

Korporacja KGL

kupuj

branża chemiczna

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 17.0

Cena docelowa: 30.5

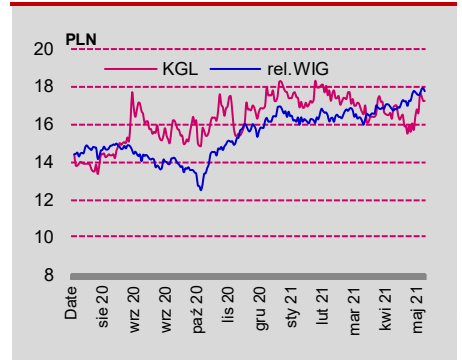
Pod wpływem zmian cen surowców

Wyniki Korporacji KGL były w ostatnim kwartale 2020 r. poniżej naszych oczekiwań pod względem ich jakości. Końcówka roku nie była jednak reprezentatywna dla tego co się dzieje w spółce. Proces przejęcia zakładu w Czosnowie spowodował wtedy jednorazowe przychody i koszty. Ten rok będzie pod wpływem rosnących cen surowców (zwiększających przychody ale pogarszających marże) oraz wzrostu wolumenów dzięki przejęciu. W związku z tym oczekujemy wzrostu przychodów w tym roku do 565.5 mln PLN (+48.8% r/r), EBITDA do 50.6 mln PLN (+13.1% r/r) oraz zysku netto do 15.9 mln PLN (+42.3% r/r). Według naszych prognoz spółka notowana jest na atrakcyjnym poziomie C/Z równym 7.7 dla zysków na ten rok. Podnosimy naszą cenę docelową z 26.6 PLN do 30.5 PLN (głównie za sprawą wzrostu cen spółek porównawczych od naszej ostatniej rekomendacji) oraz utrzymujemy rekomendację kupuj.

Spółka przedstawiła strategię do 2025 r., która ma być kontynuacją wzrostu zdolności produkcyjnych opakowań. Najintensywniej aktualnie rozwijana produkcja dla przemysłu mleczarskiego nie zwiększy jednak radykalnie wolumenów w KGL. Sprzedaż opakowań dla tego sektora ma stanowić w roku 2025 8-9% całkowitych przychodów (teraz 2-3%). KGL chce rozpocząć produkcję regranulatów z surowców wtórnych (recyklatów), jednak wyraźny wzrost skali produkcji regranulatów ma być widoczny dopiero od 2024. Spółka planuje także rozpocząć produkcję mieszanek polimerów (compoundów) o indywidualnych właściwościach wymaganych przez danego klienta (samodzielna produkcja od roku 2024). Zarząd bierze również pod uwagę przejęcia. W kręgu zainteresowań mogą być podmioty posiadające know-how w zakresie compoundów oraz ewentualne okazje rynkowe w segmencie dystrybucji (podmioty komplementarne). Niestety strategia na lata 2021-2025 nie przedstawia żadnych istotnych celów w formie liczbowej. Brak jest więc mierzalnych punktów odniesienia możliwych do zweryfikowania w przyszłości.

W roku bieżącym nastąpi wyraźny wzrost przychodów, który będzie wynikiem mocnego wzrostu cen surowców r/r jak również większych wolumenów dzięki przejęciu zakładu w Czosnowie oraz zakupowi kolejnego ekstrudera (będzie działać od lipca). Ceny propylenu były średnio w I kw. wyższe o 22.9% r/r a patrząc na koniec marca wzrost wyniósł aż 40.5% r/r. W I kwartale przychody KGL wzrosły aż o 34.6%, a w kolejnych dynamiki powinny być jeszcze wyższe. Trudno jednak jednoznacznie stwierdzić jak wzrosty przychodów przełożą się na zysk. Rosnące ceny surowców w krótkim terminie rozszerzają marże w segmencie dystrybucji, ale obniżają marże w segmencie produkcji. Według spółki marża osiągnięta przez KGL w I kw. na całym biznesie nie powinna znacząco odbiegać od historycznie osiąganych poziomów. Sądzymy jednak, że przy wyższych cenach surowców marże będą istotnie mniejsze.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	19.0 / 13.0	
Liczba akcji (mln)	7.2	
Kapitalizacja (mln PLN)	122	
EV (mln PLN)	244	
Free float (mln PLN)	29	
Średni obrót (mln PLN)	0.1	
Główni akcjonariusze	Krzysztof Gromkowski, Ireneusz Strzelczak, każdy po:	
% akcji, % głosów	19.06%, 21.19%	
	1 m	3 m 12 m
Zmiana ceny	3.9%	-4.4% 31.7%
Zmiana rel. WIG	-1.1%	-11.3% -4.9%

Marcin Palenik, CFA

22 598 26 71

marcin.palenik@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2020	380.0	22.6	44.7	14.8	11.2	1.56	4.66	18.4	10.9	0.9	2.0	10.8	5.4	9.1
2021p	565.5	23.8	50.6	19.6	15.9	2.22	5.96	20.3	7.7	0.8	2.1	10.2	4.8	12.1
2022p	577.5	25.0	51.9	21.3	17.3	2.41	6.17	22.2	7.1	0.8	2.6	9.8	4.7	11.9
2023p	586.7	25.5	52.9	22.1	17.9	2.50	6.32	24.3	6.8	0.7	2.8	9.6	4.6	11.2

Źródło: Korporacja KGL, p - prognozy MillenniumDM, mln PLN

Wycena

Wycenę spółki Korporacja KGL przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek zajmujących się produkcją opakowań z tworzyw sztucznych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 154 mln PLN, czyli 21.6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 282 mln PLN (39.4 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 218 mln PLN, czyli 30.5 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację kupuj. Głównym czynnikiem, który podniósł naszą wycenę w porównaniu do poprzedniej rekomendacji był wzrost cen spółek porównywalnych, co podniosło wycenę metoda porównawczą (z 31.6 do 39.4 PLN na akcję)

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	154	21.6
Wycena porównawcza	282	39.4
Wycena spółki Korporacja KGL SA	218	30.5

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla Korporacji KGL za lata obrotowe od 2021 do 2030,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 2.4% (podwyższono z 1.8% w związku ze wzrostem długoterminowych rentowności polskich obligacji skarbowych),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029 na poziomie 1.0%,
- ❑ Zakładamy, że przejęcie zakładów w Czosnowie powinno w tym roku zwiększyć przychody Korporacji KGL o 45 mln PLN i poprawić EBITDA o ok. 7 mln PLN. Wpływ na EBIT nie będzie tak znaczący (zakładamy 2.0 mln PLN).
- ❑ Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.60 PLN w całym okresie prognozy
- ❑ W segmencie produkcyjnym wzrost przychodów o 39% r/r w 2021 r., średni wzrost przychodów na poziomie 2.3% w latach 2022-2025 oraz stałą marżę brutto równą 16.6% w tym i kolejnych latach,
- ❑ W segmencie dystrybucyjnym wzrost przychodów o 63.6% r/r w 2021 r., średni wzrost przychodów na poziomie 0.8% w latach 2022-2025 oraz średnią marżę brutto równą 12.5% w latach 2021-2025,
- ❑ Wzrost kosztów SGA o 14.7% w roku 2021 r. oraz na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach
- ❑ CAPEX na poziomie 28 mln PLN, 31 mln PLN oraz 33 mln PLN w latach 2021-2023 oraz na poziomie 3% wyższym od amortyzacji w kolejnych latach

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2029
Sprzedaż	565.5	577.5	586.7	594.9	603.5	608.9	614.5	620.3	626.4	632.6	
efektywna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	19.3	20.2	20.7	21.2	21.8	22.2	22.6	23.0	23.5	23.9	
Amortyzacja	26.7	26.9	27.4	28.0	28.0	28.1	28.2	28.3	28.4	28.5	
Inwestycje	-28.0	-31.0	-33.0	-28.2	-28.5	-28.8	-29.0	-29.3	-29.6	-29.9	
Zmiana kap.obrotowego	-18.8	-1.2	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	
FCF	-0.7	14.9	14.1	20.2	20.5	21.0	21.2	21.4	21.6	21.9	305.0
Zmiana FCF	-		-5.6%	43.4%	1.4%	2.4%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%
Dług/Kapitał	48.1%	48.1%	44.2%	40.5%	35.6%	30.5%	25.2%	19.9%	14.5%	8.9%	3.3%
Stopa wolna od ryzyka	0.1%	0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.4%
Premia kredytowa	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt długu	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.9%
Koszt kapitału	6.1%	6.4%	6.7%	7.0%	7.3%	7.5%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%	8.4%
WACC	4.2%	4.4%	4.9%	5.3%	5.8%	6.2%	6.6%	7.0%	7.3%	7.6%	8.3%
PV (FCF)	-0.7	14.3	12.8	17.3	16.4	15.5	14.4	13.4	12.3	11.3	149.4
Wartość DCF (mln PLN)	276	w tym wartość rezydualna				149					
(Dług) Gotówka netto	-122.1										
Wycena DCF (mln PLN)	154.4										
Liczba akcji (mln)	7.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	21.6										

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny akcji Korporacji KGL na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	
stopa Ry rezydualna	1.4%	22.6	23.3	24.1	24.9	25.7	26.6	27.6
	1.9%	21.1	21.8	22.4	23.1	23.8	24.6	25.4
	2.4%	19.9	20.4	21.0	21.6	22.2	22.9	23.6
	2.9%	18.7	19.2	19.7	20.2	20.8	21.4	22.0
	3.4%	17.7	18.1	18.6	19.0	19.5	20.1	20.6

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 21.6 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją opakowań z tworzyw sztucznych oraz Grupę Kęty mającą segment opakowań skupiony na branży spożywczej. Wartość Korporacji KGL oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
BERRY GLOBAL GROUP INC	BERY	USA	8.7	8.4	8.1	13.8	13.1	12.4	12.2	11.0	10.1
DAIBOCHI BHD	DPP	Malezja	7.7	7.3	6.0	10.1	8.9	7.6	13.8	12.4	10.8
FP CORP	7947	Japonia	12.6	11.9	12.1	22.0	21.0	20.9	27.1	25.3	25.8
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	16.0	13.3	11.6	20.9	16.9	14.8	30.1	23.6	19.4
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	10.3	9.4	8.5	15.3	14.4		21.9	18.6	
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	7.4	6.1	5.9	10.5	9.2		10.9	8.5	8.3
WINPAK LTD	WPK	Kanada	12.1	11.0	10.7	15.6	14.4		25.7	23.6	22.5
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	9.8	9.4	8.8	12.2	11.4	10.4	14.5	14.2	13.4
Mediana			10.0	9.4	8.7	14.5	13.7	12.4	18.2	16.4	13.4
Wyniki spółki (mln PLN)			50.6	51.9	52.9	23.8	25.0	25.5	15.9	17.3	17.9
(Dług) netto skorygowany o wyplaconą dywidendę			-122.1	-122.1	-122.1	-122.1	-122.1	-122.1			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			384	364	337	224	221	195	289	283	239
Wycena									282		
Wycena na 1 akcję									39.4		

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki na 39.4 PLN.

Czynniki ryzyka

Czynniki ryzyka Do najważniejszych czynników ryzyka, które mogą mieć wpływ na działalność Korporacji KGL i jej ocenę przez akcjonariuszy należą:

- **Ryzyka regulacyjne.** UE stara się wpłynąć na ograniczanie wykorzystania plastiku oraz zwiększenia udziału jego recyklingu poprzez restrykcje oraz podatki. Wpływ tych regulacji na spółkę jest w tym momencie trudny do określenia. Fakt, że plastik jest negatywnie postrzegany przez prawodawców, jak również przez społeczeństwo oznacza z pewnością zagrożenie dla branży, gdyż zawsze mogą się pojawić kolejne kosztowne wymagania. Jednak w ramach branży Korporacja KGL jest relatywnie dobrze przygotowana na zmiany dążące do większego wykorzystania recyklatów. Można sądzić, że wszelkie wymagania prawne mocniej dotykają mniejsze i słabsze podmioty.
- **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znaczna część towarów i materiałów jest kupowana w walutach obcych (głównie EUR). Spółka, aby ograniczyć ryzyko kursowe w działalności operacyjnej, stosuje naturalny hedging, czyli ustalanie dla klientów ceny sprzedaży również w walutach obcych. Pozostałą część zabezpiecza kontraktami forward. Pozostaje jednak niezabezpieczona

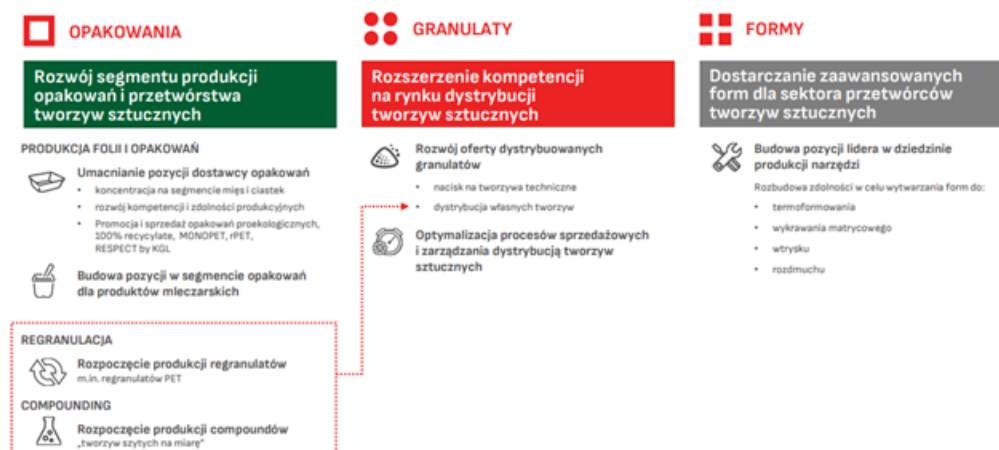
część bilansu. Ze względu na wyższe zobowiązania w EUR niż należności w EUR, niezrealizowane ujemne różnice kursowe przy wzroście EUR/PLN o 1% wynosiłyby ok. 0.55 mln PLN (wrażliwość na koniec 2020 r.). Ceny surowców i materiałów zależą w znacznym stopniu od cen ropy. W wyniku spadku cen ropy przychody i koszty spółki spadają, ale równocześnie rośnie marża. Wpływ na marżę ma charakter krótkotrwały, gdyż ceny produktów w umowach są odpowiednio dostosowywane (raz na rok lub w niektórych przypadkach częściowo).

- ❑ **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń oraz niedoboru pracowników.** Udział kosztów pracowniczych w całkowitych kosztach systematycznie rósł (z 19.3% w 2015 r. do 26.5% w 2020 r.) w efekcie niedoborów pracowników i rosnącej presji płacowej. Po zakończeniu pandemii i odbiciu w gospodarce można ponownie oczekiwać rynku pracownika. Ze względu na tendencje demograficzne napięcia na rynku pracy będą się nasilać.
- ❑ **Ryzyko konfliktu interesów.** W spółce czterech wieloletnich menadżerów i założycieli posiada w sumie 84.5% głosów na WZA spółki. Dodatkowo czterech członków rady nadzorczej jest powiązanych z nimi rodzinnie. W takiej sytuacji istnieje ryzyko konfliktu interesów kosztem udziałowców mniejszościowych (mitygowane dwoma niezależnymi członkami rady nadzorczej).
- ❑ **Ryzyko nadmiernego zadłużenia.** Spółka po 4 latach intensywnej inwestycji oraz przejęciu zakładów w Czosnowie, zwiększyła znacznie zadłużenie odsetkowe, które doszło do poziomu ok. 3.0x skorygowana EBITDA na koniec 2020 r. Wskaźnik ten należy uznać za podwyższony i spółka powinna go zmniejszyć w kolejnym roku.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzimy, że większość ryzyk w działalności KGL jest umiarkowana. Jednak w przypadku kwestii regulacyjnych ryzyko można uznać za wysokie (decyzje polityczne są dość nieprzewidywalne a mają duży wpływ na spółkę), a w przypadku zadłużenia przejściowo podwyższone.

Ostatnie wydarzenia

CELE STRATEGICZNE 2021-2025



Strategia na lata 2021-2025

Spółka zakończyła okres strategiczny 2016-2020. Według zarządu cele zostały osiągnięte jednak przy braku konkretnych wartości w poszczególnych celach niektóre z nich są trudne do zweryfikowania. Strategia raczej opisywała kierunki działań bez liczbowych mierników. Liczyliśmy, że w nowej strategii na lata 2021-2025 spółka pokaże cele opisane liczbowo, które byłyby punktem odniesienia możliwym do weryfikacji.

Niestety nic takiego w nowej strategii się nie pojawiło, przez co z punktu widzenia zewnętrznego inwestora trudno ją nazwać za przełomową. Kierunki działań oceniamy pozytywnie, jednak trudno określić ich znaczenie (wagę) w stosunku do aktualnego biznesu. Na koniec 2020 r. w ramach uproszczenia struktury formalnej dokonano połączenia ze spółką zależną FFK Moulds, w której KGL posiadała 100% udziałów. Był to ostatni etap w procesie konsolidacji Grupy Kapitałowej KGL w jedną spółkę Korporacja KGL.

Głównym celem strategii do roku 2025 jest kontynuacja wzrostu zdolności produkcyjnych opakowań. Szczególny nacisk zostanie postawiony na budowę pozycji w segmencie opakowań dla produktów mleczarskich. Spółka rozpocznie produkcję regranulatów oraz compoundów („tworzyw sztych na miarę”). Nowością jest również powstanie trzeciego segmentu (narzędziowego).

W **segmencie przetwórstwa tworzyw sztucznych**, poza dotychczasową produkcją folii i opakowań, mają pojawić się 2 nowe filary: regranulacja i compounding. KGL chce rozpocząć produkcję regranulatów z surowców wtórnych (recyklatów) na co widoczne jest duże i rosnące zapotrzebowanie. Wyraźny wzrost skali produkcji regranulatów ma być jednak widoczny dopiero od 2024. Spółka chce również rozpocząć produkcję mieszanek polimerów (compoundów) nadając im indywidualne właściwości precyzyjnie odpowiadające wymaganiom klienta (pod względem cech fizyko-chemicznych). W kontekście produkcji compoundów KGL na początku będzie produkował w formule outsourcingu pozyskując know-how, a samodzielny rozwój mocy ma nastąpić również dopiero w 2024 r. Możliwe jest również przejęcie podmiotu posiadającego know-how w zakresie compoundów. W ramach rozbudowy produkcji dla branży mleczarski, KGL będzie w oparciu o know-how przejętego zakładu w Czosnowie m.in. zwiększał moce linii do wtrysku (produkty z PET dla sektora HORECA) i linii do rozdmuchu oraz rozbudowywał zdolności oferowania folii rolowych. Spółka traktuje wyzwania związane z ochroną środowiska jako szanse tworzenia przewag konkurencyjnych poprzez zwiększenie udziału recyklatów w produkcji, stosowanie rozwiązań ułatwiających recycling opakowań (opakowania monomerowe), produkcji opakowań z folii spienionej (o mniejszej wadze). Dzięki temu KGL liczy na wzrost popytu na rozwiązania spółki w kolejnych latach.

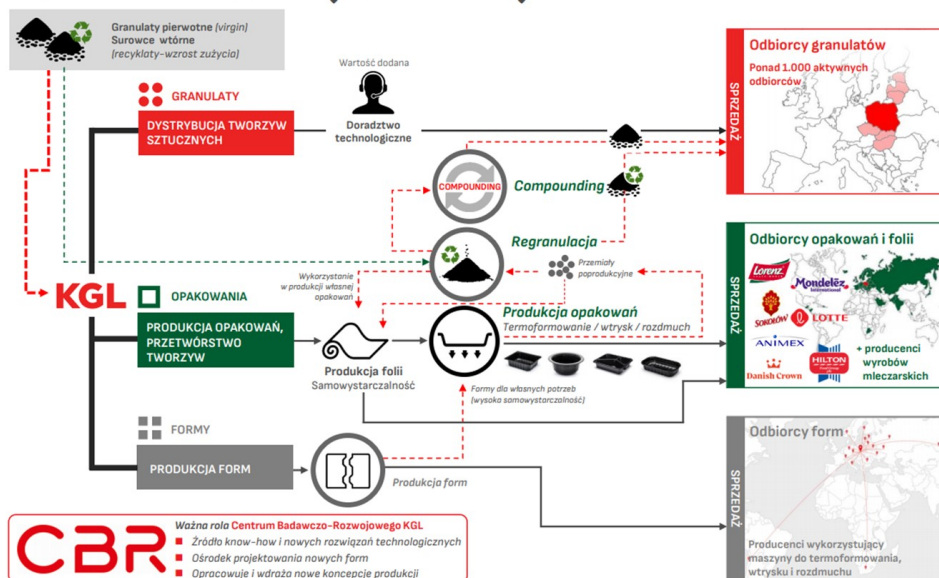
W **segmencie dystrybucji** KGL chce rozszerzyć katalog oferowanych tworzyw przy równoczesnym utrzymaniu nacisku na najwyższej marżowe tworzywa techniczne i specjalistyczne. Sieć dystrybucji ma również sprzedawać recyklaty (od zewnętrznych dostawców jak i własne odpady poprodukcyjne), regranulaty wytwarzane przez KGL oraz dystrybuować compoundy. W segmencie dystrybucji możliwe jest przejęcie w przypadku pojawienia się okazji rynkowej przy zakupie podmiotu komplementarnego (działającego na innych obszarach geograficznych lub działającego w segmencie odzyskiwania surowców wtórnych z recyklingu).

Segment narzędziowy, który dopiero powstał na bazie narzędziowni przygotowującej formy do termoformiarek ma rozwijać sprzedaż zewnętrzną. W planie jest rozwinięcie kompetencji w wytwarzaniu form wtryskowych oraz zakończenie prac nad wykrawaniem matrycowym (unikatowe kompetencje). W 2024/25 spółka chciałaby być renomowanym dostawcą form na świecie.

Jedynymi określonymi w liczbach celami są udziały poszczególnych segmentów w przychodach. W 2025 r. produkcja opakowań ma generować 60-66% sprzedaży, segment dystrybucji granulatów 30-35% a nowy segment narzędziowy 4-5%. Udział segmentu opakowań ma więc nieznacznie wzrosnąć (z 60% w 2020), a dystrybucji (która jest niżej marżowa) spaść z 40% w 2020 r. Udział sprzedaży dla przemysłu mleczarskiego ma w 2025 r. stanowić 13-14% sprzedaży produkcji opakowań (czyli 8-9% całkowitej sprzedaży). Niestety udziały w sprzedaży na rok 2025 r. są jedynymi celami przedstawionymi w części „Oczekiwane rezultaty strategii rozwoju 2021-2025”. Sądzymy, że wynika to m.in. z dwóch powodów. Po pierwsze na dość konkurencyjnym

rynku spółka nie chce się odsłaniać konkurencji. Po drugie, prawdopodobnie działania nie przyniosą spektakularnych efektów pod względem przychodów oraz zysków. Nowe obszary, które spółka zapowiada będą rozwijane dopiero od 2024 r. Strategię postrzegamy neutralnie, gdyż już wcześniej zakładaliśmy, że perspektywą spółki są niewielkie, jednocyfrowe wzrosty (poza wpływem przejścia zakładów w Czosnowie oraz wzrostu cen surowców na wzrost sprzedaży w 2021 r.). Równocześnie trzeba przyznać, że spółka ma pomysły jak walczyć na trudnym rynku.

MODEL BIZNESOWY (2021-2025)



Podsumowanie wyników za 4 kw. i cały 2020 r.

Kwartałne wyniki finansowe Korporacji KGL

	IV kwartał 2020	prognoza Millennium DM	IV kwartał 2019	zmiana r/r	I-IV kw. 2020	I-IV kw. 2019	zmiana
Przychody	98,6	98,6	89,1	10,7%	380,0	392,4	-3,2%
s. produkcyjny	60,4	55,7	55,7	8,4%	227,5	217,9	4,4%
s. dystrybucyjny	38,1	33,3	33,3	14,4%	152,4	174,5	-12,6%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	14,1		15,5	-9,0%	67,9	63,6	6,8%
s. produkcyjny	10,7		11,8	-9,3%	48,8	46,0	6,1%
s. dystrybucyjny	3,4		3,7	-8,1%	19,1	17,6	8,5%
EBITDA	10,7	10,5	9,6		44,9	37,3	20,4%
EBIT	4,8	5,0	4,5		22,6	18,6	21,5%
Zysk netto	1,4	2,6	3,9		11,2	12,2	-8,2%
Marże							
Marża EBITDA	10,9%		10,8%		11,8%	9,5%	
Marża EBIT	4,9%	5,1%	5,1%		5,9%	4,7%	
Marża netto	1,4%		4,4%		2,9%	3,1%	

Źródło: Korporacja KGL; prognoza Millennium DM; r/rn PLN;

Korporacja KGL podała wyniki za rok 2020, które implikowały słabe wyniki IV kwartału ub.r. pod względem jakości zysków. Sprzedaż części produkcyjnej wzrosła w IV kw. o 8.4% r/r do 60.4 mln PLN a części dystrybucyjnej o 14.4% r/r do 38.2 mln PLN. Dynamiki w obu segmentach były dużo wyższe niż we wcześniejszych kwartałach, co w dużym stopniu odzwierciedlało odbicie cen surowców. W całym roku sprzedaż spółki spadła o 3.2% r/r, gdyż tylko w IV kw. dynamika była dodatnia (+10.7% r/r). Po pokazaniu w styczniu przez spółkę tak dobrej sprzedaży liczyliśmy również na solidne zyski w końcówce roku. Wyniki w IV kw. były zgodne z naszymi oczekiwaniami pod względem EBIT, jednak jego jakość była słaba. EBIT został podwyższony przez

niegotówkowy zysk na okazym nabyciu przedsiębiorstwa w Czosnowie (4.4 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych).

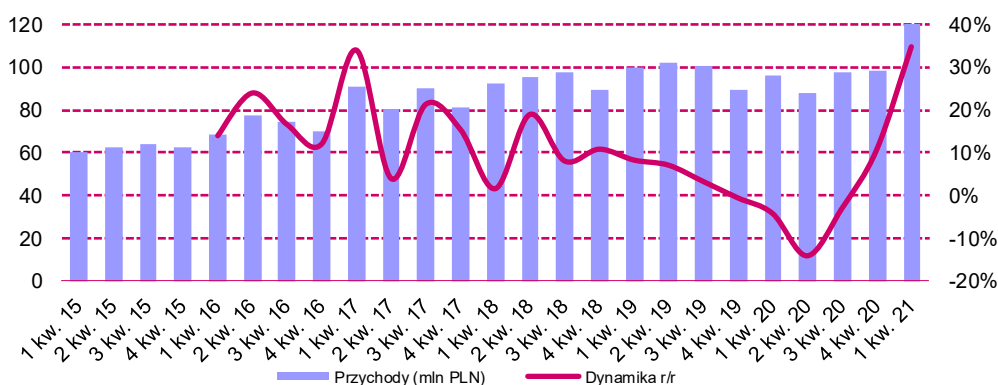
Zysk brutto na sprzedaży w segmencie produkcyjnym wyniósł 10.7 mln PLN (oczekiwaliśmy 13.0 mln PLN), a marża brutto wyniosła 17.8% (-3.4 p.p. r/r, -4.2 p.p. kw/kw). Wynik ten był znacznie poniżej naszych oczekiwań. Spółka podkreśla, że przez cały kwartał kupowała folie od przejmowanego zakładu, a ponieważ działał on dużo mniej efektywnie niż spółka KGL, nieefektywności generowały dodatkowe koszty. Również zysk brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym okazał się gorszy od naszych prognoz. Wyniósł 3.4 mln PLN (oczekiwaliśmy 5.0 mln PLN), a marża brutto wyniosła tylko 8.9% (-2.3 p.p. r/r, -5.1 p.p. kw/kw). Podczas gdy w przypadku segmentu produkcyjnego pogorszenie zysku można tłumaczyć przejściowymi nieefektywnościami oraz kosztami reorganizacyjnymi, to w przypadku segmentu dystrybucji takie zdarzenia nie miały miejsca.

W całym 2020 r. marża brutto w segmencie produkcyjnym wyniosła 21.5% i była wyższa o 0.4 p.p. r/r. W segmencie dystrybucyjnym marża wzrosła aż o 2.4 p.p. do 12.5% m.in. dzięki poprawie struktury produktowej. Według zarządu marże na tych poziomach powinny się utrzymywać w przyszłości. Sądzymy jednak, że na marże pozytywnie wpłynęły spadki cen surowców w I półroczu pozwalające na rozszerzenie marż. Koszty SG&A wyniosły w IV kw. 13.8 mln PLN i były wyższe o 2.1 mln PLN r/r i 1.1 mln PLN kw/kw. Wzrost kosztów był efektem przejęcia zakładu w Czosnowie. W efekcie niższych marż i wzrostu kosztów SG&, zysk na sprzedaży wyniósł zaledwie 0.2 mln PLN, co było najniższym poziomem od wielu lat.

EBITDA w 2020 r. wyniosła 44.8 mln PLN (+20.2% r/r), jednak po uwzględnieniu czynników jednorazowych (głównie 4.4 mln PLN zysku na okazym nabyciu przedsiębiorstwa w Czosnowie) było to 39.7 mln PLN (+19.8% r/r). Zysk netto wyniósł w IV kw. 1.5 mln PLN a w całym roku 11.2 mln PLN (vs odpowiednio 1.2 mln PLN i 12.2 mln PLN rok wcześniej). Na zysk netto w całym roku negatywnie wpłynęły różnice kursowe, które obniżyły go o 3.5 mln PLN.

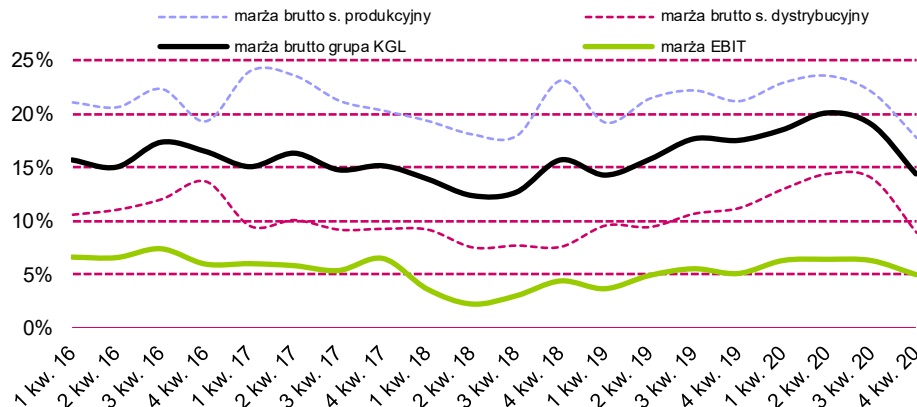
Skorygowany zysk netto o pozostałe przychody/koszty operacyjne oraz różnice kursowe wyniósł 10.6 mln PLN w 2020 r. vs 8.9 mln PLN w 2019 r. Na koniec 2020 roku zadłużenie netto wyniosło 122.0 mln PLN (jednak tylko 24.4 mln PLN jest zadłużeniem krótkoterminowym), co oznacza wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 2.7x. Wskaźnik długu netto po uwzględnieniu zdarzeń jednorazowych wyniósł 3.0x, co jest dość wysokim poziomem, jednak w kolejnych okresach powinien on spadać. Nie najlepiej wygląda też wskaźnik płynności bieżącej, który spadł na koniec roku z 1.28 do 1.05. Spółka działa więc na relatywnie podwyższonym lewarze.

Przychody kwartalne i ich dynamika



Źródło: Korporacja KGL

Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach



Źródło: Korporacja KGL

Prognozy finansowe

Prognoza wyników w I kw. 2021

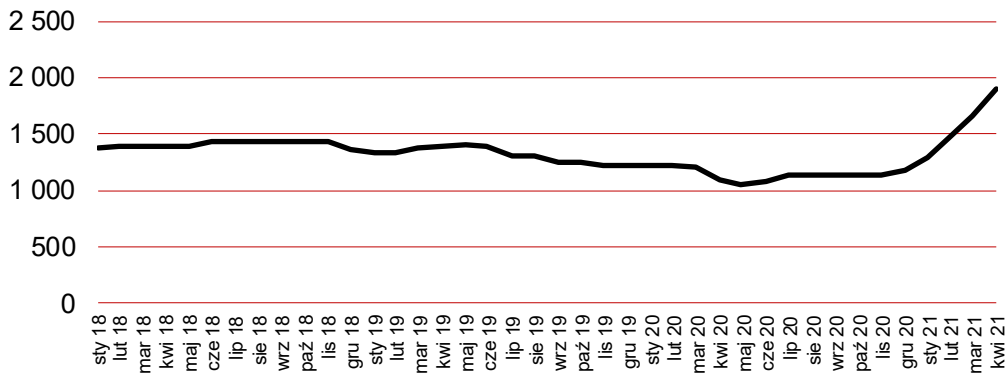
Spółka podała, że w I kwartale 2021 przychody wzrosły o 34.6% r/r do 129.1 mln PLN. W segmencie produkcyjnym wzrost wyniósł 30.5% r/r do 68.9 mln PLN, a w dystrybucji 39.6% r/r do 60.2 mln PLN. Bardzo duży wpływ na wzrost przychodów miał silny trend wzrostu cen surowców, które są przedmiotem dystrybucji oraz stanowią duży udział w kosztach wytworzenia opakowań, a tym samym wpływ na ich cenę. Ceny propylenu były średnio w I kw. wyższe o 22.9% r/r a patrząc na koniec marca wzrost wyniósł aż 40.5% r/r. Według spółki rosnące ceny zakupowe surowców wspierają marżę osiąganą w segmencie dystrybucji i obniżają marżę w segmencie produkcji. Spółka poinformowała, że marża osiągnięta przez KGL na całym biznesie nie powinna znacząco odbiegać od historycznie osiąganym poziomom. Sądzymy jednak, że ogólny wpływ na procentową zyskowność spółki był wyraźnie ujemny. Oczekujemy, że marża segmentu produkcyjnego spadła do 17.0% (-5.9 p.p. r/r) a marża segmentu dystrybucji wzrosła o 1 p.p. do 14.0%. To by oznaczało marżę brutto w całej spółce na poziomie 15.6% (-1,9 p.p.). Średnia marża brutto w KGL wynosiła w ostatnich 5 latach 15.8% więc oczekujemy zbliżonego poziomu. Zakładamy, że koszty SG&A wzrosły o 13% r/r do 13.8 mln PLN (w IV kw. 2020 w którym nastąpiło przejście wzrost wyniósł 18.1% r/r). Przy braku pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych prognozujemy EBIT na poziomie 6.4 mln PLN vs 6.0 mln PLN w I kw. 2020. Zysk netto prognozujemy na poziomie 4.0 mln PLN vs 1.2 mln PLN rok wcześniej. Rok temu duży ujemny wpływ miały różnice kursowe na poziomie 3.6 mln PLN (w tym roku szacujemy je na 0.7 mln PLN).

Prognoza wyników kwartalnych Korporacji KGL

	I kw. 2021 P	I kw. 2020	zmiana r/r
Przychody	129.1	95.9	34.6%
EBITDA	12.8	11.2	14.3%
EBIT	6.4	6.0	6.7%
Zysk netto	4.0	1.2	233.3%
Marże			
Marża EBITDA	9.9%	11.7%	
Marża EBIT	5.0%	6.3%	
Marża netto	3.1%	1.3%	

Źródło: prognoza MillenniumDomMaklerski, Korporacja KGL

Cena polipropylenu (EUR/t)



Źródło: Bloomberg

Aktualizacja prognoz finansowych

Ze względu na wzrosty cen surowców podnosimy nasze prognozy przychodów na ten rok i kolejne lata. Zakładamy przy tym utrzymywanie się cen surowców na poziomach z I kwartału. Generalnie przy wyższych cenach surowców spółka powinna mieć niższe procentowe marże (również marża w dystrybucji się obniży gdy ceny się ustabilizują). W stosunku do naszych prognoz z poprzedniego raportu dokonaliśmy następujących zmian:

- ❑ zwiększyliśmy dynamikę wzrostu sprzedaży w roku 2021 z +18.5% do +48.8% ze względu na wyższe ceny surowców,
- ❑ obniżyliśmy prognozę marży brutto na rok 2021 o 3.8 p.p. w stosunku do poprzednich oczekiwań, mimo to prognozowany zysk brutto na sprzedaży został podniesiony o 1.1 mln PLN (z 80.6 do 81.7 mln PLN) dzięki większym przychodom,
- ❑ zwiększyliśmy tegoroczny i przyszłoroczny CAPEX o 10 mln PLN (zarząd zmienił podejście do wydatków w stosunku do poprzednich zapowiedzi i inwestycje nadal mają być zbliżone do 30 mln PLN),

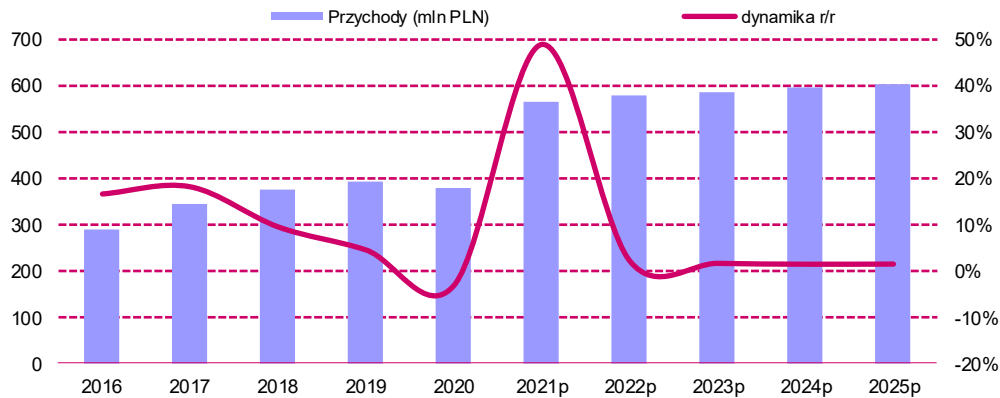
Oczekujemy, że w roku 2021 przychody wzrosną o 48.8% r/r, EBITDA wzrośnie o 13.1% r/r do 50.6 mln PLN, a zysk netto o 42.3% r/r do 15.9 mln PLN. Silny wzrost zysku netto będzie zasługą dużo mniejszych ujemnych różnic kursowych, które będą miały miejsce w tym roku (0.7 vs 5.0 mln PLN) oraz poprawie EBIT dzięki przejściu zakładów w Czosnowie.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników Korporacji KGL

	2020			2021			2022		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	368.3	380.0	3.2%	436.5	565.5	29.6%	446.7	577.5	29.3%
EBITDA	43.3	44.7	3.3%	49.1	50.6	3.0%	48.3	51.9	7.4%
EBIT	21.6	22.6	4.5%	22.7	23.8	5.0%	22.9	25.0	9.1%
Zysk netto	12.6	11.2	-11.3%	14.6	15.9	8.9%	15.1	17.3	14.3%

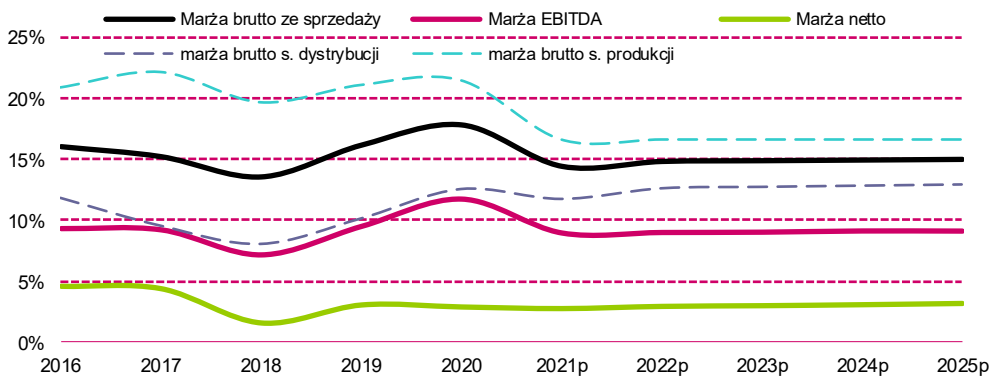
Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski

Prognoza przychodów w kolejnych latach



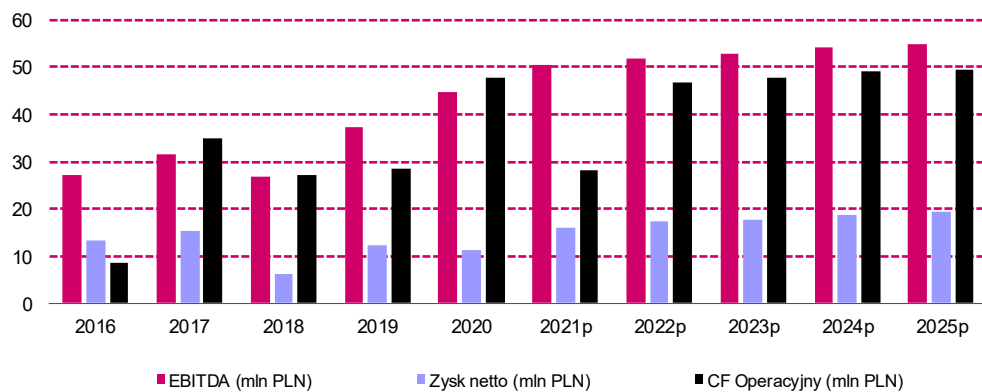
Źródło: Korporacja KGL, prognozy Millennium Dom Maklerski

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



Źródło: Korporacja KGL, prognozy Millennium Dom Maklerski

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



Źródło: Korporacja KGL, prognozy Millennium Dom Maklerski

Czynniki ESG

Oddziaływanie na środowisko

W powszechnej opinii plastik jest mało ekologiczny i przyczynia się do zanieczyszczenia środowiska. I rzeczywiście plastik jest głównym materiałem zanieczyszczającym oceany i inne zbiorniki wodne. Ze względu na jego trwałość rozkłada się bardzo powoli (kilkaset lat). Brak właściwego zagospodarowania, w szczególności recyklingu, powoduje znaczące obciążenie środowiska naturalnego.

Tworzywa są jednak one powszechnie wykorzystywane ze względu na wyjątkowo korzystne właściwości z punktu widzenia użytkowników i producentów (m.in. lekkość, wytrzymałość, łatwość w formowaniu). W wyniku tych cech wielu zastosowaniach jest on trudno zastępowalny. Opakowania z tworzyw sztucznych mają też duży wkład w zmniejszeniu strat żywności dzięki wydłużeniu okresu przydatności do spożycia, a koszty transportu są niższe niż opakowań z innych materiałów. Negatywne skutki użytkowania tworzyw są głównie efektem niskiego poziomu zarządzania odpadami, dlatego dąży się do gospodarki o obiegu zamkniętym. Działania KGL zmierzające do lepszego oddziaływania na środowisko to:

- ❑ Zmniejszenie ilości plastiku poprzez zmniejszenie wagi jednostkowej opakowań (struktury spienione).
- ❑ Wykorzystanie odpadów jako surowców do produkcji tych samych bądź innych produktów. Spółka jako jedna z niewielu w Polsce dokonała inwestycji w wieżę SSP, która umożliwi oczyszczanie płatka PET pochodzącego z recyklingu.
- ❑ Projektowanie opakowań i nowych materiałów z myślą o efektywniejszym recyklingu (monomateriałów z poliestrów mogących zastąpić niektóre materiały wielowarstwowe, które są trudno recyklowalne)
- ❑ Rozpoczęcie produkcji opakowań z surowców biodegradowalnych typu poliaktyd (PLA).

KGL posiadając nowoczesny zakład z aktywami kupowanymi w ostatnich latach i własnym CBR stara się w jak najmniejszym stopniu oddziaływać na środowisko. Oddziaływanie producentów plastiku (w niektórych przypadkach trudno zastępowalnego) będzie jednak cały czas negatywne tak długo jak recykling w gospodarce nie będzie dotyczył znaczącej większości odpadów.

Ład korporacyjny i społeczna odpowiedzialność

Zarząd KGL stosuje większość zasad zawartych w „Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2016” za wyjątkiem wybranych zasad. Do tych wyjątków należy przede wszystkim brak opracowanej polityki różnorodności wobec władz spółki oraz jej kluczowych menedżerów. Spółka podkreśla, że bierze pod uwagę kwalifikacje kandydatów, ich umiejętności i efektywność. Trzeba jednak podkreślić, że w zarządzie zasiada od 2001 r. czterech mężczyzn, którzy równocześnie są głównymi akcjonariuszami spółki. W KGL nie są również określone w regulacjach wewnętrznych kryteria i okoliczności, w których może dojść w spółce do konfliktu interesów, a także zasady postępowania w obliczu konfliktu interesów lub możliwości jego zaistnienia. Skutkuje to istnieniem ryzyka konfliktu interesów. Dodatkowo czterech (z sześciu) członków RN jest powiązanych rodzinnie z członkami zarządu. Z drugiej strony warto podkreślić, że w radzie nadzorczej znajduje się dwóch członków spełniających kryteria niezależności. Co więcej, są to przewodniczący i wiceprzewodniczący RN. Biorąc pod uwagę posiadanie przez głównych akcjonariuszy 84.5% głosów na WZA, dwóch niezależnych członków jest istotnym ukłonem w kierunku akcjonariuszy mniejszościowych. W ramach społecznej odpowiedzialności Korporacja KGL wspiera lokalne działania charytatywne, sportowe i kulturalne.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p
przychody netto	375.6	392.4	380.0	565.5	577.5	586.7
segment produkcji	179.1	217.9	227.5	316.2	325.7	332.2
segment dystrybucji	196.4	174.5	152.4	249.4	251.8	254.5
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-324.6	-328.8	-312.0	-483.8	-491.7	-499.2
zysk brutto na sprzedaży	51.0	63.6	67.9	81.7	85.8	87.5
segment produkcji	35.2	46.0	48.8	52.5	54.1	55.2
segment dystrybucji	15.8	17.6	19.1	29.2	31.7	32.4
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-40.4	-49.1	-50.5	-57.9	-60.8	-62.0
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.7	4.1	5.1	0.0	0.0	0.0
EBITDA	26.7	37.3	44.7	50.6	51.9	52.9
EBIT	12.2	18.6	22.6	23.8	25.0	25.5
saldo finansowe	-4.5	-3.3	-7.8	-4.2	-3.7	-3.4
zysk przed opodatkowaniem	7.7	15.3	14.8	19.6	21.3	22.1
podatek dochodowy	-1.6	-3.1	-3.6	-3.7	-4.0	-4.2
Zysk netto	6.2	12.2	11.2	15.9	17.3	17.9
EPS	0.86	1.70	1.56	2.22	2.41	2.50

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p
aktywa trwałe	163.2	179.9	238.8	240.1	244.2	249.8
wartości niematerialne i prawne	1.9	5.9	8.1	8.1	8.1	8.1
rzeczowe aktywa trwałe	161.0	173.8	230.6	231.9	236.0	241.6
długoterminowe pożyczki i należności	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
aktywa obrotowe	111.7	98.8	108.7	156.2	159.3	161.6
zapasy	60.4	52.3	69.0	102.7	104.9	106.5
należności	45.2	41.2	33.6	47.5	48.4	49.1
inwestycje krótkoterminowe	5.9	4.9	6.1	6.0	6.0	6.0
rozliczenia międzyokresowe	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
aktywa razem	274.9	278.7	347.5	396.3	403.4	411.4
kapitał własny	112.6	123.3	131.7	145.1	159.2	173.6
zobowiązania	162.2	155.4	215.7	251.2	244.2	237.8
zobowiązania długoterminowe	74.3	78.5	112.6	134.4	131.2	123.4
dług odsetkowy	66.3	69.2	102.3	124.1	120.9	113.0
zobowiązania krótkoterminowe	87.9	76.9	103.1	116.7	113.0	114.5
dług odsetkowy	14.7	19.2	25.9	10.7	5.1	5.1
zobowiązania handlowe	59.1	49.9	59.0	87.8	89.7	91.1
pasywa razem	274.8	278.7	347.5	396.3	403.5	411.4
BVPS	15.7	17.2	18.4	20.3	22.2	24.3

Źródło: Korporacja KGL S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A.

Cash flow (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p
wynik netto	6.2	12.2	11.2	15.9	17.3	17.9
amortyzacja	14.5	18.6	22.2	26.7	26.9	27.4
zmiana kapitału obrotowego	-0.3	2.1	-1.2	-18.8	-1.2	-0.9
zapłacone odsetki i różnice kursowe	4.2	3.5	6.9	4.2	3.7	3.4
gotówka z działalności operacyjnej	27.1	28.4	47.6	28.1	46.6	47.8
inwestycje (bez aktywów wziętych w leasing finansowy)	-14.0	-18.1	-44.5	-28.0	-31.0	-33.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-14.0	-17.9	-44.3	-28.0	-31.0	-33.0
wypłata dywidendy	-1.5	-1.0	-2.4	-2.5	-3.2	-3.5
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	0.2	4.3	25.6	56.9	7.7	-7.9
Płatności z tytułu leasingu	-12.8	-15.9	-20.6	-50.3	-16.4	0.0
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-4.2	-3.5	-6.9	-4.2	-3.7	-3.4
gotówka z działalności finansowej	-18.3	-16.0	-4.4	-0.1	-15.6	-14.8
zmiana gotówki netto	-5.1	-5.5	-1.1	0.0	0.0	0.0
DPS	0.21	0.14	0.34	0.35	0.45	0.48
CEPS	2.89	4.30	4.66	5.96	6.17	6.32
FCFPS	2.32	3.86	1.37	1.55	3.82	3.74

Wskaźniki (%)

	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p
zmiana sprzedaży	9.5%	4.5%	-3.2%	48.8%	2.1%	1.6%
zmiana EBITDA	-15.4%	39.4%	20.0%	13.1%	2.6%	1.9%
zmiana EBIT	-39.2%	52.4%	21.1%	5.6%	4.9%	2.0%
zmiana zysku netto	-59.5%	97.9%	-8.3%	42.3%	8.6%	3.5%
marża EBITDA	7.1%	9.5%	11.8%	8.9%	9.0%	9.0%
marża EBIT	3.3%	4.8%	5.9%	4.2%	4.3%	4.3%
marża netto	1.6%	3.1%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%
sprzedaż/aktywa (x)	1.5	1.4	1.4	1.6	1.5	1.5
dług / kapitał (x)	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.8	-0.6
odsetki / EBIT	-36.7%	-17.9%	-34.6%	-17.6%	-14.7%	-13.5%
stopa podatkowa	20.5%	20.4%	24.3%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	5.7%	10.8%	9.1%	12.1%	11.9%	11.2%
ROA	2.4%	4.4%	4.0%	4.6%	4.4%	4.4%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	75.0	83.6	122.1	128.7	119.9	112.1

Źródło: Korporacja KGL S.A., prognozy MillenniumDomMaklerski S.A.

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Grzegorz Gawkowski

+48 22 598 26 05
grzegorz.gawkowski@millenniumdm.pl

Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
artur.topczewski@millenniumdm.pl

Adam Zajler

+48 22 598 26 88
adam.zajler@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Analityk
handel detaliczny

Analityk
fundusze inwestycyjne
gry

Analityk
fundusze inwestycyjne
deweloperzy

Analityk

Departament Sprzedaży

Radosław Zawadzki

+48 22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Arkadiusz Szumiliak, CFA

+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumiliak@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski

+48 22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Leszek Iwaniec

+48 22 598 26 90
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

Marek Pszczółkowski

+48 22 598 26 60
marek.pszczolkowski@millenniumdm.pl

Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

Dyrektor

Millennium Dom Maklerski S.A.
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp
02-593 Warszawa Polska

Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawa przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieistotne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych w nim informacji faktycznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%) REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20% SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20% Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3): Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiedzialną do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego. Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE/PBV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiedzialną do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media, Elzab od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Wielton, Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry, Gremi Media, Elzab. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisywanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerskiego S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wspierania Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin Organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Domu Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Domu Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności. Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów. Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 21 maja 2021 roku o godzinie 10.45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 21 maja 2021 roku godzina 11.00

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	30 cze 20	8.1	13.2	Adam Zajler
KGL	Kupuj	1 wrz 20	17.4	23.4	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17.25	27.2	Marcin Palenik
KGL	Kupuj	7 gru 20	15.40	26.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6.94	20.2	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	2 lut 21	53.4	54.7	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kwi 21	19.5	28.6	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8.4	23.4	Adam Zajler

Źródło: MillenniumDM S.A., rekomendacje wydawane przez MillenniumDomMaklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane.

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	88%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	13%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej *

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	0	0%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora