

Korporacja KGL

kupuj

branża chemiczna

poprzednia rekomendacja: —

Cena: 17.4

Cena docelowa: 23.4

Nowoczesny producent opakowań

Korporacja KGL jest producentem opakowań z tworzyw sztucznych dla przemysłu spożywczego oraz dystrybutorem granulatów tworzyw sztucznych. KGL jest liderem (z ponad 50% udziałem) w produkcji tacek do mięs oraz opakowań do ciastek dostarczając je do wymagających, międzynarodowych koncernów mających zakłady w Polsce. Wyżej marżowy segment produkcji generował w ub.r. 56% sprzedaży oraz 72% zysku brutto, a jego udział dalej rośnie. Segment ten jest równocześnie odporny na zmiany koniunktury (klienci z branży spożywczej). KGL jest notowany ze wskaźnikiem C/Z na poziomie 10.2 za rok 2019 oraz 11.1 za rok 2020. Opierając się na wycenach metodami DCF oraz porównawczą ustalamy cenę docelową dla akcji spółki KGL na poziomie 23.4 PLN oraz rekomendujemy jej zakup.

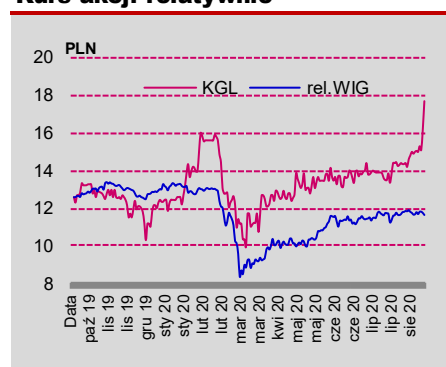
Perspektywy dalszego rozwoju

W ostatnich latach wyraźnie rośnie udział wyżej marżowego segmentu produkcji, a w segmencie dystrybucji rośnie udział wyżej marżowych tworzyw specjalistycznych. Te pozytywne tendencje powinny częściowo zniwelować presję na marże związane z regulacjami. W najbliższym czasie spółka chce wejść na duży rynek opakowań dla sektora mleczarskiego. W tym celu już zakupiła linie do termoformowania takich produktów oraz jest w trakcie przejmowania zakładu produkcyjnego, który oprócz aktywów trwałych posiada know-how w tym segmencie rynkowym. Spółka w ostatnich 4 latach dokonała inwestycji o wartości 157 mln PLN (moce produkcyjne, dostosowanie produkcji z recyklatów, centrum B+R), dzięki czemu EBITDA wzrosła o 62% (z 23.0 mln PLN w 2015 r. do 37.6 mln PLN). Zysk netto wzrósł jednak zaledwie o 9% sugerując niską efektywność tych inwestycji. Równocześnie dług netto/EBITDA wzrósł do 2.2x, co ogranicza dalsze możliwości inwestycyjne.

Regulacje czynnikiem ryzyka

Najistotniejsze zagrożenia dla spółki wiążą się z regulacjami, ze względu na negatywne postrzeganie plastiku w kontekście oddziaływania na środowisko. Według zarządu spółka jest relatywnie dobrze przygotowana na kolejne wymagania stawiane przez UE. Inwestycje w ostatnich latach pozwalają na produkcję opakowań w 100% z recyklatów, a KGL opracowuje opakowania z łatwych do recyklingu monomateriałów. Wymogi regulacyjne mogą wręcz tworzyć przewagę konkurencyjną KGL. Z drugiej jednak strony nowy podatek na poziomie 0.8 EUR za kg niepoddanych recyklingowi tworzyw sztucznych (w zależności od szczegółów) spowodują większą konkurencyjność opakowań z alternatywnych materiałów. Zmiany regulacyjne mogą więc tworzyć presję na marże a siła ich wpływu jest trudna do przewidzenia.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	17.7 / 9.9
Liczba akcji (mln)	7.2
Kapitalizacja (mln PLN)	125
EV (mln PLN)	208
Free float (mln PLN)	30
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	27.5% 27.5% 46.7%
Zmiana rel. WIG	20.5% 34.2% 62.5%

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 (%)
2019	392.4	18.6	37.3	15.3	12.2	1.70	4.30	17.2	10.2	1.0	0.8	11.2	5.6	10.8
2020p	351.1	17.1	37.8	13.9	11.3	1.57	4.46	18.5	11.1	0.9	2.0	12.2	5.5	9.1
2021p	364.8	15.8	36.1	13.1	10.7	1.49	4.33	19.6	11.7	0.9	1.8	13.2	5.8	8.1
2022p	374.6	16.5	36.6	14.2	11.5	1.61	4.42	20.9	10.8	0.8	1.7	12.6	5.7	8.2

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln PLN

Raport został sporządzony przez Millennium Dom Maklerski S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Millennium Domu Maklerskiego S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Wycena

Wycenę grupy 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 129 mln PLN, czyli 18.0 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 205 mln PLN (28.7 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 167 mln PLN, czyli 23.4 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy rekomendację kupuj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	129	18.0
Wycena porównawcza	205	28.7
Wycena Grupy KGL SA	167	23.4

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla grupy KGL za lata obrotowe od 2020 do 2029,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 1.9% (rentowności polskich obligacji o najdłuższej zapadalności),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029 na poziomie 1.0%,
- ❑ W naszych prognozach nie uwzględniamy przejęcia zakładu produkcyjnego od spółki „Szymanowicz i Spółka” ze względu na brak informacji o wynikach operacyjnych, zdolnościach produkcyjnych oraz długu przynależnego temu zakładowi. Nie można przez to jeszcze ocenić wpływu tej inwestycji na przyszłe wyniki,
- ❑ Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.4 PLN w całym okresie prognozy
- ❑ W segmencie produkcyjnym średni wzrost przychodów na poziomie 2.4% w kolejnych 5 latach oraz stałą marżę brutto równą 22.5% (vs oczekiwana marża 23.0% w tym roku),
- ❑ W segmencie dystrybucyjnym średni wzrost przychodów na poziomie 2.0% w kolejnych 5 latach oraz wzrost marży brutto z 12.5% w 2020 r. do 13.0% w 2025 r. (dzięki rosnącej wadze tworzyw technicznych)
- ❑ Wzrost kosztów SGA o 4.3% w roku 2020 r. oraz na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach
- ❑ CAPEX na poziomie 18 mln PLN w latach 2020-2022 oraz na poziomie 3% wyższym od amortyzacji w kolejnych latach

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	>2029
Sprzedaż	351.1	364.8	374.6	382.3	387.1	392.0	396.9	402.0	407.1	412.4	
efektywna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	13.8	12.8	13.4	13.7	13.9	14.1	14.3	14.5	14.7	14.9	
Amortyzacja	20.7	20.4	20.1	19.8	19.9	20.0	20.1	20.1	20.2	20.2	
Inwestycje	-18.0	-18.0	-18.0	-20.7	-20.4	-20.5	-20.6	-20.7	-20.7	-20.8	
Zmiana kap.obrotowego	3.9	-1.3	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	
FCF	20.4	13.8	14.5	12.2	13.0	13.1	13.3	13.5	13.7	13.9	203.5
Zmiana FCF		-32.3%	5.0%	-16.4%	6.8%	1.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.0%
Dług/Kapitał	40.4%	35.6%	31.1%	26.1%	21.8%	17.2%	12.5%	7.7%	2.7%	0.0%	0.0%
Stopa wolna od ryzyka	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.9%
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%	2.7%	2.8%	3.0%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.4%
Koszt kapitału	6.1%	6.2%	6.3%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.9%
WACC	4.4%	4.7%	5.1%	5.5%	5.9%	6.2%	6.5%	6.9%	7.2%	7.4%	7.9%
PV (FCF)	20.4	13.2	13.2	10.4	10.3	9.7	9.1	8.5	7.9	7.3	102.7
Wartość DCF (mln PLN)	213	w tym wartość rezydualna				103					
(Dług) Gotówka netto	-83.6										
Wycena DCF (mln PLN)	129.2										
Liczba akcji (mln)	7.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	18.0										

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 Grupy KGL na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
		0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
stopa R_r rezydualna	0.9%	18.8	19.3	19.9	20.5	21.1	21.8	22.5
	1.4%	17.8	18.2	18.7	19.2	19.7	20.3	20.9
	1.9%	16.8	17.2	17.6	18.0	18.5	19.0	19.5
	2.4%	16.0	16.3	16.7	17.1	17.5	17.9	18.3
	2.9%	15.3	15.6	15.9	16.2	16.6	16.9	17.3

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 18.0 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 Grupy KGL oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
BERRY GLOBAL GROUP INC	BERY	USA	8.4	8.1	7.9	14.1	13.3	12.6	11.8	10.2	9.3
DAIBOCHI BHD	DPP	Malezja	10.2	9.1	8.8	13.2	11.3	10.9	18.9	17.0	16.4
FP CORP	7947	Japonia	12.6	12.4	11.9	21.7	21.1	20.7	27.5	25.9	23.8
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	15.5	11.0	9.5	23.1	15.3	12.2	36.0	20.5	16.5
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	9.3	8.4	7.8	16.6	14.0	12.5	21.5	18.6	16.5
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	6.1	5.0		7.9	6.2		8.9	7.0	
WINPAK LTD	WPK	Kanada	13.0	12.4		17.2	16.3		26.7	25.4	
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	9.4	10.0	9.4	13.1	14.5	13.4	14.1	15.6	14.4
Mediana			9.8	9.6	9.1	15.4	14.2	12.5	20.2	17.8	16.4
Wyniki spółki (mln PLN)			37.8	36.1	36.6	17.1	15.8	16.5	11.3	10.7	11.5
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-83.6	-83.6	-83.6	-83.6	-83.6	-83.6			
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			287	262	251	179	141	124	227	190	189
Wycena			205								
Wycena na 1 akcję			28.7								

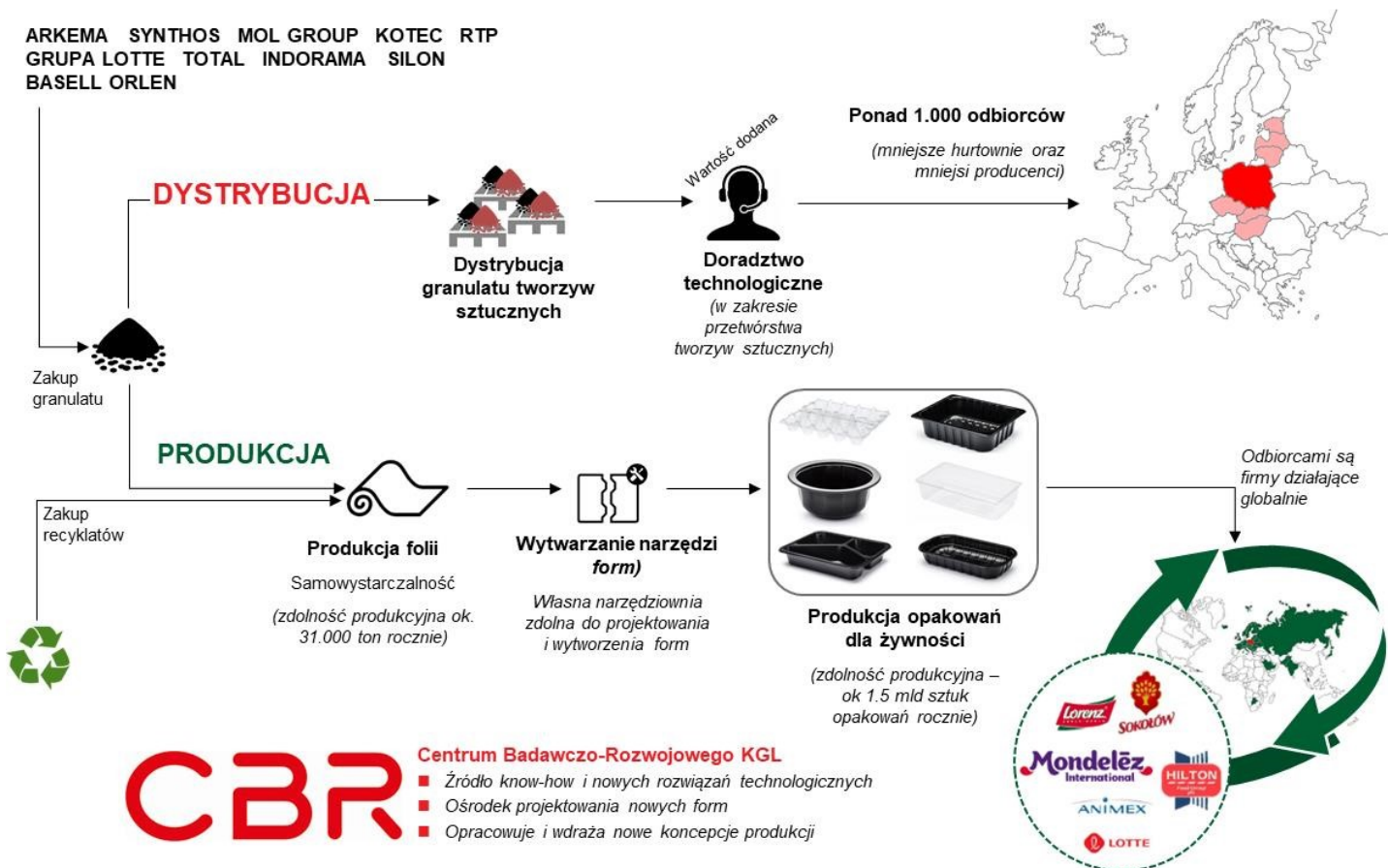
Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki na 28.7 PLN.

Model biznesowy grupy KGL

Działalność grupy KGL sięga 1992 r. Po debiucie na GPW w 2015 r. dotychczasowi akcjonariusze (4 osoby fizyczne) nadal mają większość głosów na WZA (razem 84.5% rozłożone prawie po równo) oraz pozostają członkami zarządu spółki. Działalność grupy KGL składa się z dwóch segmentów operacyjnych:

- ❑ produkcyjny – wytwarzanie folii oraz opakowań z tworzyw sztucznych (głównie dla rynku spożywczego)
- ❑ dystrybucyjny – dystrybucja granulatów tworzyw sztucznych.

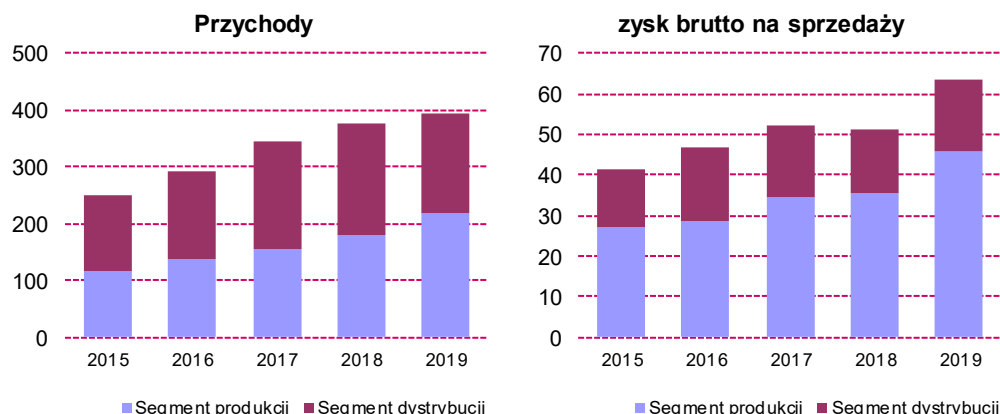


Segment produkcyjny

Segment ten odpowiadał w 2019 r. za 56% sprzedaży grupy, ale aż za 72% zysku brutto na sprzedaży i jego udział cały czas rośnie. W ramach segmentu produkcyjnego KGL produkuje folie i opakowania z trzech głównych rodzajów tworzyw sztucznych w zdecydowanej większości dla branży spożywczej (głównie tacki). Opakowania produkowane są metodą termoformowania (formowanie podgrzanego surowca), w której surowcem bazowym jest folia.

Spółka wykorzystuje folię wytwarzaną samodzielnie z czterech podstawowych rodzajów tworzyw sztucznych: Polistyren (PS), Polipropylen (PP), Poliester (PET) oraz Polilaktyd (PLA) przy czym ponad 97% stanowi produkcja z PP i PET. Do produkcji folii w procesie ekstruzji (zagęszczanie, roztopianie, wyciskanie) służy granulat tworzyw sztucznych nabywany od dostawców zewnętrznych. Granulat jest kupowany jest zarówno do segmentu produkcji jak i dystrybucji. Dostawcami granulatu dla KGL są zarówno duże koncerny jak i średniej wielkości spółki chemiczne (MOL, Total, Lotte, Synthos, Basell Orlen, Arkema, Kotec, Silon) dzięki czemu nie ma uzależnienia od pojedynczego dostawcy. Zamówienia surowców u tych samych dostawców dla obu segmentów oznaczają wyższe wolumeny, a co za tym idzie niższe ceny jednostkowe.

Przychody i zysk brutto na sprzedaży w segmentach grupy KGL



Źródło: Grupa KGL

Do produkcji folii z poliestrów istotną część surowca stanowią tzw. recyklaty. Obecnie realnie blisko 80-90% folii PET wykorzystywanej przez KGL powstaje z surowca pochodzącego z recyklingu. Recyklat poddawany jest procesowi dekontaminacji (oczyszczania) specjalistycznej wieży SSP (z ang. solid-state polycondensation), aby można go było wykorzystać do produkcji opakowań dla przemysłu spożywczego.

Aktywa produkcyjne

Spółka jest zorganizowana w dwóch zakładach w okolicach Warszawy: w Gliniance (koło Otwocka) oraz Klaudynie (koło Izabelina) i dysponuje 48 tys. m² powierzchni hal, magazynów i biur (w tym 11.7 tys. m² najmowanej). W I kw. 2020 r. w Rzakce został oddany do użytku magazyn wysokiego składowania o pojemności 12 tys. palet z komorą wydań dedykowaną do wyrobów gotowych mający zastąpić część najmowanej powierzchni.

W ostatnich pięciu latach spółka wyraźnie zwiększała moce do produkcji folii (ekstrudery) i opakowań (termoformiarki), dzięki czemu posiada nowoczesne aktywa produkcyjne. Ekstrudery w pełni uniezależniają KGL od dostawców folii oraz umożliwiają zachowanie marży dostawcy poprawiając rentowność działalności produkcyjnej. Spółka posiada łącznie 6 linii do ekstruzji (w tym: 3 linie do produkcji folii PP i PS oraz 3 linie uniwersalne do PET, PP, PS, PLA). Ekstrudery posiadają zdolność produkcji ponad 2.6 tys. ton folii miesięcznie (w tym: ok. 1.6 tys. ton folii PET, PP, PS, PLA a pozostałe 1.0 tys. ton to PP i PS), czyli 31.0 tys. ton folii rocznie, z których wytwarzane są opakowania. Najnowsza linia, która została zainstalowana pod koniec 2019 r., jest uniwersalna, ale przeznaczona będzie do produkcji folii PP, której udział w produkcji opakowań będzie rósł.

KGL posiada 27 oddanych do użytku linii do termoformowania, których łączna maksymalna zdolność przetwórcza wynosi obecnie ok. 33 tys. ton folii w ujęciu rocznym, co potencjalnie umożliwia wyprodukowanie około 1.5 mld szt. opakowań rocznie. Przez ostatnie 5 lat uruchomiono 7 termoformiarek a liczba wyprodukowanych opakowań wzrosła o 65%.

Do najważniejszych pozostałych składowych infrastruktury produkcyjnej należą: wieża SSP, zaplecze do produkcji form, linia do regranulacji. Specjalistyczna wieża SSP służy do dekontaminacji surowca pochodzącego z recyklingu (rPET). Dekontaminacja ma za zadanie usunięcie (dezaktywację) szkodliwych dla ludzi i środowiska substancji z tworzywa sztucznego pochodzącego z recyklingu. Dzięki wieży SSP, KGL dysponuje technologią, która umożliwia stosowanie recyklatów (w wielkości do 100% masy) w produkcji jednowarstwowych folii PET przeznaczonych dla branży spożywczej (dozwolony kontakt z żywnością). Najbliższa konkurencja takiej wieży nie ma, co daje KGL przewagę w czasach coraz ostrzejszych regulacji. Linia do regranulacji przetwarza płatki PET i odpady do formy regranulatu, dzięki czemu można je ponownie

wykorzystać do produkcji (ogranicza to ilość powstających odpadów oraz zmniejsza materiałochłonność produkcji). KGL ma również zdolności wytwórcze w zakresie projektowania i budowy form dla maszyn termoformujących oraz wtryskarek.

Dane operacyjne segmentu produkcji

	2015	2016	2017	2018	2019	Aktualne moce
Przychody ze sprzedaży (mln PLN)	117.7	136.8	155.7	179.1	217.9	
dynamika r/r %	20.6%	16.3%	13.8%	15.1%	21.6%	
Liczba ekstruderów	3	4	4	5	5	6
Produkcja folii w tonach	11 888	13 973	19 008	21 523	24 065	31 000
PET	6 548	8 785	13 357	15 405	16 858	
Folie polipropylenowe (PP)	3 978	4 131	5 157	5 921	7 184	
Folie polistyrenowe (PS)	1 362	1 057	494	197	23	
Liczba linii do termoformowania	20	21	23	25	27	27
Wyprodukowane opakowania (mln szt.)	763	907	1 154	1 112	1 247	1 500

Źródło: Grupa KGL

Spółka w 2019 r. wytworzyła folie a następnie opakowania z poliestru (PET) stanowiące ok. 70% całkowitych wolumenów oraz polipropylenu (ok. 30%). Śladowe ilości (ok. 0.1%) były jeszcze produkowane z polistyrenu (PS). W ub.r. roku KGL wprowadził wyroby z materiałów biodegradowalnych, dla których materiałem bazowym jest polilaktyd (PLA). Udział produktów wykonanych z PLA jest niewielki (poniżej 2% produkcji w 2020 r.). KGL wykorzystuje PET do produkcji pojemników do mięs i jaj, tacek do owoców i warzyw, opakowań do ciastek i słodczy. PET to najbardziej popularny surowiec w produkcji opakowań dla przemysłu spożywczego i jest łatwo uzyskiwany z recyklingu. PP jest wykorzystywany przez KGL do produkcji pojemników do mięsa, naczyń jednorazowych, opakowań do ciastek. PP jest jednym z najbezpieczniejszych tworzyw wykorzystywanych w przemyśle opakowań do żywności. Produkcja PP charakteryzuje się niską emisją CO₂, podczas spalania PP odzyskiwane są duże ilości energii. Zalety sprawiają, że największe firmy rezygnują z opakowań PET, PS czy PVC na rzecz PP.



Oferowane opakowania i ich odbiorcy

Najważniejszą pozycję w strukturze sprzedaży opakowań zajmuje grupa produktów przeznaczonych dla mięs (tacki i opakowania). Sprzedaż tej grupy produktów stale rośnie a głównymi odbiorcami są najwięksi producenci mięsa czerwonego oraz drobiu w Polsce, do których przede wszystkim należą: Animex, Sokołów, Hilton, Drosed, Goodvalley Polska, Skiba czy Indykpol. Najbardziej popularnym produktem KGL jest tacka MAP (tacka w technologii pakowania w atmosferze ochronnej), która wykonana jest z tworzyw sztucznych a po włożeniu mięsa wypełniona odpowiednio dobranym wypełnieniem gazowym. Dzięki utrzymaniu stanu próżni, do mięsa nie przenikną żadne inne zapachy i nie ulegnie ono zepsuciu. Według zarządu nie ma alternatyw w najbliższej przyszłości dla opakowań produkowanych z polimerów w kontekście długości życia zapakowanego produktu (ang. *shelf life*), wymagań higienicznych i sanitarnych. Drugą znaczącą grupę produktów KGL stanowią opakowania do ciastek. Istotny wpływ na wysoki poziom sprzedaży tej grupy wynika z wieloletniej współpracy z Grupą Mondelez, która generuje ok. 10% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży

(20% przychodów w segmencie produkcyjnym). Zarząd widzi tendencje świadczące o rosnącym znaczeniu tego segmentu opakowań. Trzecią, coraz mniej istotną grupą produktów są opakowania na jaja. Oprócz wcześniej wymienionych największych odbiorców spółka sprzedaje opakowania do ponad 800 klientów. Dodatkowo bezpośredni eksport stanowił w 2019 r. 16.6% sprzedaży w tym segmencie.

Segment dystrybucyjny

Segment ten odpowiadał w 2019 r. za 44% sprzedaży grupy oraz 28% zysku brutto na sprzedaży. Segment dystrybucji skoncentrowany jest na sprzedaży trzech kategorii tworzyw – technicznych, poliolefinowych i styrenowych. KGL jest jednym z wiodących dystrybutorów tworzyw sztucznych w Polsce dla małych i średnich firm, które zamawiają zbyt małe wolumeny, aby mogły być bezpośrednimi klientami producentów tworzyw. Spółka posiada ponad 1 000 odbiorców z branż takich jak budowlana, motoryzacyjna, AGD, spożywcza, kosmetyczna czy zabawkarska. Eksport stanowił w 2019 r. 4.8% sprzedaży w tym segmencie (Czechy, Słowacja, Węgry, Litwa). Istotną wartością dodaną w tym segmencie jest doradztwo techniczno-technologiczne, szczególnie w zakresie przetwórstwa tworzyw sztucznych. Doradztwo jest szczególnie istotne w tworzywach technicznych i specjalistycznych, których zastosowanie nie zostało jeszcze mocno rozpowszechnione w Polsce. Dystrybucja tych tworzyw charakteryzuje się wyższą marżą i spółka chce zwiększać sprzedaż szczególnie tego asortymentu.

Centra magazynowe KGL na potrzeby dystrybucji znajdują się w Mościskach (oddział centralny) oraz oddział regionalny w Kostrzynie Wielkopolskim. W obu centrach mieszczą się także biura sprzedaży. Magazyn w Mościskach ma powierzchnię 3 000 m² i jest własnością spółki natomiast wynajmowany magazyn w Kostrzynie Wielkopolskim ma powierzchnię 4 993 m².

Tworzywa techniczne (specjalistyczne) generują najwyższe marże w segmencie dystrybucyjnym. Ich sprzedaż ma największy udział w tym segmencie (za 2019 r. - ok. 44.5% sprzedaży segmentu). Tworzywa techniczne znajdują zastosowanie m.in. w budownictwie (rury, kształtki), a także w branżach producentów zabawek, części samochodowych, sprzętu RTV i AGD.

Tworzywa styrenowe wygenerowały w 2019 r. 23.7% sprzedaży segmentu dystrybucyjnego. Zaliczają się do grupy tworzyw masowych, których odbiorcami są przede wszystkim producenci styropianu, opakowań do żywności oraz produktów technicznych. Z tworzyw styrenowych produkuje się m.in. opakowania, pudełka, pojemniki, elementy sprzętów RTV i AGD, zabawki, artykuły reklamowe, elementy mebli, płyty i kształtki styropianowe, elementy dekoracyjne.

Poliolefiny wygenerowały w 2019 r. 29.8% sprzedaży segmentu dystrybucyjnego. Do tej grupy należą polietyleny (PE) i polipropyleny (PP). Są to najpopularniejsze tworzywa stanowiące w sumie ok. 50% produkcji w Europie. Służą jako opakowania produktów zarówno przemysłowych, a także do produkcji m.in. zabawek, folii, doniczek, opakowań technicznych, sprzętu RTV i AGD, części samochodowych jak i opakowań produktów spożywczych (pieczywa, owoców, warzyw, wyrobów cukierniczych). Poliolefiny są przedstawicielami tworzyw masowych, których dystrybucja charakteryzuje się niską marżą, ale wysokimi wolumenami na pojedynczą transakcję.

Strategicznym celem KGL jest powiększanie w sprzedaży udziału tworzyw

Struktura przychodów z dystrybucji wg. towarów

	2015		2016		2017		2018		2019	
	mln PLN	udział %	mln PLN	udział %	mln PLN	udział %	mln PLN	udział %	mln PLN	udział %
Tworzywa styrenowe	31.5	24%	33.8	22%	49.3	26%	57.3	29%	41.3	24%
Poliolefiny	57.1	43%	55.3	36%	63.6	34%	57.6	29%	52.0	30%
Tworzywa techniczne	43.0	33%	64.6	42%	74.6	40%	81.5	41%	81.1	47%
	131.6	100%	153.7	100%	187.5	100%	196.4	100%	174.4	100%

Źródło: Grupa KGL

technicznych, na których generowane są wyższe marże w. stosunku do tworzyw z grupy styrenowych i poliolefin. Efekty tych działań są widoczne w wynikach sprzedaży za ostatnie lata Zarząd oczekuje również w przyszłości kontynuacji tej tendencji, czyli dalszego zwiększania udziału tworzyw technicznych (wzrost popytu ze strony takich branż jak motoryzacja, elektronika oraz budownictwo). Zarząd wzmacnia tą sprzedaż poprzez coraz większy nacisk na kompetencje doradcze, w tym wsparcie w doborze tworzyw oraz rozwiązywaniu problemów technologicznych klientów.

Centrum Badawczo – Rozwojowe

W celu opracowywanie koncepcji nowych produktów, ulepszeń oraz poszukiwania rozwiązań optymalizujących proces produkcyjny, spółka otworzyła w 2018 r. Centrum Badawczo – Rozwojowe. CBR ma zwiększyć niezależność od zewnętrznych dostawców technologii oraz umożliwić uzyskanie przewagi względem konkurencji dzięki nowym konkurencyjnym cenowo i jakościowo technologiom produkcji. Obecnie w CBR realizowana jest produkcja kilku narzędzi produkcyjnych (form), które wkrótce wykorzystane zostaną w zakładach do produkcji nowych typów opakowań. Są to przede wszystkim:

- ❑ opakowania wielofunkcyjne, które mogą być stosowane w ekstremalnych warunkach temperaturowych (od -40°C do 200°C), które umożliwią zagrzanie zapakowanych w nie dań gotowych w klasycznych piekarnikach i piecach kuchennych (w tym przede wszystkim opakowania wykonane z CPET).
- ❑ opakowanie ze spienionego PET i PP o zredukowanej wadze (do wyprodukowania których zużyto mniej plastiku), i które nadają się do pełnego recyklingu,

Działania CBR mają w dłuższym okresie dawać przewagę w stosunku do konkurencji oraz zwiększać szanse przy wchodzeniu na nowe rynki opakowań (sektor mleczarski).

Strategia spółki

Aktualnie KGL z sukcesem realizuje strategię na lata 2016-2020. Strategia ta zakładała zwiększenie zdolności do wdrażania innowacyjnych produktów, a także zwiększenia jej możliwości w zakresie badań nad rozwiązaniami, które umożliwią uzyskanie przewagi kompetencyjnej względem konkurencji. W segmencie dystrybucji celami było uzyskanie znaczącej pozycji w segmencie tworzyw technicznych i konstrukcyjnych, ugruntowanie wizerunku solidnego partnera w segmencie tworzyw masowych (styren i poliolefiny) oraz rozwój dodatkowych usług aktywnego doradztwa w ramach dystrybucji tworzyw sztucznych.

Natomiast w działalności produkcyjnej celami było skoncentrowanie się wyłącznie na segmencie produkcji opakowań dla przemysłu spożywczego, podniesienie poziomu innowacyjności oferowanych rozwiązań w opakowaniach w celu zaspokojenia nawet najbardziej złożonych potrzeb odbiorców w zakresie jakości, bezpieczeństwa oraz funkcjonalności oferowanych produktów, zwiększenie poziom niezależności od dostaw folii od podmiotów zewnętrznych poprzez znaczne rozszerzenie produkcji folii na własne potrzeby, a także rozpoczęcie wytwarzania form do termoformowania, zwiększenie udziału surowca pochodzącego z recyklingu w produkcji opakowań. Spółka podkreśla, że wszystkie cele zostały osiągnięte jednak przy braku konkretnych wartości w poszczególnych celach niektóre z nich są trudne do zweryfikowania („ugruntowanie wizerunku solidnego partnera”). Wraz z zakończeniem okresu poprzedniej strategii można w najbliższych miesiącach oczekiwać nowej strategii na kolejne lata. Dobrze by było, aby cele były w niej bardziej mierzalne.

To czego można w niej oczekiwać to istotne zwiększenie znaczenia produkcji opakowań dla przemysłu mleczarskiego. Zakupione w 2019 r. termoformiarki, które są dostosowane do tego rodzaju produktów, jak również ostatnia umowa na zakup zakładu produkcyjnego wyraźnie to pokazują. Spółka nadal będzie pracować nad innowacjami w celu zyskania przewag przede wszystkim starając się być liderem w dostosowaniu do

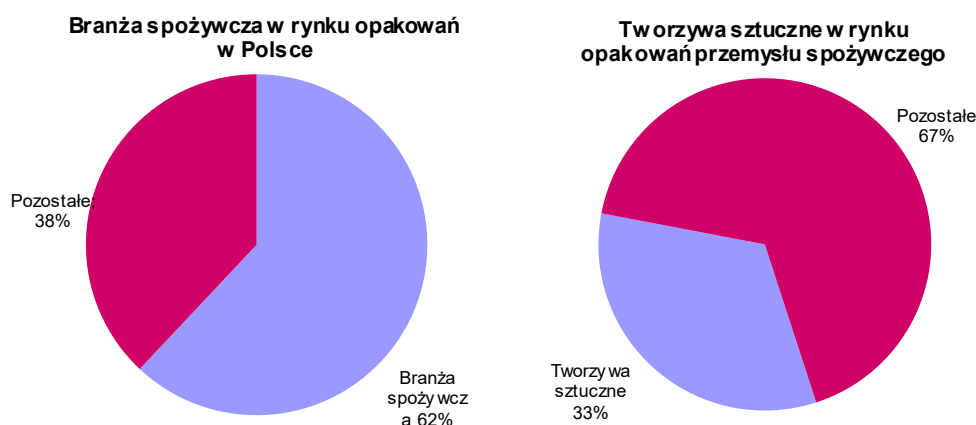
nowych wymogów środowiskowych.

Dla wzrostu KGL w segmencie mleczarskim istotna jest podpisana wstępna umowa kupna hali produkcyjnej wraz z zainstalowanymi tam liniami do produkcji folii PET oraz opakowań dedykowanych segmentowi mięsnemu, mleczarskiemu i HORECA takich jak: tacki MAP, butelki, nakrętki, kubki i wiaderka. KGL wg wstępnej umowy ma zapłacić 30 mln PLN oraz przejąć zobowiązania z tytułu leasingu i pożyczek na aktywa produkcyjne. Transakcja ma mieć miejsce do 31 października 2020 r. Według zarządu oprócz aktywów trwałych, KGL pozyska know-how z zakresu produkcji opakowań dla przemysłu mleczarskiego oraz relacje z klientami w tym segmencie. Spółka chce wejść na rynek opakowań do kefirów i/lub jogurtów – rynek ten jest znacząco większy niż opakowań do mięs.

Rynek opakowań z tworzyw sztucznych

Grupa KGL działa na rynku opakowań z tworzyw sztucznych. Dostarcza opakowania przede wszystkim producentom spożywczym w Polsce jednak są to m.in. koncerny międzynarodowe, które swoje produkty w opakowaniach z KGL sprzedają na całym świecie. Światowa produkcja tworzyw sztucznych rosła w latach 2013-2018 ze średnią

Tworzywa sztuczne w rynku opakowań



Źródło: Grupa KGL S.A., Polska Izba Opakowań

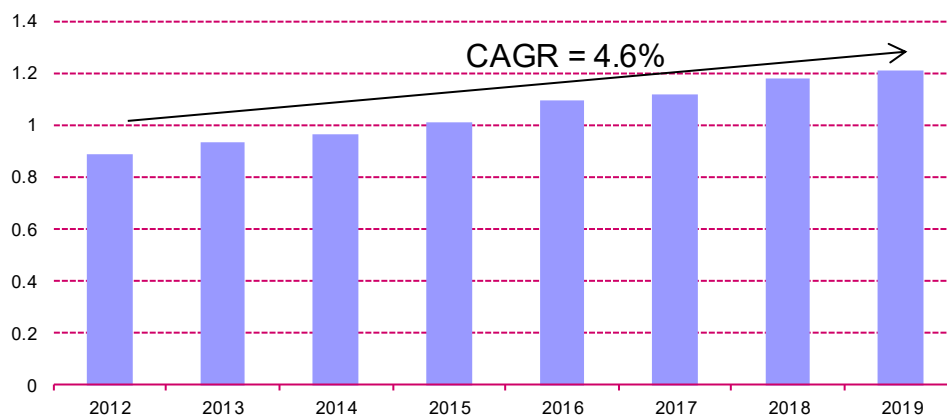
dynamiką 3.7% rocznie i po oczywistym załamaniu w roku bieżącym oczekuje się kontynuacji wzrostu wykorzystania tworzyw sztucznych w kolejnych latach. Wzrost ten wynika z wielu pożądanych właściwości tych materiałów, przez co nie łatwo je zastąpić w wielu zastosowaniach. Polska jest istotnym graczem w UE, gdyż znajduje się na piątym miejscu wśród największych producentów tworzyw sztucznych z udziałem ok. 7%. Szacowane zużycie tworzyw w Polsce wynosiło 3.6 mln ton.

Najważniejszym zastosowaniem w plastiku w Europie są opakowania (40%) oraz budownictwo (20%) natomiast w Polsce te udziały wynoszą odpowiednio 33% oraz 26%. Na trzecim miejscu zarówno w Polsce jak i UE jest motoryzacja (10%). Opakowania są więc wyraźnie najważniejszym przeznaczeniem tych materiałów. Głównym odbiorcą opakowań z tworzyw sztucznych jest branża producentów żywności, która kupuje 60% opakowań. Kolejna branża farmaceutyczna stanowi tylko 7% rynku, co pokazuje bardzo znaczącą rolę opakowań tworzyw sztucznych dla branży spożywczej. Wzrost zapotrzebowania na opakowania plastikowe w tej branży wynika z rosnącego popytu na dania gotowe, opakowania mniejszych porcji oraz chęć wydłużenia świeżości produktu na sklepowej półce bez utraty właściwości spożywczych. Produkcja opakowań z różnych materiałów rosła w Polsce bardzo dynamicznie i podwoiła się w latach 2012-2019 przekraczając 6 mln ton. Natomiast zużycie tworzyw sztucznych do produkcji opakowań rosło w latach 2012-2018 średnio 4.8% rocznie osiągając poziom 1.18 mln ton.

Rynek producentów opakowań z tworzyw jest mocno rozdrobniony. KGL będąc jednym z liderów rynkowych miał 2.0% w rynku opakowań sztucznych dla branży spożywczej

(najwięksi Paccor, Greiner, RPC mają 1.5-2 razy większe obroty). KGL szacuje również, że ma ok. 60% w rynku tacek do mięs oraz ponad 50% w opakowaniach do ciastek, a także jest jedynym istotnym producentem w opakowaniach do jaj. Wprawdzie ze względu na obostrzenia unijne tworzywa w rynku opakowań będą w niektórych segmentach wypierane przez papier, to dotyczy przede wszystkim tworzyw z polistyrenu (PS), z którego KGL wytwarza już znikome ilości. Spółka nie oczekuje, aby (z wyjątkiem opakowań na jaja) popyt na jej produkty miał spadać. Popyt na opakowania do tacek na mięso oraz ciastka (w sumie ok. 65% rocznych przychodów) ma w przyszłości powoli rosnąć. Mogą występować pewne zmiany w strukturze używanych materiałów, przejście na łatwe w recydingu monomateriały, ale nie w odchodzeniu od tworzyw sztucznych. Pod względem wartości na rynek tworzyw sztucznych wpływają ceny ropy naftowej, która jest dla nich surowcem pierwotnym. Dlatego też zmiany cen ropy mogą znacząco wpływać na przychody KGL mimo niewielkich zmian wolumenów. Na rynek istotny wpływ mają też regulacje, które mogą prowadzić w przyszłości do większej konsolidacji rynku (słabsi gracze nie zdołają się dostosować).

Zużycie tworzyw sztucznych do produkcji opakowań w Polsce (mln ton)



Źródło: Grupa KGL S.A.

Wpływ działań regulacyjnych

UE dąży do istotnego zmniejszenia wpływu odpadów i maksymalizacji odzysku materiałów z odpadów w europejskich gospodarkach. Europejska Strategia na rzecz tworzyw sztucznych, ma na celu przede wszystkim: rozwinięcie rynku surowców wtórnych, ograniczenie zużycia wyrobów jednorazowych z tworzyw sztucznych, ograniczenie zaśmiecenia mórz, które w 85% składa się z odpadów z tworzyw sztucznych. Do 2030 r. wszystkie opakowania polimerowe na rynku UE mają być przystosowane do recydingu. Od połowy 2021 r. zostanie wprowadzony zakaz sprzedawania takich produktów jednorazowych jak sztucce, styropianowe kubeczki, słomki czy talerze. KGL wytwarza śladowe ilości tych produktów (poniżej 0.5%) natomiast pracuje nad produktem, który może zastąpić kubeczki styropianowe. UE chce również zredukować wykorzystanie jednorazowych pojemników do żywności, z których żywność jest spożywana bezpośrednio, bez konieczności jej dodatkowego przygotowania. Tego rodzaju produkty generują zaledwie ok. 3.7% zysku brutto w spółce. Od 2024 r. zostanie wprowadzona rozszerzona odpowiedzialność producentów, przez co będą ponosić koszty zbierania odpadów, ich transportu, przetworzenia, uprzątnięcia. Spółka w ramach przygotowań na zmiany opracowuje innowacyjne opakowania o zredukowanej masie oraz dostosowane do jak najłatwiejszego recydingu. Od 2025 r. nakrętki i plastikowe wieczka będzie można wprowadzić do obrotu tylko jeśli będą na stałe przymocowane do butelek i pojemników. Również ten produkt ma niewielkie znaczenie dla KGL. Wpływ regulacji będzie więc

największy w kwestii rozszerzonej odpowiedzialności. Jednak warto zauważyć, że koszty i tak będą przenoszone w większości na konsumentów, natomiast spółki, które będą miały najbardziej efektywne pod względem recyklingu produkty, osiągną przewagę konkurencyjną.

Rada Europy 21 lipca 2020 r., ogłosiła zamiar wprowadzenia podatku od odpadów tworzyw sztucznych, które nie są poddawane recyklingowi. Wysokość opłaty ma być uzależniona od poziomu segmentu recyklingu w danym państwie członkowskim. Podatek w wysokości 0.80 EUR za każdy 1 kg opakowań z tworzyw sztucznych, które nie zostaną poddane recyklingowi, ma obowiązywać od 1 stycznia 2021 roku (jest to ok. 35% przeciętnej ceny opakowań). Ze względu na brak szczegółów jak będzie ten podatek wdrażany w Polsce trudno o jednoznaczną ocenę wpływu na KGL. Zarząd KGL uważa, że spółka może jedynie w ograniczonym zakresie odczuć obciążenia wynikające z nałożenia wspomnianego podatku. Wynika to z faktu, że spółka jest dostosowana do produkcji 100% w recyklatów. Co więcej w przypadku, gdy inni gracze są gorzej przygotowani na gospodarkę w obiegu zamkniętym, taki podatek może tworzyć przewagę konkurencyjną dzięki relatywnie niższym kosztom. Z drugiej jednak strony nowy podatek (w zależności od szczegółów) może spowodować większą konkurencyjność opakowań z alternatywnych materiałów.

Historyczne wyniki finansowe

Grupa KGL dzięki dokonywanym inwestycjom zwiększała przychody w latach 2014-2019 r. średnio o 13.4% do poziomu 392.4 mln PLN. Co jednak istotne, wyżej marżowy segment produkcji zwiększał sprzedaż średnio o 17.4%, a segment dystrybucji o 9.3%. KGL stał się zdecydowanie bardziej producentem opakowań niż dystrybutorem granulatów. Dzięki tej tendencji marża brutto w latach 2014-2019 wzrosła z 13.6% do 16.2%. W samym segmencie produkcyjnym marża brutto rosła z 18.5% do 21.1% a w segmencie dystrybucji z 11.9% do 13.6%. Częściowo było to efektem zmian cen ropy. Dynamiczne spadki cen ropy oznaczają rozszerzenie się marż procentowych (co było najwyraźniej widoczne w 2015 r. gdy marża brutto KGL wzrosła o 3 p.p. przy średnim spadku cen ropy o 43% r/r oraz w I kw. 2020). Marże brutto za 2019 r. w obu segmentach były zbliżone do średnich za ostatnie 5 lat i sądzimy, że są reprezentatywne dla tych biznesów. Potencjalny wzrost marży w przyszłości będzie głównie efektem rosnącej wagi segmentu produkcyjnego. W 2019 r. sprzedaż segmentu produkcyjnego wyniosła 217.9 mln PLN i stanowiła 55.5% sprzedaży KGL, jednak zysk brutto na sprzedaży na poziomie 46 mln PLN stanowił już 72.3% całości grupy.

Wyraźną negatywną tendencją w wynikach jest bardzo szybki wzrost kosztów SG&A, które w ostatnich 5 latach rosły aż o 19.2% rocznie. Częściowo jest to efekt dynamicznego rozwoju biznesu, ale również inwestycji, które wprawdzie nie przynoszą od razu korzyści finansowych, ale tworzą długoterminową przewagę konkurencyjną (utworzenie Centrum B+R). W 2019 r. KGL wydał 6.0 mln PLN na B+R w porównaniu z 0.6 mln PLN w 2016 r. Poza tym rosły płace koszty związane z usługami doradczymi oraz rozwojem IT.

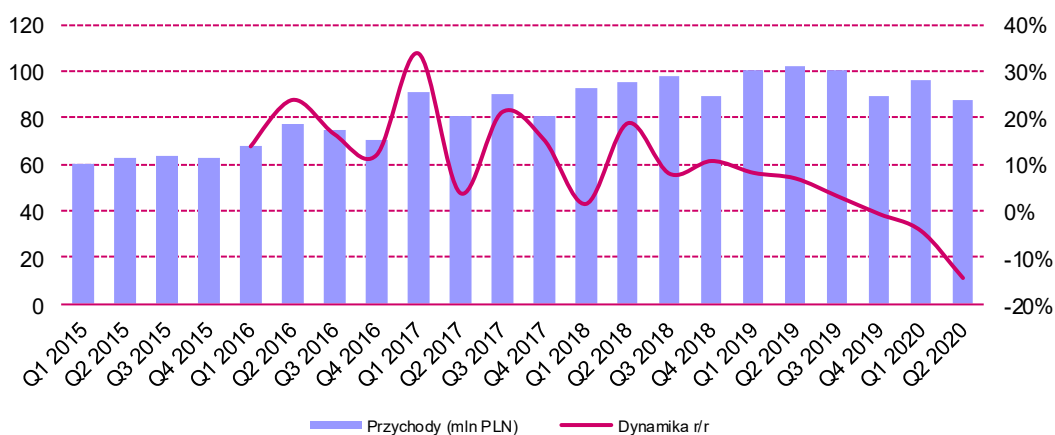
W wyniku tych kosztów zysk ze sprzedaży w 2019 r. wyniósł 14.5 PLN i wprawdzie odbił się po bardzo słabym 2018 r. (gdy odczuwalne były negatywne tendencje kosztowe ze strony pracowników, surowców jak i usług obcych), jednak był poniżej poziomów z lat 2015-2017 (średnio 18.5 mln PLN). Na EBITDA korzystnie w ub.r. wpłynęły dotacje na poziomie 4.2 mln PLN (na Centrum B+R), a w tym roku pozostała część dotacji ma wynieść jeszcze ok. 1.5 mln PLN. EBITDA w 2019 r. równa 37.3 mln PLN była na rekordowym poziomie (w 2018 r. było to 26.7 mln PLN w rok wcześniej 31.6 mln PLN). Znaczącą pozycję rachunku zysków stanowią koszty odsetkowe, które w 2019 r. wyniosły 3.9 mln PLN. Ze względu na wysoką dźwignię finansową zmienność zysku netto jest dość wysoka i w latach 2017-2019 wyniósł on odpowiednio (15.2 mln PLN, 6.2 mln PLN, 12.2 mln PLN).

W I kw. 2020 pomimo spadku sprzedaży o 4.3% r/r, zysk brutto na sprzedaży wzrósł o 24% (marża brutto zwiększyła się o 4.3 p.p.), a EBIT o 65% r/r do 6.0 mln PLN. Wyższa marża to efekt większej sprzedaży segmentu produkcji (o 9.2%) przy niższych obrotach segmentu dystrybucji (o 16.8%). Poprawa marż wynikała również ze spadku cen ropy.

Ujemny wpływ różnic kursowych (silny wzrost EUR/PLN) wyniósł natomiast ok. 3.3 mln PLN (powinien zostać zniwelowany w II/III kw.), przez co zysk netto spadł r/r z 2.1 do 1.2 mln PLN. W II kw. przychody KGL (według wstępnych danych) spadły o 14.2% jednak w segmencie produkcyjnym wzrosły o 1.1% a dystrybucyjnym spadły aż o 31%. Oczekujemy, że poprawa EBIT w II kw. powinna być kontynuowana (wyższe wolumeny r/r dzięki szóstemu ekstruderowi do folii) jednak nie będzie już tak duża jak w I kw. (zysk ze sprzedaży powinien być 10-15% wyższy r/r, jednak EBIT spadnie ze względu na zeszłoroczne 2.2 mln PLN pozostałych zysków operacyjnych).

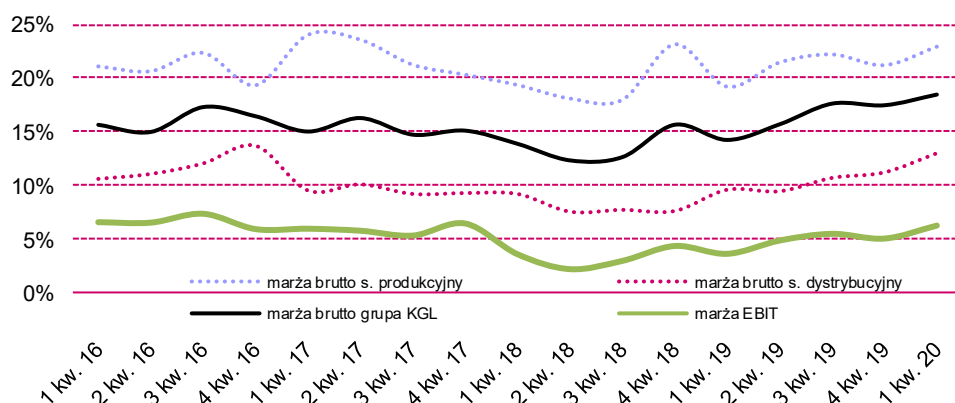
Grupa KGL w ostatnich latach systematycznie poprawiała cykl konwersji gotówki (35 dni w 2019 r. vs 51 dni w 2016 r.) dzięki szybszej rotacji zapasów o 10 dni oraz należności o 15 dni (cykl zobowiązań spadł o 9 dni). Wysoka efektywność zarządzania kapitałem obrotowym prowadziła jednak do pogorszenia wskaźnika płynności z 1.68 do 1.29 a wskaźnik płynności szybkiej z 0.93 do 0.6, co oznacza, że dostawcy w sposób istotny finansują spółkę. W ostatnich 4 latach przepływy operacyjne wyniosły 99.1 mln PLN, przy inwestycjach o wartości 157 mln PLN. Wpłynęło to na wzrost długu netto o 74.6 mln PLN. Całkowite zadłużenie odsetkowe na koniec 2019 r. wyniosło 88.4 mln PLN z czego 78.2% stanowił dług długoterminowy. Spółka w dużym stopniu korzysta z leasingu, który finansował inwestycje w ostatnich latach i stanowi 55% całkowitego długu. Tylko 13.5 mln PLN długu stanowią kredyty na okres dłuższy niż 5 lat. Aktualny wskaźnik dług netto/EBITDA jest na podwyższonym poziomie 2.2x. Jest to efekt inwestycji w ostatnich latach i ogranicza możliwości inwestycyjne w kolejnych okresach. W działalności operacyjnej spółka stosuje naturalny hedging, gdyż zarówno z dostawcami jak i odbiorcami kwotuje ceny w zależności od EUR/PLN. Ze względu na

Przychody kwartalne grupy KGL



Źródło: Grupa KGL

Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach

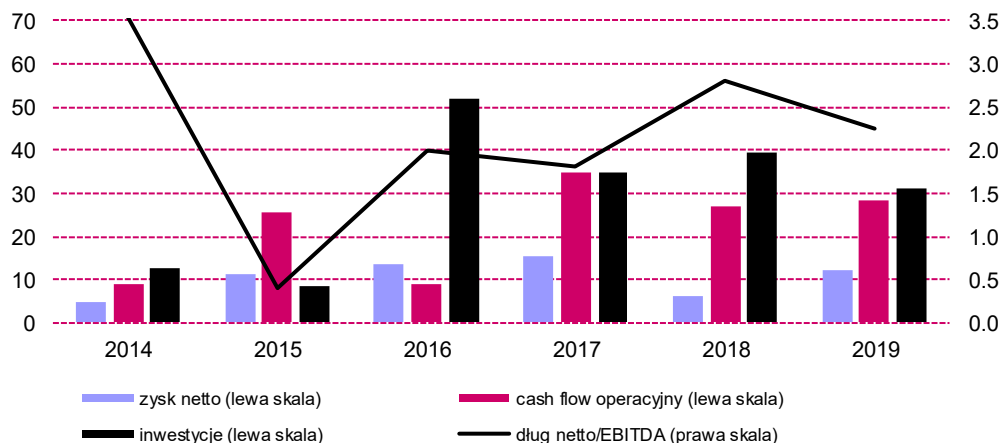


Źródło: Grupa KGL

Korporacja KGL

wyższe zobowiązania w EUR niż należności w EUR, ujemne różnice kursowe przy wzroście kursu EUR/PLN o 1% wynoszą ok. 0.45 mln PLN. Spółka częściowo używając krótkoterminowych kontraktów forward redukuje to ryzyko. KGL systematycznie

Duże inwestycje nie zwiększyły istotnie zysku netto



Źródło: Grupa KGL S.A., mln PLN, inwestycje liczone jako wydatki inwestycyjne plus wzięty leasing

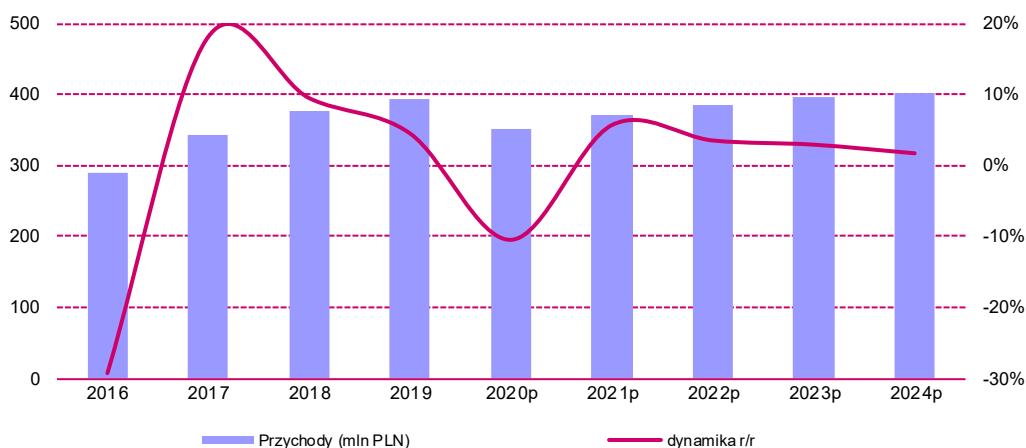
wypłaca dywidendę choć nie jest ona znacząca. W tym roku wyniosła 0.34 PLN na akcję (vs 0.14 PLN rok wcześniej) dając 1.9% stopy dywidendy przy cenie akcji 17.7 PLN.

Prognozowane wyniki finansowe

W naszych prognozach nie uwzględniamy finalizowanego przejęcia zakładu produkcyjnego opakowań dla przemysłu mleczarskiego ze względu na brak podstawowych informacji o wynikach operacyjnych, zdolnościach produkcyjnych czy długu przynależnego temu zakładowi. Nie możemy przez to ocenić wpływu tej inwestycji na przyszłe wyniki. W kolejnych latach oczekujemy dalszego wzrostu biznesu jednak już nie tak dynamicznego jak w poprzednich latach. Poza finansowaniem przejęcia zakładu działającego na rynku mleczarskim, KGL nie ma istotnych możliwości wzrostu zadłużenia. Mocne wejście w rynek mleczarski prawdopodobnie wymagałoby emisji akcji (której na razie nie zakładamy). W segmencie produkcyjnym produkcyjny I kwartał pokazał, że w tym roku można liczyć na silny wzrost wolumenów dzięki uruchomionemu ekstruderowi do folii. W I kw. b.r. produkcja folii wyniosła 7.4 tys. ton vs 6.1 tys. ton rok wcześniej i oczekujemy, że 22% wzrost wolumenów zostanie osiągnięty w całym roku. W kolejnych latach zakładamy już powolny jednocyfrowy wzrost sprzedaży opakowań (średnio 2.4% rocznie w kolejnych 5 latach), ze względu na założone ograniczenia inwestycji. Przychody z produkcji wzrosną jednak tylko o 4% w wyniku spadku cen ropy. Na ten rok oczekujemy wzrostu marży brutto o 1.9% r/r w tym segmencie. W I kw. marża brutto wzrosła aż o 3.7% do 23% i spółka oczekuje, że taki poziom powinien się utrzymywać. Spółka liczy na utrzymanie poziomów 22-23% w dłuższej perspektywie i my zakładamy poziom 22.5% w kolejnych latach. W segmencie dystrybucji oczekujemy w tym roku spadków zgodnych z tendencją spadku przychodów w I półroczu o 22%, jednak marża brutto powinna się poprawić o 2.4 p.p.

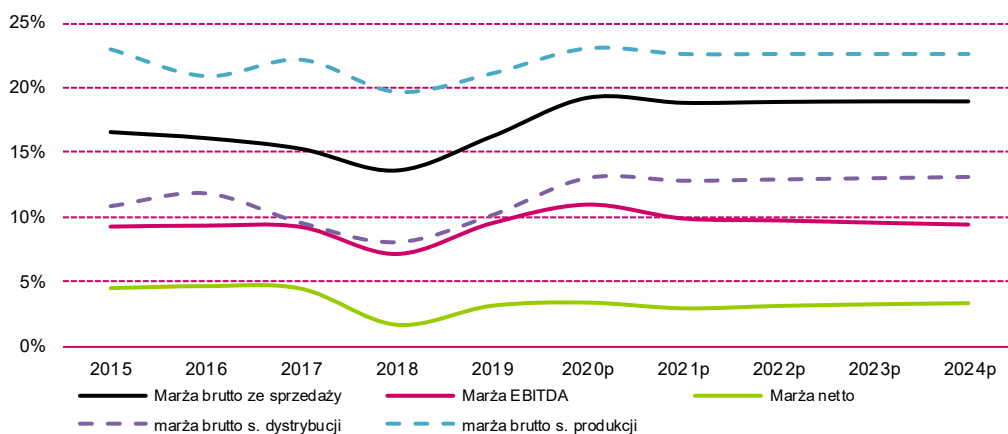
W tym segmencie liczymy na niewielką, ale systematyczną poprawę marż w kolejnych latach ze względu na wzrost udziałów wyżej marżowych tworzyw technicznych. Zakładamy wzrost udziału tych tworzyw z 54% w 2020 r. do 58% w 2025 r. powinien zwiększyć marżę z 12.5% do 13.2% w tym segmencie. W kolejnych latach zakładamy wzrost kosztów SG&A na poziomie wzrostów sprzedaży. CAPEX powinien być wyraźnie niższy niż w latach ubiegłych (zakładamy 18 mln PLN w 2021 r. i 2022 r. oraz zbliżony poziom do amortyzacji w kolejnych latach). Oczekujemy, że w roku 2020 EBIT grupy KGL spadnie o 8.3% do 17.1 mln PLN (rok temu spółka otrzymała 4.2 mln PLN dotacji, a tym roku zakładamy 1.5 mln PLN). Według naszych prognoz zysk netto spadnie w tym roku o do 11.3 mln PLN mln PLN, a w kolejnym do 10.7 mln PLN.

Prognoza przychodów w kolejnych latach



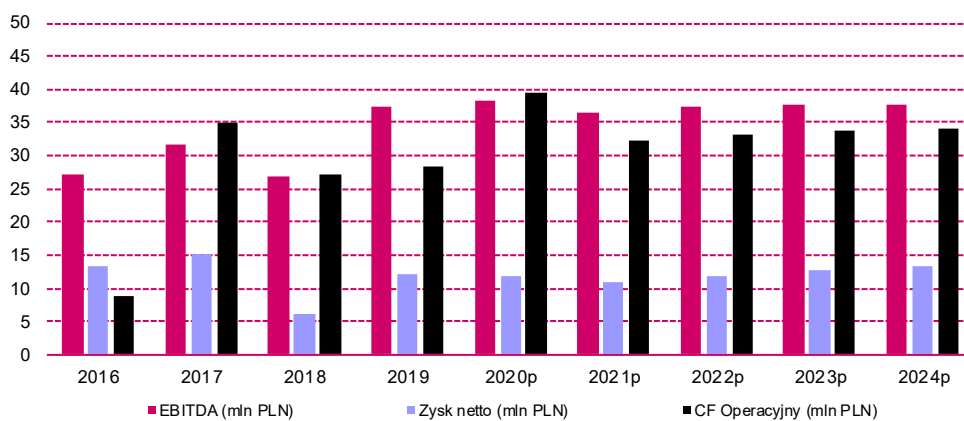
Źródło: Grupa KGL S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



Źródło: Grupa KGL S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



Źródło: Grupa KGL S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

Czynniki ryzyka

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

- ❑ **Ryzyko regulacyjne.** UE stara się wpłynąć na ograniczanie wykorzystania plastiku oraz zwiększenia udziału jego recyklingu poprzez restrykcje oraz podatki (więcej w części „Wpływ działań regulacyjnych”). Wpływ tych regulacji na spółkę jest w tym momencie trudny do określenia bez znajomości szczegółów wdrażanych przepisów. Fakt, że plastik jest negatywnie postrzegany przez prawodawców oznacza z pewnością zagrożenie dla branży, gdyż zawsze mogą się pojawić kolejne kosztowne wymagania. Jednak w ramach branży KGL jest relatywnie dobrze przygotowana na zmiany dążące do większego wykorzystania recyklatów.
- ❑ **Ryzyko kursów walut oraz cen surowców.** Znaczna część towarów i materiałów jest kupowana w walutach obcych (głównie EUR). Spółka, aby ograniczać 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. 0.45 mln PLN (wrażliwość na koniec 2019 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 częściej).
- ❑ **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń oraz niedoboru pracowników.** Udział kosztów pracowniczych w całkowitych kosztach systematycznie rośnie (z 19.3% w 2015 r. do 25.1% w 2019 r.) w efekcie niedoborów pracowników i rosnącej presji płacowej. Wprawdzie w związku z pandemią spółka widzi większą dostępność pracowników i niższą niż wcześniej presję płacową, to ze względu na tendencje demograficzne napięcia na rynku pracy najprawdopodobniej powrócą.
- ❑ **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 intensywnych inwestycji zwiększyła istotnie zadłużenie odsetkowe dochodząc do poziomu 2.2x EBITDA przy równoczesnym istotnym finansowaniu przez dostawców. W przypadku planowanego przejęcia zorganizowanego przedsiębiorstwa i chęci dalszego szybkiego rozwoju, zadłużenie mogłoby przekroczyć bezpieczne rozmiary.

Patrząc na powyższe czynniki, sądzimy, że większość ryzyka 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).

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 przez co dąży się do gospodarki o obiegu zamkniętym. Działania KGL zmierzające do lepszego oddziaływania na środowisko to:

- ❑ Zmniejszenie ilości plastiku poprzez zmniejszeniu 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 umożliwia 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 poliaktydy (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 ułomem w kierunku akcjonariuszy mniejszościowych. W ramach społecznej odpowiedzialności grupa KGL wspiera lokalne działania charytatywne, sportowe i kulturalne.

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
przychody netto	343.1	375.6	392.4	351.1	364.8	374.6
segment produkcji	155.7	179.1	217.9	217.2	228.0	234.9
segment dystrybucji	187.5	196.4	174.5	134.0	136.8	139.7
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-290.8	-324.6	-328.8	-284.4	-296.1	-303.8
zysk brutto na sprzedaży	52.3	51.0	63.6	66.8	68.8	70.8
segment produkcji	34.5	35.2	46.0	50.0	51.3	52.8
segment dystrybucji	17.9	15.8	17.6	16.8	17.5	18.0
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-34.0	-40.4	-49.1	-51.2	-53.0	-54.3
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.8	1.7	4.1	1.5	0.0	0.0
EBITDA	31.6	26.7	37.3	37.8	36.1	36.6
EBIT	20.1	12.2	18.6	17.1	15.8	16.5
saldo finansowe	-1.4	-4.5	-3.3	-3.2	-2.6	-2.3
zysk przed opodatkowaniem	18.7	7.7	15.3	13.9	13.1	14.2
podatek dochodowy	-3.5	-1.6	-3.1	-2.6	-2.5	-2.7
Zysk netto	15.2	6.2	12.2	11.3	10.7	11.5
EPS	2.12	0.86	1.70	1.57	1.49	1.61

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
aktywa trwałe	139.6	163.2	179.9	177.2	174.8	172.7
wartości niematerialne i prawne	1.0	1.9	5.9	5.9	5.9	5.9
rzeczowe aktywa trwałe	138.3	161.0	173.8	171.1	168.7	166.7
długoterminowe pożyczki i należności	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
aktywa obrotowe	112.3	111.7	98.8	89.7	92.7	94.9
zapasy	51.4	60.4	52.3	46.8	48.7	50.0
należności	49.7	45.2	41.2	37.6	38.8	39.7
inwestycje krótkoterminowe	11.1	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9
rozliczenia międzyokresowe	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
aktywa razem	251.9	274.9	278.7	266.9	267.5	267.6
kapitał własny	108.0	112.6	123.3	132.2	140.5	149.9
zobowiązania	143.9	162.2	155.4	134.7	127.0	117.7
zobowiązania długoterminowe	64.7	74.3	78.5	68.6	64.7	59.7
dług odsetkowy	57.3	66.3	69.2	59.3	55.4	50.4
zobowiązania krótkoterminowe	79.4	87.9	76.9	66.1	62.3	58.0
dług odsetkowy	10.9	14.7	19.2	13.7	8.1	2.5
zobowiązania handlowe	62.0	59.1	49.9	44.7	46.4	47.7
pasywa razem	251.9	274.8	278.7	266.8	267.5	267.6
BVPS	15.1	15.7	17.2	18.5	19.6	20.9

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

Cash flow (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
wy n i k netto	15.2	6.2	12.2	11.3	10.7	11.5
amortyzacja	11.5	14.5	18.6	20.7	20.4	20.1
zmiana kapitału obrotowego	7.6	-0.3	2.1	3.9	-1.3	-0.9
zapłacone odsetki i różnice kursowe	0.6	4.2	3.5	3.2	2.6	2.3
gotówka z działalności operacyjnej	34.9	27.1	28.4	39.0	32.3	33.0
inwestycje (bez aktywów wziętych w leasing finansowy)	-19.8	-14.0	-18.1	-18.0	-18.0	-18.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-19.8	-14.0	-17.9	-18.0	-18.0	-18.0
wypłata dywidendy	-1.4	-1.5	-1.0	-2.4	-2.3	-2.1
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	10.5	0.2	4.3	1.0	7.0	5.9
Płatności z tytułu leasingu	-12.0	-12.8	-15.9	-16.4	-16.4	-16.4
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-0.6	-4.2	-3.5	-3.2	-2.6	-2.3
gotówka z działalności finansowej	-3.5	-18.3	-16.0	-21.0	-14.3	-15.0
zmiana gotówki netto	11.6	-5.1	-5.5	0.0	0.0	0.0
DPS	0.19	0.21	0.14	0.34	0.31	0.30
CEPS	3.72	2.89	4.30	4.46	4.33	4.42
FCFPS	3.56	2.32	3.86	4.04	3.03	3.18

Wskaźniki (%)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
zmiana sprzedaży	18.1%	9.5%	4.5%	-10.5%	3.9%	2.7%
zmiana EBITDA	16.8%	-15.4%	39.4%	1.4%	-4.3%	1.3%
zmiana EBIT	4.9%	-39.2%	52.4%	-8.3%	-7.7%	4.7%
zmiana zysku netto	13.1%	-59.5%	97.9%	-7.5%	-5.4%	8.3%
marża EBITDA	9.2%	7.1%	9.5%	10.8%	9.9%	9.8%
marża EBIT	5.9%	3.3%	4.8%	4.9%	4.3%	4.4%
marża netto	4.4%	1.6%	3.1%	3.2%	2.9%	3.1%
sprzedaż/aktywa (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4
dług / kapitał (x)	-0.5	-0.7	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3
odsetki / EBIT	-7.0%	-36.7%	-17.9%	-18.7%	-16.7%	-13.9%
stopa podatkowa	18.9%	20.5%	20.4%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	16.1%	5.7%	10.8%	9.1%	8.1%	8.2%
ROA	7.0%	2.4%	4.4%	4.0%	4.0%	4.3%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	57.1	75.0	83.6	68.1	58.7	48.1

Źródło: Grupa 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

Sebastian Siemiątkowski

+48 22 598 26 05
sebastian.siemiatkowski@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 Szumilak, CFA

+48 22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@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 Czerwinka

+48 22 598 26 70
marcin.czerwinka@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. Podstawą 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 niefortunne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą 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 informacji faktograficznych. 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 odpowiednią 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 odpowiednią 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 świadczyć, 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 konflikcie 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, Selenia 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, Selenia 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 Wsparcia 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 określają 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 określają 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 1 września 2020 roku o godzinie 14.45, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 1 września 2020 roku godzina 15.00

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
LPP	Neutralnie	8 lis 19	8530	9108	Marcin Palenik
VRG	Kupuj	8 lis 19	4.08	5.01	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 gru 19	15.8	26.0	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 19	10.3	22.0	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	27 maj 20	18.0	21.3	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	30 cze 20	8.1	13.2	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	4	67%
Akumuluj	1	17%
Neutralnie	1	17%
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