję w krajach regionu Europy Środkowej takich jak Czechy, Słowacja, Niemcy, Węgry, Słowenia.

Dzięki tak szerokiemu spektrum dostawców Syntom S.A. ma zapewniony stały dopływ surowca, co daje gwarancję terminowego wywiązywania się z zawartych kontraktów na dostawę złomu do hut.

Nabywany surowiec dostarczany jest bezpośrednio lub za pośrednictwem lokalnych skupów do magazynu centralnego w Tomaszowie Mazowieckim (w bezpośrednim sąsiedztwie trasy S8 oraz autostrady A1 - centrum Polski). Tam odbywa się jego przygotowanie do wysyłki, w zależności od potrzeb poszczególnych odbiorców. Proces przygotowania obejmuje w szczególności sortowanie (ręczne oraz przy pomocy analizy chemicznej i spektralnej), oczyszczanie, cięcie na mniejsze fragmenty (np. do tzw. postaci wsadowej) oraz prasowanie i paczkowanie.

W efekcie uzyskiwany jest wysokiej jakości surowiec dla hut. Oprócz hut i odlewni znaczącą grupę odbiorców złomu stanowią firmy produkcyjne, które w procesie produkcji przetapiają złom w celu wytworzenia produktu finalnego. Należy do nich zaliczyć firmy z branży Automotive, firmy wytwarzające armaturę z mosiądzu i elementy hydrauliczne, firmy wytwarzające elementy konstrukcyjne.

Jednocześnie, około 25% przychodów ze sprzedaży Syntom stanowi sprzedaż eksportowa (głównie do krajów UE). Podstawowe rynki zbytu Spółki to Niemcy, Włochy, Austria, Belgia i Holandia. Spośród rynków pozaeuropejskich Syntom eksportuje złom do krajów Dalekiego Wschodu (Indie oraz Chiny). Jako liczący się podmiot na europejskim rynku obrotu surowcami wtórnymi, Syntom jest aktywnym członkiem największej

światowej organizacji skupiającej firmy recyklingowe – Bureau of International Recycling (BIR), dzięki czemu Spółka ma ciągły kontakt i możliwość wymiany doświadczeń z największymi podmiotami w Europie i na świecie.

Syntom dysponuje rozbudowanym własnym zapleczem logistycznym i technicznym. W chwili obecnej Spółka posiada ponad 30 pojazdów ciężarowych, z czego większość to pojazdy z zabudową hakową (samo załadowcze), przeznaczone do przewozu specjalistycznych kontenerów do transportu złomu. Posiadana flota pojazdów ciężarowych jest stosunkowo młoda i o niewielkim stopniu zużycia (większość stanowią auta wyprodukowane w latach 2007-2010 spełniające najwyższe normy spalania EURO 4 i EURO 5). W chwili obecnej ma to szczególne znaczenie, gdyż w związku ze zmianą opłat za przejazd drogami krajowymi skokowo wzrosły opłaty naliczane dla aut starszych, niespełniających nowoczesnych norm, co znacząco podnosi koszty transportu. Spółka eksploatuje także 21 przyczep, 8 naczep oraz 4 auta dostawcze o ładowności całkowitej do 3,5 tony. Do przewozu odpadów metali firma wykorzystuje 189 specjalistycznych kontenerów.

Posiadanie własnej floty transportowej zapewnia Spółce niezależność i samodzielność w obsłudze logistycznej własnych oddziałów na terenie całego kraju oraz w dostawach surowców do odbiorców końcowych. Możliwość odbioru złomu własnym transportem stanowi ponadto istotną przewagę konkurencyjną, a niezależność logistyczna gwarantuje terminowe wywiązywanie się nawet z największych kontraktów na odbiór złomu. W celu zoptymalizowania kosztów przejazdów własnych aut, Spółka świadczy usługi transportowe na zewnątrz tak, aby w żadnym kierunku auto nie jechało bez ładunku. W uzasadnionych sytuacjach Spółka korzysta także z usług operatorów logistycznych.

Zakład w Tomaszowie Mazowieckim jest obiektem specjalnie dostosowanym do prowadzenia hurtowego handlu złomem. Nieruchomość ta, o całkowitej powierzchni prawie 4 hektarów, obejmuje obiekt biurowy o powierzchni użytkowej ok. 1000 m<sup>2</sup>, 3 specjalistyczne hale magazynowo-składowe o łącznej powierzchni ok. 4500 m<sup>2</sup> oraz ponad 1,5 ha zewnętrznych powierzchni utwardzonych betonem. W Spółce wykorzystywanych jest szereg maszyn do załadunku i rozładunku złomu, w tym specjalistyczne ładowarki Fuchs, JCB, Fadroma oraz ok. 50 wózków widłowych.

Pozostałe duże punkty skupu złomu znajdują się w Konstancynie Łódzkiej (o powierzchni ok. 1,34 ha, składające się z budynku magazynowo-biurowego o powierzchni zabudowy 1507 m<sup>2</sup>, wagowego o pow. zabudowy 67,5 m<sup>2</sup> - obecnie Syntom użytkuje ok. 45% powierzchni nieruchomości), w Szczecinie (o powierzchni około 0,6 ha, zabudowana budynkiem magazynowym o powierzchni zabudowy 532 m<sup>2</sup>), w Słupsku (obiekt o powierzchni działki 0,28 ha, zabudowany halą składowo-magazynową o powierzchni użytkowej 650 m<sup>2</sup> oraz budynkiem wagowym), w Gdańsku (o powierzchni działki 0,26 ha, zabudowany halą magazynową z zapleczem biurowym o powierzchni zabudowy 324 m<sup>2</sup>), w Bielsku-Białej (nieruchomość o powierzchni 0,359 ha, zabudowana budynkiem magazynowym o powierzchni zabudowy 230 m<sup>2</sup>, budynkiem administracyjno-biurowym o powierzchni zabudowy 308 m<sup>2</sup> i budynkiem wagi samochodowej).

#### **Tesla Recycling sp. z o.o.**

Tesla Recycling zapewnia innowacyjne rozwiązania w zakresie odbioru, transportu i odzysku metali. Specjalizuje

się w recyklingu układów elektronicznych oraz prowadzi obrót metali żelaznych i nieżelaznych.

Spółka świadczy kompleksowe usługi w zakresie odbioru odpadów z dowolnego miejsca w kraju, a także za granicą. Dostawcami Spółki są przede wszystkim jednostki średniej wielkości, wytwarzające duże ilości odpadów, zwłaszcza w postaci sprzętu elektrycznego i elektronicznego, w tym zakłady przetwarzania zużytego sprzętu, punkty serwisowe, stacje demontażu pojazdów, punkty skupu złomu, jak również przedsiębiorstwa posiadające odpady poprodukcyjne.

Tesla Recycling specjalizuje się w recyklingu elementów elektronicznych i elektrycznych. Dzięki użyciu innowacyjnych urządzeń Spółka osiąga niską pracochłonność produkcji, zwiększenie tempa przerobu odpadów, możliwość czerpania zysku z procesów niedostępnych dla konkurencji oraz znaczne obniżenie kosztów produkcji.

Spółka pozyskuje odpady przede wszystkim od dwóch rodzajów podmiotów: zakładów przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz stacji demontażu pojazdów. Frakcjami interesującymi Spółkę, w świetle możliwych do przeprowadzenia procesów odzysku i recyklingu, są płytki (obwody) drukowane, powstałe przy demontażu sprzętu elektronicznego (telewizory, monitory, komputery, których przerób ukierunkowany jest na odzysk czystych frakcji metali żelaznych i nieżelaznych), a także przede wszystkim koncentratów zawierających metale szlachetne, czy kable o różnej gęstości (od 0,2 mm do 1,5 cm). Obecnie na rynku polskim żadna z firm konkurencyjnych nie jest w posiadaniu technologii, która byłaby w stanie przetwarzać kable o tak dużej rozpiętości w średnicy. Istniejące instalacje pozwalają jedynie na odzysk kabli o średnicy powyżej 0,05 mm do 1 mm lub powyżej 1 mm, nie będąc tym samym zupełnie przystosowanym do odzysku pełnego spektrum przekroju kabli. Tym sposobem powstaje istotna luka technologiczna w zakresie odzysku kabli o różnych przekrojach i właściwościach (np. zbrojonych i niezbrojonych) powstałych w zakładach przetwarzania, jak i stacjach demontażu pojazdów. Obecnie znacząca ilość takich odpadów eksportowanych jest poza granice Polski lub poddawanych nielegalnemu wypalaniu poza zakładami przetwarzania.

Nowatorski proces przetwórczy dotyczący dwóch powyższych frakcji polega na stopniowym kruszeniu/szatkowaniu materiału na maszynach typu młyny rozdrabniające, które wskutek zastosowanych procesów zmniejszają wielkość materiałów. Rozdrobnione odpady poddawane są działaniom pól magnetycznych i elektromagnetycznych oraz siłom grawitacyjnym.

W przyszłości, w przypadku osiągnięcia krytycznego strumienia odpadów (prawdopodobnie 2016-2017 rok) Elemental zdecyduje się na zakup pieca plazmowego, który pozwoli na uzyskiwanie z odpadów metali szlachetnych (zwiększenie marży na recyklingu).

#### **Terra Recycling S.A.**

Terra Recycling prowadzi jeden z najnowocześniejszych w Polsce zakładów przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego. Głównym celem Terra Recycling jest zapewnienie kompleksowych rozwiązań w gospodarowaniu użytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym, dlatego w ramach swojej grupy zajmuje się tworzeniem systemu zbierania i przetwarzania zużytego sprzętu, w tym zaawansowanym technologicznie przetwarzaniem urządzeń chłodniczych. Jednocześnie, w ramach budowanego systemu, poprzez organizację

odzysku, zapewnia wprowadzającym sprzęt elektryczny i elektroniczny na rynek polski usługi związane z rozliczeniem opłaty produktowej.

Aktualnie do głównych źródeł pozyskiwania zużytego sprzętu przez Terra Recycling należą własna sieć ponad 21 punktów zbiórki na terenie całej Polski, ogólnokrajowe sieci handlowe, punkty serwisujące sprzęt RTV/AGD, instytucje samorządowe, zakłady komunalne, klienci indywidualni wytwarzający odpady elektryczne i elektroniczne w swoich gospodarstwach domowych, organizacje odzysku sprzętu elektrycznego i elektronicznego. Dzięki wielu źródłom pozyskania sprzętu Spółka nie jest uzależniona od jednego dostawcy. Terra Recycling ma podpisane umowy z organizacjami odzysku, które uiszczają jej opłatę rynkową za każdy kilogram zebranego i przetworzonego sprzętu. Obecnie Spółka ma podpisane umowy z trzema organizacjami, w tym z największą działającą w kraju ElektroEko Organizacja Odzysku Sprzętu Elektrycznego i Elektronicznego S.A.

Zebrany surowiec jest poddawany procesowi przetwarzania. W zależności od rodzaju sprzętu, Spółka przetwarza go w jednym z dwóch posiadanych zakładów. W procesie przetwórczym uczestniczą zarówno pracownicy, jak i zainstalowana automatyczna linia do przetwarzania sprzętu chłodniczego. Z zebranego surowca Spółka wytwarza jednolite frakcje materiałowe (metale żelazne i nieżelazne, tworzywa sztuczne, elementy elektroniczne) stanowiące element dalszej obróbki (np. w hutach). Frakcje te są sprzedawane do recyklerów i innych podmiotów wykorzystujących surowce wtórne. Dystrybucja ta odbywa się przez pośredników, mających podpisane umowy z szeregiem hut aluminium i miedzi w Polsce i za granicą. Dzięki temu Spółka ma dostęp do dużych odbiorców, z którymi bezpośrednio nie byłaby w stanie podpisać porównywalnych kontraktów. Terra ma jednocześnie obowiązek potwierdzania uzyskania wymaganych poziomów odzysku i recyklingu zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego wobec organizacji odzysku. Część odpadów, która nie nadaje się do dalszego zagospodarowania, jest przekazywana odpłatnie do unieszkodliwienia (np. do spalania, na wysypiska).

W 2011 Spółka zainwestowała w nowoczesną, wspomaganą systemem informatycznym, jedyną tego typu w Polsce linię do recyklingu urządzeń chłodniczych. Wybrano instalację, której przepustowość recyklingu urządzeń wynosi ok. 1500 kg/h. Zastosowana technologia pozwala na precyzyjną selekcję poszczególnego rodzaju złomu, całkowite odessanie szkodliwego freonu (wykorzystywanego w urządzeniach do chłodzenia) oraz wyprodukowanie materiału wykorzystywanego jako źródło energii ze szkodliwej dla środowiska pianki poliuretanowej. W skład tej nowoczesnej instalacji wchodzi urządzenia typu kruszarka, elektryczne linie transmisyjne, separatory elektromagnetyczne, prądowo-wirowe i grawitacyjne oraz szereg urządzeń łącząco-transportujących. Do głównych korzyści z zainstalowania nowoczesnej linii technologicznej należy zwiększenie miesięcznego przerobu odpadów, szybsza segregacja (do 50 lodówek/h), 100% ochrony przed dostaniem się czynników szkodliwych do środowiska, dokładniejsze oddzielenie frakcji metali niemagnetycznych dzięki separatorom magnetycznym, precyzyjne oddzielenie elementów tworzyw sztucznych dzięki separatorowi grawitacyjnemu, a także kontrolowanie i nadzorowanie procesu dzięki systemowi informatycznemu.

Realizacja tego projektu wpływa na znaczną poprawę konkurencyjności Spółki. Jakość świadczonych usług oraz zwiększone możliwości przerobowe czynią ze Spółki lidera

na rynku utylizacji zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego.

Istotną barierą wejścia na rynek Terra jest uzyskanie szeregu zezwoleń na prowadzenie działalności, uwzględniających rodzaj i ilość odpadów, wymogi techniczne, zastosowane środki bezpieczeństwa, miejsce unieszkodliwienia oraz metodę przetwarzania. Terra Recycling uzyskała wszystkie pozwolenia i decyzje umożliwiające funkcjonowanie w tym segmencie rynku.

Łącznie za Terra Recycling Elemental zapłacił 48,3 mln PLN (w gotówce i w akcjach Elemental), co daje wskaźnik 16,4x P/E'12, 13,8x EV/EBITDA'12 i 5,5x BV'12 (Spółka na dynamicznie rosnącym rynku we wczesnej fazie rozwoju). Spółka została przejęta w 1H'13 i była konsolidowana w tym okresie przez jeden miesiąc (czerwiec).

W 2012 roku Terra Recycling miała 17,4 mln PLN obrotu, 3,9 mln PLN EBITDA i 3,0 mln PLN wyniku netto. Dług netto na koniec 2012 roku wyniósł 5,2 mln PLN i stanowił 1,3x EBITDA za 2012 rok. Kapitały własne wyniosły na koniec 2012 roku 8,8 mln PLN.

## Struktura sprzedaży

W latach 2010-2014 głównym obszarem działalności Grupy Elemental był odzysk i hurtowy obrót odpadami (85-100% obrotu – głównie przedmiot działalności Syntom). W 2012 roku, po przejęciu Terry Recycling istotnie wzrosły przychody segmentu związanego z recyklingiem i obrotem surowcami wtórnymi (3,1% udziału w 2012 roku). W 2012 istotnie rosła działalność związana z międzynarodowym obrotem metalami (głównie działalność Tesla Metal i Syntom); po sprzedaży Tesla Metal działalność obejmie Syntom).

W latach 2010-2014 głównym rynkiem sprzedażowym Grupy Elemental była Polska (70-75% przychodów). Eksport stanowił 25-30% obrotu i skierowany był głównie na rynki Europejskiej. W przyszłości Grupa zamierza zwiększać obroty generowane z klientami międzynarodowymi (w 2015 roku będzie widoczny efekt przeprowadzonych akwizycji). Duży nacisk zostanie położony na rozwój sprzedaży na rynkach azjatyckich (Chiny i Indie).

Kierunek azjatycki może być szczególnie interesujący dla Spółek będących w stanie dostarczyć duże wolumeny przetworzonych i posortowanych odpadów z uwagi na to, że niską cenę frachtu (ten z Gdańska do Szanghaju może wynieść jedynie 60 USD za tonę z uwagi, że jest to kurs powrotny do Chin). Dodatkowo wielko wolumenowi odbiorcy jak Chiny czy Indie potrafią docenić jakość posortowanego przez polskie spółki towaru (towar z Polski jest lepiej posortowany niż z krajów Zachodniej Europy, z uwagi na niższe ceny pracy na terenie kraju i możliwość zatrudnienia dodatkowych osób do segregacji).

## Geograficzna struktura sprzedaży Grupy Elemental Holding w latach 2010-2013 (mln PLN)

	2012		2013	
	Obrót (mln PLN)	struktura (%)	Obrót (mln PLN)	struktura (%)
Kraj	629	70,3%	701	81,6%
Eksport	266	29,7%	158	18,4%
w tym Azja	25	2,8%	44	5,1%
w tym UE	241	26,9%	114	13,2%
<b>Suma</b>	<b>895</b>		<b>860</b>	

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding

Działalność związana z obrotem, odzyskiem i recyklingiem odpadami nie podlega zjawiskom sezonowym. Od 2010 roku sprzedaż przypadająca na pojedynczy kwartał nie spadała poniżej 20% całorocznego obrotu. Przychody poszczególnych kwartałów mogą się między sobą różnić w efekcie gwałtownych zmian cen metali kolorowych na rynku, jako że przeważająca większość przychodów generowana jest na sprzedaży materiałów wykonanych z miedzi, aluminium, ołowiu itp.

Grupa Elemental współpracuje obecnie z kilkuset odbiorcami i nie jest uzależniona od żadnego z nich. W 2013 roku 30% przychodów generowane było przez dwa podmioty (Metraco KGHM 20,0% oraz inny odbiorca 10,8%). Zwykle w obszarze złomu metali miesięczne letnie są mniej zasobne w wolumeny z uwagi na fakt, że część z przedsiębiorstw przemysłowych notuje przestoje (np. Automotive), a część tzw. złomiarzy udaje się na urlop.

Głównym źródłem dostaw Grupy Elemental są zakłady przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, stacje demontażu pojazdów, punkty złomu, przedsiębiorstwa posiadające odpady poprodukcyjne, własne punkty skupu, firmy zajmujące się obrotem surowcami wtórnymi, firmy recyklingowe, zakłady przemysłowe produkujące metalowe odpady poprodukcyjne.

W 2013 roku Grupa Elemental współpracowała z ponad 1,5 tys. dostawcami instytucjonalnymi, przy czym zakupy od żadnego z nich nie stanowiły więcej niż 5% łącznej wartości zaopatrzenia.

W latach 2010-2013 zakupy zagraniczne dotyczyły przede wszystkim półproduktów. Zakupy te podyktowane były dywersyfikacją dostawców oraz korzystnymi cenami. Grupa Elemental nie była uzależniona od jednego czy kilku kluczowych dostawców.

Większość zakupów odpadów odpłacanych jest w momencie dostawy towaru, klienci ostateczni natomiast płacą z opóźnieniem, co powoduje, że Spółka jest zmuszona na własną rękę finansować poziom kapitału obrotowego (duże zapotrzebowanie na gotówkę w przypadku, gdy wolumeny rosną).

## Strategia Grupy Elemental

Strategicznym celem rozwoju Grupy Elemental jest budowa grupy kapitałowej komplementarnych spółek o ponad europejskim zasięgu, zajmujących się obrotem surowcami stosowanymi w przemyśle elektronicznym i elektrycznym.

Celem Grupy Kapitałowej Elemental Holding S.A. jest dywersyfikacja źródeł uzyskiwania surowców zarówno w ujęciu rodzaju źródła jak i jego położenia geograficznego, ze szczególnym uwzględnieniem odzysku ze zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych (ZSEE) jako podstawowego filara działalności Grupy.

Kontynuując rozwój organiczny spółek oraz realizując przejścia podmiotów pozwalających na budowę portfolio komplementarnych spółek, Zarząd Elemental Holding w realizacji strategii zwraca baczną uwagę na zachowanie równowagi pomiędzy nakładami inwestycyjnymi, a utrzymaniem optymalnej zdolności operacyjnej holdingu. W realizacji strategii podejmujemy decyzje pozwalające na stabilny rozwój zarówno w warstwie operacyjnej, jak i kapitałowej. Strategia Grupy przewiduje zarówno istotny wzrost przychodów, jak i utrzymanie lub zwiększenie rentowności prowadzonej działalności.

### Umocnienie pozycji rynkowej

Wykorzystanie dużego potencjału wzrostu rynku obrotu metalami nieżelaznymi oraz gospodarowania zużyтым sprzętem elektrycznym i elektronicznym w Polsce między innymi dzięki konieczności dostosowania do wymogów prawa UE.

Akwizycje podmiotów o takim samym bądź zbliżonym modelu biznesowym dla spółek zależnych w Grupie, ale również dla podmiotów prowadzących działalność komplementarną (operujących na rynku gospodarki odpadami innymi niż te, które są obecnie realizowane przez spółki z Grupy np. recykling tworzyw sztucznych, recykling szkła, recykling opon).

Akwizycje podmiotów na rynkach UE ze szczególnym uwzględnieniem krajów bałtyckich oraz Bułgarii i Rumunii. Grupa Elemental będzie szczególnie zainteresowana tymi podmiotami, które w danych krajach są liderami bądź wiceliderami oraz mają realne możliwości dalszego rozwoju, w tym ekspansji zagranicznej.

Stworzenie wspólnej sieci zakupów i sprzedaży w ramach Grupy Kapitałowej, w tym z przejmowanymi podmiotami. Umożliwi to łatwiejszy dostęp do dostawców i odbiorców przy jednoczesnym wykorzystaniu kompetencji i specyfiki poszczególnych spółek Grupy.

### Wzrost sprzedaży eksportowej

Celem Grupy Elemental jest wzrost udziału sprzedaży eksportowej z poziomu około 30% w 2012 roku do około 35% w 2015 roku. Główny rozwój sprzedaży przewidywany jest na wysokomarżowych rynkach ze szczególnym uwzględnieniem krajów Azji, w tym Japonii, Chin i Indii, gdzie Grupa Elemental zamierza w głównej mierze prowadzić sprzedaż metali miedziopochodnych oraz mieszanin metali miedziopochodnych.

Transport w tym kierunku nie jest wysoki z uwagi na fakt, że większość towarów jest przewożona z Chin, a powrotne kursy są znacząco mniej obciążone. Ze względu na to stawki transportowe do Chin są wielokrotnie niższe niż w przeciwnym kierunku.

### Dalsza optymalizacja działalności operacyjnej i wzrost rentowności

Dalsza integracja logistyki i współpracy wszystkich podmiotów Grupy Kapitałowej, w tym efektywniejsze wykorzystanie głównych aktywów (know-how, zasobów ludzkich, nieruchomości). Jednym z głównych elementów strategii jest powołanie wspólnego centrum zakupowego umożliwiającego uzyskanie korzystniejszych warunków handlowych u dostawców oraz szerszego spektrum ofert zakupowych dla podmiotów Grupy.

Dalsze obniżenie kosztów stałych dzięki integracji podmiotów Grupy w takich obszarach jak księgowość i administracja.

## Inwestycje organiczne Grupy Elemental

W 2014 roku Elemental zakończył inwestycję związaną z wdrożeniem innowacyjnej linii do recyklingu aluminium, której celem jest uzyskanie czystej, jednorodnej frakcji aluminium stanowiącej gotowy materiał do przetopu w hucie. Materiałem wsadowym instalacji jest złom aluminium. Koszt budowy instalacji wyniósł 25 mln PLN, z czego 14 mln PLN pochodziło ze środków z UE.

W 2014 roku Elemental zrealizował również inwestycję w linię do recyklingu zużytych źródeł światła. Linia ta oparta jest na tak zwanej technologii suchej i jest jednym z najbardziej zaawansowanych technologicznie rozwiązań w kraju, pokrywając zasięgiem swojego działania niemal 90%

powstających w kraju odpadów tego typu (lampy liniowe, żarówki halogenowe i energooszczędne). Dzięki najnowszym rozwiązaniom technologicznym na żadnym etapie utylizacji i użytkowania linii nie zajdzie konieczność korzystania z wody, nie powstaną ścieki technologiczne i nie wystąpi zagrożenie dla wód powierzchniowych czy podziemnych. Oczekiwana wydajność linii wynosi 750 t/rok, przy uwzględnieniu pracy na jedną zmianę.

W 2013 roku Spółka planowała również inwestycję w linię do utylizacji katalizatorów samochodowych, ale po akwizycji EMP Recycling, przejęty podmiot dysponuje wystarczającymi mocami by zapewnić przerób obecnie zbieranego przez Elemental strumienia odpadów.

Elemental planuje również inwestycję w linię do recyklingu akumulatorów samochodowych, utylizacji ekranów LCD/TFT i recyklingu baterii małogabarytowych.

#### **Linia do recyklingu akumulatorów samochodowych**

Projektowana linia do recyklingu różnego typu baterii i akumulatorów samochodowych stanowi pierwszy etap w pełnym procesie produkcyjnym polegającym na odzysku czystego ołowiu, a jej głównym produktem będzie tak zwana pasta ołowiowa o wysokim stopniu czystości. Cała instalacja z uwagi na swoją wysoką automatyzację będzie wymagać obsługi tylko trzech osób i będzie miała zdolność przetwarzania ponad 5 ton złomu akumulatorowego na dobę (1,8 tys. ton złomu akumulatorowego na rok). Efektem jej pracy będą 4 rodzaje frakcji, których odbiorcami będą odlewnie ołowiu i przetwórcy tworzyw sztucznych. Jak na razie projekt jest wstrzymany ze względu na brak pewności jak będzie w przyszłości wyglądał rynek akumulatorów samochodowych.

#### **Linia do utylizacji ekranów LCD/TFT**

Linia oparta na tak zwanej technologii mokrej będzie jedynym w tej części Europy rozwiązaniem o takim stopniu zaawansowania technologicznego (pozwalającym na zagospodarowanie 100% odpadów w postaci ekranów nowego typu LCD/TFT/LED). Trójstopniowy proces mielenia i pięciostopniowy proces separacji (magnetycznej/edi-current oraz separacji wodnej) zastosowanych w pojedynczym cyklu zamkniętym (tzw. utylizacja bezemisyjna) pozwoli na zagospodarowanie wszystkich surowców wykorzystanych do tworzenia ekranów nowej generacji tj. szkło, tworzywa sztuczne, metale żelazne i nieżelazne oraz metale nietypowe tak, aby wszystkie frakcje powstające w tym procesie nadawały się do dalszego wykorzystania. Technologia ta oparta jest na oddestylowaniu rtęci poprzez bardzo precyzyjne wyplukiwanie metali ciężkich zawartych w ekranach ciekłokrystalicznych (natrysk pod wysokim ciśnieniem i o bardzo dużej gęstości) oraz na separacji pozostałych frakcji tj. tworzyw sztucznych i metali żelaznych ze skutecznością sięgającą 99%.

Oczekiwana wydajność linii wynosi około 1500 kg odpadów na godzinę. Wydajność dobową wynosi około 12 t, a roczna 720 t, przy uwzględnieniu pracy na jedną zmianę. Obecnie na rynku przetwarzania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego nadal przeważają ekrany starego typu (CRT), których wolumen wynosi ok. 70% w całkowitym strumieniu ekranów. Pozostałe 30% stanowią już ekrany LCD/LED. Według prognoz organizacji skupiających producentów ekranów proporcje te ulegną odwróceniu już w 2017 roku, ponieważ od 2009 roku sprzedaje się ekrany starego typu ma charakter śladowy. W perspektywie 5 lat rynek ten powinien ulec podwojeniu, a jego obecną wielkość szacuje się na poziomie 2 tys. ton.

Zdaniem Zarządu Spółki wartość rynku zbiórki i recyklingu źródeł światła wynosi ok. 3 tys. t w skali roku. Obecnie Grupa Elemental zbiera i przekazuje do recyklera jako pośrednik około 100 t w skali roku takich odpadów. Przy skróceniu łańcucha i pozyskaniu firm współpracujących z Grupą na polu elektroniki szacuje się, że w pierwszym roku działalności realnym byłoby osiągnięcie poziomu zbiórki między 300-400 t/rok i dojście do docelowego poziomu około 700 t w kolejnych dwóch latach.

Zbiórka i recykling zużytych źródeł światła na rynku krajowym jest obecnie finansowana wyłącznie poprzez podmioty wprowadzające taki sprzęt na rynek za pośrednictwem organizacji odzysku. Zdaniem Zarządu Spółki realny poziom dopłat oparty na danych historycznych i aktualnym rozpoznaniu rynkowym wynosi około 1,5 PLN za kilogram odpadu (przy kosztach zbiórki i przerobienia około 0,50 PLN/kg). Przerabiając około 300 ton odpadu Grupa Elemental powinna uzyskiwać wynik operacyjny na poziomie 0,3 mln PLN, który następnie będzie rósł proporcjonalnie do wolumenu przetwarzanych odpadów.

Projekt inwestycyjny obecnie oczekuje na moment, gdy strumień odpadów zbieranych dojdzie do takiego, jaki gwarantowałby obłożenie linii produkcyjnej.

#### **Linia do recyklingu baterii małogabarytowych**

Linia recyklingu dla baterii typu AA (paluszki), baterii AAA (cienkie paluszki), baterii R12, CR-V3, CR123, CR2, baterii guzikowych oraz cynkowo-manganowych oparta będzie przede wszystkim na półręcznym i półautomatycznym (opartym o separator foto-optyczny) sortowaniu według składu chemicznego.

W procesie recyklingu materiały zasadowe substancji, takie jak tworzywa sztuczne i izolacje, będą usuwane z gazowego utleniacza termicznego. Linia będzie również posiadać moduł płuczki, gdzie gazy z termicznego utleniacza będą neutralizowane. Linia będzie posiadała wydajność około 1500 kg na jedną zmianę przy 8-osobowej obsadzie, a jej wydajność będzie mogła ulec podwojeniu wyłącznie poprzez zwiększenie zatrudnienia bezpośrednio przy linii sortowniczej.

## **Otoczenie rynkowe**

### **Rynek zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w UE**

Wedle światowych statystyk krajem, gdzie powstaje najwięcej odpadów na mieszkańca jest Japonia (około 1000 kg śmieci na mieszkańca w roku). Na drugim miejscu jest USA (864 kg na mieszkańca). W Europie pierwsze miejsce zajmują Niemcy (460 kg odpadów na osobę). Francuzi i Włosi produkują około 300-330 kg na osobę, a Polacy około 250-300 kg odpadów na jednego mieszkańca.

W ogólnej masie wszystkich odpadów z roku na rok dynamicznie wzrasta ilość odpadów pochodzących ze sprzętu elektrycznego i elektronicznego. Dla porównania w 1998 roku Europa wytworzyła 6 mln ton elektronicznych odpadów, co stanowiło jedynie 6% odpadów komunalnych ogółem. W 2007 roku 27 państw Unii Europejskiej wytwarzało od 8,3 do 9,1 mln ton elektronicznych odpadów. Według tego samego raportu ilość elektronicznych odpadów miała wzrosnąć do 12,3 milionów ton w 2010 roku. Raport również przedstawił, że jedynie około 25% drobnego sprzętu elektrycznego i elektronicznego i około 40% większych urządzeń było zbieranych w celach recyklingu.



W lutym 2003 roku wprowadzony został akt prawny Unii Europejskiej dotyczący działania systemów zbierania ZSEE (Dyrektywa 2002/96/WE Parlamentu Europejskiego i Rady). Dyrektywa wpisuje się swoim zakresem w realizację celów wspólnotowej polityki ochrony środowiska, do których zalicza się zachowanie, ochronę i poprawę jakości środowiska naturalnego oraz rozsądne i racjonalne wykorzystanie zasobów naturalnych. Za główny cel dyrektywy uznano „ograniczenie ilości zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych (ZSEE), a ponadto ponowne użycie, recykling oraz inne formy odzysku takiego złomu tak, aby ograniczyć ilość usuwanych odpadów”. Drugim celem dyrektywy jest „dążenie do poprawy funkcjonowania w środowisku naturalnym wszystkich podmiotów zaangażowanych w cykl życia urządzeń elektrycznych i elektronicznych tj. producentów, dystrybutorów i konsumentów, w szczególności podmiotów bezpośrednio zaangażowanych w przetwarzanie zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych”.

Według dyrektywy państwa członkowskie powinny podjąć działania „w celu ograniczenia ilości usuwanego ZSEE, jako nieposortowanych odpadów komunalnych oraz osiągnięcia wysokiego poziomu zbiórki selektywnej ZSEE”. W tym celu kraje UE powinny ustanowić systemy umożliwiające odbiorcom końcowym oraz dystrybutorom nieodpłatny zwrot odpadów typu ZSEE i zapewnić w tym celu odpowiednią liczbę (z uwzględnieniem gęstości zaludnienia) wymaganych punktów zbiórki odpadów. Obowiązkiem państw członkowskich jest także zapewnienie możliwości nieodpłatnego zwrotu ZSEE przez konsumentów końcowych do dystrybutorów przy zakupie nowego sprzętu oraz umożliwienie producentom działania indywidualnie lub uczestnictwa w zbiorowych systemach zbierania ZSEE. Kraje UE powinny także zagwarantować, że wszystkie zebrane na ich terenie ZSEE, o ile nie będą przeznaczone do ponownego użycia, zostaną przekazane do zakładów przetwarzania.

**Docelowe wartości współczynników odzysku i recyklingu dla poszczególnych kategorii produktowych (%)**

	Recykling %	Odzysk %
Wielkogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego	75	80
Automaty do wydawania	75	80
Urządzenia IT i telekomunikacyjne	65	75
Urządzenia konsumenckie	65	75
Małogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego	50	70
Urządzenia oświetleniowe	50	70
Przyrządy elektryczne i elektroniczne	50	70
Zabawki, sprzęt rekreacyjny i sportowy	50	70
Przyrządy do nadzoru i kontroli	50	70

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding, Dyrektywa 2002/96/WE

Dyrektywa 2002/96/WE w celu lepszego monitorowania realizacji jej wytycznych wprowadziła podział sprzętu elektrycznego i elektronicznego na 10 kategorii tj. wielkogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego, małogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego, urządzenia IT i telekomunikacyjne, urządzenia konsumenckie, urządzenia oświetleniowe, przyrządy elektryczne i elektroniczne, zabawki oraz sprzęt rekreacyjny i sportowy, wyroby medyczne, przyrządy do nadzoru i kontroli, a także automaty. Dyrektywa wprowadziła dla każdej z grup wymagane minimalne

poziomy odzysku oraz minimalne poziomy ponownego użycia i recyklingu.

Państwa członkowskie zobowiązały się też, że w celu obliczania wymienionych wyżej wskaźników „producenci lub strony trzecie działające w ich imieniu rejestrują dane dotyczące masy ZSEE, ich części składowych, materiałów lub substancji w momencie ich wprowadzenia i wyprowadzenia z zakładu przetwarzania i/lub wprowadzenia i wyprowadzenia z zakładu odzyskiwania lub recyklingu”.

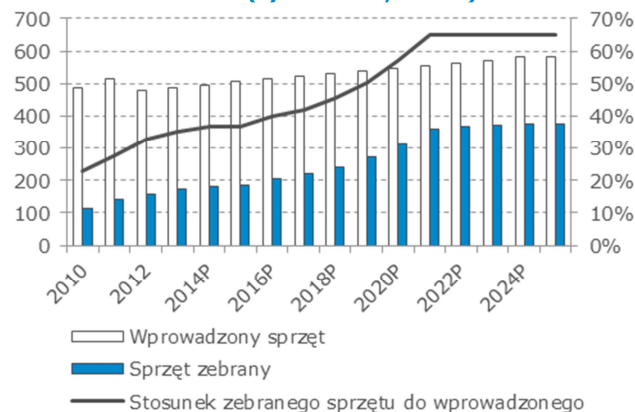
Poziomy zbierania w krajach członkowskich dyrektywa określiła w zależności od roku. Kraje członkowskie mają czas na wprowadzenie stosownych zmian do prawa krajowego do 14 lutego 2014 roku.

**Docelowe poziomy zbierania zużytego sprzętu elektronicznego i elektrycznego**

termin	Poziomy zbierania zużytego sprzętu
do końca 2015	przynajmniej 4 kilogramy zużytego sprzętu pochodzącego z gospodarstw domowych na mieszkańca rocznie lub ta sama ilość zużytego sprzętu co masa zebrana średnio w ciągu trzech poprzedzających lat, w zależności od tego, która z tych wartości jest większa
do końca 2018	minimalny poziom zbierania w wysokości 45% (obliczany na podstawie całkowitej masy zużytego sprzętu zebranego w danym roku wyrażonego jako procentowa wartość średniej masy sprzętu elektrycznego o elektronicznego wprowadzonego do obrotu w poprzednich trzech latach; w tym Polska, a także pozostałe kraje członkowskie, które przystąpiły do Unii Europejskiej w tym samym czasie, będą miały w tym okresie obowiązek zbierania 40% średniej masy sprzętu elektrycznego i elektronicznego wprowadzonego do obrotu w poprzednich 3 latach)
od 2019	przynajmniej 65% sprzętu elektrycznego wprowadzonego na rynek w ciągu roku lub 85% zużytego sprzętu generowanego każdego roku. Polska i pozostałe tzw. nowe kraje członkowskie będą miały możliwość przesunięcia terminu spełniania tego obowiązku najpóźniej do 14 sierpnia 2021

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Elemental Holding, Dyrektywa 2002/96/WE

**Symulacja zaostrożenia poziomów zbierania zużytego sprzętu elektronicznego i elektrycznego w Polsce w latach 2010–2022P (tys. ton LP; % PP)**



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z przepisami UE do 2021 roku poziom zbierania ZSEE do ilości nowo wprowadzanego sprzętu sięgnie 65%. Zakładając, że corocznie wielkość wprowadzanego sprzętu na rynek rośnie w tempie 1,5% rocznie, to w 2021 roku

wielkość zebranego sprzętu ZSEE sięgnie 361,3 tys. ton (+110% vs. poziom z 2013 roku). Wielkość zbieranych odpadów ZSEE na mieszkańca wzrosła z 4,25 kg na osobę w roku 2013 do 8,9 kg na osobę w roku 2021.

## Rynek zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w Polsce

Podstawowym aktem prawnym regulującym w Polsce kwestie związane z postępowaniem z zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym (ZSEE) wraz z jej późniejszą nowelizacją z dnia 21 listopada 2008 roku (implementacja prawodawstwa unijnego).

W myśl przepisów ustawy, wszystkie podmioty prowadzące działalność związaną z zagospodarowaniem zużytego sprzętu, bądź wprowadzające sprzęt na rynek, mają obowiązek rejestracji w rejestrze prowadzonym przez Głównego Inspektora Ochrony Środowiska (GIOŚ). Podmioty te zobowiązane są do prowadzenia ewidencji obrotu nowym i zużytym sprzętem oraz do przekazywania Głównemu Inspektorowi Ochrony Środowiska sporządzonych na ich podstawie sprawozdań dotyczących swojej działalności. Na tej podstawie GIOŚ przygotowuje roczne raporty o funkcjonowaniu systemu gospodarowania zużytym sprzętem.

Podmioty wprowadzające na rynek sprzęt elektryczny lub elektroniczny (czyli producenci i importerzy) większość przewidzianych dla siebie w ustawie obowiązków mogą przekazywać organizacjom odzysku, zawierając z nimi stosowne umowy, przedstawiane Głównemu Inspektorowi Ochrony Środowiska. Podmioty wprowadzające sprzęt na rynek zobowiązane są do zorganizowania i sfinansowania systemu zagospodarowania zużytego sprzętu. Ustawodawca specyfikując wymagane do osiągnięcia poziomu zbierania w każdej kategorii zużytego sprzętu, zobowiązał do ich osiągnięcia podmioty wprowadzające. W praktyce zajmują się tym na zlecenie wprowadzających inne wyspecjalizowane podmioty (zakłady przetwarzania i recyklerzy). W przypadku nieosiągnięcia wymaganych poziomów zbierania, odzysku i recyklingu, wprowadzający zobowiązany jest do wpłacenia tak zwanej opłaty produktowej.

### System zarządzania ZSEE w Polsce

Fizyczny obieg zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (ZSEE) zaczyna się wraz z podjęciem przez konsumenta (indywidualnego bądź instytucjonalnego) decyzji o zamiarze pozbycia się powstałego odpadu. Przed użytkownikiem stoją wówczas dwie możliwości. Po pierwsze, dowolne ilości ZSEE oddawać można do gminnych bądź prywatnych punktów zbierania. Druga możliwość występuje w przypadku zakupu nowego sprzętu (podmioty wprowadzające sprzęt elektryczny i elektroniczny na rynek zobowiązane są do odebrania od konsumenta analogicznego rodzaju sprzętu w relacji 1:1). Wszystkie zatem sklepy detaliczne i hurtownie są podmiotami zbierającymi ZSEE. Obok nich status taki posiadają wspomniane już specjalne punkty zbierania zużytego sprzętu, zarejestrowane punkty skupu złomu, a także punkty serwisowe, ale tylko w przypadku, kiedy sprzęt, który trafił do takiego punktu nie nadaje się do naprawy. W Polsce największa ilość ZSEE trafia do punktów skupu złomu. Mniejsze wolumeny sprzętu pozyskiwane są ze sklepów i gminnych punktów zbiórki, natomiast udział punktów serwisowych w zbieraniu jest marginalny.

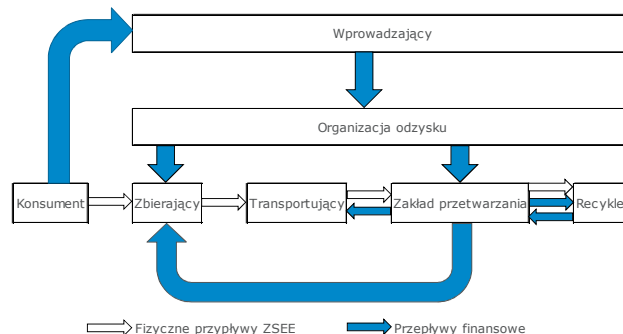
Zużyty sprzęt jest odbierany z punktów zbierania przez firmy posiadające zezwolenie na transport odpadów. Sprzęt trafia do zakładów przetwarzania, a w praktyce, często transportujący są jednocześnie zakładem przetwarzania. W zakładach przetwarzania odbywa się przetwarzanie zużytego sprzętu. W szczególności usuwane są z niego składniki niebezpieczne i inne materiały oraz części składowe wymagające specjalnego traktowania (np. freon, rtęć, kadm, luminofory). Pozostała część zużytego sprzętu podlega przetworzeniu na surowce do wtórnego wykorzystania (np. złom, jednorodne granulaty plastikowe). W celu sprostania normom ochrony środowiska, przy przetwarzaniu większości rodzajów zużytego sprzętu niezbędne jest posiadanie przez zakłady przetwarzające odpowiedniego zaplecza technicznego i technologicznego.

Wytworzone w wyniku procesu przetwarzania odpady (wyodrębnione frakcje materiałowe) przekazywane są następnie podmiotom prowadzącym działalność w zakresie odzysku, recyklingu lub unieszkodliwiania. W trakcie dalszego gospodarowania odpadami, powstałymi po przetwarzaniu ZSEE, neutralizowane są odpady niebezpieczne (np. spalanie freonu), a substancje i materiały, które nadają się do powtórnego użycia trafiają ponownie do obiegu. Recyklerami są na przykład huty, do których z zakładów przetwarzania trafia złom, czy zakłady produkujące wyroby z tworzyw sztucznych.

### Finansowanie systemu ZSEE w Polsce

Podstawą finansowania całego systemu jest wyodrębniona kwota, będąca częścią ceny każdego nowego produktu, wprowadzonego do obrotu. Nosi ona nazwę KGO – kosztu gospodarowania odpadami (również „opłata recyklingowa” lub „podatek ekologiczny”). Od 1'09 istnieje obowiązek wyszczególniania wysokości opłaty recyklingowej w cenie każdego nowego produktu, którego późniejsza utylizacja podlega przepisom o ZSEE. W zależności od rodzaju sprzętu, wysokość opłaty wynosi od kilku groszy do kilkudziesięciu złotych. Opłatę tę do ceny sprzętu dolicza podmiot wprowadzający sprzęt na rynek, czyli producent lub importer. W każdym kolejnym etapie handlu nowym sprzętem (od hurtowników do detalistów) opłata ta jest już uwzględniona. Ponoszona przez konsumenta opłata za pośrednictwem sklepów detalicznych i hurtowni w całości trafia do podmiotu wprowadzającego. Obowiązkiem producenta lub importera jest wykorzystanie całości wpływu z KGO na budowę i finansowanie systemu zbierania ZSEE. Wprowadzający może zająć się budową systemu zbiórki i przetwarzania samodzielnie, jednak w praktyce zadanie to zleca się wyspecjalizowanym organizacjom odzysku, którym przekazywane są również wpływy z opłaty recyklingowej. Wysokość opłaty recyklingowej wynika z umowy między podmiotem wprowadzającym a organizacją odzysku.

### Schemat działania systemu ZSEE w Polsce



Źródło: Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

Organizacje odzysku zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego są niejako animatorami całego obiegu ZSEE. Przejmują one od przedsiębiorców wprowadzających na rynek sprzęt elektryczny i elektroniczny obowiązki określone ustawą o ZSEE. W konsekwencji w ich imieniu organizują one zbieranie, odbieranie, przetwarzanie, odzysk, recykling i unieszkodliwianie zużytego sprzętu. Z wykonania tych obowiązków organizacje odzysku rozliczają się przed Głównym Inspektorem Ochrony Środowiska poprzez składanie stosownych sprawozdań okresowych.

Organizacja odzysku zleca odpłatnie zbierającym i zakładom przetwarzania pozyskiwanie z rynku zużytego sprzętu lub w sporadycznych przypadkach organizuje również własne punkty zbierania ZSEE. W zakładach przetwarzania środki z KGO pozyskane od organizacji odzysku wykorzystywane są w trojaki sposób. Po pierwsze, przeznaczone są na pozyskanie zużytego sprzętu od podmiotów zbierających oraz jego transport. Kwoty te określone są często skrótem AWF (access to waste fee). Jest to związane z ponoszonymi przez zbierających kosztami zbiórki od mieszkańców i magazynowania sprzętu. Drugim źródłem kosztów jest sam proces przetwarzania – wykorzystanie zasobów ludzkich i technicznych oraz opracowanie lub zakup technologii itd. Trzecie źródło kosztów związane jest z koniecznością unieszkodliwienia powstałych w wyniku demontażu substancji niebezpiecznych, które nie dają się powtórnie wykorzystać w procesach produkcyjnych. Źródłem przychodów zakładów przetwarzania, a więc dodatkowymi kwotami zasilającymi system zbierania zużytego sprzętu poza środkami pochodzącymi z KGO, jest sprzedaż recyklerom substancji i materiałów nadających się do powtórnego obiegu (np. złomu).

Jak zostało to wspomniane wcześniej, podmioty wprowadzające sprzęt elektryczny i elektroniczny na rynek zobowiązane są do odebrania od konsumenta analogicznego rodzaju sprzętu w relacji 1:1. Z ich punktu widzenia, jeżeli nie uda się odebrać odpowiedniej, przewidzianej w ustawie, ilości zużytego sprzętu wówczas odpowiednie organy państwowe mogą nałożyć grzywnę. Według naszych szacunków obecny rynek KGO to około 150 mln PLN rocznie, a potencjalna wartość kar, które mogą być nałożone na wprowadzających w przypadku nie wywiązania się z przepisów ustawy to około 990 mln PLN. Wprowadzającym wówczas zależy, aby system działał poprawnie i efektywnie, a także aby udział szarej strefy był jak najniższy (ta może próbować fałszować dane odnośnie wielkości zbieranych odpadów, aby pobierać należne KGO).

Potencjalną szansą dla Elemental Holding są zmiany w ustawie regulującej funkcjonowanie systemu ZSEE. Sygnalizowane w ostatnim czasie zmiany zakładają rozdzielenie kategorii sprzętu chłodniczego od pralek (obecnie oba AGD w jednej kategorii). Wówczas zakłady przetwarzania nie będą mogły obecnie rozliczać ilości zebranego sprzętu w tej kategorii wyłącznie w pralkach (te są dużo łatwiejsze w utylizacji, gdyż nie posiadają substancji niebezpiecznych, które muszą być unieszkodliwione). Taka praktyka powoduje uszczuplenie marży przetwórców typu Elemental Holding, które zainwestowały spore środki w instalacje do unieszkodliwiania i rozbiórki aparatury chłodniczej. Nowe propozycje do ustawy zakładają również określenie minimalnych standardów dla zakładów przetwarzania (możliwe pozytywne skutki na generowane przychody przez Terra Recycling).

#### Efektywność systemu ZSEE w Polsce

Jak wynika z danych dostępnych za 2013 rok w Polsce wprowadzono wówczas łącznie 486,2 tys. ton sprzętu

elektrycznego i elektronicznego. W zakresie zbierania zużytego sprzętu w 2013 roku łącznie zebrano 171,7 tys. ton zużytego sprzętu.

W 2013 roku osiągnięto poziom zbierania zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego w wysokości 35,3%, w tym poziom zbierania sprzętu z gospodarstw domowych wynosił 30,7%. W przeliczeniu na jednego mieszkańca zebrano 4,25 kg zużytego sprzętu (dyrektywa do końca 2015 roku określa minimalny poziom 4 kg na mieszkańca). Całkowita masa odpadów powstałych ze zużytego sprzętu poddanych w 2013 roku procesowi recyklingu wyniosła 129,8 tys. ton.

#### Dane rynku ZSEE w Polsce w latach 2007-2013

(tys. ton)	2009	2010	2011	2012	2013
Wprowadzony sprzęt	447,7	487,1	515,7	481,2	486,2
Sprzęt zebrany	108,8	112,2	143,3	157,2	171,7
<b>Sprzęt zebrany w kg/mieszkańca</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,55</b>	<b>3,88</b>	<b>4,25</b>
Stosunek zebranego sprzętu do wprowadzonego	24,3%	23,0%	27,8%	32,7%	35,3%
Odpady z zużytego sprzętu poddane recyklingowi	87,9	88,2	129,1	133,7	129,8
Zużyty sprzęt przekazany do ponownego użycia	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9

Źródło: Główny Inspektor Ochrony Środowiska

Wskazane powyżej dane obrazują rozmiar polskiego rynku wprowadzonego, zebranego i przetworzonego sprzętu elektrycznego i elektronicznego ewaluującego na przestrzeni lat 2007-2013. Pomimo osiągnięcia pewnych postępów w zakresie zbierania, odzyskiwania i przetwarzania, uzyskane wartości nie spełniają aktualnie obowiązujących minimalnych norm unijnych – 4 kg zebranego sprzętu na mieszkańca rocznie. Ponadto, w związku ze zmianami prawa unijnego poziom ten ma obowiązywać tylko do końca 2015 roku. Po 2015 roku będzie obowiązywał minimalny poziom zbierania w wysokości 40%.

Pozycja rynkowa Grupy Elemental na polskim rynku ZSEE Obecnie udział Grupy Elemental na polskim rynku zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego mieści się w przedziale 15-20%. Do głównych konkurentów Grupy należą Stena (kompleksowa obsługa recyklingu, utylizacja makulatury, urządzeń elektronicznych, materiałów niebezpiecznych i stali), Edelman (demontaż i skup central telefonicznych wycofanych z eksploatacji, odzysk metali szlachetnych), Worldwide Recycling (demontaż i skup złomowanych central telefonicznych analogowych i elektronicznych, złomowanie elektroniki komputerowej oraz odzysk metali szlachetnych), Elektro Recykling (recykling sprzętu elektrycznego i elektronicznego). Do głównych przewag konkurencyjnych należałoby zaliczyć ilość punktów skupu na terenie kraju (gwarantuje uzyskanie najniższej ceny oraz bezpośredni dostęp do odpadów) oraz wielkość wolumenu sprzedaży (duzi odbiorcy są zainteresowani odbiorem ściśle określonych wolumenów metali w określonym stopie, brak możliwości zagwarantowania ciągłych dostaw wyklucza potencjalnego konkurenta).

#### Rynek hurtowego obrotu złodem metali nieżelaznych

Złom stanowią przedmioty metalowe przeznaczone do wykorzystania w procesie recyklingu przez ich ponowne przetopienie. Do złomu należą metalowe odpady produkcyjne, wyroby metalowe nienadające się do naprawy, elementy konstrukcji pochodzące z rozbiórki, odpady komunalne z metalu, wyeksploatowane

samochody, maszyny, urządzenia i ich części, konstrukcje stalowe uszkodzone mechanicznie lub skorodowane. Generalnie złom podzielić można na złom stalowy i złom metali nieżelaznych, przy czym złom metali nieżelaznych obejmuje przede wszystkim: aluminium (w tym puszkę aluminiową), cynk, miedź, ołów oraz stopy metali: mosiądz, brąz, żaluzja, kajner. Szacujemy, że obecnie około 70-80% przychodów Grupy Elemental to przede wszystkim obrót złomem metali nieżelaznych oraz jego recykling.

Dzięki takim właściwościom jak twardość, wytrzymałość mechaniczna, wysoka temperatura topnienia, kowalność, dobre przewodzenie ciepła i prądu elektrycznego, barwa, połysk, możliwość stapiania, metale oraz ich stopy znalazły powszechne zastosowanie w różnych dziedzinach życia gospodarczego. Dla przykładu, aluminium i jego stopy wykorzystuje się głównie w przemyśle lotniczym, chemicznym i spożywczym. Produkuje się z nich również blachy, które mają zastosowanie w instalacjach wentylacyjnych i ciepłych. Podobnie miedź – oprócz elektrotechniki – ma zastosowanie w ciepłownictwie (wymyenniki ciepła, kryzy dławiące). Miedź ma duże zastosowanie jako składnik do produkcji stopów: mosiądzów, brązów, które z kolei szeroko wykorzystuje się w budownictwie i przemyśle metalowym. Cynku używa się do pokrywania blach stalowych i rur stalowych w celu zabezpieczenia przed korozją. Nikiel jest dodatkiem do produkcji stali stopowych oraz jako warstwa zewnętrzna służy do zabezpieczenia różnych wyrobów z innych metali przed korozją. Czini on również wyrób bardzo estetycznym.

### Wykorzystanie materiałów pochodzących z recyklingu do produkcji metali

	Użycie z recyklingu
Aluminium	> 33%
Ołów	> 35%
Miedź	> 40%
Cynk	> 30%

Źródło: Bureau of International Recycling

W związku z faktem, iż naturalne źródła metali nieżelaznych są deficytowe, odpady metali na całym świecie postrzegane są jako surowiec strategiczny. Produkcja nowych wyrobów, w tym także niektórych metali, bazuje w dużym stopniu na wykorzystaniu odpadów.

Gospodarowanie odpadami metali jest w konsekwencji bardzo efektywne ekonomicznie. Jednocześnie powtórne wykorzystanie metali ma istotny wymiar ekologiczny. Recykling przynosi wiele cennych korzyści dla środowiska: pozwala zaoszczędzić energię, zmniejszyć zużycie surowców oraz zanieczyszczenie środowiska. W ten sposób nie tylko chroni się naturalne złoża, ale także przyczynia się do redukcji odpadów zanieczyszczających środowisko. Przykładowo, produkcja aluminium ze złomu w porównaniu z produkcją aluminium z boksytu przynosi istotne korzyści poprzez obniżenie o 95% emisji substancji chemicznych (np. fluorku aluminium) podczas procesów elektrolizy, oszczędność o około 95% energii elektrycznej (w przypadku miedzi 85%, cynku 60%, ołowiu 65%), oszczędność złóż boksytu (1 t złomu to oszczędność 4 t rudy), oszczędność ropy naftowej (przy produkcji 1 t aluminium z recyklingu oszczędza się 700 kg ropy naftowej).

Według danych Unii Europejskiej produkcja metali z surowców wtórnych ogranicza ponadto emisję CO<sub>2</sub> o około

200 mln t rocznie. Stąd też aktualnie nasila się dążenie do jak najbardziej efektywnego odzysku metali ze strumienia odpadów. W efekcie miliony ton złomu metali przetwarzane są co roku na świecie i ponownie stosowane przez huty, rafinerie i wielu innych producentów.

### Pozycja rynkowa Grupy Elemental na polskim rynku obrotu metali nieżelaznych

Obecny udział Grupy Elemental na polskim rynku obrotu złomem metali nieżelaznych wynosi 15%. Do głównych konkurentów Grupy na tym rynku należą Drop (obróć odpadami opakowaniowymi i odpadami metali nieżelaznych), Kolor Metal (handel materiałami niebezpiecznymi oraz skup metali dla dużych odbiorców), Hemarpol (obróć metalami nieżelaznymi i stalami stopowymi).

### Ryzyka

#### Sytuacja makroekonomiczna na terenie kraju

Ilość odpadów pozyskiwanych z rynku w dużej mierze zależy od koniunktury w konsumpcji i produkcji przemysłowej. Ograniczenie wydatków przez konsumentów i spadki koniunktury w przemyśle mogą się przekładać na spadek podaży złomu i odpadów poprodukcyjnych, co bezpośrednio wpływa na spadki sprzedaży Grupy Elemental. Spadek koniunktury w gospodarce Polski prowadzić może również do niższego popytu głównych odbiorców Grupy Elemental (huty, recyklerzy odpadów, producenci i importerzy urządzeń elektrycznych i elektronicznych) i spadku poziomu przychodów Grupy.

#### Gwałtowne ruchy cen metali

Gwałtowne ruchy na rynku cen metali kolorowych, metali szlachetnych i stali mogą powodować, że dostawcy złomu mogą na jakiś czas wstrzymać się ze sprzedażą złomu do Grupy Elemental w oczekiwaniu na lepszą cenę na światowych giełdach (spekulacja). Wówczas Grupa może być narażona na spadki poziomu sprzedaży, szczególnie gdyby ruch na cenach metali był bardzo wyraźny.

Gwałtowne spadki i wzrosty cen metali prowadzić mogą również do dynamicznych zmian marży osiąganych na sprzedaży przetworzonych metali (koszt surowca stanowi około 90% kosztu wytworzenia). Przy dynamicznej zmianie ceny metali na rynku Spółka może mieć problemy z uzyskaniem korzystnej dla siebie ceny nabycia odpadu, co prowadzić może do uszczerplenia marży.

#### Ryzyko zmiany przepisów prawa

Grupa Elemental działa w oparciu o przepisy prawa polskiego związane z utylizacją i recyklingiem odpadów (przepisy środowiskowe) oraz przepisy prawa podatkowego. Nagła zmiana przepisów prawa może w średnim terminie prowadzić do spadku poziomu sprzedaży (w 2011 roku gdy wprowadzono reverse tax dla metali kolorowych obrót tym towarem na rynku spadł w obawie przed ujawnieniem obrotów szarej strefy), bądź spadku marżowości sprzedaży (plany liberalizacji ustawy o recyklingu akumulatorów spowodowały w 2012 i 2013 roku gwałtowny spadek opłacalności funkcjonowania recyklerów akumulatorów i doprowadziły do zwiększenia działalności szarej strefy).

#### Ryzyko związane z postępowaniami podatkowymi i postępowaniami kontrolnymi organów skarbowych i organów kontroli skarbowej

Wszelkie zmiany w interpretacji przepisów prawa podatkowego mogą mieć negatywny wpływ na działalność Grupy Kapitałowej Elemental w przyszłości. W przypadku prawa podatkowego interpretacja przepisów przez Urząd Skarbowy znacząco zmarginalizowała działalność

dotychczas funkcjonujących spółek na rynku (np. Drop). Większość działających i wykazujących pozytywny wynik finansowy podmiotów z branży musi się spodziewać wielokrotnych kontroli organów kontroli podatkowej (kontrole po często 100-200 dni w roku). Brak odpowiedniej dokumentacji potwierdzającej odbiór i wysyłkę obracanego towaru może wzbudzać wątpliwości Urzędu Skarbowego (podejrzenie wyłudzenia VAT w przeszłości).

W przypadku Syntom – spółki zależnej Elemental – obecnie toczą się trzy postępowania podatkowe w sprawie prawidłowości rozliczenia podatku od towarów i usług (prowadzone przez Naczelnika II Mazowieckiego Urzędu Skarbowego). Również czterej dostawcy Syntom znaleźli się na liście kwestionowanych dostawców Drop w protokołach kontroli Urzędu Kontroli Skarbowej w Bydgoszczy z 12 czerwca 2013 roku.

### Wzrost konkurencji

Obecnie na rynku nie są obserwowane działania zmierzające do gwałtownego wzrostu konkurencji w zakresie recyklingu metali kolorowych oraz gospodarowania zużytym sprzętem elektrycznym i elektronicznym. Mimo obecnie posiadanej silnej pozycji, w przyszłości Grupa może być uzależniona od działań podejmowanych przez podmioty konkurencyjne. Ponadto, ewentualne zmiany prawa podatkowego dotyczące obrotu metalami nieżelaznymi, dostosowujące przepisy do tych obowiązujących w Unii Europejskiej mogą spowodować zwiększenie zainteresowania polskim rynkiem ze strony podmiotów zagranicznych. Wzrost poziomu konkurencji na rynkach działalności Grupy Elemental może negatywnie wpłynąć na poziom jej przychodów oraz realizowanych marż, a w efekcie negatywnie wpływać na wysokość jej wyników finansowych.

### Uzależnienie się od znaczącego odbiorcy

Obecnie Grupa Elemental nie jest uzależniona od żadnego odbiorcy. Istnieje ryzyko, iż w kolejnych latach Grupa Elemental uzależni się od współpracownicy handlowej z jednym lub kilkoma największymi odbiorcami.

### Działalność szarej strefy

Spółki tworzące Grupę Elemental prowadzą działalność w branży, w której istotną część podmiotów nie posiada stosownych zgód oraz zezwoleń, tworząc „szarą strefę”. Takie podmioty działające z naruszeniem prawa ponoszą znacznie niższe koszty działalności, stanowiąc tym samym nieuczciwą konkurencję dla podmiotów działających w sposób zgodny z obowiązującym prawem, posiadających stosowne zezwolenia i spełniających wymogi określone prawem. Konieczność faktycznego konkurowania na rynku z podmiotami, których baza kosztowa jest na znacznie niższym poziomie, powoduje obniżenie marży podmiotów działających w sposób legalny, wymuszając jednocześnie maksymalną efektywność kosztową. Zwiększenie się obszaru szarej strefy może wpłynąć negatywnie na wyniki finansowe Grupy Elemental.

### Precedens wyłudzenia VAT przez szarą strefę

Dotychczasowa formuła VAT dla obrotu metalami kolorowymi została zniesiona w kwietniu 2011 roku i zdaniem branży miało to spowodować, że szara strefa zostanie ograniczona.

Wcześniej prawo zakładało, że pierwsze ogniwo łańcucha dostaw (podmiot dostarczający złom do skupu) dostarcza towar i płaci od jego wartości podatek VAT. Niestety organom Urzędu Skarbowego trudno było zidentyfikować dużą ilość pojedynczych podmiotów dostarczających złom (w większości osoby fizyczne) i

wyegzekwować od nich płacenie podatku od wartości dodanej.

Nowa formuła naliczania podatku VAT (reverse tax) zakłada, że pierwsze ogniwo dostawy otrzymuje za towar cenę netto (a nie jak dotychczas brutto). Wówczas izba podatkowa nie musi go poszukiwać w celu uiszczenia należnego podatku. Podatek VAT zapłaci dopiero kolejne ogniwo, ale jedynie od wartości dodanej (różnicy pomiędzy ceną nabycia i ceną sprzedaży). W momencie wprowadzenia nowego rozwiązania liczone, że taka formuła spowoduje, że zniknie proceder wielokrotnego wyłudzenia podatku VAT. We wcześniejszej formule podatkowej sytuacja wyglądała następująco: podmiot A (dostawca towaru) sprzedaje towar podmiotowi B (hurtowni), a podmiot B podmiotowi C (pośrednikowi). Podmiot A nie odprowadzał VAT. Podmiot B sprzedawał „papierowo” towar za granicę i wyłudzał należne 23% wartości podatku (eksport po cenie netto), a realnie towar sprzedawał po niższej cenie innemu krajowemu podmiotowi (dyskonto w relacji do ceny rynkowej, jako że i tak pośrednik zyskał 23% wyłudzając VAT). W nowej formule opodatkowania myślnie, że gdy nie będzie można odliczać VAT od całej wartości metalu tylko od wartości dodanej towaru to proceder zniknie, bo wartość potencjalnego wyłudzenia będzie marginalna. Uczestnicy szarej strefy doszli jednak do wniosku, że wyłudzenie podatku VAT jest możliwe w przypadku usługi (23%). Nowy sposób działania szarej strefy wyglądał następująco: Podmiot A sprzedaje podmiotowi B tonę metalu za 1 PLN, a usługa (transport, przerobu, zgniecenie, pakowanie) wynosi 10 tys. PLN. Podobnie jak wcześniej, podmiot B „papierowo” sprzedaje towar za granicę, a od usługi wyłudza 23% należnego VAT. Zmienił się natomiast układ sił w szarej strefie, gdyż wcześniej wyłudzeniem podatku VAT zajmował się dostawca towaru (często osoba fizyczna), a obecnie trudnią się tym zorganizowane grupy przestępcze zatrudniające wielkie kancelarie prawne. Szara strefa ze względu na proceder wyłudzenia podatku VAT jest w stanie zaoferować towar za niższą wartość, co powoduje, że jest bardziej konkurencyjna niż spółki typu Elemental Holding.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że handel złomem może być bardzo trafnym sposobem na zalegalizowanie „brudnych pieniędzy” (stręczycielstwo, prostytucja, handel narkotykami, porwania). Przykładowo: osoba czerpiąca korzyści z nielegalnej działalności musi zalegalizować środki, by wprowadzić je w obieg. Kupuje kilkanaście ton metalu od handlarzy złomem płacąc „brudnymi pieniędzmi”. Dostaje towar, który sprzedaje za granicę do fikcyjnego podmiotu, wyłudza VAT (od usługi), a fikcyjny podmiot sprzedaje towar do dużej huty na terenie kraju. Huta w zamian za towar wystawia fakturę VAT i płaci legalnie zdobytymi środkami na konto. Pieniądże pochodzące z nielegalnej działalności zostają zalegalizowane.

Również z punktu widzenia Izby Skarbowej ściganie szarej strefy, która przeprowadza wiele transakcji sprzedaży między różnymi podmiotami by ukryć proceder jest mało efektywne. W momencie zidentyfikowania podmiotu działającego nielegalnie istnieje ryzyko, że środki z działalności zostaną jeszcze w czasie kontroli wyprowadzone poza Spółkę, a postępowanie egzekucyjne skończy się fiaskiem. Z punktu widzenia Izby Skarbowej łatwiej i bardziej efektywnie jest przeprowadzić kontrolę wśród legalnie działających podmiotów, które nie zakończą szybko działalności, a które dysponują środkami finansowymi możliwymi do wyegzekwowania.

Innym sposobem na wyłudzenie podatku VAT jest wprowadzenie na rynek krajowy metalu z importu. Wówczas podmiot importujący towar posiada koszt zakupu pomniejszony o wartość podatku VAT (eksport po cenie netto), a sprzedając towar na rynku krajowym dostaje cenę brutto (powiększoną o 23% VAT). Kupujący towar sprzedaje go kolejnym pośrednikom, a na końcu powstaje produkt finalny. Urząd podatkowy sprawdzając, czy podatek został prawidłowo rozliczony, kontroluje od strony produktu finalnego do wprowadzającego towar na rynek. W momencie kontroli podmiotu wprowadzającego okazuje się, że ten nie rozliczył się z Urzędem Skarbowym (nie uiszczył należycie podatku VAT). Kontrola jednak następuje na długi czas po tym, jak produkt został wprowadzony na rynek, dlatego nielegalnie działający podmiot może przez długi czas funkcjonować wśród legalnych firm.

Główny problem spółek będących w konflikcie z Urzędem Skarbowym wynika z niechęci kontrahentów podejrzanego podmiotu do współpracy. Kontrola podejrzanego podmiotu spotyka się również z kontrolą kontrahentów, którzy w celu uniknięcia kłopotów z Urzędem Skarbowym zrywają relacje z kontrolowanym podmiotem. W rezultacie kontrolowany podmiot traci zaufanie swoich kontrahentów i aby przyciągnąć ich do siebie musi zaproponować dodatkowe wynagrodzenie (wyższa cena zakupowa). W efekcie kontrolowany podmiot odnotowuje spadek marży.

W przypadku, gdyby w przyszłości Urząd Skarbowy miał wątpliwości odnośnie prowadzonej przez Elemental Holding działalności, istnieje ryzyko, że część z kontrahentów mogłaby zaprzestać dostaw lub Elemental mógłby być zmuszony do podwyższenia cenników, co skutkowałoby uszczupleniem generowanej marży.

## Wycena

Wartość spółki Elemental szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Wycena modelem zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest na poziomie 4,50 PLN/akcja, natomiast wycena porównawcza na poziomie 3,10 PLN/akcja.

## Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych Elemental Holding porównujemy do grupy spółek działających w branży recyklingu (podmioty najbliższe profilowi Elemental Holding) oraz przetwórstwa metali nieżelaznych (często klienci Elemental Holding – generujący marże przerobowe, które są zależne od koniunktury w branży przemysłowej – spółki te mogą charakteryzować się zblizoną cyklicznością co przedsiębiorstwa zajmujące się recyklingiem). W przypadku spółek zajmujących recyklingiem wyselekcjonowaliśmy następujące przedsiębiorstwa: Asahi Holdings, Commercial Metals, Newalta, Rock Tenn, Shenzhen Green, Sims Metal, Schnitzer Steel Inds oraz Yechiu Metal Recycling. W przypadku spółek przemysłowych wyselekcjonowaliśmy następujące spółki: Alumetal, Grupa Kęty, Impexmetal.

Alumetal to krajowy producent stopów aluminiowych dla motoryzacji. Alumetal jest jednym z klientów Elemental, w zakresie zakupu surowca. Asahi Holdings to japońska spółka założona przez Asahi Pretec Corp. Zajmuje się zbieraniem oraz recyklingiem metali szlachetnych i rzadkich z elektroniki, zbiorów biżuterii i materiałów używanych w stomatologii. Commercial Metals jest obecny w wielu krajach europejskich, a także w Polsce. Zajmuje się przerabianiem, zbiórką i recyklingiem stali i produktów pokrewnych. Pozostałą działalnością jest handel metalami, stalą, rudą, koncentratami, stopami oraz chemikaliami. W Polsce CMC jest obecne głównie poprzez działalność huty w Zawierciu. Newalta prowadzi działalność recyklingową i

(PLN)	waga	na akcję
Wycena porównawcza	50%	3,1
Wycena DCF	50%	4,5
	cena wynikowa	3,8
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>4,0</b>

odzyskuje sprzedawalne materiały z odpadów przemysłowych. Rock Tenn prowadzi działalność związaną z produkcją opakowań, kartonów i tektury, także w wyniku recyklingu. Spółka prowadzi działalność w takich krajach jak USA, Kanada czy Meksyk. Shenzhen Green odzyskuje i poddaje recyklingowi odpady zawierające kobalt i nikiel. Produktem końcowym jest proszek, który może być ponownie użyty. Sims Metal jest jedną z największych światowych spółek zajmujących się zbieraniem, sortowaniem i przetwarzaniem metali. Spółka zajmuje się recyklingiem metali żelaznych i nieżelaznych oraz plastików. Spółka zajmuje się również handlem na skalę światową metalami i elementami stalowymi. Schnitzer Steel Inds to recykler złomu stalowego działający w zachodniej części USA. Prowadzi skup złomu i jego przetwarzanie. Yechiu Metal Recycling zajmuje się sortowaniem i przetapianiem stopów aluminium. Produktem końcowym są wlewki o różnych stopach aluminium. Grupa Kęty jest krajowym producentem aluminiowej stolarki budowlanej i profili aluminiowych dla przemysłu. Spółka zależna AluMetal zajmuje się przetwarzaniem złomu aluminiowego na wlewki i gąski używane w produkcji profili. Impexmetal to krajowy producent blach aluminiowych, blachy cynkowej i stopów miedzi. Spółka zajmuje się również recyklingiem akumulatorów ołowiowych. Duża część materiałów wsadowych, w tym w szczególności stopów aluminium i miedzi, pochodzi z odzysku i jest przetwarzana na produkty końcowe.

## Analiza porównawcza

	P/E				EV/EBITDA			
	2013	2014P	2015P	2016P	2013	2014P	2015P	2016P
ALUMETAL SA	-	12,1	10,6	3,2	-	9,2	8,0	7,7
ASAHI HOLDINGS INC	13,5	10,2	9,8	9,5	-	-	-	-
COMMERCIAL METALS CO	21,4	16,9	11,1	9,4	6,9	7,0	5,6	5,0
GRUPA KETY SA	16,7	16,1	14,9	19,2	10,3	9,2	8,4	7,4
IMPEXMETAL SA	7,2	8,4	8,4	8,4	6,9	7,0	6,2	5,4
NEWALTA CORP	18,3	15,9	15,3	10,9	7,9	7,1	7,5	6,1
ROCK TENN COMPANY -CL A	16,3	16,9	14,7	13,4	7,7	7,5	6,9	6,4
SCHNITZER STEEL INDS INC-A	85,4	50,2	25,4	16,0	8,6	8,4	6,8	5,7
SHENZHEN GREEN ECO-MANU-A	60,9	49,3	36,0	26,0	26,9	-	-	-
SIMS METAL MANAGEMENT LTD	63,3	26,4	18,6	13,3	11,5	8,6	7,4	5,8
YECHIU METAL RECYCLING CHI-A	-	-	-	-	-	-	-	-
Maksimum	85,4	50,2	36,0	26,0	26,9	9,2	8,4	7,7
Minimum	7,2	8,4	8,4	3,2	6,9	7,0	5,6	5,0
Mediana	18,3	16,5	14,8	12,1	8,3	8,0	7,1	6,0
Elemental	20,8	17,1	13,4	12,4	19,5	13,6	8,8	7,3
Premia (dyskonto)	13,4%	3,8%	-9,3%	2,7%	136,3%	71,1%	23,6%	23,1%

## Implikowana wycena

Mediana	16,5	14,8	12,1	8,0	7,1	6,0
Dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%	50%		50%	50%
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wartość firmy (PLN/akcja)</b>	<b>3,1</b>					

## Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka 4,25% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2024 = 3%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na początek stycznia 2015 roku.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na prognozowanym poziomie z końca roku 2014.
- W pozostałych przychodach operacyjnych zakładamy, że Spółka nadal będzie otrzymywała dotacje od Państwowego Funduszu Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych w ramach dofinansowania miejsc pracy osób niepełnosprawnych zatrudnionych w strukturach Elemental Holding. Osoby niepełnosprawne są zatrudnione na stanowiskach związanych z sortowaniem materiałów wsadowych w procesie recyklingu.
- Zakładamy, że do końca października 2015 roku Spółka korzystać będzie z preferencyjnych schematów optymalizacji podatkowej. Większość podmiotów zależnych Grupy Elemental to spółki komandytowo-akcyjne. Zakładamy, że od 2016 roku Grupa Elemental

w Polsce będzie płaciła efektywną stopę podatku CIT na poziomie 19%. Efektywna stopa podatkowa w Turcji wynosić będzie 8% (w wyniku optymalizacji przez działalność przez Dubaj), Litwie 18%, a na Słowacji 19%.

- W naszej wycenie uwzględniamy wszystkie poza jednym projekty inwestycyjne (zarówno rozpoczęte, jak i planowane na lata 2013-2015). Nieuwzględnionym projektem jest budowa linii do recyklingu akumulatorów samochodowych. Powodem nieuwzględnienia w wycenie jest notowany w ostatnim roku istotny spadek marży recyklerów akumulatorów ołowiowych, co związane jest z działalnością szarej strefy i przewagą popytu na złom akumulatorowy nad podażą na rynku krajowym.
- W wycenie uwzględniamy przejęcie 51% EMP Recycling, 51% Evciler oraz 67% Metal Recycling sro. Zakładamy, że w 2019 roku Elemental wykupi pozostałe 49% EMP Recycling, a w 2020 roku pozostałe 49% Evciler. W wycenie uwzględniamy wartość kapitałów mniejszościowych Metal Holding sro (33%). W umowie sprzedaży spółki brak było zapisów o opcji wyjścia dla dotychczasowych właścicieli.

## Dodatkowe założenia

### Założenia odnośnie kształtowania się rynku ZSEE oraz wolumenów sprzedaży Elemental Holding (tys. ton)

Wielkość rynku ZSEE w Polsce (tys. ton)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Wprowadzony sprzęt	486,2	495,9	505,8	515,9	523,7	531,5	539,5	547,6	555,8
Sprzęt zebrany	171,7	182,3	186,3	206,8	219,2	241,1	272,5	313,3	361,3
Sprzęt zebrany w kg/mieszkańca	4,25	4,50	4,60	5,11	5,41	5,95	6,73	7,74	8,92
Stosunek zebranego sprzętu do wprowadzonego	35,32%	36,75%	36,83%	40,08%	41,86%	45,36%	50,50%	57,22%	65,00%
Zbiórka Elemental w kraju	24,5	47,8	50,3	55,6	58,7	64,4	72,5	83,0	95,4
Udział Elemental w polskim rynku ZSEE	14,3%	26,2%	27,0%	26,9%	26,8%	26,7%	26,6%	26,5%	26,4%
Wielkość rynku ZSEE w Turcji (tys. ton)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Sprzęt zebrany		37,5	75,0	150,0	300,0	318,8	337,5	352,5	367,5
Sprzęt zebrany w kg/mieszkańca		0,5	1,0	2,0	4,0	4,3	4,5	4,7	4,9
Zbiórka Elemental			9,0	15,6	30,4	32,0	33,8	35,3	36,8
Udział Elemental w tureckim rynku ZSEE			12,0%	10,4%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Wolumeny sprzedaży	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Metale	87,6	88,8	121,0	123,4	125,9	128,4	131,0	133,6	136,3
Elektronika, w tym:	24,5	47,8	59,3	71,2	89,1	96,4	106,2	118,3	132,1
Polska	24,5	47,8	50,3	55,6	58,7	64,4	72,5	83,0	95,4
Pozostałe rynki		0,0	9,0	15,6	30,4	32,0	33,8	35,3	36,8
Pozostałe	8,0	4,1	5,8	5,9	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5
<b>Suma</b>	<b>120,1</b>	<b>140,6</b>	<b>186,1</b>	<b>200,5</b>	<b>221,0</b>	<b>230,9</b>	<b>243,4</b>	<b>258,3</b>	<b>274,9</b>

Zródło: Dom Maklerski mBanku

### Założenia odnośnie obłożenia nowych inwestycji Elemental Holding

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Linia do utylizacji ekranów LCD/TFT									
Obłożenie (tys. ton na rok)				0,3	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72
Linia do recyklingu zużytych źródeł światła									
Obłożenie (tys. ton na rok)	0,1	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Linia do recyklingu baterii małogabarytowych									
Obłożenie (tys. ton na rok)				0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Linia do recyklingu katalizatorów samochodowych									
Obłożenie (tys. ton na rok)		0,1	0,4	0,6	0,9	1	1,1	1,2	1,2
Linia do recyklingu aluminium									
Obłożenie (tys. ton na rok)			10	20	25	30	30	30	30
Nowa linia do recyklingu układów drukowanych									
Obłożenie (tys. ton na rok)	5	12	15	15	15	15	15	15	15

Zródło: Dom Maklerski mBanku



**Założenia odnośnie wielkości zatrudnienia w Grupie Elemental Holding**

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Zatrudnienie	390	602	699	726	764	781	802	826	853
Wynagrodzenia	15 743	25 273	30 534	32 987	36 060	38 341	40 959	43 892	47 119
Wynagrodzenia / zatrudnienie na rok	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Założenia odnośnie średnich cen metali**

<b>Ceny metali</b>	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Miedź (PLN/t)	23 222	21 509	25 489	23 430	23 430	23 430	23 430	23 430	23 430
Miedź (USD/t)	7 351	6 854	7 100	7 100	7 100	7 100	7 100	7 100	7 100
Aluminium (PLN/t)	5 961	5 946	6 310	5 897	5 897	5 897	5 897	5 897	5 897
Aluminium (USD/t)	1 887	1 894	1 758	1 787	1 787	1 787	1 787	1 787	1 787
Mosiądz (PLN/t)	16 347	15 619	18 069	16 597	16 597	16 597	16 597	16 597	16 597
Mosiądz (USD/t)	5 175	4 977	5 033	5 029	5 029	5 029	5 029	5 029	5 029
Chromonikiel (PLN/t)	40 129	43 311	48 782	46 211	48 037	48 297	48 561	48 829	49 010
Chromonikiel (USD/t)	12 702	13 801	13 588	14 003	14 557	14 635	14 715	14 797	14 852
Stal i Żeliwo (PLN/t)	2 013	1 936	2 651	2 673	2 987	3 032	3 077	3 124	3 155
Stal i Żeliwo (USD/t)	637	617	738	810	905	919	933	947	956
Ołów (PLN/t)	6 811	6 664	6 103	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726	5 726
Ołów (USD/t)	2 156	2 124	1 700	1 735	1 735	1 735	1 735	1 735	1 735
Brąz (PLN/t)	30 312	28 644	35 852	34 218	35 900	36 140	36 384	36 631	36 798
Brąz (USD/t)	9 595	9 127	9 987	10 369	10 879	10 952	11 025	11 100	11 151
Cynk (PLN/t)	6 036	6 785	6 940	6 347	6 347	6 347	6 347	6 347	6 347
Cynk (USD/t)	1 910	2 162	1 933	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923	1 923
Cyna (PLN/t)	70 486	69 075	94 575	95 349	106 566	108 164	109 787	111 434	112 548
Cyna (USD/t)	22 312	22 010	26 344	28 893	32 293	32 777	33 269	33 768	34 105
Chrom (PLN/t)	28 774	28 110	38 487	38 801	43 366	44 017	44 677	45 347	45 801
Chrom (USD/t)	9 108	8 957	10 721	11 758	13 141	13 338	13 538	13 742	13 879
Nikiel (PLN/t)	47 699	53 446	55 645	51 150	51 150	51 150	51 150	51 150	51 150
Nikiel (USD/t)	15 099	17 030	15 500	15 500	15 500	15 500	15 500	15 500	15 500
PLN/USD	3,16	3,14	3,59	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Model DCF**

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	+
Przychody ze sprzedaży	774,3	1 310,9	1 313,0	1 450,1	1 502,7	1 562,7	1 629,5	1 697,8	1 731,5	1 765,9	1 800,8	1 832,9
zmiana	-9,9%	69,3%	0,2%	10,4%	3,6%	4,0%	4,3%	4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	1,8%
EBITDA	40,4	63,9	72,7	82,9	87,1	89,9	93,2	96,6	94,9	96,8	98,8	100,5
marża EBITDA	5,2%	4,9%	5,5%	5,7%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Amortyzacja	5,5	9,1	9,2	9,3	9,4	9,6	9,9	10,5	10,6	10,8	11,5	11,5
EBIT	35,0	54,9	63,5	73,7	77,7	80,2	83,3	86,1	84,3	86,0	87,2	89,0
marża EBIT	4,5%	4,2%	4,8%	5,1%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	4,9%	4,9%	4,8%	4,9%
Opodatkowane EBIT	1,5	4,3	9,9	11,7	12,5	13,0	13,3	13,7	13,5	13,8	14,1	14,5
NOPLAT	33,4	50,5	53,6	62,0	65,2	67,3	69,9	72,4	70,8	72,2	73,1	74,5
CAPEX	-48,5	-38,0	-10,0	-10,1	-10,2	-35,7	-88,2	-10,6	-10,8	-11,0	-11,2	-11,5
Kapitał obrotowy	-20,6	-25,2	-0,2	-14,5	-5,6	-6,4	-7,1	-7,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,4
FCF	-30,3	-3,7	52,6	46,6	58,8	34,8	-15,4	65,0	67,1	68,4	69,7	71,1
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
współczynnik dyskonta	1,00	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,61	0,56	0,52	0,48	0,44	0,41
PV FCF	-30,3	-3,4	44,7	36,5	42,5	23,2	-9,5	36,7	34,9	32,8	30,8	29,0
WACC	8,4%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	4,5%	8,4%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Dług netto / EV	4,5%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy												2,0%
Wartość rezydualna (TV)												1 093,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)												483,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy												269,3
Wartość firmy (EV)												752,9
Dług netto												24,6
Kapitały mniejszości												6,3
Wartość firmy												722,0
Liczba akcji (mln)												159,3
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>												<b>4,5</b>
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego												6,3%
<b>Cena docelowa</b>												<b>4,8</b>
EV/EBITDA ('15) dla ceny docelowej												12,4
P/E ('15) dla ceny docelowej												19,7
Udział TV w EV												64,2%

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	507,3	895,0	859,6	774,3	1 310,9	1 313,0	1 450,1	1 502,7
zmiana	83,1%	76,4%	-4,0%	-9,9%	69,3%	0,2%	10,4%	3,6%
Metale	bd.	802,3	726,2	662,0	1 126,6	1 105,4	1 190,2	1 223,2
Elektronika	bd.	40,3	62,2	88,8	131,9	154,1	205,3	223,9
Pozostałe	bd.	52,4	71,2	23,5	52,4	53,5	54,5	55,6
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>492,9</b>	<b>869,8</b>	<b>835,4</b>	<b>740,7</b>	<b>1 257,9</b>	<b>1 251,4</b>	<b>1 378,6</b>	<b>1 427,3</b>
Amortyzacja	1,4	2,2	2,9	5,5	9,1	9,2	9,3	9,4
Zużycie materiałów i energii	5,4	8,5	13,0	11,7	19,8	19,8	21,9	22,7
Usługi obce	6,5	11,3	14,2	16,6	22,0	23,7	26,1	27,3
Podatki i opłaty	0,9	1,4	1,4	1,2	2,1	2,1	2,3	2,4
Wynagrodzenia + ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	9,9	13,6	15,7	25,3	30,5	33,0	36,1	38,3
Pozostałe koszty rodzajowe	1,0	1,4	1,7	1,5	2,6	2,6	2,9	3,0
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	467,9	831,3	789,1	678,9	1 171,8	1 161,0	1 280,0	1 324,2
Zysk brutto na sprzedaży	14,3	25,3	24,1	33,6	53,0	61,6	71,5	75,4
marża	2,8%	2,8%	2,8%	4,3%	4,0%	4,7%	4,9%	5,0%
Pozostała działalność operacyjna netto	1,4	2,0	1,6	1,4	1,8	2,0	2,2	2,3
<b>EBIT</b>	<b>15,7</b>	<b>27,3</b>	<b>25,7</b>	<b>35,0</b>	<b>54,9</b>	<b>63,5</b>	<b>73,7</b>	<b>77,7</b>
zmiana	111,8%	73,7%	-5,8%	35,9%	56,8%	15,9%	15,9%	5,4%
marża EBIT	3,1%	3,1%	3,0%	4,5%	4,2%	4,8%	5,1%	5,2%
Wynik na działalności finansowej	-2,5	-4,0	-0,7	-1,9	-3,2	-2,7	-1,7	-1,0
Zysk brutto	13,2	23,3	25,0	33,1	51,6	60,9	71,9	76,7
Podatek dochodowy	2,4	3,3	0,7	1,5	4,3	9,9	11,7	12,5
<b>Zysk netto</b>	<b>9,1</b>	<b>19,2</b>	<b>24,4</b>	<b>30,6</b>	<b>39,0</b>	<b>42,1</b>	<b>49,7</b>	<b>53,0</b>
zmiana	110,8%	111,9%	27,5%	25,1%	27,7%	7,7%	18,1%	6,7%
marża	1,8%	2,1%	2,8%	3,9%	3,0%	3,2%	3,4%	3,5%
Amortyzacja	1,4	2,2	2,9	5,5	9,1	9,2	9,3	9,4
<b>EBITDA</b>	<b>17,2</b>	<b>29,5</b>	<b>28,6</b>	<b>40,4</b>	<b>63,9</b>	<b>72,7</b>	<b>82,9</b>	<b>87,1</b>
zmiana	105,8%	72,0%	-3,0%	41,2%	58,1%	13,7%	14,0%	5,0%
marża EBITDA	3,4%	3,3%	3,3%	5,2%	4,9%	5,5%	5,7%	5,8%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	89,5	103,2	154,8	159,3	159,3	159,3	159,3	159,3
EPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
ROAE	10,4%	16,4%	9,5%	9,9%	11,1%	11,0%	12,1%	12,2%
ROAA	5,7%	10,1%	6,7%	6,4%	7,0%	7,1%	7,7%	7,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
<b>AKTYWA</b>	159,8	189,1	365,6	475,7	556,1	595,5	641,9	679,2
Majątek trwały	80,7	83,6	160,3	223,4	252,5	253,4	254,4	255,3
Wartość niematerialne i prawne	0,1	0,0	0,0	1,3	2,3	2,5	2,8	3,0
Rzeczowe aktywa trwałe	17,9	19,8	52,1	102,3	130,4	131,1	131,8	132,4
Wartość firmy	62,3	62,3	107,0	118,6	118,6	118,6	118,6	118,6
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,1	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Długoterminowe RM	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Majątek obrotowy</b>	79,0	105,6	205,2	252,3	303,6	342,0	387,6	423,9
Zapasy	38,7	40,0	61,4	56,6	76,2	76,3	84,3	87,3
Należności krótkoterminowe	37,3	60,4	122,4	98,0	131,9	132,1	145,9	151,2
Inwestycje krótkoterminowe	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne	2,3	4,5	20,8	97,1	94,6	132,7	156,4	184,3
Krótkoterminowe RM	0,2	0,3	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8
<b>PASYWA</b>	159,8	189,1	365,6	475,7	556,1	595,5	641,9	679,2
Kapitał własny	87,1	117,3	257,6	307,3	350,9	381,2	409,9	433,0
Kapitał akcyjny	89,5	103,2	154,8	154,8	159,3	159,3	159,3	159,3
Kapitał zapasowy	4,8	19,9	102,3	127,5	127,5	127,5	127,5	127,5
Kapitał rezerwowy	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zysk z lat ubiegłych	0,1	1,4	26,8	32,9	72,0	102,3	131,0	154,1
Udziały mniejszości	3,9	0,0	0,0	4,3	12,6	21,5	32,0	43,3
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	16,8	11,0	28,7	71,1	71,1	71,1	71,1	71,1
Dług	16,8	11,0	28,7	71,1	71,1	71,1	71,1	71,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	50,9	59,3	67,3	82,0	103,8	103,9	109,5	111,6
Zobowiązania handlowe	14,5	14,2	23,3	31,5	53,3	53,4	58,9	61,1
Dług	36,4	45,1	44,0	50,5	50,5	50,5	50,5	50,5
Rezerwy na zobowiązania	0,5	0,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Pozostałe	0,6	0,8	10,9	9,8	16,6	16,6	18,3	19,0
Dług	53,1	56,1	72,8	121,7	121,7	121,7	121,7	121,7
Dług netto	50,8	51,7	52,0	24,6	27,1	-11,0	-34,7	-62,6
(Dług netto / Kapitał własny)	58,4%	44,0%	20,2%	8,0%	7,7%	-2,9%	-8,5%	-14,5%
(Dług netto / EBITDA)	3,0	1,7	1,8	0,6	0,4	-0,2	-0,4	-0,7
<b>BVPS</b>	1,0	1,1	1,7	1,9	2,2	2,4	2,6	2,7

## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przepływy operacyjne	-4,3	0,4	11,7	16,4	38,8	62,5	56,6	68,9
Zysk netto	9,1	19,2	24,4	30,6	39,0	42,1	49,7	53,0
Amortyzacja	1,4	2,2	2,9	5,5	9,1	9,2	9,3	9,4
Kapitał obrotowy	-21,6	-27,8	-6,9	-20,6	-25,2	-0,2	-14,5	-5,6
Pozostałe	6,8	6,8	-8,7	0,9	15,9	11,5	12,1	12,1
Przepływy inwestycyjne	1,1	-16,9	-32,0	-48,5	-38,0	-10,0	-10,1	-10,2
CAPEX	0,1	1,7	-14,6	-48,5	-38,0	-10,0	-10,1	-10,2
Inwestycje kapitałowe	1,0	-18,6	-12,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	4,9	18,7	36,5	108,5	-3,2	-14,4	-22,8	-30,8
Dług	8,2	3,5	6,6	48,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki od długu	-4,3	-5,9	-1,8	-1,2	-6,1	-6,1	-6,1	-6,1
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,7	-21,0	-29,8
Buy-back (wykup akcjonariuszy)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	1,0	21,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	31,8	60,8	2,9	3,4	4,3	5,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	1,7	2,2	16,3	76,3	-2,5	38,1	23,7	27,9
Środki pieniężne na koniec okresu	2,3	4,5	20,8	97,1	94,6	132,7	156,4	184,3
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07	0,13	0,19
FCF	-6,7	0,1	6,4	-30,3	-3,7	52,6	46,6	58,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,0%	0,2%	-1,7%	-6,3%	-2,9%	-0,8%	-0,7%	-0,7%

## Wskaźniki rynkowe

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
P/E	32,4	17,6	20,8	17,1	13,4	12,4	10,5	9,9
P/CE	28,0	15,8	18,6	14,5	10,9	10,2	8,9	8,4
P/BV	3,4	2,9	2,0	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
P/(BV-goodwill)	11,9	6,2	3,4	2,8	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	0,6	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3
FCF/EV	-2,0%	0,0%	1,1%	-5,5%	-0,7%	10,3%	9,6%	12,8%
EV/EBITDA	20,3	13,2	19,5	13,6	8,8	7,3	6,3	5,8
EV/EBIT	22,1	14,3	21,7	15,8	10,3	8,4	7,1	6,5
EV/S	0,7	0,4	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3
CFO/EBITDA	-24,9%	1,3%	41,0%	40,4%	60,6%	85,9%	68,2%	79,1%
Dyid	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,24%	4,02%	5,70%
Cena (PLN)	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28	3,28
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	89,5	103,2	154,8	159,3	159,3	159,3	159,3	159,3
MC (mln PLN)	293,6	338,4	507,8	522,6	522,6	522,6	522,6	522,6
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	3,9	0,0	0,0	4,3	12,6	21,5	32,0	43,3
EV (mln PLN)	348,3	390,0	559,8	551,5	562,2	533,1	519,9	503,2

## Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV - wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgowa

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

## Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

## Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

**DCF** - uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** - opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Elemental.**

Michał Marczak  
członek zarządu  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, surowce, metale

#### Departament analiz:

Kamil Kliszc  
wicedyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kluszcz@mdm.pl](mailto:kamil.kluszcz@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

Jakub Szkopek  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

Paweł Szpigiel  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

Piotr Zybala  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mdm.pl](mailto:piotr.bogusz@mdm.pl)  
handel

#### Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mdm.pl](mailto:piotr.gawron@mdm.pl)

Piotr Dudziński  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA  
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych  
tel. +48 22 697 48 47  
[lukasz.wojtowicz@mdm.pl](mailto:lukasz.wojtowicz@mdm.pl)

Dom Maklerski mBanku S.A.  
Departament analiz  
ul. Senatorska 18  
00-075 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### Maklerzy:

Krzysztof Bodek  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

Michał Jakubowski  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

Tomasz Jakubiec  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

Anna Łagowska  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

Paweł Majewski  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

Adam Mizera  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

Adam Prokop  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

Michał Roźmiej  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)