

- Ustalamy cenę docelową na TP PLN 1.5/akcję.
- Oczekujemy 9%/6% wzrostu EBITDA w 2019/20p
- Spółka obecnie wyceniana jest na naszych prognozach na EV/EBITDA 5.3x w 2019p oraz 4.8x w 2020p.

## Niższe marże, ale konsekwentny wzrost EBITDA

Ustalamy cenę docelową dla Elemental Holding na poziomie PLN 1.5/akcję (wobec PLN 1.8/ akcję poprzednio). Uwzględniając wyniki spółki za ostatnie kwartały w 2019/20p zakładamy marżę EBITDA na poziomie 3.5%/3.5% (wobec 4.0%/4.1% poprzednio) oraz EBITDA w wysokości PLN 70/74m (-9%/-13% wobec naszej ostatniej prognozy). Niższa marża realizowana przez spółkę będzie naszym zdaniem efektem wyższego udziału w przychodach segmentu zużytych katalizatorów samochodowych SAC, kosztem WEEE i PCB. Pomimo tego, w najbliższych latach w dalszym ciągu oczekujemy stopniowej poprawy wyników – w 2019/20p zakładamy 13%/5% wzrost przychodów oraz 9%/6% wzrost EBITDA. Uważamy, że poprawa wyników spółki będzie spowodowana wyższymi minimalnymi poziomami zbierania ZSEE oraz dalszą ekspansją w segmencie zużytych katalizatorów samochodowych (SAC). Przypominamy również o podpisaniu w 2018 r. listu intencyjnego, w którym organizacje odzysku zgłosiły popyt na przetworzenie dodatkowych 40 tys. t zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego (ZSEE) przez zakłady spółki. Na naszych prognozach Elemental jest obecnie wyceniany w 2019p oraz 2020p na P/E odpowiednio 7.1x i 6.7x oraz na EV/EBITDA 5.3x oraz 4.8x.

**Zmiana prognoz na lata 2019/20p.** Podtrzymując prognozę przychodów spółki na lata 2019/20p, zakładamy marżę EBITDA na poziomie 3.5%/3.5% (vs. 4.0%/4.1% poprzednio), a w efekcie EBITDA w wysokości PLN 70/74m (-9%/-13% wobec naszej ostatniej prognozy). Niższa marża realizowana przez spółkę będzie naszym zdaniem efektem wyższego udziału w przychodach segmentu zużytych katalizatorów samochodowych SAC, kosztem WEEE i PCB.

**Oczekujemy wzrostu EBITDA w latach 2019/20p o 9%/6%.** Dzięki wzrostowi minimalnych poziomów zbierania ZSEE, w najbliższych latach oczekujemy poprawy wyników w segmentach WEEE i PCB. W 2019/20p zakładamy wzrost przychodów ogółem o 13%/5% oraz EBITDA o 9%/6%. Przypominamy również, że spółka w 2018 r. podpisała list intencyjny, w ramach którego organizacje odzysku zgłosiły popyt na przetworzenie dodatkowych 40tys. t odpadów rocznie. Zakładamy jednak, że większość wolumenu wynikającego z podpisanych listów intencyjnych będzie przetwarzana dopiero po wybudowaniu nowego zakładu w 2022p.

**EBITDA 1Q19 zgodna z oczekiwaniami.** W 1Q19 EBITDA wyniosła PLN 17m (+17% r/r) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami. O ile przychody oraz zysk netto były zbliżone do naszych założeń, spółka zanotowała spadek r/r marży EBITDA (do 3.4% z 3.9% w 1Q18). Uwagę zwraca również poziom wygenerowanych przepływów z działalności operacyjnej (PLN -8.4m vs. PLN 7.9m w 1Q18).

**Wycena wciąż atrakcyjna.** Na naszych prognozach spółka jest obecnie wyceniana w 2019p oraz 2020p na P/E odpowiednio 7.1x i 6.7x oraz na EV/EBITDA 5.3x oraz 4.8x.

Tabela 1. EMT – Wybrane dane

PLNm	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Przychody	1 010	1 395	1 784	2 012	2 117	2 207
EBITDA	71	62	64	70	74	78
EBIT	62	53	53	54	56	59
Zysk netto	51	25	26	27	29	31
P/E (x)	3.8	7.8	7.4	7.1	6.7	6.2
EV/EBITDA (x)	3.8	5.6	5.8	5.3	4.8	4.4

Źródło: Dane spółki, prognozy Vestor DM

Podstawowe informacje	
Cena docelowa (PLN)	1.5
Cena bieżąca (PLN)	1.1
Potencjał wzr./spadku	28%
Data poprzedniej reko.	19.02.2019
Poprz. cena doc. (PLN)	1.8
Min (52T)	0.8
Max (52T)	1.9
Liczba akcji (m)	170
Kapitalizacja (PLNm)	193
Dł. netto (4Q18, PLNm)	154
EV (PLNm)	376
Śr. dzienny obrót (3M, PLNm)	0.5

Akcjonariat	%
EFF BV	30.9%
NN OFE	12.8%
JJR Invest	9.1%
Metlife OFE	7.5%
Aegon OFE	6.0%
Pozostali	33.7%

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

EMT vs. WIG relatywny kurs akcji



Źródło: Bloomberg, Vestor DM

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

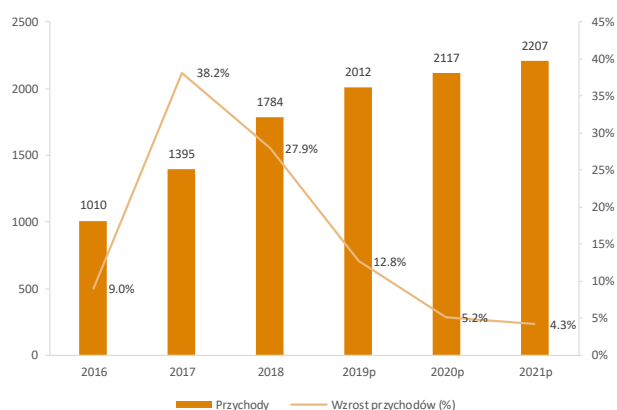
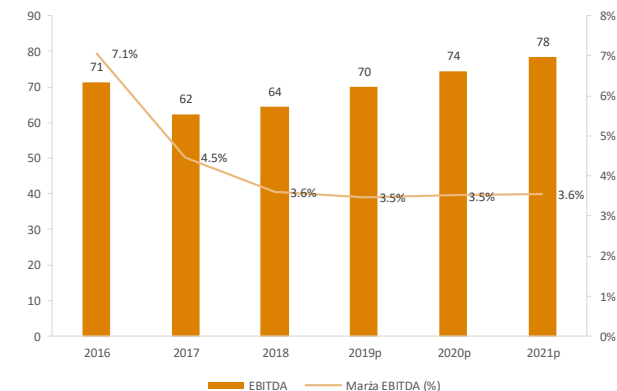
**Elemental Holding: Prognozy finansowe**

Dane w PLNm o ile nie podano inaczej

Rachunek zysków i strat (PLNm)	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
<b>Przychody</b>	<b>1010</b>	<b>1395</b>	<b>1784</b>	<b>2012</b>	<b>2117</b>	<b>2207</b>
Amortyzacja	-9	-10	-11	-16	-18	-19
Zużycie materiałów i energii	-24	-26	-39	-43	-44	-46
Usługi obce	-28	-21	-38	-39	-41	-42
Wynagrodzenia i ubezpieczenia	-31	-39	-52	-59	-61	-63
Wartość sprzed. towarów i mat.	-848	-1244	-1580	-1812	-1912	-1989
<b>EBITDA</b>	<b>71</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>78</b>
<b>EBIT</b>	<b>62</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>59</b>
Przychody finansowe	4	2	3	2	1	1
Koszty finansowe	-8	-16	-10	-12	-13	-13
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>58</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>48</b>
Podatek	-2	-7	-10	-7	-8	-9
Zysk akcj. Mniejszościowych	-5	-8	-10	-9	-7	-8
<b>Zysk netto</b>	<b>51</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
<b>Bilans (PLNm)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNIP	92	104	114	132	142	151
Wartość firmy	247	279	316	316	316	316
Inne aktywa trwałe	34	15	6	5	5	5
Środki pieniężne i ekwiwalenty	82	37	27	70	89	108
Należności handlowe	119	130	164	164	167	174
Zapasy	95	144	162	184	194	202
Inne aktywa obrotowe	11	36	19	19	19	19
<b>Aktywa razem</b>	<b>681</b>	<b>745</b>	<b>808</b>	<b>891</b>	<b>932</b>	<b>975</b>
Dług krótkoterminowy	84	90	118	132	132	132
Zobowiązania handlowe	47	58	82	95	100	104
Inne zobowiązania krótkoterm.	19	14	17	21	21	21
Dług długoterminowy	70	85	62	78	78	78
Inne zobowiązania długoterm.	11	12	14	13	13	13
<b>Zobowiązania i rezerwy razem</b>	<b>230</b>	<b>259</b>	<b>292</b>	<b>339</b>	<b>344</b>	<b>348</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>442</b>	<b>467</b>	<b>486</b>	<b>513</b>	<b>542</b>	<b>573</b>
<b>Mniejszości</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>54</b>
<b>Pasywa</b>	<b>681</b>	<b>745</b>	<b>808</b>	<b>891</b>	<b>932</b>	<b>975</b>
Dług netto	72	138	154	140	122	103
<b>Przepływy pieniężne (PLNm)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>57.7</b>	<b>39.2</b>	<b>45.9</b>	<b>43.6</b>	<b>44.6</b>	<b>47.6</b>
Amortyzacja	9.1	9.5	10.9	15.6	18.1	19.4
Zmiany w kapitale obrotowym	-53.8	-43.5	-27.9	-8.8	-7.7	-11.0
Inne zmiany niepieniężne	3.1	-12.9	5.6	-2.1	-8.5	-9.0
<b>Przepływy z działalności oper.</b>	<b>16.0</b>	<b>-7.6</b>	<b>34.5</b>	<b>48.3</b>	<b>46.5</b>	<b>47.0</b>
Nakłady na śr. Trwałe	-11.5	-23.4	-9.4	-13.5	-28.0	-28.0
Inne przepływy inwestycyjne	-85.4	-40.3	-22.1	2.9	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności inw.</b>	<b>-97.0</b>	<b>-63.7</b>	<b>-31.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>-28.0</b>	<b>-28.0</b>
Kredyty i pożyczki	19.8	19.1	1.4	7.7	0.0	0.0
Dywidendy	0.0	0.0	1.1	-1.9	0.0	0.0
Inne przepływy finansowe	45.3	7.0	-15.8	-0.2	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności fin.</b>	<b>65.1</b>	<b>26.2</b>	<b>-13.4</b>	<b>5.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zmiana stanu gotówki</b>	<b>-15.8</b>	<b>-45.2</b>	<b>-10.4</b>	<b>43.4</b>	<b>18.5</b>	<b>19.0</b>
<b>Wskaźniki</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019p</b>	<b>2020p</b>	<b>2021p</b>
<b>Dynamiki wzrostu</b>						
Wzrost przychodów (%)	9.0%	38.2%	27.9%	12.8%	5.2%	4.3%
Wzrost EBITDA (%)	17.2%	-12.7%	3.4%	8.7%	6.3%	5.5%
Wzrost zysku netto (%)	11.4%	-51.2%	5.3%	3.4%	7.2%	6.8%
<b>Marże</b>						
Marża EBITDA (%)	7.1%	4.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.6%
Marża EBIT (%)	6.2%	3.8%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%
Marża zysku netto (%)	5.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%
<b>Dźwignia i stopy zwrotu</b>						
Dług netto/EBITDA (x)	1.0	2.2	2.4	2.0	1.6	1.3
Dług netto /Kapitały własne (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Wskaźnik płynności bieżącej (x)	2.1	2.1	1.7	1.8	1.9	2.0
ROA (%)	8.0%	3.5%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
ROIC (%)	10.8%	7.0%	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%
ROE (%)	13.0%	5.5%	5.5%	5.4%	5.5%	5.5%
Cykl konwersji zapasów (dni)	41	42	37	37	37	37
Cykl konwersji należności (dni)	43	34	34	30	29	29
Cykl rotacji zobowiązań (dni)	20	17	19	19	19	19
<b>Cykl konwersji gotówki (dni)</b>	<b>64</b>	<b>59</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>47</b>

Źródło: Dane spółki, szacunki Vestor DM

Wskaźniki wyceny	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
P/E (x)	3.8	7.8	7.4	7.1	6.7	6.2
EV/ EBITDA (x)	3.8	5.6	5.8	5.3	4.8	4.4
EV/Sprzedaż (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Stopa FCF (%)	-43%	-28%	0%	21%	15%	15%
Stopa dywidendy (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Na akcję</b>						
Liczba akcji (mln)	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5	170.5
Zysk na akcję (PLN)	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
BVPS (PLN)	2.6	2.7	2.9	3.0	3.2	3.4
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF na akcję (PLN)	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.2

**Przychody (PLNm)**

**EBITDA (PLNm)**


Analiza DuPonta	2016	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Marża netto	5%	2%	1%	1%	1%	1%
Obrotowość aktywów	1.60	1.96	2.30	2.37	2.32	2.31
Dźwignia finansowa	1.61	1.57	1.63	1.70	1.73	1.71
<b>ROE (%)</b>	<b>13.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>

**Ryzyka dla rekomendacji**

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

# Wycena

## Elemental Holding - Podsumowanie wyceny

PLNm o ile nie zaznaczono inaczej

Metoda Wyceny	Waga	Na akcję (PLN)
DCF		1.5
Wycena porównawcza (2018-20p)		1.0
Koszt kapitału		10.9%
Cena docelowa: DCF	33%	1.7
Cena docelowa: Wycena porównawcza (2018-20p)	33%	1.1
Cena docelowa: Mnożnik docelowy EV/EBITDA 2018p	33%	1.6
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>		<b>1.5</b>
Cena bieżąca		1.1
<b>Potencjał wzrostu</b>		<b>28%</b>

WACC	2019p	>2023p
St. wolna od ryzyka	3.2%	3.2%
Beta	1.7	1.6
Premia za ryzyko	4.5%	4.5%
<b>Koszt kapitału własn.</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.4%</b>
Stopa procentowa	1.7%	1.7%
Marża na zadł.	4.4%	4.4%
Koszt długu	6.1%	6.1%
Stopa opodatk.	-19.0%	-19.0%
<b>Koszt długu po podat.</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.9%</b>
%D	28%	22%
%E	72%	78%
<b>WACC</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.2%</b>

## Wycena metodą DCF

	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
<b>Przychody</b>	<b>2 011.9</b>	<b>2 116.8</b>	<b>2 207.3</b>	<b>2 307.6</b>	<b>2 376.8</b>
<b>EBIT</b>	<b>54.3</b>	<b>56.2</b>	<b>59.0</b>	<b>63.0</b>	<b>66.2</b>
Efektywna stopa podatkowa (%)	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
Podatek od EBIT	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.6
<b>NOPAT</b>	<b>44.0</b>	<b>45.6</b>	<b>47.8</b>	<b>51.1</b>	<b>53.6</b>
Amortyzacja	15.6	18.1	19.4	20.6	20.0
CAPEX	-10.6	-28.0	-28.0	-16.0	-16.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-8.8	-7.7	-11.0	-11.1	-8.5
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>40.3</b>	<b>28.0</b>	<b>28.2</b>	<b>44.5</b>	<b>49.1</b>
Czynnik dyskontowy (%)	92%	85%	78%	71%	65%
Wartość bieżąca FCF	37.2	23.7	21.9	31.6	31.9
Wartość bieżąca FCF 2018-2023p	146.3				
Stopa wzrostu w okresie rezzyd.	1.0%				
Zyskontowana wartość rezzydualna	359.2				
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>505.5</b>				
Dług netto (4Q18)	153.6				
Mniejszości	94.7				
<b>Wartość kapitału własnego (PLNm)</b>	<b>257.3</b>				
Liczba akcji (m)	170.5				
Wartość godziwa (PLN/akcję)	1.5				

## Premia za ryzyko rynkowe (%)

	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
<b>Stopa wzrostu w okresie rezzydualnym (%)</b>							
-0.5%	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0	0.8
0.0%	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
0.5%	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
1.0%	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
1.5%	2.6	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
2.0%	2.9	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
2.5%	3.2	2.7	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

## Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	Kapitalizacja (USDm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			CAGR EPS 2019-21p	DY (%) 2019p
			2019p	2020p	2021p	2019p	2020p	2021p		
COMMERCIAL METAL	US	1 671	7.8	6.1	6.5	5.7	4.3	4.1	23%	3.4
LASSILA & TIKAN	FI	578	13.9	12.8	12.0	6.1	5.9	5.4	8%	7.0
REPUBLIC SVCS	US	26 894	25.8	23.2	21.1	12.0	11.4	9.8	8%	1.8
SCHNITZER STEEL	US	598	9.9	10.7	8.4	5.0	5.1	3.8	-22%	3.4
SECHE ENVIRONNEM	FR	296	10.5	9.1	8.0	5.1	4.6	4.5	28%	2.8
RENEWI PLC	GB	351	6.1	6.7	5.8	4.6	4.9	4.3	-187%	4.3
SIMS METAL MANAG	US	1 360	12.1	11.1	10.5	4.8	4.4	4.1	-3%	4.5
WASTE CONNECTION	US	24 570	33.3	29.8	26.6	16.4	15.0	14.7	19%	0.7
WASTE MANAGEMENT	US	45 619	24.8	22.6	20.7	12.2	11.6	10.5	5%	1.9
<b>Mediana</b>			<b>12.1</b>	<b>11.1</b>	<b>10.5</b>	<b>5.7</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>8%</b>	<b>3.4</b>
EMT	PL	52	7.1	6.7	6.2	5.3	4.8	4.4	3%	n.a.
premia/dyskonto do spółek porównywalnych			-41%	-40%	-41%	-6%	-5%	-1%		
Waga (%)			17%	17%	17%	17%	17%	17%		
Implikowana wycena (PLN/akcję)			1.9	1.9	1.9	0.9	1.0	0.9		
Wartość dyskonta			30%							
<b>Średnia z wyceny porównawczej</b>			<b>1.0</b>							

## Wycena metodą mnożnika docelowego trailing EV/EBITDA



<b>Docelowy mnożnik EV/EBITDA (x)</b>	<b>6.4</b>
EBITDA 2019p	69.9
Dług netto 2019p	140.1
Mniejszości 2019p	38.7
Liczba akcji (m)	170.5
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>1.6</b>

Źródło: Bloomberg, dane spółki, Vestor DM

## EBITDA w 1Q19 zgodna z oczekiwaniami

- **Przychody wyniosły PLN 500m (+34% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami).** Naszym zdaniem wzrost przychodów był spowodowany przede wszystkim wyższym poziomem przychodów w segmencie katalizatorów samochodowych.
- **EBITDA osiągnęła PLN 17m (+17% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami).** Zwracamy uwagę na niższy poziom marży EBITDA 3.4% (vs. 3.9% w 1Q18). Naszym zdaniem niższa marża EBITDA jest efektem wyższego udziału w przychodach nisko marżowego segmentu katalizatorów samochodowych. W 1Q19 zużycie materiałów i energii wyniosło PLN 10.6m (+65% r/r), usługi obce PLN 9.8m (+44% r/r), świadczenia pracownicze PLN 14.6m (+42% r/r). Koszt sprzedanych towarów i materiałów był wyższy r/r o 34%, PLN 445m.
- **Zysk netto wyniósł PLN 6.1m (+16% r/r, zgodnie z naszymi oczekiwaniami).** Koszty finansowe wyniosły PLN 3.4m (+7% r/r). Efektywna stopa podatkowa osiągnęła poziom 12%.
- **Przepływy z działalności operacyjnej wyniosły PLN -8.4m (vs. PLN 7.9m w 1Q18).** Ujemne przepływy operacyjne są spowodowane zwiększeniem stanu zapasów o PLN 30m. Wydatki inwestycyjne wyniosły PLN 4.1m (vs. PLN 2.0 w 1Q18)
- **Zadłużenie spółki wzrosło o PLN 37m vs. 4Q18 do PLN 190m.** Wzrost zadłużenia jest m. in. spowodowany wdrożeniem MSSF 16, co spowodowało wzrost pozostałych zobowiązań finansowych o PLN 18.9m. DN/EBITDA na koniec 1Q19 wyniósł 2.8x (kovenanty wyemitowanych przez spółkę obligacji wynoszą DN/EBITDA 3.5x)

Wyniki spółki oceniamy neutralnie. EBITDA i zysk netto były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Niższa marża brutto to naszym zdaniem efekt wyższej sprzedaży w segmencie katalizatorów samochodowych, co było wcześniej sygnalizowane przez zarząd. Jednakże negatywnie odbieramy ujemny poziom przepływów z działalności operacyjnej PLN -8.4m, spowodowany zwiększeniem stanu zapasów. Przypominamy również o konieczności spłaty przez spółkę obligacji zapadających w październiku br. PLN 24m (vs. gotówka w 1Q19 na poziomie PLN 20m).

Tabela 3. Elemental 1Q19

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	r/r	q/q	1Q19	vs. Vestor
Przychody	PLNm	372.6	443.5	427.9	540.2	<b>500.3</b>	34%	-7%	480.0	4%
Amortyzacja	PLNm	-2.3	-3.0	-2.7	-3.0	<b>-4.1</b>	77%	37%		
Zużycie materiałów i energii	PLNm	-6.4	-10.7	-12.2	-9.7	<b>-10.6</b>	65%	9%		
Usługi obce	PLNm	-6.8	-12.0	-10.9	-8.7	<b>-9.8</b>	44%	13%		
Wynagrodzenia i ubezpieczenia	PLNm	-10.3	-13.0	-12.8	-15.5	<b>-14.6</b>	42%	-6%		
Wartość sprzed. towarów i mat.	PLNm	-332.2	-388.4	-374.3	-485.3	<b>-445.4</b>	34%	-8%		
EBITDA	PLNm	14.7	16.1	17.5	16.0	<b>17.2</b>	17%	7%	16.8	2%
EBIT	PLNm	12.4	13.1	14.8	13.1	<b>13.1</b>	6%	0%	13.8	-5%
Przychody finansowe	PLNm	0.4	3.8	-0.8	-0.5	<b>1.7</b>	351%	-477%		
Koszty finansowe	PLNm	-3.1	-3.0	-1.6	-2.7	<b>-3.4</b>	7%	23%		
Podatek	PLNm	-1.8	-2.3	-2.0	-4.0	<b>-1.4</b>	-23%	-66%		
Zysk netto	PLNm	5.3	9.9	7.9	3.1	<b>6.1</b>	16%	100%	5.9	3%
marża EBITDA	%	3.9%	3.6%	4.1%	3.0%	<b>3.4%</b>				
marża EBIT	%	3.3%	3.0%	3.5%	2.4%	<b>2.6%</b>				
marża netto	%	1.4%	2.2%	1.8%	0.6%	<b>1.2%</b>				
Dług netto	PLNm	135.1	127.8	143.0	153.6	<b>190.3</b>	41%	24%		
DN/EBITDA	x	2.4	2.2	2.4	2.4	<b>2.8</b>	16%	19%		
CF operacyjny	PLNm	7.9	7.3	2.4	16.9	<b>-8.4</b>				
CF inwestycyjny	PLNm	-2.0	9.9	-15.2	-24.3	<b>-4.1</b>				
CF finansowy	PLNm	-9.6	0.2	-2.6	-1.4	<b>5.7</b>				

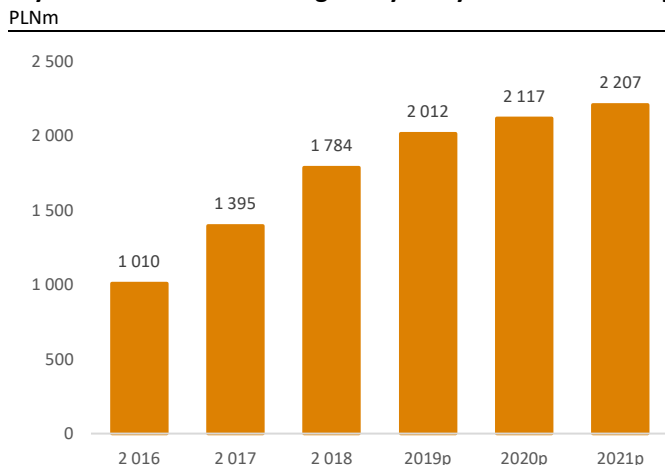
Źródło: Spółka, Vestor DM

## Prognoza na lata 2019-21p

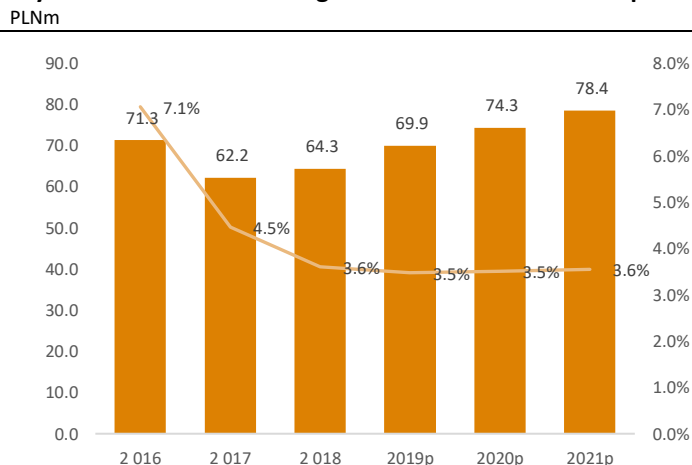
**Tabela 4. Elemental Holding 2016-2021p**

		2 016	2 017	2 018	2019p	2020p	2021p
Przychody	PLNm	1 010	1 395	1 784	2 012	2 117	2 207
EBITDA	PLNm	71.3	62.2	64.3	69.9	74.3	78.4
EBIT	PLNm	62.2	52.7	53.4	54.3	56.2	59.0
Zysk przed opodatkowaniem	PLNm	57.7	39.2	45.9	43.6	44.6	47.6
Zysk netto	PLNm	50.8	24.8	26.1	27.0	28.9	30.9
Marża EBITDA (%)	%	7.1%	4.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.6%
Marża Zysku Netto (%)	%	5.0%	1.8%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%
Przepływy z działalności operacyjnej	PLNm	16.0	-7.6	34.5	48.3	46.5	47.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	PLNm	-97.0	-63.7	-31.6	-10.6	-28.0	-28.0
Dług netto	PLNm	71.8	137.9	153.6	140.1	121.6	102.6
Dług netto/EBITDA (x)	x	1.0	2.2	2.4	2.0	1.6	1.3
Cykl konwersji zapasów	dni	41	42	37	37	37	37
Cykl konwersji należności	dni	43	34	34	30	29	29
Cykl rotacji zobowiązań	dni	20	17	19	19	19	19
Cykl konwersji gotówki	dni	64	59	52	48	47	47

Źródło: Spółka, Vestor DM

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


Źródło: Spółka, Vestor DM

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


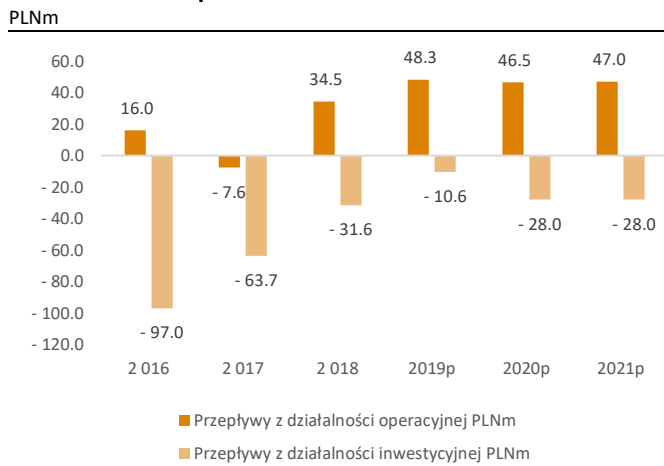
Źródło: Spółka, Vestor DM

**Tabela 5. Zmiana prognoz na lata 2019/21p**

	2019p			2020p			2021p		
	Nowe	Stare	różnica (%)	Nowe	Stare	różnica (%)	Nowe	Stare	różnica (%)
Przychody	2 012	1 892	6%	2 117	2 085	2%	2 207	2 254	-2%
EBITDA	70	77	-9%	74	85	-13%	78	93	-15%
EBIT	54	65	-17%	56	73	-23%	59	79	-26%
Zysk netto	27	37	-27%	29	43	-32%	31	47	-34%

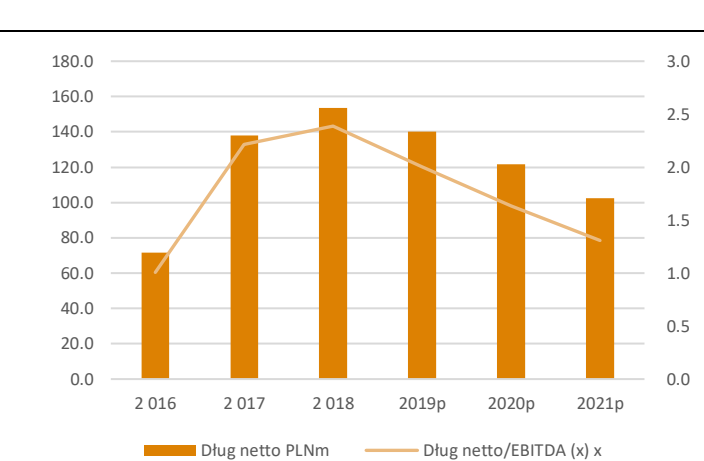
Źródło: Vestor DM

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



Źródło: Spółka, Vestor DM

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



Źródło: Spółka, Vestor DM

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**

Niniejszy materiał został przygotowany przez Vestor Dom Maklerski S.A. ("Vestor DM") z siedzibą w Warszawie, al. Jana Pawła II 22, 00-133 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000277384, NIP 1080003081, REGON 140943747, kapitał w wysokości 2 009 570 PLN, w całości wpłacony, podmiot podlegający przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r., poz. 1768 – j.t. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1639 – j.t. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2016 r., poz. 1289 – j.t. z późn. zm.).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Vestor DM otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług dla Emitenta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy nie licząc rekomendacji zawartej w niniejszym raporcie Vestor DM wydał: 1 rekomendację Kupuj, 2 rekomendacje Akumuluj, 2 rekomendacje Neutralnie, 0 rekomendacji Redukuj oraz 0 rekomendacji Sprzedaj. Oprócz powyższego Vestor DM wydał 6 rekomendacji, które nie wskazywały kierunku inwestycyjnego w tym 5 na podstawie zawartych umów o świadczenie usługi Equity Research Partner, publikacje handlowe w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, która nie wskazywała kierunku inwestycyjnego. Proporcja liczby emitentów instrumentów finansowych odpowiadających łącznie każdemu z wymienionych kierunków rekomendacji, dla których to Vestor DM, w okresie ostatnich 3 miesięcy, świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej wynosi 27 % (włączając raporty wydane w ramach usług Equity Research Partner).

OSTATNIA REKOMENDACJA DOTYCZĄCA ELEMENTAL HOLDING S.A. ZOSTAŁA WYDANA W DNIU 12 LUTEGO 2019 ROKU I NIE WSKAZYWAŁA KIERUNKU REKOMENDACYJNEGO.

Dodatkowe informacje dostępne są na życzenie.

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



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

Vestor DM jest autorem tego dokumentu.

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

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

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

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

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

- i. **Niezależność działania:** zapewnienie niezależności działania każdej jednostki organizacyjnej Vestor DM, w tym jej pracowników. Niezależność ta oznacza w szczególności, że (i) nie istnieje możliwość wywierania niekorzystnego wpływu osób trzecich na sposób wykonywania przez pracowników i osoby powiązane czynności związanych z prowadzeniem działalności przez Dom Maklerski, (ii) zakres zadań danej jednostki organizacyjnej jest przypisany wyłącznie tej jednostce organizacyjnej i nie krzyżuje się z zakresem zadań innych jednostek organizacyjnych Domu Maklerskiego;
- ii. **Niezależność wynagrodzeń:** Dom Maklerski zapobiega (i) powstawaniu bezpośrednich zależności pomiędzy wysokością Wynagrodzeń pracowników i osób powiązanych wykonujących określone czynności z zakresu prowadzonej działalności, z wynagrodzeniem lub zyskami osiąganymi przez osoby wykonujące czynności innego rodzaju, które stanowią lub mogą stanowić źródło Konfliktu Interesów, jak również (ii) bezpośredniej zależności pomiędzy wynikami działalności pracowników i osób powiązanych, a ich wynagrodzeniem opartej wyłącznie na zasadach ilościowych, bez uwzględnienia kryteriów jakościowych wykonywanej działalności;
- iii. **Efektywny nadzór:** zapewnienie nadzoru nad pracownikami i osobami powiązanymi wykonującymi w ramach swoich podstawowych zadań czynności na rzecz i w imieniu Klientów, w zakresie działalności prowadzonej przez Dom Maklerski, które to czynności powodują lub mogą powodować wystąpienie sprzeczności interesów pomiędzy Klientami, interesami Klienta a Domu Maklerskiego, jednostek i osób powiązanych lub pracowników, w tym:
  - a) system sprawozdawczości wewnętrznej zapewniający niezwłoczne informowanie osób odpowiedzialnych za nadzorowanie przestrzegania zasad określonych w Regulaminie o przypadku wystąpienia konfliktu interesów lub ryzyku jego powstania,
  - b) nadzór nad transakcjami własnymi dokonywanymi przez pracowników lub osoby powiązane, okresowe przeglądy i oceny skuteczności wdrożonych przez Dom Maklerski systemów kontrolnych i procedur; prowadzenie wymaganych prawem rejestrów oraz ewidencji, przede wszystkim rejestru Konfliktów Interesów związanych z istotnym ryzykiem naruszenia interesów Klienta
  - c) obowiązek uzyskiwania odpowiednich zgód na warunki i sposób świadczenia przez Dom Maklerski usług na rzecz jednostek powiązanych, jak również informowania odpowiedniej jednostki o zamiarze świadczenia takich usług i zapewnienia bieżącego wglądu odpowiedniej jednostki w czynności związanych z ich świadczeniem.
- iv. **Odmowa działania:** prawo odmowy przez Dom Maklerski podjęcia działań na rzecz klienta, jeżeli z uwagi na zaangażowanie w określone działania na rzecz innego klienta, a w przypadku wykonywania określonych funkcji również na rzecz tego samego klienta, Vestor DM nie może skutecznie zarządzać konfliktami interesów, bądź uniemożliwiają to ograniczenia prawne lub inne regulacje wewnętrzne Vestor DM;
- v. **Podział funkcji:** organizacja zadań pracowników lub osób powiązanych mająca na celu wyeliminowanie przypadków jednoczesnego lub bezpośrednio po sobie następującego wykonywania przez danego pracownika lub osobę powiązaną zadań w ramach różnych usług świadczonych przez Dom Maklerski, jeśli mogłoby to mieć negatywny wpływ na prawidłowe zarządzanie konfliktami interesów, jak również wyłączenie osób powiązanych z procesu podejmowania decyzji związanych ze świadczeniem przez Dom Maklerski usług na rzecz danej jednostki powiązanej;
- vi. **Chińskie mury:** Dom Maklerski podejmuje wszelkie działania, aby zapobiegać przepływowi informacji pomiędzy pracownikami lub osobami powiązanymi wykonującymi w ramach działalności prowadzonej przez Dom Maklerski określone czynności, które powodują lub mogą powodować powstanie konfliktu interesów, w przypadku, gdy taka wymiana informacji może zaszkodzić interesom klienta lub klientów, lub zapewnia nadzór nad takim przepływem informacji, gdy przepływ taki jest konieczny. W ramach Domu Maklerskiego funkcjonują systemy i procedury wewnętrzne mające na celu zapobieżenie nieuprawnionemu dostępowi do informacji wewnętrznych o charakterze niepublicznym i zapobiegające ich ujawnieniu lub niewłaściwemu wykorzystaniu, w tym również zapobieganie przepływowi informacji pomiędzy pracownikami lub osobami powiązanymi, zaangażowanymi w poszczególne czynności, jak również mające na celu kontrolę uprawnionego dostępu do ww. informacji (tzw. „chińskie mury”). Dom Maklerski ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji, o których mowa w zdaniu poprzedzającym, oraz zapobiega niewłaściwemu wykorzystaniu lub ujawnieniu informacji tego rodzaju.

Informacja, o podstawach na których oparta została wycena:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Metoda ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV - risk-adjusted net present value) jest metodą stosowaną do prognozy przyszłych przepływów pieniężnych w ryzykownych projektach. W wycenie spółek biotechnologicznych, polega ona na ważeniu przepływów pieniężnych w poszczególnych fazach rozwoju leku prawdopodobieństwem sukcesu w danej fazie. Głównymi zaletami tej metody jest uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu. Wadami tej metody jest duża ilość założeń i wysoki poziom skomplikowania obliczeń.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacjach:

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

P/BV – cena/wartość księgową

BV – wartość księgową

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

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

EBIT - zysk operacyjny

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

ROE – zwrot na kapitale własnym

ROA – zwrot na aktywach

COE – koszt kapitału własnego

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

L-F-L – wzrost na wartościach porównywalnych

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

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

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

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

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

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

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

Nr.	Spółka	Data rekomendacji	Analityk	TP	Cena bieżąca na godz. upublicznienia rekomendacji	Rekomendacja	Horyzont
29/2018	Archicom	2018-05-24	Marek Szymański	23.0	15.9	Brak	12M
30/2018	PKO BP	2018-05-25	Michał Fidelus	42.0	38.9	Neutralnie	12M
31/2018	Warimpex	2018-05-28	Marek Szymański	8.3	6.0	Brak	12M
32/2018	Handlowy	2018-06-20	Michał Fidelus	81.0	67.0	Kupuj	12M
33/2018	Dom Development	2018-06-25	Marek Szymański	90.0	86.0	Neutralnie	12M
34/2018	Atal	2018-06-25	Marek Szymański	43.0	37.0	Akumuluj	12M
35/2018	LC Corp	2018-06-25	Marek Szymański	3.0	2.4	Kupuj	12M
36/2018	Lokum Deweloper	2018-06-25	Marek Szymański	25.0	18.8	Kupuj	12M
37/2018	CCC	2018-07-16	Marek Szymański	280.0	204.0	Kupuj	12M
38/2018	LPP	2018-07-16	Marek Szymański	9200.0	9105	Neutralnie	12M
39/2018	PKN	2018-07-19	Beata Szparaga-Waśniewska	104.0	81.06	Kupuj	12M
40/2018	CD Projekt	2018-07-25	Maciej Hebda	231.0	208.00	Akumuluj	12M
41/2018	11 bit studios	2018-07-25	Michał Wojciechowski	511.0	426.0	Kupuj	12M
42/2018	PlayWay	2018-07-25	Maciej Hebda	195.0	149.0	Kupuj	12M
43/2018	Millennium	2018-07-30	Michał Fidelus	9.3	8.9	Neutralnie	12M
44/2018	BZ WBK	2018-08-02	Michał Fidelus	410.0	378.2	Akumuluj	12M
45/2018	Synektik	2018-08-07	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	14.9	Kupuj	12M
46/2018	ML System	2018-08-28	Maciej Hebda	38.6	33.3	Brak	12M
47/2018	CD Projekt	2018-08-29	Maciej Hebda	228.0	219.2	Neutralnie	12M
48/2018	11 bit studios	2018-09-03	Michał Wojciechowski	386.0	380.0	Neutralnie	12M
49/2018	Alior	2018-09-05	Michał Fidelus	85.0	66.9	Kupuj	12M
50/2018	British Automotive Holding	2018-09-05	Marek Szymański	2.2	1.9	Brak	12M
51/2018	Wielton	2018-09-12	Marcin Górnik	15.5	9.7	Kupuj	12M
52/2018	Atal	2018-09-13	Marek Szymański	41.0	31.5	Kupuj	12M
53/2018	PKN	2018-09-14	Beata Szparaga-Waśniewska	109.0	99.4	Neutralnie	12M
54/2018	Ten Square Games	2018-09-20	Maciej Hebda	116.0	96.5	Kupuj	12M
55/2018	Archicom	2018-09-21	Marek Szymański	20.5	13.2	Brak	12M
56/2018	Marvipol	2018-09-21	Marek Szymański	8.0	3.5	Brak	12M
57/2018	PlayWay	2018-09-25	Maciej Hebda	177	151	Kupuj	12M
58/2018	JSW	2018-10-01	Marcin Górnik	72.7	66.2	Neutralnie	12M
59/2018	Bogdanka	2018-10-01	Marcin Górnik	69.2	60.0	Akumuluj	12M
60/2018	4fun Media	2018-10-29	Michał Wojciechowski	20.5	13.0	Brak	12M
61/2018	Elemental Holding	2018-11-14	Marcin Górnik	1.8	1.1	Brak	12M
62/2018	CD Projekt	2018-11-15	Maciej Hebda	202	146.5	Kupuj	12M
63/2018	Lokum Deweloper	2018-11-15	Marek Szymański	26.0	17.4	Kupuj	12M
64/2018	CCC	2018-11-16	Marek Szymański	260	182	Kupuj	12M
65/2018	11 bit studios	2018-11-19	Michał Wojciechowski	270	247	Neutralnie	12M
66/2018	LC Corp	2018-11-22	Marek Szymański	3.2	2.5	Kupuj	12M
67/2018	ML System	2018-11-22	Maciej Hebda	35.3	27.1	Brak	12M
68/2018	LPP	2018-11-26	Marek Szymański	8600	7850	Akumuluj	12M
69/2018	PlayWay	2018-11-27	Maciej Hebda	172	140	Kupuj	12M
70/2018	Atal	2018-12-10	Marek Szymański	38.0	29.7	Kupuj	12M
71/2018	Dom Development	2018-12-10	Marek Szymański	75.0	65.6	Akumuluj	12M
72/2018	Archicom	2018-12-10	Marek Szymański	19.0	11.9	Brak	12M
73/2018	PKO BP	2018-12-10	Michał Fidelus	45.0	40.6	Akumuluj	12M
74/2018	Pekao	2018-12-10	Michał Fidelus	139.0	108.6	Kupuj	12M
75/2018	Santander Bank Polska	2018-12-10	Michał Fidelus	395.0	353.0	Akumuluj	12M
76/2018	mBank	2018-12-10	Michał Fidelus	440.0	429.0	Neutralnie	12M
77/2018	ING BSK	2018-12-10	Michał Fidelus	197.0	180.0	Akumuluj	12M
78/2018	Handlowy	2018-12-10	Michał Fidelus	75.6	70.0	Neutralnie	12M
79/2018	Millennium	2018-12-10	Michał Fidelus	9.7	9.1	Neutralnie	12M
80/2018	Alior Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	70.0	55.2	Kupuj	12M
81/2018	Getin Noble Bank	2018-12-10	Michał Fidelus	0.76	0.31	Kupuj	12M
82/2018	Selvita	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	49.0	Brak	12M
83/2018	Celon Pharma	2018-12-12	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	32.4	Neutralnie	12M
84/2018	Warimpex	2018-12-21	Marek Szymański	8.0	4.6	Brak	12M
1/2019	PKO BP	2019-01-10	Michał Fidelus	45.0	40.9	Akumuluj	12M
2/2019	PEKAO	2019-01-10	Michał Fidelus	140.0	113.1	Kupuj	12M
3/2019	SANTANDER	2019-01-10	Michał Fidelus	401.0	369.2	Akumuluj	12M
4/2019	MBANK	2019-01-10	Michał Fidelus	439.0	427.0	Neutralnie	12M
5/2019	ING	2019-01-10	Michał Fidelus	197.0	185.8	Neutralnie	12M
6/2019	HANDLOWY	2019-01-10	Michał Fidelus	74.5	69.2	Neutralnie	12M
7/2019	MILLENNIUM	2019-01-10	Michał Fidelus	9.7	9.0	Neutralnie	12M
8/2019	ALIOR BANK	2019-01-10	Michał Fidelus	70.0	56.2	Kupuj	12M
9/2019	GETIN NB	2019-01-10	Michał Fidelus	0.8	0.4	Kupuj	12M
10/2019	PKN ORLEN	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	108.0	107.5	Neutralnie	12M
11/2019	LOTOS	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	68.0	90.7	Sprzedaj	12M
12/2019	LPP	2019-01-10	Marek Szymański	8 600.0	8 140.0	Akumuluj	12M
13/2019	CCC	2019-01-10	Marek Szymański	260.0	186.4	Kupuj	12M

14/2019	LW BOGDANKA	2019-01-10	Marcin Górnik	62.6	54.7	Akumuluj	12M
15/2019	JSW	2019-01-10	Marcin Górnik	56.6	68.3	Sprzedaj	12M
16/2019	CD PROJEKT	2019-01-10	Maciej Hebda	222.0	153.7	Kupuj	12M
17/2019	11 BIT	2019-01-10	Michał Wojciechowski	288.0	268.0	Neutralnie	12M
18/2019	PLAYWAY	2019-01-10	Maciej Hebda	174.0	151.0	Kupuj	12M
19/2019	TEN SQUARE	2019-01-10	Maciej Hebda	75.6	83.4	Redukuj	12M
20/2019	CELON PHARMA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	33.0	30.5	Neutralnie	12M
21/2019	SELVITA	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	85.0	52.0	Brak	12M
22/2019	SYNEKTIK	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	20.0	9.1	Kupuj	12M
23/2019	DOM DEV.	2019-01-10	Marek Szymański	75.0	63.0	Kupuj	12M
24/2019	LC CORP	2019-01-10	Marek Szymański	2.8	2.4	Kupuj	12M
25/2019	ARCHICOM	2019-01-10	Marek Szymański	18.8	11.2	Brak	12M
26/2019	WARIMPEX	2019-01-10	Marek Szymański	8.0	4.7	Brak	12M
27/2019	ATAL	2019-01-10	Marek Szymański	38.0	28.0	Kupuj	12M
28/2019	LOKUM	2019-01-10	Marek Szymański	23.5	15.0	Kupuj	12M
29/2019	WIELTON	2019-01-10	Marcin Górnik	14.6	9.8	Kupuj	12M
30/2019	AC AUTOGAZ	2019-01-10	Marcin Górnik	48.4	43.8	Akumuluj	12M
31/2019	ELEMENTAL HOLDING	2019-01-10	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
32/2019	APLISENS	2019-01-10	Michał Wojciechowski	13.5	10.1	Kupuj	12M
33/2019	VIGO SYS.	2019-01-10	Beata Szparaga-Waśniewska	400.0	279.0	Brak	12M
34/2019	ML SYSTEM	2019-01-10	Maciej Hebda	35.8	28.0	Brak	12M
35/2019	KRUK	2019-01-10	Michał Fidelus	239.0	165.6	Kupuj	12M
36/2019	4FUN MEDIA	2019-01-10	Michał Wojciechowski	21.7	12.6	Brak	12M
37/2019	Elemental Holding	2019-02-12	Marcin Górnik	1.8	1.4	Brak	12M
38/2019	JSW	2019-02-12	Marcin Górnik	62	59	Neutralnie	12M
39/2019	PKO BP	2019-03-25	Michał Fidelus	43	38.7	Akumuluj	12M
40/2019	4FUN MEDIA	2019-03-26	Michał Wojciechowski	21.8	11.0	Brak	12M
41/2019	KGHM	2019-03-29	Marcin Górnik	117.0	104.0	Akumuluj	12M
42/2019	GETIN NB	2019-04-03	Michał Fidelus	0.7	0.7	Neutralnie	12M
43/2019	BOGDANKA	2019-04-16	Marcin Górnik	60.0	45.0	Kupuj	12M
44/2019	4FUN MEDIA	2019-04-29	Michał Wojciechowski	18.2	12.9	Brak	12M
45/2019	ARCHICOM	2019-05-15	Jakub Jaworski	19.4	13.8	Brak	12M
46/2019	WARIMPEX	2019-05-21	Marcin Górnik	9.1	5.8	Brak	12M
47/2019	SELVITA	2019-05-23	Beata Szparaga-Waśniewska	87	59.4	Brak	12M
48/2019	ML SYSTEM	2019-06-03	Maciej Hebda	32.2	20.0	Brak	12M