

Elemental Holding

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Grupy Kapitałowej Elemental Holding pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji. Z przeprowadzonej analizy płyną następujące wnioski:

- Od momentu zakończenia 3Q 16 do wykupu obligacji serii EMT1017 naszym zdaniem Grupa Kapitałowa poniesie znaczące wydatki z tytułu: (i) nabycia udziałów w trzech spółkach (łącznie koszt szacujemy na 40-80 mln zł), (ii) rozbudowy zakładu w Bydgoszczy o linię samplingową (koszt ok. 36 mln zł być może będzie współfinansowany przez podmiot spoza EMT) oraz (iii) realizacji opcji call dotyczącej nabycia 49% udziałów w EMP Recycling (ok. 15 mln zł). Dodatkowo, nie są znane warunki na jakich zostało zawarte porozumienie z właścicielem Evcilera, które pozwoliło na reorganizację grupy EMT. Na koniec 3Q 16 skonsolidowany poziom gotówki wyniósł 112 mln zł, a więc wg naszych założeń był on niewystarczający do pokrycia ww. wydatków i wykupu obligacji.
- EMT generuje przepływy pieniężne z działalności operacyjnej („CFO”), które ulegają sporym wahaniom i w analizowanym okresie (od 2012 r.) zawsze osiągały niższą wartość od skorygowanego wyniku EBITDA. Największy wpływ na zmiany w CFO miały zmiany w należnościach i zapasach, niemniej ryzyko szybkiego zepsucia się towarów uważamy za niskie.
- Wśród należności handlowych aż 43% (43 mln zł) stanowią należności przeterminowane (jedynie 5% należności jest przeterminowanych o ponad 60 dni). Warto analizować strukturę należności w kolejnych kwartałach, ponieważ zwiększanie się udziału należności przeterminowanych o ponad 60 dni może zwiększać ryzyko odpisów. Analiza pozostałych kosztów operacyjnych wskazuje, że odpisy i rezerwy na należności pojawiły się, gdy w kwartale poprzedzającym udział należności przeterminowanych powyżej 60 dni oscylował w okolicach 10%.
- Dotychczas Grupa Kapitałowa utrzymywała wysokie wskaźniki płynności i spodziewamy się, że w dalszym ciągu będzie utrzymywać tę strategię, ale aby było to możliwe przy bieżącym harmonogramie płatności niezbędne może się okazać refinansowanie/pozyskanie długu lub zmniejszenie kapitału obrotowego, głównie przez sprzedaż zapasów lub windykację należności.

Skorygowane* wskaźniki zadłużenia i płynności

	2014	2015	LTM**
Dług netto / EBITDA	0,90	0,65	0,46
Dług netto / CFO	1,00	<0	2,34
Dług netto / Kapitały własne	0,11	0,09	0,06
Wskaźnik płynności gotówkowej	1,4	1,3	1,1

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM, *zadłużenie finansowe oraz kapitały własne skorygowano o zobowiązania z tytułu opcji Evciler, wynik EBITDA skorygowano o pozostałe przychody i koszty operacyjne, w krótkoterminowych zobowiązaniach uwzględniono opcje EMP, **LTM - okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

PROFIL SPÓŁKI:

Grupa Kapitałowa działa na międzynarodowym rynku recyklingu (w tym Zużytego Sprzętu Elektrycznego oraz Elektronicznego) i obrotu surowcami. Na rynku pełni funkcję zbierającego, transportującego, zakładu przetwarzania oraz recyklera.

Outstanding obligacji:

Łącznie notowane 2 serie o wartości nominalnej 50 mln zł

EMT1017: 26 mln zł
EMT1019: 24 mln zł

Opis Elemental Holding

Grupa Kapitałowa Elemental Holding („Elemental Holding”, „Emitent”, „Holding”, „Spółka”, „EMT”, „GK”) działa w branży recyklingu i obrotu surowcami wtórnymi. Emitent prowadzi działalność za pośrednictwem zakładów recyklingu i międzynarodowej sieci punktów skupu. Specjalizacją GK jest obrót i przetwarzanie metali nieżelaznych pochodzących przede wszystkim z układów elektronicznych. Dodatkowo, GK intensywnie rozwija (poprzez akwizycje) działalność na rynku recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych (SAC). Holding dostarcza przetworzony surowiec do hut, odlewni oraz rafinerów odzyskujących metale szlachetne z dostarczonego materiału. Według danych Spółki łączny wolumen pozyskanych przez Grupę metali nieżelaznych i odpadów elektronicznych w 2015 r. przekroczył 150 tys. ton, co dało EMT pozycję lidera w Polsce. W tabeli poniżej znajduje się lista kluczowych spółek wchodzących w skład GK.

Nazwa spółki	Specjalizacja	Obszar działalności	Udział EMT
Syntom	recykling metali nieżelaznych; skup, transport oraz obrót surowców	Polska, Niemcy, Czechy	100%
Tesla Recycling	recykling układów scalonych i drukowanych oraz elektrośmieci	Polska	100%
Terra Recycling	przetwarzanie zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego	Polska	100%
EMP Recycling	przetwarzanie zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego oraz katalizatorów samochodowych	Litwa	51%
Metal Holding	handel metalami nieżelaznymi i żelaznymi	Słowacja	95%
Evciler Chemical, Mining & Precious Metals Industry & Trade	zbieranie, demontaż i pośrednictwo w recyklingu elektrośmieci i katalizatorów	Turcja	19%
Evciler & Elemental Recycling Middle East DMCC	zbieranie, demontaż i pośrednictwo w recyklingu elektrośmieci i katalizatorów	Niemcy, Afryka, Bliski Wschód, Azja	100%
PGM Group	recykling katalizatorów samochodowych	Polska	51%
Kat-Metal	recykling elektroniki, katalizatorów samochodowych i akumulatorów	Finlandia + inne kraje skandynawskie	51%
AWT Recycling	recykling katalizatorów samochodowych	Anglia	51%
Platinum MM	recykling zużytych katalizatorów samochodowych oraz filtrów DPF	Polska	większościowy

Źródło: Spółka

Do głównych segmentów rynku, na których działają spółki tworzące Holding, zalicza się:

1. Recykling układów scalonych i drukowanych oraz przetwarzanie elektrośmieci – odzysk surowców wielokrotnego użytku i rzadkich metali z elektroniki, urządzeń gospodarstwa domowego i sprzętu RTV
2. Hurtowy handel metalami nieżelaznymi i szlachetnymi – pozyskiwanie i obrót surowcem metali nieżelaznych (aluminium, miedź, ołów, cynk) i ich stopów (mosiądz, brąz) oraz metali szlachetnych (platyna, złoto, srebro)
3. Recykling metali nieżelaznych – odzyskiwanie metali nieżelaznych ze zużytego sprzętu elektronicznego i elektrycznego, odpadów produkcyjnych, elementów konstrukcji pochodzących z rozbiórki, odpadów komunalnych, wyeksploatowanych samochodów, maszyn, urządzeń oraz ich części
4. Skup, transport oraz obrót surowcami wtórnymi stali i metali kolorowych – dostarczanie za pośrednictwem placówek i zaplecza logistycznego Spółki przetworzonych surowców do hut i odlewni
5. Recykling zużytych katalizatorów samochodowych (SAC), odzysk metali szlachetnych (platyna, pallad, rod) – dostarczanie surowca do rafinerów i producentów katalizatorów.

6. Obrót międzynarodowy metalami nieżelaznymi – współpraca z międzynarodowymi firmami w zakresie zakupu i sprzedaży przetworzonych surowców metali nieżelaznych

Elemental Holding współpracuje z globalnymi konglomeratami ws. rozwoju technologii. Emitent ma podpisane porozumienie z Toyotsu Recycle Corporation, tj. spółką zależną Toyoty – największego na świecie producenta samochodów osobowych, ws. wymiany know-how i współpracy w zakresie recyklingu zużytych katalizatorów samochodowych (Spent Automotive Catalysts – SAC). Dodatkowo, Spółka porozumiała się z JX Nippon Mining & Metals Corporation ws. wymiany informacji i możliwości współpracy w zakresie recyklingu płytek drukowanych (Printed Circuit Board). Współpraca z koncernami docelowo ma skutkować rozszerzeniem działalności Holdingu o przetop surowców, jednak Spółka wskazuje, że poszerzenie działalności nie nastąpi w najbliższej przyszłości.

Historia Holdingu zaczęła się w 2008 r., gdy obecny prezes i udziałowiec EMT założył spółkę Synergis Metalrecycling. Dwa lata później spółka zmieniła nazwę na Elemental Holding. W 2011 r. EMT przejęło dwie spółki: Tesla Recycling oraz Syntom. Rok później Elemental zadebiutował na rynku New Connect, a w 2013 r. został dokapitalizowany przez fundusz Enterprise Investors. Pod koniec 2013 r. przejęta została spółka Terra Recycling, a rok później Holding dokupił trzy spółki: EMP Recycling, Evciler oraz Metal Holding. Spółka PGM Group została przejęta w 2015 r., a spółki takie jak PGM Group, Kat-Metal, AWT Recycling oraz Platinum MM – w 2016 r. Pod koniec 2016 r. Holding poinformował o zbyciu 32% udziałów w Evciler (Turcja), pozostając na 19% udziale w spółce, jednak transakcja nastąpiła po reorganizacji grupy i włączeniu kluczowych aktywów podmiotu (Evciler & Elemental Recycling Middle East DMCC) do struktur Holdingu.

Poniższa tabela przedstawia strukturę akcjonariatu EMT na dzień 30 września 2016 r.

Akcjonariusz	Liczba akcji	Udział
ALTUS TFI SA*	35 797 865	21,00%
Ibah Holdings Limited**	22 196 257	13,02%
EVF I Investments S.a.r.l.***	15 714 712	9,22%
Nationale Nederlanden OFE	18 927 597	11,10%
TFI Aviva Investors Poland SA	10 717 311	6,29%
Pozostali	67 112 323	39,37%
Razem	170 466 065	100,00%

Źródło: skonsolidowane sprawozdanie finansowe EMT,

*po analizie zmian w akcjonariacie, według naszej najlepszej wiedzy są to przynajmniej w znacznej części pośrednie udziały prezesa Pawła Jarskiego

**spółka cypryjska, gdy w 2013 r. weszła do akcjonariatu EMT, kontrolowana była przez byłych udziałowców przejętej spółki Syntom. Ibah potrzebuje pisemnej zgody EVF I Investments S.a.r.l. do sprzedaży akcji EMT.

***fundusz venture capital w grupie Enterprise Investors

Rynek Zużytego Sprzętu Elektrycznego i Elektronicznego (ZSEE)

1. W Unii Europejskiej

Unijnym krajem w którym statystycznie powstaje w ciągu roku najwięcej odpadów na jednego mieszkańca są Niemcy (460 kg). Francuzi i Włosi produkują ok. 300 – 330 kg, natomiast Polacy ok. 250 – 300 kg odpadów. Na świecie najwięcej odpadów powstaje w Japonii (1 000 kg) oraz Stanach Zjednoczonych (864 kg).

Z upływem czasu w ogólnej masie odpadów wzrasta udział elektrośmieci, czego przyczyną należy dopatrywać się w postępie technologicznym, który doprowadził do rozpowszechnienia się komputerów, telefonów komórkowych i innych sprzętów elektronicznych. W 2007 r. 27 państw Unii Europejskiej wytworzyło ok 8-9 mln ton e-odpadów, podczas gdy 3 lata później zostało wytworzonych ok. 12 mln ton elektrośmieci. Wskaźniki zbiorów e-odpadów kształtowały się na poziomie ok. 25% - drobny sprzęt elektryczny i elektroniczny - oraz ok. 40% - większe urządzenia.

W 2003 r. został wprowadzony akt prawny UE dotyczący działania systemów zbierania ZSEE w celu zwiększenia ochrony środowiska. Za najistotniejszy cel Dyrektywy 2002/96/WE przyjęto ograniczenie ilości zużytych urządzeń elektrycznych i elektronicznych, a ponadto ponowne użycie, recykling oraz inne formy odzysku takiego złomu w taki sposób, aby ograniczyć ilość usuwanych odpadów. Dyrektywa narzuciła na państwa członkowskie podjęcie działań mających na celu ograniczenie ilości usuwanego ZSEE m.in. poprzez ustanowienie systemów umożliwiających odbiorcom końcowym oraz dystrybutorom nieodpłatny zwrot odpadów typu ZSEE czy też zapewnienie możliwości nieodpłatnego zwrotu ZSEE przez konsumentów końcowych do dystrybutorów przy zakupie nowego sprzętu.

W 2012 r. została opublikowana nowa dyrektywa ws. zużytego sprzętu elektrycznego i elektronicznego, która wprowadziła wyższe poziomy zbierania ZSEE oraz rozszerzyła zakres stosowania. W dwóch tabelach poniżej znajduje się podział sprzętu na kategorie i minimalne poziomy odzysku/recyklingu w podziale na okresy czasowe.

Kategoria produktowa	13.08.2012 - 14.08.2015		15.08.2015 - 14.08.2018	
	Odzysk (%)	Recykling (%)	Odzysk (%)	Recykling (%)
Wielkogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego	80	75	85	80
Małogabarytowe urządzenia gospodarstwa domowego	70	50	75	55
Sprzęt informatyczny i telekomunikacyjny	75	65	80	70
Sprzęt konsumencki i panele fotowoltaiczne	75	65	80	70
Sprzęt oświetleniowy	70	50	75	55
Narzędzia elektryczne i elektroniczne	70	50	75	55
Zabawki, sprzęt rekreacyjny i sportowy	70	50	75	55
Wyroby medyczne	70	50	75	55
Przyrządy do nadzoru i kontroli	70	50	75	55
Automaty wydające	80	75	85	80

Źródło: Dyrektywa 2012/19/UE

Kategoria produktowa	od 15.08.2018	
	Odzysk (%)	Recykling (%)
Sprzęt działający na zasadzie wymiany temperatury	85	80
Ekrany, monitory i sprzęt zawierający ekrany o powierzchni większej niż 100 cm ²	80	70
Lampy	n.d.	80
Sprzęt wielkogabarytowy (którykolwiek z zewnętrznych wymiarów przekraczający 50 cm)	85	80
Sprzęt małogabarytowy (żaden z zewnętrznych wymiarów nie przekracza 50 cm)	75	55
Małogabarytowy sprzęt informatyczny i telekomunikacyjny (żaden z zewnętrznych wymiarów nie przekracza 50 cm)	75	55

Źródło: Dyrektywa 2012/19/UE

Do końca 2018 r. będzie obowiązywał minimalny poziom zbierania w wysokości 45%, który obliczany jest na podstawie całkowitej masy zużytego sprzętu zebranego w danym roku w relacji do średniej masy sprzętu elektrycznego i elektronicznego wprowadzonego do obrotu w poprzednich trzech latach. Polska i niektóre inne kraje UE (Bułgaria, Czechy, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta, Rumunia, Słowenia i Słowacja), muszą osiągnąć poziom zbierania powyżej 40% średniej masy sprzętu elektrycznego i elektronicznego wprowadzonego do obrotu w poprzednich trzech latach.

Od 2019 r. minimalny roczny poziom zbierania wyniesie 65% średniej masy sprzętu elektrycznego i elektronicznego wprowadzonego do obrotu w trzech poprzedzających latach lub alternatywnie 85% masy zużytego sprzętu. Polska (wraz z ww. innymi krajami) może odroczyć termin osiągnięcia poziomu zbierania do nie później niż 14 sierpnia 2021 r.

2. W Polsce

Podstawowym aktem prawnym regulującym rynek ZSEE jest ustawa z 2005 r. wraz z jej późniejszą nowelizacją (z 2015 r.) stanowiącą implementację prawodawstwa unijnego.

Producent (wprowadzający sprzęt) ponosi odpowiedzialność za gospodarowanie odpadami, które powstają z produktów wprowadzanych przez niego na krajowy rynek nawet jeśli gospodarowanie będzie realizowane za pośrednictwem organizacji odzysku sprzętu elektrycznego i elektronicznego.

Sklepy o powierzchni przeznaczonej sprzedaży sprzętu elektrycznego i elektronicznego przekraczającej 400 m² są zobowiązane do nieodpłatnego przyjęcia małogabarytowego zużytego sprzętu pochodzącego z gospodarstw domowych (żaden z jego zewnętrznych wymiarów nie może przekraczać 25 cm) bez konieczności zakupu nowego urządzenia.

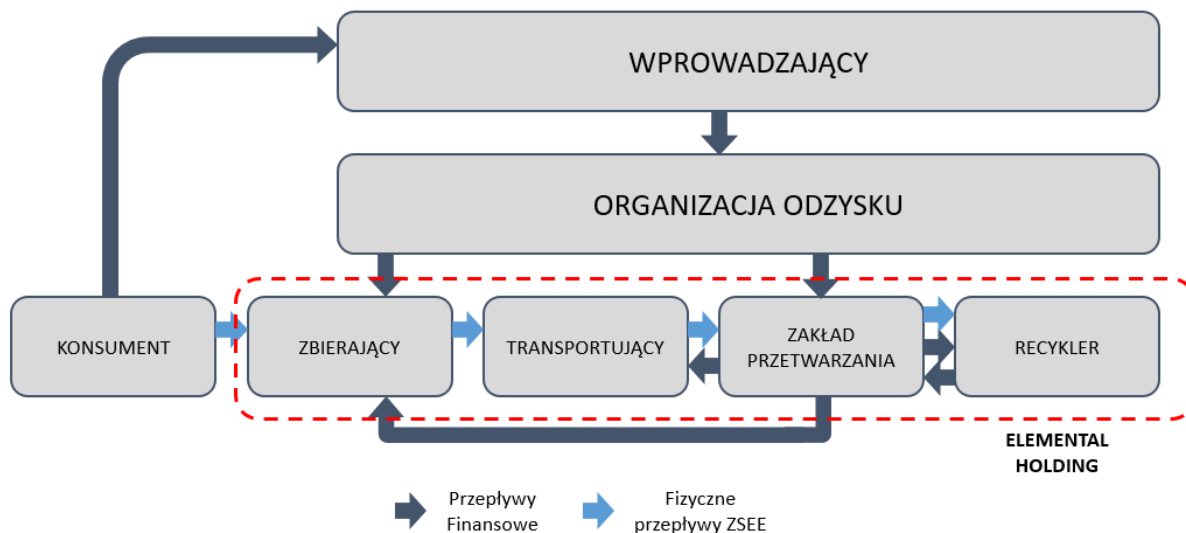
Wszystkie podmioty prowadzące działalność związaną z zagospodarowaniem ZSEE lub wprowadzające sprzęt na rynek mają obowiązek rejestracji w rejestrze prowadzonym przez Głównego Inspektora Ochrony Środowiska (GIOŚ). Podmioty wpisane do rejestru muszą prowadzić ewidencję obrotu nowym i ZSEE oraz przekazywać GIOŚ sprawozdania dotyczących swojej działalności. Obowiązek raportowania dotyczy wprowadzających sprzęt na rynek (lub organizacje odzysku w ich imieniu), podmiotów zbierających ZSEE, zakładów przetwarzania oraz podmiotów zajmujących się recyklingiem i innymi formami odzysku.

Konsumenci mogą oddawać do gminnych oraz prywatnych punktów zbierania dowolne ilości ZSEE. Istnieje możliwość oddania ZSEE przy zakupie nowego sprzętu. Podmioty wprowadzające sprzęt elektryczny i elektroniczny mają obowiązek odebrać od klienta (na życzenie klienta) analogiczny ZSEE w relacji 1:1, tj. pralkę za pralkę, lodówkę za lodówkę, itd. Można także oddać ZSEE do punktów skupów złomu.

Następnie firmy/instytucje posiadające zezwolenie na transport odpadów odbierają ZSEE z punktów zbierania. Sprzęt jest przewożony do zakładów przetwarzania.

Przetwarzanie ZSEE polega przede wszystkim na usuwaniu z niego składników niebezpiecznych i innych materiałów oraz części składowych wymagających specjalnego traktowania (np. freon, rtęć). Pozostała część ZSEE jest przetwarzana na surowce do wtórnego wykorzystania. Recyklerami są np. huty, do których z zakładów przetwarzania trafia złom.

System działania zbierania ZSEE w Polsce przedstawia poniższy wykres.



Źródło: Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

Grupa Kapitałowa pełni aż cztery funkcje przedstawione na ww. wykresie: zbierającego, transportującego, zakładu przetwarzania oraz recyklera. Integracja tych funkcji czyni EMT atrakcyjnym partnerem oraz umożliwia osiągnięcie synergii.

Poniższa tabela prezentuje dane dotyczące rynku ZSEE w Polsce (w tonach).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Wprowadzony sprzęt	556 471	564 179	447 725	487 108	515 667	481 231	486 180	518 868	536 914
Sprzęt zebrany	27 174	56 426	108 793	112 246	143 340	157 178	171 728	168 932	199 161
Sprzęt zebrany w kg/mieszkańca	0,7	1,5	2,7	2,8	3,55	3,88	4,25	4,15	4,92
Stosunek zebranego sprzętu do wprowadzonego	4,90%	10,00%	24,30%	23,00%	27,80%	32,66%	35,32%	34,75%	38,38%
Odpady z zużytego sprzętu poddane recyklingowi	15 086	22 138	87 884	88 162	129 054	133 701	129 771	127 190	138 262
Zużyty sprzęt przekazany do ponownego użycia	14	9	823	340	582	796	915	658	653

Źródło: Spółka, Główny Inspektorat Ochrony Środowiska

Rynek ZSEE powinien kontynuować swój rozwój z uwagi na:

- spodziewany wzrost wydatków na nowy sprzęt elektryczny i elektroniczny,
- spodziewany wzrost sprzętu zebranego z uwagi na większe wydatki na nowy sprzęt oraz wymogi narzucane przez UE,
- spodziewany wzrost odpadów z ZSEE poddawanych recyklingowi z uwagi na wymogi narzucane przez UE,
- możliwość oddania do sklepów „małego” sprzętu bez konieczności nabycia nowego towaru,
- możliwość oddania do sklepów „dużego” sprzętu przy nabyciu nowego towaru.

Rozwój

W 1. kwartale 2017 r. Spółka podpisała umowę inwestycyjną dotyczącą rozbudowy i modernizacji zakładu w Bydgoszczy. Zakład zostanie rozbudowany o linię samplingową (instalacja do wstępnego przetwarzania płytek drukowanych oraz analizy ich składu pod kątem zawartości metali), co będzie się wiązać z kosztami do 36 mln zł. Inwestycja ma zostać zakończona z końcem lipca 2017 r. W wywiadzie prasowym ze stycznia 2017 r. prezes EMT wspomniał o możliwej współpracy z BGK TFI w ramach rozwoju GK, dlatego nie wykluczamy, że fundusz będzie brał udział w tej inwestycji.

Pod koniec 2016 r. Emitent poinformował o zbyciu na rzecz podmiotu trzeciego 320 akcji spółki zależnej Evciler MDST A.S., które stanowiły 32% jej kapitału zakładowego. Warto dodać, że przed zbyciem spółki, część jej biznesu (prowadzonego przez firmę w Dubaju – Evciler & Elemental Recycling Middle East DMCC) odpowiadającą za 90% przychodów Evcilera została przeniesiona do funduszu luksemburskiego działającego w ramach GK Emitenta. Zmniejszenie udziału miało miejsce w spółce odpowiadającej za rynek turecki (10% przychodów Evcilera). Uważamy, że z punktu widzenia całej Grupy Kapitałowej cena sprzedaży udziałów w Evciler MDST A.S. była nieistotna.

Z końcem roku nastąpiła zmiana struktury holdingowej, która polegała na wniesieniu przez Elemental FIZ wszystkich akcji spółki zależnej Elemental Capital 1 S.C.Sp. do alternatywnego funduszu inwestycyjnego działającego na prawach Wielkiego Księstwa Luksemburga, w zamian za jednostki uczestnictwa tego funduszu. Do tego funduszu trafiły również wszystkie udziały spółki zależnej Evciler & Elemental Recycling B.V. Powyższa zmiana struktury była następstwem zmian w polskim prawie, które dotyczyły zasad opodatkowania FIZ i spółek komandytowych.

W 4. kwartale 2016 r. Holding dokonał trzech akwizycji:

- 51% akcji fińskiej spółki Kat-Metal działającej na rynku recyklingu elektroniki, katalizatorów samochodów i akumulatorów,
- 51% akcji angielskiej spółki AWT Recycling będącej recyklerem katalizatorów samochodowych,
- większościowego udziału polskiej spółki Platinum M.M., która jest recyklerem odpadów zawierających metale szlachetne – zużytych katalizatorów samochodowych oraz filtrów DPF.

Elemental Holding nie informował o parametrach ww. transakcji. Niemniej jednak w ww. wywiadzie prasowym prezes wspominał, że te spółki mogą wygenerować w 2017 r. ok. 200 mln zł przychodów oraz kilkanaście mln zł EBITDA. W marcu 2015 r. EMT zakupił udziały w spółce Evciler, gdzie cena transakcyjna implikowała wartość kapitałów własnych na poziomie blisko 22 mln dolarów, za spółkę która według wypowiedzi

reprezentantów Spółki miała generować około 4 mln dolarów zysku EBITDA rocznie. Szacując zadłużenie netto podmiotu na podstawie zmian zadłużenia i środków pieniężnych w walutach obcych Grupy na koniec 1Q 15 względem końca 2014 r. oczekujemy, że do transakcji doszło przy mnożniku EV/EBITDA zbliżonym do 6x. Przy racjonalnym w naszym przekonaniu założeniu, że transakcje przejęć z 4Q 16 dokonane zostały przy zbliżonych mnożnikach (zakładamy przedział 6-8x) nakłady inwestycyjne na te transakcje powinny oscylować w okolicach 40-80 mln zł.

Dodatkowo, w przypadku dwóch spółek (EMP Recycling oraz Evciler Chemical, Mining & Precious Metals Industry & Trade) istnieją opcje call/put na zakup/sprzedaż pozostałych udziałów. W przypadku EMP Recycling opcja powinna zostać wykonana w marcu br. Na koniec września 2016 r. wartość opcji EMP wynosiła ok. 15 mln zł, można zatem się spodziewać, że przed wykupem obligacji, Spółka wyda ok. 15 mln zł na zakup pozostałych udziałów w EMP Recycling. Na koniec 3Q 16 wartość opcji Evciler na bilansie Spółki wynosiła 41 mln zł, jednakże zgodnie z komunikatem spółki z 23 marca b.r. zostanie dokonana korekta wartości opcji do 0. Biorąc pod uwagę, że pod koniec 2016 r. nastąpiła reorganizacja grupy, w tym struktury Evciler (100% udziałów głównych aktywów trafiło bezpośrednio do Spółki, natomiast 32% tureckiej działalności zostało sprzedane na zewnątrz), spodziewamy się, że odpisanie wartości opcji może wynikać z porozumienia zawartego przez Spółkę z właścicielem Evcilera. Nie wykluczamy, że takie porozumienie mogło się wiązać z płatnościami na rzecz ww. udziałowca.

Notowane obligacje

Elemental Holding posiada 2 serie obligacji notowanych na rynku BondSpot na łączną kwotę 50 mln zł. Serie EMT1017 (26 mln zł) oraz EMT1019 (24 mln zł) zostały wyemitowane w październiku 2014 r. i zapadają w październiku odpowiednio 2017 i 2019 r.

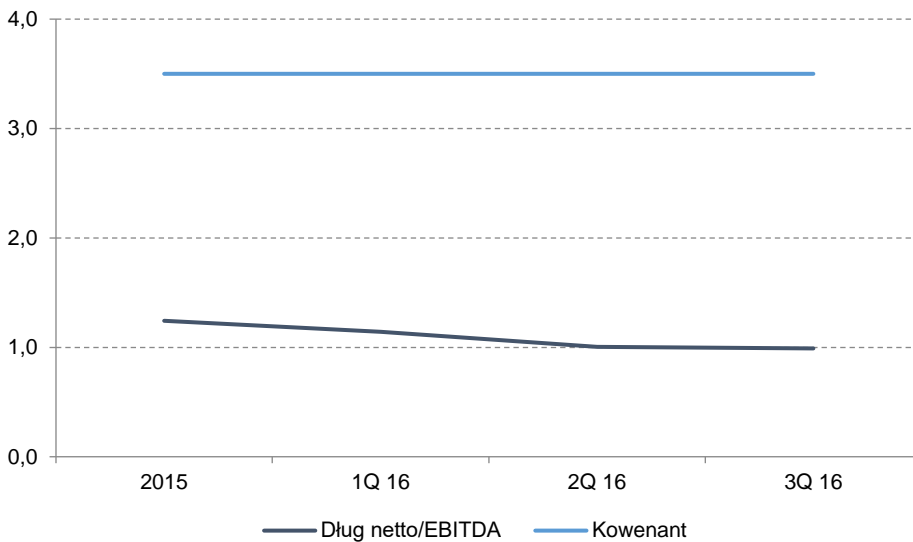
	EMT1017 (D)	EMT1019 (E)
Wartość nominalna (mln zł)	26	24
Data emisji	2014-10-17	2014-10-17
Data wykupu	2017-10-17	2019-10-17
Oprocentowanie	WIBOR6M+2,5%	WIBOR6M+2,6%
Bieżące oprocentowanie	4,3%	4,4%

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

Zabezpieczeniem obligatariuszy są poręczenia udzielone przez spółki zależne Emitenta: Syntom S.A., Tesla Recycling Sp. z o.o. sp.k., Terra Recycling Sp. z o.o. sp.k. oraz Collect Points Sp. z o.o. sp.k. Spółki udzieliły poręczenia na 150% wartości nominalnej obligacji. W pierwotnych WEO widniało również poręczenie udzielone przez spółkę Collect Point Sp. z o.o. S.K.A., jednakże poręczenie zostało rozwiązane, a sama spółka sprzedana na zewnątrz grupy.

Na obydwu seriach ustanowione zostały kowenanty w postaci Dług netto/EBITDA na poziomie 3,5x oraz ograniczenie w wypłacie dywidendy do 50% skonsolidowanego zysku netto roku poprzedniego. Spółka dotychczas nie wypłacała dywidendy oraz nie deklaruje takiego zamiaru w najbliższej przyszłości.

Elemental Holding: Wskaźnik dług netto/EBITDA (x)



Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM

Ostatnie transakcje rynkowe na obligacjach Emitenta miały miejsce w styczniu i wrześniu 2016 r. odpowiednio dla serii EMT1017 i EMT1019. Transakcje rozliczone zostały po cenach odpowiednio 98,5% (transakcja pakietowa) i 99,0% nominalu.

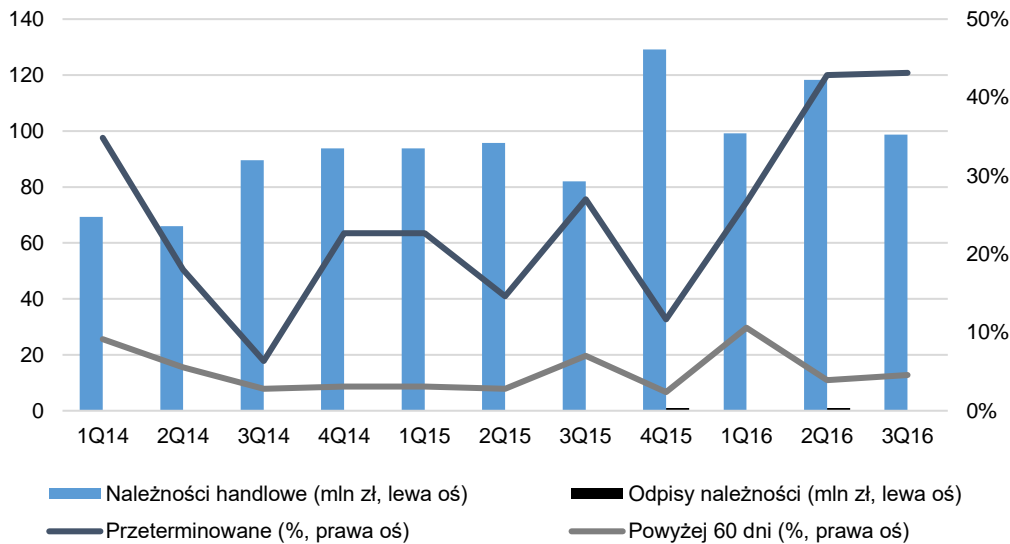
Analiza finansowa

1. Bilans, zadłużenie, płynność

Na koniec września 2016 r. suma bilansowa Grupy Kapitałowej Elemental Holding wynosiła 638 mln zł. Aktywa trwałe stanowiły 305 mln zł, podczas gdy aktywa obrotowe 333 mln zł. Warto zwrócić uwagę, że gros aktywów trwałych (213 mln zł) stanowiła wartość firmy wynikająca z historycznych akwizycji po cenach wyższych od aktywów netto przejmowanych podmiotów. Spółka nie upublicznia wyników finansowych przejmowanych spółek, ani struktury ich bilansów. Na bilansową wartość firmy składają się głównie rozpoznane aktywa z przejęcia spółek Syntom (60 mln zł), Terra Recycling (45 mln zł) oraz Evciler (41 mln zł). W analizowanym okresie Spółka nie dokonywała przeszacowań wartości firmy. Korygując dane skonsolidowane o wartość firmy suma bilansowa wyniosłaby 425 mln zł, a aktywa trwałe 92 mln zł. Natomiast kluczowymi składowymi aktywów obrotowych były zapasy oraz środki pieniężne i ich ekwiwalenty (po 112 mln zł) oraz należności handlowe (99 mln zł).

Wśród należności handlowych aż 43% (42,6 mln zł) stanowią należności przeterminowane. Zwracamy jednak uwagę, że jedynie 5% wszystkich należności jest przeterminowanych powyżej 60 dni. Spółka historycznie utrzymywała wskaźnik przeterminowanych należności oscylujący w okolicach 20%, co może wskazywać, że pewne opóźnienia wynikają ze specyfiki branży. Analiza pozostałych kosztów operacyjnych wskazuje, że odpisy i rezerwy na przeterminowane należności w przeciągu ostatnich 3 lat pojawiły się jedynie dwukrotnie na łącznie 2 mln zł, gdy w kwartale poprzedzającym udział należności przeterminowanych powyżej 60 dni oscylował w okolicach 10%.

Elemental Holding: Struktura należności handlowych



Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM

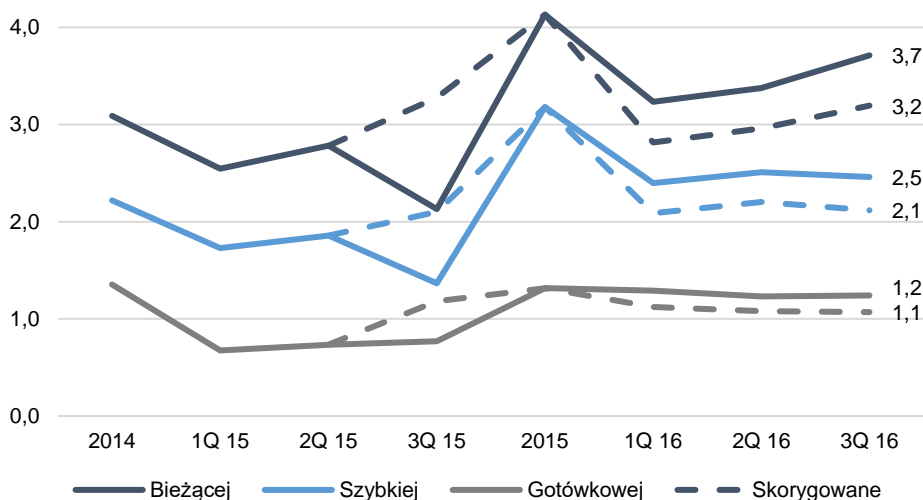
Po stronie pasywów kluczową pozycją były kapitały własne (398 mln zł), podczas gdy łączna wartość zobowiązań wynosiła 241 mln zł (151 mln zł długoterminowych i 90 mln zł krótkoterminowych). Przy analizie kapitałów własnych na uwagę zasługuje fakt wyceny opcji call w dwóch spółkach: EMP Recycling (- 15 mln zł) oraz Evciler (- 41 mln zł). W ramach transakcji kupna udziałów EMP Recycling strony zawarły umowy opcji Call (EMT) i Put (dotychczasowy właściciel), które mogą zostać zrealizowane po upływie 3 lat od zawarcia umowy, czyli 26.03.2017 r. W przypadku opcji Evciler Spółka informowała, że w wyniku reorganizacji grupy, opcja zostaje spisana do 0 na bilansie zarówno w zobowiązaniach finansowych, jak i w kapitałach własnych. Pierwotnie opcje Call i Put dotyczące tej transakcji mogły zostać wykonane w marcu 2020 r. Zakładamy, że w związku z reorganizacją grupy, włączeniem kluczowych aktywów grupy Evciler do struktur Holdingu, oraz sprzedażą 32% pakietu akcji tureckiej działalności Evciler, nastąpiło porozumienie z dotychczasowymi właścicielami Evciler. To z kolei może implikować pojawienie się płatności względem dotychczasowych właścicieli Evciler w 4Q 16 lub 1Q 17. Uwzględniając ww. informacje skorygowana wartość kapitałów własnych wynosi 438 mln zł.

O ile wartość opcji znajduje się w kapitałach własnych ze znakiem „-”, o tyle w zobowiązaniach opcje te są wyceniane ze znakiem „+”. Opcje te zaksięgowane są w zobowiązaniach długoterminowych, w pozycji pozostałe zobowiązania finansowe (112 mln zł). Dokonujemy korekty zobowiązań finansowych o opcję Evciler zgodnie z komunikatem Spółki (analogicznie jak w kapitałach własnych). Dodatkowo, zobowiązania z opcji w EMP Recycling można przenieść do zobowiązań krótkoterminowych, ponieważ jak wspomnieliśmy wcześniej, wg umowy inwestycyjnej może ona zostać zrealizowana w marcu 2017 r. Dokonując powyższych korekt, wartość zobowiązań długoterminowych wyniosłaby 96 mln zł, a krótkoterminowych 104 mln zł. Skonsolidowany dług netto wyniósł 69 mln zł, a skorygowany o wartość opcji w Evciler wyniósłby 28 mln zł. Wartość wskaźnika skorygowany dług netto do skorygowanych kapitałów własnych wyniosłaby 0,06x.

Wyliczając skorygowane wskaźniki płynności (zobowiązania krótkoterminowe uwzględniające opcję w EMP Recycling) otrzymuje się następujące wartości na koniec września 2016 r.:

- wskaźnik bieżącej płynności: 3,2x,
- wskaźnik szybkiej płynności: 2,1x,
- wskaźnik gotówkowej płynności: 1,1x.

Elemental Holding: Wskaźniki płynności

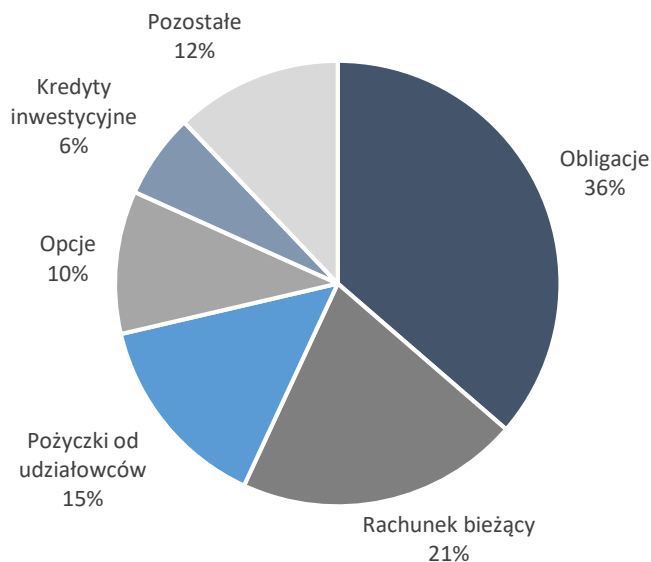


Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM, dane skorygowane o opcję Call EMT oraz zobowiązania z tytułu emisji akcji w 3Q15

Pomimo skorygowania o zobowiązania z tytułu opcji EMP, której realizacji oczekujemy w marcu bieżącego roku, wskaźniki płynności pozostają na bezpiecznym poziomie. Poza istotnym obniżeniem w 1Q 15, co w naszym przekonaniu wiązało się z przejściem krótkoterminowych zobowiązań finansowych spółki Evciler (bezpośrednio przełożyło się na obniżenie wskaźników), w pozostałych okresach Spółka konsekwentnie poprawia swoją płynność.

Uwzględniając wyłączenie opcji Evciler z zobowiązań finansowych spółki, zadłużenie brutto Spółki na koniec 3Q 16 wyniosło 140 mln zł, co przy stanie gotówki na poziomie 112 mln zł, implikowało zadłużenie netto w wysokości 28 mln zł. Głównym składnikiem zobowiązań finansowych są obligacje serii D i E – łącznie 51 mln zł (36% zadłużenia), zapadające odpowiednio w październiku 2017 r. (26 mln zł) i w październiku 2019 r. (24 mln zł). Kredyty (głównie w rachunku bieżącym) wynoszą 37 mln zł i stanowią 27% zadłużenia. Zobowiązania z tytułu opcji po korekcie opcji Evciler wynoszą 15 mln zł i składają się jedynie z opcji na zakup pozostałych udziałów EMP, która powinna zostać zrealizowana w 1Q 17. Spółka posiada ponadto pożyczki od udziałowców mniejszościowych na 20 mln zł. Pozostałe zobowiązania finansowe (factoring, leasingi, pozostałe) wynoszą 17 mln zł. Łączne zadłużenie krótkoterminowe spółki na koniec 3Q 16 wyniosło 54 mln zł, przy 112 mln zł gotówki.

Elemental Holding: Wskaźniki płynności



Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM, dane skorygowane o opcję Evciler

2. Rachunek Zysków i Strat

Przychody Holdingu ulegają znaczącym wahaniom, które mogą wynikać m.in. ze zmienności cen metali czy też działalności inwestycyjnej. Z kolei poziom wyników (EBITDA, EBIT, netto) nie jest już tak wrażliwy na zmiany cen metali (przychody i koszty teoretycznie uzależnione są od tych samych notowań) i ma tendencję wzrostową. Na wzrost wyników wpływ mają przejmowane podmioty, jednak dane finansowe spółek zależnych nie są publikowane przez Elemental, co uniemożliwia przeanalizowanie wpływu przejęć na poprawę wyników. Niemniej jednak, wyniki w wartościach nominalnych rosną i z roku na rok zwiększają się poziomy generowanych marż na wszystkich liniach. Sytuacja na marżach netto może się chwilowo pogorszyć, ponieważ zmieniły się przepisy dotyczące opodatkowania Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych. Po zmianach przepisów stosowanie FIZ-ów w ramach struktury holdingowej straciło rację bytu, dlatego przebudowana została struktura Grupy Kapitałowej (przenoszenie aktywów do luksemburskiego funduszu), aby dalej optymalizować podatkowo Grupę. Dotychczas Spółka płaciła relatywnie niskie podatki (efektywna stopa podatkowa w okresie 9M 16 wyniosła niespełna 2%). W opublikowanym na początku stycznia wywiadzie prezes wskazuje, że negatywny wpływ reorganizacji grupy spowodowanej zmianami w legislacji będzie miał kilkumilionowy wpływ na wynik netto GK.

Warto pamiętać, że Spółka konsoliduje kilka podmiotów metodą pełną przy udziale niewiele wyższym niż 50%, zatem skonsolidowany wskaźnik długu netto do wyniku EBITDA może być zaniżony (przy założeniu, że spółki zależne nie są zadłużone), gdyby chcieć wyliczyć wartość tego wskaźnika „przynależną” Holdingowi. Na uwagę zasługuje wskaźnik pokrycia odsetek (w tym wypadku relacja skorygowanego wyniku EBITDA do kosztów odsetkowych), który w okresie styczeń-wrzesień 2016 r. wyniósł 11,9x.

Dane w tys. zł	2012	2013	2014	2015	9M 16
Przychody	895 041	859 559	772 325	926 181	708 869
EBITDA skorygowana*	27 476	27 018	39 204	62 234	51 022
EBIT skorygowany*	25 275	24 117	32 878	54 105	44 360
Zysk przed opodatkowaniem	23 297	25 191	32 251	48 705	44 887
Podatek dochodowy	3 341	743	1 311	-952	822
Zysk netto	19 956	24 448	30 940	49 657	44 065
Marże					
EBITDA skorygowana*	3,1%	3,1%	5,1%	6,7%	7,2%
EBIT skorygowana*	2,8%	2,8%	4,3%	5,8%	6,3%
Netto	2,2%	2,8%	4,0%	5,4%	6,2%
Efektywna stopa podatkowa	14,3%	2,9%	4,1%	-2,0%	1,8%
EBITDA skorygowana* / Koszty odsetkowe	7,5	6,9	8,9	11,4	11,9

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM; *o pozostałe przychody oraz koszty operacyjne

3. Rachunek Przepływów Pieniężnych

Grupa Kapitałowa generuje przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (CFO), które ulegają sporym wahaniom. Dodatkowo, w analizowanym okresie CFO zawsze osiągały niższą wartość od skorygowanego wyniku EBITDA. Rekordowa różnica między skorygowanym wynikiem EBITDA, a CFO wyniosła 78 mln zł i miała miejsce w 2015 r., podczas gdy w 9M 16 była równa 40 mln zł. Tak duże różnice między skorygowanym wynikiem EBITDA, a CFO wynikają ze zmian w kapitale obrotowym (zapasy, należności, zobowiązania handlowe). Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy może rosnąć wraz z rozwojem działalności GK i przejmowaniem kolejnych spółek. Akwizycje innych podmiotów doprowadzają do skokowych zmian kapitału obrotowego w momencie przejęcia. W okresie 9M 16 skokowo wzrosły zapasy, które w przypadku działalności prowadzonej przez Holding nie stwarzają ryzyka szybkiego zepsucia się towarów. Natomiast w całym analizowanym okresie pozycją powodującą największe zmiany w kapitale obrotowym były należności, których analiza została przedstawiona w podpunkcie 1 (Bilans, zadłużenie, płynność) na stronie 9 Raportu Kredytowego.

W przepływach pieniężnych z działalności inwestycyjnej największą rolę odgrywają wydatki na aktywa finansowe, tj. akwizycje. Za prawie całość pozostałych wydatków odpowiadają nabycia wartości niematerialnych oraz rzeczowych aktywów trwałych (capex).

Charakterystyczne dla przepływów pieniężnych z działalności finansowej są wpływy z emisji akcji. W analizowanym okresie (2012 – 9M 16) suma wpływów z działalności finansowej wyniosła 379 mln zł, z czego aż 45% odpowiadało za pozyskiwanie kapitału.

Dane w tys. zł	2012	2013	2014	2015	9M 16
EBITDA skorygowana*	27 476	27 018	39 204	62 234	51 022
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	400	11 744	29 674	-16 207	10 632
Różnica	27 076	15 274	9 530	78 441	40 390
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	400	11 744	29 674	-16 207	10 632
<i>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</i>	23 297	25 191	32 454	48 705	44 887
<u>Korekty razem, w tym:</u>	<u>-22 897</u>	<u>-13 447</u>	<u>-2 780</u>	<u>-64 912</u>	<u>-34 255</u>
<u>- zmiany w kapitale obrotowym, w tym:</u>	<u>-24 709</u>	<u>-16 795</u>	<u>-9 561</u>	<u>-75 130</u>	<u>-38 079</u>
- zmiana stanu zapasów	-1 285	-17 126	-1 647	-1 064	-42 987
- zmiana stanu należności	-23 095	-4 583	-24 017	-81 343	-14 536
- zmiana stanu zobowiązań handlowych	-329	4 914	16 103	7 277	19 444
<u>- pozostałe</u>	<u>1 812</u>	<u>3 348</u>	<u>6 781</u>	<u>10 218</u>	<u>3 824</u>
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-16 899	-31 996	-29 865	-39 458	-42 740
<u>Wpływy</u>	<u>572</u>	<u>9 172</u>	<u>1 559</u>	<u>5 409</u>	<u>2 089</u>
<u>Wydatki, w tym:</u>	<u>17 471</u>	<u>41 168</u>	<u>31 424</u>	<u>44 867</u>	<u>44 829</u>
- Wydatki na aktywa finansowe (tj. akwizycje)	15 724	20 167	14 426	37 955	40 698
- Pozostałe	1 747	21 001	16 998	6 912	4 131
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	18 664	36 544	82 985	50 241	45 475
<u>Wpływy</u>	<u>41 328</u>	<u>65 381</u>	<u>117 309</u>	<u>88 123</u>	<u>66 636</u>
<u>Wydatki</u>	<u>22 664</u>	<u>28 837</u>	<u>34 324</u>	<u>37 882</u>	<u>21 161</u>

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM; *o pozostałe przychody oraz koszty operacyjne

4. Podsumowanie

Przy analizie bilansu warto przyjrzeć się wysokości wartości firmy, która stanowi ok. 1/3 aktywów. Zwracamy również uwagę na przeterminowane należności, które stanowią 43% wszystkich należności, podczas gdy historycznie wskaźnik ten oscylował w okolicach 20%. Z punktu widzenia wskaźnikowej analizy warto dokonać korekty kapitałów własnych i pozostałych zobowiązań finansowych o wartość opcji call, w szczególności w spółce Evciler.

Grupa Kapitałowa systematycznie zwiększa wartość generowanych wyników na co wpływ mają akwizycje. Istotne jest to, że rosną również marże generowane przez Holding, co może przejściowo się zmienić w przypadku marży netto z uwagi na zmiany w opodatkowaniu FIZ-ów i przeorganizowaniu struktury holdingowej.

Wraz ze wzrostem wyników nie rosną przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które ulegają relatywnie dużym wahaniom. Skorygowane wyniki EBITDA są wyższe od CFO, co wynika ze zmian w kapitale obrotowym spowodowanych rozwojem działalności Grupy. Wzrost zapasów nie powinien stwarzać ryzyka zepsucia się towarów. Gros inwestycji EMT finansowanych jest poprzez dokapitalizowanie Spółki.

Spółka posiada duże pole do zwiększania zadłużenia na bilansie ze skorygowanym wskaźnikiem długu netto do kapitałów własnych na poziomie 0,06x. Obecne zadłużenie w naszym przekonaniu nie stanowi zagrożenia dla kowenantów nałożonych na obligacje. Elemental posiadał 112 mln zł gotówki na koniec września 2016 r. jednak spora jej część mogła zostać wydana w 4Q 16 na akwizycje. Holding zamierza dalej konsolidować rynek o ile będzie to możliwe na atrakcyjnych warunkach. Dodatkowo, EMT zamierza zainwestować w Bydgoszczy 36 mln zł (być może z partnerem spoza GK) i zrealizowana powinna zostać opcja w EMP Recycling (kilkanaście mln zł). Dotychczas Grupa Kapitałowa utrzymywała wysokie wskaźniki płynności i spodziewamy się, że w dalszym ciągu będzie utrzymywać tę strategię, ale aby było to możliwe przy bieżącym harmonogramie płatności niezbędne może się okazać refinansowanie/pozyskanie długu lub zmniejszenie kapitału obrotowego, głównie przez sprzedaż zapasów lub windykację należności. W grę wchodzi też emisja akcji, ale jeśli EMT nie będzie zainteresowane nabyciem dużego podmiotu, to w naszej ocenie bardziej realne wydaje się zwiększenie zadłużenia, tym bardziej, że Spółka dysponuje taką możliwością.

Skonsolidowane dane finansowe

Bilans (tys. zł)

	2012	2013	2014	2015	3Q 16
Aktywa trwałe	83 553	160 337	217 410	273 241	305 050
Rzeczowe aktywa trwałe	19 754	52 098	83 364	92 156	88 744
Wartość firmy	62 342	106 990	131 401	178 765	213 306
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	165	342	1 596	693	964
Inwestycje w jednostkach podporządkowanych	0	0	0	415	708
Pozostałe aktywa trwałe	1 292	907	1 049	1 212	1 328
Aktywa obrotowe	105 571	205 236	236 367	308 282	333 253
Zapasy	40 025	61 437	66 409	70 996	112 392
Należności handlowe	57 625	52 733	59 599	129 123	98 763
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4 483	20 773	103 564	98 140	111 509
Pozostałe aktywa obrotowe	3 438	70 293	6 795	10 023	10 589
AKTYWA RAZEM	189 124	365 573	453 777	581 523	638 303
Kapitał własny	117 279	257 552	275 458	354 738	397 566
<i>Kapitały własne akcjonariuszy jednostki dominującej</i>	<i>117 279</i>	<i>257 552</i>	<i>275 575</i>	<i>341 193</i>	<i>381 470</i>
Kapitał zakładowy	103 164	154 824	154 824	170 466	170 466
Kapitał z tytułu korekt konsolidacyjnych	-26 391	-26 391	-26 391	-26 391	-26 391
Zyski zatrzymane	1 388	2 348	2 173	-43 126	-1 579
Wynik finansowy bieżącego okresu	19 179	24 448	31 143	45 549	41 102
Pozostałe kapitały	19 939	102 323	113 826	194 695	197 872
<i>Kapitał akcjonariuszy niekontrolujących</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-117</i>	<i>13 545</i>	<i>16 096</i>
Zobowiązanie długoterminowe	11 609	39 741	101 793	152 168	150 948
Zadłużenie długoterminowe	11 026	28 729	88 211	141 556	140 779
Rozliczenia międzyokresowe	0	9 922	10 648	10 104	9 748
Inne zobowiązania długoterminowe	583	1 090	2 934	508	421
Zobowiązania krótkoterminowe	60 235	68 279	76 519	74 619	89 789
Zadłużenie krótkoterminowe	45 110	44 027	44 986	32 159	39 299
Zobowiązania handlowe	12 597	20 970	26 364	31 783	44 118
Rezerwy krótkoterminowe	511	960	1 045	5 315	880
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2 017	2 322	4 124	5 362	5 492
PASYWA RAZEM	189 123	365 572	453 770	581 525	638 303

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM

Rachunek zysków i strat (tys. zł)

	2012	2013	2014	2015	LTM*
Przychody	895 041	859 559	772 325	926 181	939 917
Koszty działalności operacyjnej	869 766	835 442	739 447	872 076	879 569
Amortyzacja	2 201	2 901	6 326	8 129	7 095
Zużycie materiałów i energii	8 464	12 969	21 320	22 951	22 864
Usługi obce	11 344	14 185	29 515	32 140	27 866
Podatki i opłaty	1 405	1 380	1 286	1 534	1 710
Wynagrodzenia	11 351	13 163	19 681	26 417	25 909
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2 291	2 580	4 399	6 172	6 203
Pozostałe koszty rodzajowe	1 383	1 709	2 829	5 629	6 348
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	831 327	786 555	654 091	769 104	781 574
Zysk na sprzedaży	25 275	24 117	32 878	54 105	60 348
Pozostałe przychody operacyjne	2 210	2 511	2 986	3 476	7 155
Pozostałe koszty operacyjne	162	886	961	4 895	5 347
EBIT	27 323	25 742	34 903	52 686	62 156
Przychody finansowe	968	3 391	2 891	3 173	4 521
Koszty finansowe	4 994	4 111	5 548	7 154	8 346
Zysk brutto	23 297	25 191	32 251	48 705	58 331
Podatek	3 341	743	1 311	-952	963
Zysk netto	19 956	24 448	30 940	49 657	57 368
Zyski mniejszości	776	0	-203	4 107	7 387
Zysk netto podmiotu dominującego	19 180	24 448	31 143	45 550	49 981
EBITDA	29 524	28 643	41 229	60 815	69 251

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM, *LTM - okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. zł)

	2012	2013	2014	2015	LTM*
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	23 297	25 191	32 454	48 705	58 331
Korekty razem	-22 897	-13 447	-2 780	-64 912	-46 363
Amortyzacja	2 201	2 901	6 326	8 129	7 095
Zmiany w kapitale obrotowym	-24 709	-16 795	-9 561	-75 130	-50 620
Podatek	-3 041	-722	-343	-177	-337
Pozostałe korekty	2 652	1 169	798	2 266	-2 501
Przepływy operacyjne	400	11 744	29 674	-16 207	11 968
Capex	-1 747	-20 801	-16 524	-5 597	-5 185
Wydatki na aktywa finansowe (przejęcia)	-15 724	-20 167	-14 426	-37 955	-46 800
Inne	572	8 972	1 085	4 094	3 751
Przepływy inwestycyjne	-16 899	-31 996	-29 865	-39 458	-48 234
Zmiany netto zadłużenia	1 403	743	21 966	603	-22 760
Odsetki	-3 789	-3 613	-4 279	-5 311	-4 590
Podwyższenia kapitału	21 050	32 073	60 364	55 882	80
Inne	0	7 341	4 934	-933	56 619
Przepływy finansowe	18 664	36 544	82 985	50 241	29 349
Przepływy pieniężne netto razem	2 165	16 292	82 794	-5 424	-6 917

Źródło: Sprawozdania finansowe EMT, obliczenia własne Michael/Ström DM, *LTM - okres 12 miesięcy zakończony 30 września 2016 r.

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 24.03.2017 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 734 846,81 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

Przed opublikowaniem raport został przekazany do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j: Dz. U. 2013 r. Poz. 1422) i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
 - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 380),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
 - porady inwestycyjnej,
 - usługi doradztwa inwestycyjnego.

Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora emitenta dla Emitenta.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- Dom Maklerski nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski sp. z o.o. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.michaelstrom.pl