mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 27 listopada 2017 | komentarz specjalny

Elemental – Podsumowanie po wynikach 3Q17

Pozycjonowanie: równoważ | cena bieżąca: 2,35 PLN

EMT PW; EMTP.WA | Przemysł metalowy, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Podsumowanie konferencji wynikowej:

- W 4Q'17 w opinii Zarządu Elemental Holding **otoczenie rynkowe uległo wyraźnej poprawie względem 3Q'17** szczególnie w segmentach SAC (katalizatory) oraz metali kolorowych. Spółka dostrzega, że rozpoczęta w 2Q'17 roku wojna cenowa na rynku katalizatorów w Niemczech znacząco osłabła (jeden z dwóch dużych graczy w 3Q'17 zaprzestał walki cenowej, a drugi zmniejszył presję w 2Q'17). W metalach kolorowych odbicie cen na rynku zwiększyło strumień dostępnych odpadów, co również miało pozytywny wpływ na realizowane marże. Praktycznie **w 3Q'17 najgorszy pod względem wygenerowanego wyniku był lipiec**, w kolejnych miesiącach sytuacja poprawiła się i Spółka nadrabiała stracony wynik.
- Spółka w 4Q'17 dostrzega znaczącą poprawę otoczenia rynkowego względem 2Q'17 i 3Q'17. Duża ilość nagromadzonych zapasów na koniec 3Q'17 powinna przekładać się na **poprawę wyniku EBITDA** do poziomów widzianych kwartalnie w 2016 roku.
- Zarząd Elemental obecnie prowadzi rozmowy na temat **przejęć z dwoma potencjalnymi podmiotami**. Pierwszy jest zlokalizowany w Europie Zachodniej w segmencie SAC (katalizatory). Roczna sprzedaż, to około **20 mln EUR**, a EBITDA nieco ponad **1 mln EUR**. Drugi z podmiotów zlokalizowany jest w Holandii i działa w segmentach PCB (nadrukowane płytki elektroniczne) oraz SAC (katalizatory). Holenderski podmiot generuje sprzedaż na poziomie **17 mln EUR** oraz EBITDA w granicach **0,9-1,1 mln EUR**. W ostatnim czasie wcześniejsze akwizycje Elemental realizował na wskaźnikach **>7 EV/EBITDA**.
- Na początku 4Q'17 Elemental Holding nawiązał współpracę z **BGK TFI** w sprawie współpracy nad przyszłymi akwizycjami oraz pozyskiwaniem środków na dalszy rozwój. Elemtal planuje sprzedać na rzecz BGK TFI **49%** udział w kontrolowanym litewskim **EMP Recycling**. Wcześniej Elemental odkupił od poprzedniego właściciela po ustalonym wskaźniku **6,6xEBITDA** wykonując opcję PUT. Elemental liczy, że uda się sprzedać mniejszościowy pakiet EMP Recycling do BGK TFI po wskaźniku wyższym niż realizowana była opcja PUT (zdaniem Zarządu wycena podobnych firm na rynku wzrosła od momentu zakupu EMP kilka lat wcześniej). Zarząd widzi szanse na zaangażowanie BGK TFI przy innych podobnych projektach inwestycyjnych. Tego typu transakcje umożliwią uzyskanie dodatkowych środków na rozwój przy kontroli 100% strumienia odpadów.
- Zarząd po przejęciu dwóch analizowanych podmiotów w 2018 roku chce skupić się nad **optymalizacją modelu zarządzania organizacją oraz usprawnieniem struktury finansowania** Grupy. Zarząd chce skorzystać z opcji faktoringu odwróconego (kilkanaście mln EUR). Spółka utrzymuje, że wciąż celem pozostaje utrzymanie wskaźnika długu netto do EBITDA na poziomie max **2,0x**.
- Przejęciu dwóch analizowanych pod względem akwizycji podmiotów może się zdaniem Zarządu przy bieżących trendach rynkowych przełożyć na wartość obrotów na poziomie **1,5 mld PLN** i marży EBITDA na poziomie z 2016 roku (**7,1%**). Wówczas implikowałoby to **ponad 100 mln EBITDA w 2018 roku**.
- Elemental obecnie kończy testy linii samplingowej do recyklingu płytek nadrukowanych PCB w Bydgoszczy. Zarząd zakłada, że inwestycja ruszy na znaczącym obłożeniu w **IH'18** (łączne moce, to 24 tys. ton rocznie). Instalacja powinna się przełożyć na **pozytywne przepływy z działalności operacyjnej w 2Q'18 i 3Q'18**.
- Obecnie Elemental kontroluje około **20%** europejskiego rynku SAC (40% w Polsce), **5%** europejskiego rynku PCB (40% w Polsce) oraz **20%** polskiego rynku WEEE. Po przecięciu dwóch wyżej wymienionych podmiotów Elemental prawdopodobnie osiągnie pozycje lidera na rynku PCB i SAC w Europie.
- Elemental chce zainwestować ok. **10 mln EUR** w ciągu 1,5 roku w linie produkcyjne i linię samplingową w Bydgoszczy. Projekt ten zakłada zakup 4 - 5 linii do przetwarzania zużytych katalizatorów samochodowych oraz budowę linii samplingowej dla układów drukowanych. W rozważanym drugim etapie Elemental przeznaczy ok. **20 mln EUR** na budowę dwóch pieców do obróbki termicznej katalizatorów i płytek. W ramach inwestycji planowane są dwa przedsięwzięcia. Bodowa instalacji do Pyrolizy (**za 15 mln EUR**), która przełoży się na wzrost marży operacyjnej segmentu PCB o około **2%** oraz umocni barierę wejścia na rynek PCB dla innych podmiotów. Przygotowanie projekt będzie mieć miejsce w 2018 roku, natomiast decyzja o ewentualnej inwestycji będzie mieć miejsce w 2019 roku. W przypadku drugiej inwestycje Elemental rozważa budowę pieca plazmowego (**za 5 mln EUR**), co spowoduje wzrost marży operacyjnej o **1,5%** segmentu katalizatorów. Projekt umożliwi zwiększenie konkurencyjności i możliwości dalszej konsolidacji rynku katalizatorów (SAC). Podobnie jak w przypadku pierwszego projektu prace projektowe przewidziano na 2018 rok, a decyzja o ewentualnej inwestycji może zapaść w 2019 roku.

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

mBank 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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Capital Park, Erbud, Ergis, Kruk, Polski Bank Komórek Macierzystych, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Eurocash, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Orange Polska, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank 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 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 stosowanych w rekomendacjach:
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.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl