

Korporacja KGL

kupuj

branża chemiczna

poprzednia rekomendacja: kupuj

Cena: 15.5

Cena docelowa: 26.6

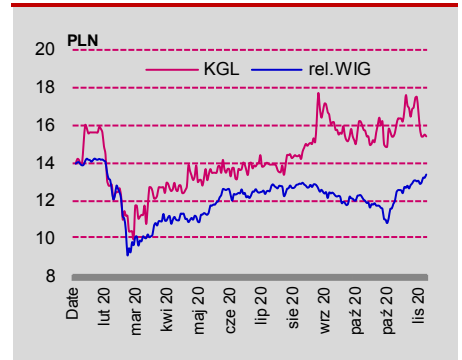
Dobre zyski mimo spadku przychodów

Wyniki grupy KGL były w ostatnich dwóch kwartałach wyraźnie powyżej naszych oczekiwań z poprzedniego raportu. W sumie EBIT w tym okresie wyniósł 11.7 mln PLN w porównaniu z oczekiwanymi 7.6 mln PLN. Spółka poprawiała wyniki zarówno w segmencie produkcyjnym, gdzie zostały zwiększone wolumeny, jak i w segmencie dystrybucyjnym, gdzie silny wzrost marż skompensował duże spadki przychodów. Cały czas rośnie udział w sprzedaży wyżej marżowego segmentu produkcji (61% od początku roku vs 53% rok wcześniej). Spółka przejęła zakład w Czosnowie, który zwiększy możliwości produkcyjne KGL jak i pozwoli w dalszej perspektywie zdobywać rynek opakowań dla branży mleczarskiej. W związku z lepszymi wynikami oraz przejęciem, podnosimy naszą prognozę zysku netto na ten rok z 11.3 do 12.6 mln PLN, a na przyszły z 10.7 do 14.6 mln PLN. Dzięki temu podnosimy również naszą cenę docelową z 23.4 PLN do 26.6 PLN oraz utrzymujemy rekomendację kupuj.

W listopadzie KGL nabył zakład produkcyjny w Czosnowie, który zawiera 10 tys. m² powierzchni hal i magazynów, 2 linie do ekstruzji folii, 1 linię do termoformowania, 1 linię do rozdmuchu oraz 7 wtryskarek. Poza rzeczowymi aktywami trwałe, spółka pozyska know-how z zakresu produkcji opakowań dla przemysłu mleczarskiego oraz szerokie doświadczenia pracowników w tym zakresie. Dzięki przejęciu zdolności produkcji folii zostały zwiększone o 10 tys. ton do 41 tys. ton rocznie. Możliwości wytwarzania opakowań wzrosły o 50 mln sztuk rocznie i są to moce do wytwarzania metodą wtrysku – używanej w opakowaniach do produktów mlecznych. KGL zapłacił za aktywa 30 mln PLN oraz przejął zobowiązania leasingowe o wartości ok. 18 mln PLN. Wprawdzie spółka nie podaje ile te aktywa mogą potencjalnie generować, jednak sądzimy, że powinno to być w przedziale 6-10 mln PLN EBITDA (wtedy przejęcie nastąpiłoby przy wskaźniku EV/EBITDA w przedziale 4.8-8x). Zarząd twierdzi, że nabył aktywa po atrakcyjnej cenie.

W wyniku ostatniego przejęcia dług netto, według naszych szacunków, skoczy do 126 mln PLN w porównaniu z 84 mln PLN na koniec 2019 r., a dług netto/EBITDA z 2.2x do 2.9x. Wskaźnik ten jest już na relatywnie wysokim poziomie i zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami spółki, CAPEX powinien w przyszłym roku być bardzo mocno ścięty. Będzie to okres w którym spółka powinna zoptymalizować procesy w przejętych aktywach, jak najlepiej poznać specyfikę rynku opakowań mleczarskich oraz zredukować zadłużenie. Sądzimy równocześnie, że marże spółki będą pod większą presją ze względu na nowy podatek (0.8 EUR za kg niepoddanych recyklingowi tworzyw sztucznych). Cały czas nie wiadomo, kto będzie go płacił jednak można sądzić, że jego koszt rozłoży się na konsumenta oraz cały łańcuch dostaw. Równocześnie przechodzenie popytu na opakowania w 100% z recyklatów jest szansą dla spółki, która jest przygotowana do takiej produkcji.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	17.7 / 9.9		
Liczba akcji (mln)	7.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	110		
EV (mln PLN)	194		
Free float (mln PLN)	27		
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	9.4%	14.4%	48.3%
Zmiana rel. WIG	-3.3%	12.7%	56.3%

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	9.0	0.9	0.9	10.4	5.2	10.8
2020p	368.3	21.6	43.3	15.6	12.6	1.77	4.80	18.7	8.7	0.8	2.2	9.0	4.5	10.3
2021p	436.5	22.7	49.1	18.0	14.6	2.04	5.73	20.3	7.6	0.8	2.3	8.5	3.9	10.9
2022p	446.7	22.9	48.3	18.7	15.1	2.11	5.66	22.0	7.3	0.7	2.6	8.4	4.0	10.4

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 154 mln PLN, czyli 21.6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 226 mln PLN (31.6 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 190 mln PLN, czyli 26.6 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną wydajemy rekomendację kupuj.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	154	21.6
Wycena porównawcza	226	31.6
Wycena Grupy KGL SA	190	26.6

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 1.8% (obniżenie z 1.9% w związku z obniżeniem długoterminowych rentowności polskich obligacji),
- ❑ 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 uwzględniamy przejęcie zakładu produkcyjnego w Czosnowie. Zakładamy, że powinno ono w przyszłym roku zwiększyć przychody grupy KGL o 45 mln PLN i poprawić EBITDA o ok. 7 mln PLN, choć wpływ na EBIT nie będzie znaczący (zakładamy 1.5 mln PLN).
- ❑ Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.47 PLN w całym okresie prognozy
- ❑ W segmencie produkcyjnym średni wzrost przychodów na poziomie 2.4% w kolejnych 5 latach (bez przejętych zakładów) oraz stałą marżę brutto równą 22.0% (21.4% po uwzględnienie przejęcia),
- ❑ W segmencie dystrybucyjnym średni wzrost przychodów na poziomie 8.3% w 2021 r. oraz 0.9% w kolejnych 5 latach oraz średnią marżę brutto 13.0% w porównaniu z 13.7% w 2020 r.
- ❑ Wzrost kosztów SGA o 17.6% w roku 2021 r. (przychody wzrosną o 18.5%) oraz na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach
- ❑ CAPEX na poziomie 18 mln PLN, 21 mln PLN oraz 23 mln PLN w latach 2021-2023 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	368.3	436.5	446.7	454.3	458.5	462.7	467.1	471.7	476.3	481.2	
efekty wna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	17.5	18.4	18.6	19.1	19.4	19.8	20.1	20.4	20.7	21.1	
Amortyzacja	21.7	26.4	25.4	24.9	24.6	24.8	24.9	25.0	25.2	25.4	
Inwestycje	-68.0	-18.0	-21.0	-23.0	-25.6	-25.9	-26.1	-26.4	-26.7	-26.9	
Zmiana kap.obrotowego	-6.5	-8.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	
FCF	-35.3	18.7	21.8	20.1	18.0	18.1	18.3	18.5	18.7	19.0	281.7
Zmiana FCF	-		16.4%	-7.8%	-10.5%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%
Dług/Kapitał	40.4%	48.6%	44.9%	39.6%	34.3%	29.5%	24.5%	19.5%	14.3%	9.1%	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%	1.8%
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%	4.3%
Koszt kapitału	6.1%	6.2%	6.3%	6.5%	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.3%	7.4%	7.8%
WACC	4.4%	4.2%	4.5%	4.9%	5.3%	5.7%	6.0%	6.4%	6.7%	7.0%	7.8%
PV (FCF)	-35.3	18.0	19.9	17.4	14.6	13.8	12.9	12.0	11.2	10.3	143.3
Wartość DCF (mln PLN)	238	w tym wartość rezydualna				143					
(Dług) Gotówka netto	-83.6										
Wycena DCF (mln PLN)	154.5										
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 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_f rezydualna	0.8%	22.7	23.4	24.2	25.0	25.9	26.9	27.9
	1.3%	21.2	21.8	22.5	23.2	23.9	24.7	25.6
	1.8%	19.8	20.4	21.0	21.6	22.2	22.9	23.6
	2.3%	18.7	19.2	19.7	20.2	20.8	21.4	22.0
	2.8%	17.7	18.1	18.5	19.0	19.5	20.0	20.6

Źródło: MillenniumDomMaklerski 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 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	8.1	7.8	7.7	13.1	12.6	12.3	9.7	8.9	8.2
DAIBOCHI BHD	DPP	Malezja	8.1	7.4	6.4	10.6	9.6	8.2	15.0	13.7	11.0
FP CORP	7947	Japonia	7.4	7.1	6.9	12.7	12.4	12.2	14.1	13.2	12.2
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	11.3	9.4	8.3	15.0	12.1	10.8	21.6	16.3	13.7
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	9.2	8.6	8.0	10.9	10.2	9.5	19.2	18.0	16.7
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	5.6	4.7		6.9	6.0		8.2	6.4	
WINPAK LTD	WPK	Kanada	12.4	11.9	11.8	16.2	15.4	15.5	25.7	24.3	24.4
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	8.1	9.0	9.0	11.2	12.3	12.2	11.5	13.4	13.1
Mediana			8.1	8.2	8.0	12.0	12.2	12.2	14.5	13.6	13.1
Wyniki spółki (mln PLN)			43.3	49.1	48.3	21.6	22.7	22.9	12.6	14.6	15.1
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-83.6	-83.6	-83.6	-83.6	-83.6	-83.6			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			267	320	303	175	194	196	184	198	198
Wycena			226								
Wycena na 1 akcję			31.6								

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki na 31.6 PLN.

Czynniki ryzyka

Do najważniejszych czynników ryzyka, które mogą mieć wpływ na działalność Grupy 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 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 grupa 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 częściowo).

- **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń oraz niedoboru pracowników.** Udział kosztów pracowniczych w całkowitych kosztach systematycznie rósł (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 intensywnej inwestycji oraz przejęciu zakładów w Czosnowie, zwiększyła znacznie zadłużenie odsetkowe, które dojdzie do poziomu ok. 2.9x 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

Dobre wyniki pomimo pandemii

W poprzednich dwóch kwartałach grupa pokazała wyniki lepsze od naszych prognoz zawartych w poprzednim raporcie z września. KGL potrafił wyraźnie zwiększyć marżę w porównaniu do I kwartału, co przy równoczesnej kontroli kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu pozwoliło poprawiać zysk pomimo niższej sprzedaży.

Wyniki grupy KGL vs nasze prognozy założone w poprzednim raporcie

	II kw 2020			III kw 2020		
	prognoza	wy n i k	różnica	prognoza	wy n i k	różnica
Przychody	87.9	87.9	0.0%	87.4	97.6	11.7%
s. produkcji	53.9	53.9	0.0%	57.6	60.4	4.9%
s. dystrybucji	34.0	34.0	0.0%	29.9	37.2	24.4%
zysk brutto na sprzedaży	16.7	17.6	5.4%	16.9	18.5	9.5%
s. produkcji	12.5	12.7	1.6%	13.2	13.3	0.8%
s. dystrybucji	4.2	4.9	16.7%	3.7	5.2	40.5%
EBITDA	8.9	11.1	24.7%	9.1	11.8	29.7%
EBIT	3.7	5.6	51.4%	3.9	6.1	56.4%

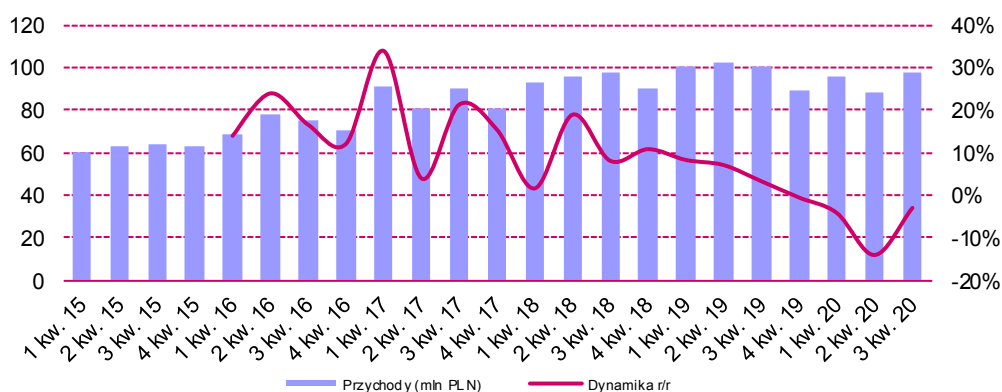
Źródło: Grupa KGL S.A., prognozy Millennium Dom Maklerski S.A.

II kwartał był szczytem pandemii, co odbiło się na przychodach grupy. Sprzedaż spadła w wyniku załamania ceny ropy oraz spadku wolumenów w segmencie dystrybucji. Marża brutto w obu segmentach była wyraźnie wyższa r/r. W II kwartale marża brutto w grupie wyniosła 20.0% i wzrosła o 4.3 p.p. r/r (+1.5 p.p. kw/kw), co wynikało zarówno ze wzrostu marżowości obu segmentów jak i większego udziału segmentu produkcyjnego

w sprzedaży (wzrost z 52% do 61%). Zysk brutto na sprzedaży w segmencie produkcyjnym wyniósł 12.7 mln PLN (oczekiwaliśmy 12.5 mln PLN), a marża brutto wyniosła 23.6% (+2.4 p.p. r/r, +0.7 p.p. kw/kw). Marża brutto zwiększyła się ze względu na korzystne warunki cenowe na rynku surowców. Wzrost zysku brutto w tym segmencie o 1.3 mln PLN r/r był w dużym stopniu efektem większej produkcji folii (o 20% r/r) dzięki zakupionym nowym mocom ekstruderów. Bardzo dobry w II kw. okazał się też zysk brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym, który wyniósł 4.9 mln PLN (oczekiwaliśmy 4.2 mln PLN), a marża brutto wyniosła 14.4% (+4.9 p.p. r/r, +1.4 p.p. kw/kw). Widać było więc wyraźnie jak ceny surowców z jednej obniżały wartość sprzedaży, a z drugiej rozszerzały marże procentowe. Zysk brutto w tym segmencie wyniósł 4.9 mln PLN i poprawił się o 0.3 mln PLN r/r, co należy uznać za bardzo dobry wynik biorąc pod uwagę wyraźny spadek popytu w tym okresie. W II kw. koszty SG&A wyniósł 11.8 mln PLN i były o 1.4 mln PLN niższe niż rok temu. Niższe koszty SG&A wynikały z mniejszej ilości projektów badawczo-rozwojowych finansowanych z funduszy UE niż rok wcześniej. Zysk na sprzedaży wyniósł w II kw. 5.8 mln PLN (+3.1 mln PLN r/r).

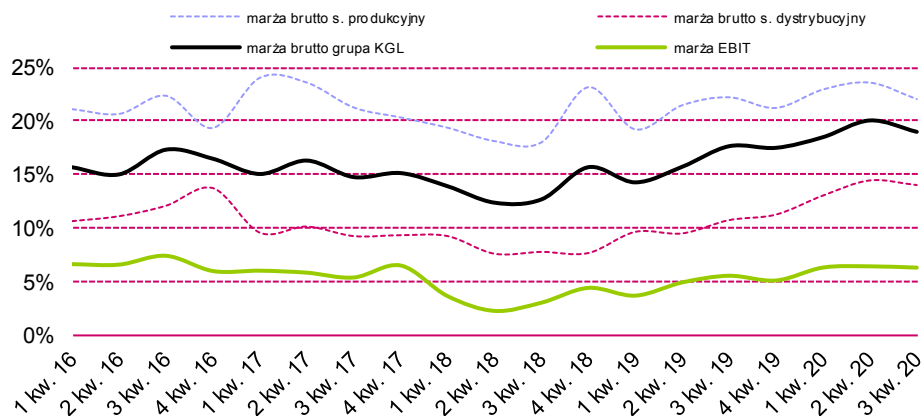
Również w III kw. wyniki były lepsze niż prognozowane w poprzedniej rekomendacji. Sprzedaż części produkcyjnej spadła o 0.3% r/r do 60.4 mln PLN a części dystrybucyjnej spadła o 7.3% r/r do 37.2 mln PLN (wcześniej zakładaliśmy spadki o 5% oraz 25%). Marża brutto w grupie wyniosła 19.0% i była wyższa o 1.4 p.p. r/r, co wynikało ze wzrostu marżowości obu segmentów. Równocześnie marża brutto była niższa o 1 p.p. kw/kw w efekcie renegocjacji cen przez odbiorców po spadkach cen ropy w II kw. Zysk brutto na sprzedaży w segmencie produkcyjnym wyniósł 13.3 mln PLN, a marża brutto wyniosła 22.0% (-0.2 p.p. r/r, -1.6 p.p. kw/kw). Wynik ten nie zachwycał, gdyż był niższy o 0.1 mln PLN r/r pomimo wzrostu wolumenu folii o 16% r/r. Częściowo mogło to wynikać z podzlecenia do zakładów w Czosnowie w nie optymalny sposób (początki ustawiania procesów oraz sposób rozliczania kosztów). Zysk brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym, który wyniósł 5.2 mln PLN, a marża brutto wyniosła 14.0% (+3.3 p.p. r/r, -0.4 p.p. kw/kw), co było znacznie lepszym wynikiem niż prognozy zawarte w poprzedniej rekomendacji. Nie spodziewaliśmy się tak silnego odbicia przychodów kw/kw w tym segmencie oraz utrzymania marż z I półrocza. Koszty SG&A wyniosły 12.7 mln PLN i były o 0.3 mln PLN niższe niż rok temu. Zysk na sprzedaży wyniósł w III kw. 5.8 mln PLN (+1.0 mln PLN r/r). Tak więc zarówno II jak i III kwartał, okazały się bardzo solidne pomimo sytuacji pandemicznej. Koszty odsetkowe wyniosły po 3 kwartałach 2.6 mln PLN natomiast różnice kursowe 2.9 mln PLN. Różnice kursowe będą czynnikiem, który sprawi, że zysk netto w całym roku będzie zbliżony do zeszłorocznego pomimo istotnego wzrostu EBIT.

Przychody kwartalne grupy KGL



Źródło: Grupa KGL

Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach

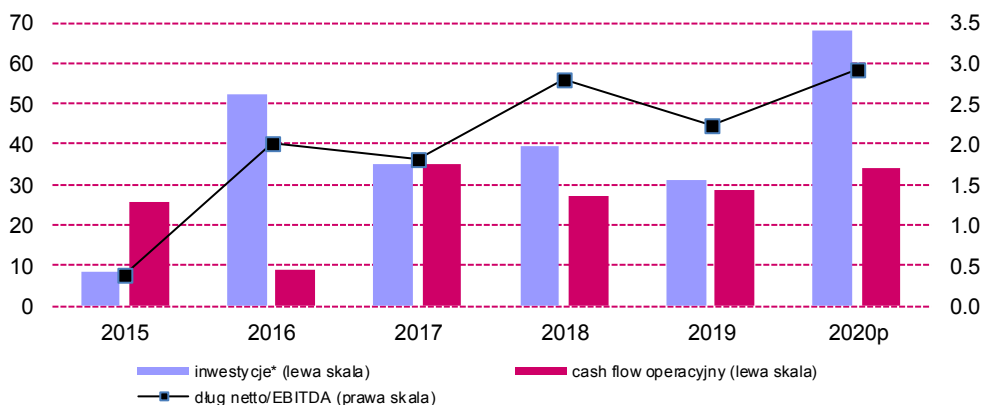


Źródło: Grupa KGL

Po 3 kwartałach przepływy operacyjne wyniosły 30.5 mln PLN i to pomimo zwiększenia zapasów o 10.1 mln PLN od początku roku (w dużym stopniu finansowanych wzrostem zobowiązań handlowych o 7.1 mln PLN). Wzrost zapasów (pomimo spadku przychodów) wynikał z tworzenia poduszki bezpieczeństwa na wypadek sytuacji zakażenia Covid-19 pracowników w zakładach produkcyjnych. Wskaźnik płynności bieżącej wzrósł nieznacznie w ciągu roku z 1.39 do 1.46, czyli jest na umiarkowanym poziomie, jednak wskaźnik szybkiej na poziomie 0.71 jest cały czas zbyt niski.

Dług netto na koniec września wyniósł 91.8 mln PLN w porównaniu z 91.9 mln PLN kwartał wcześniej. Oznacza to wskaźnik dług netto/EBITDA (za ostatnie 4 kwartały) na poziomie 2.1x. KGL obniżył ten wskaźnik z 2.2x na koniec czerwca, mimo wypłaty zaliczki 10 mln PLN. Po zapłaceniu całości za przejmowany zakład w IV kw. oraz wzięciu na swoje księgi ok. 18 mln PLN leasingu z przejmowanych aktywów wskaźnik dług może chwilowo się zbliżyć do 3x EBITDA. Zarząd czuje pewien komfort - kowenanty zakładają próg 4x dług netto/EBITDA - jednak planuje obniżyć przyszłoroczny CAPEX do ok. 10 mln PLN, choć z leasingiem sądzimy że będzie to bliżej 18 mln PLN.

Wzrost zadłużenia w ostatnich latach



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

Przejęcie zakładu w Czosnowie

24 listopada KGL nabył zakład produkcyjny w Czosnowie. W zakładzie tym prowadzona jest produkcja folii oraz opakowań z tworzyw sztucznych. W jego skład wchodzi nieruchomość leżąca w miejscowości Czosnów (woj. mazowieckie) i zlokalizowane na niej budynki tj.: (i) budynek administracyjno – biurowy, (ii) hala magazynowo – biurowa, (iii) hala produkcyjna wraz z zainstalowanymi tam 2 liniami do produkcji folii PET oraz opakowań dedykowanych segmentowi mięsnemu, mleczarskiemu i HORECA (takich jak: tacki MAP, butelki, nakrętki, kubki i wiaderka), a także silos na surowce oraz inne obiekty. W ramach przejmowanych aktywów, infrastruktura grupy KGL wzbogaciła się o dodatkowe 10 tys. m² powierzchni hal i magazynów, 2 linie do ekstruzji folii, 1 linię do termoformowania, 1 linię do rozdmuchu oraz 7 wtryskarek. Maszyny są prawie nowe, kupowane w ostatnich latach. Pozyskane aktywa umożliwią poszerzenie portfolio KGL, dzięki czemu oferta stanie się bardziej kompleksowa i konkurencyjna (także dla obsługiwanych już kontrahentów). Przejęcie infrastruktury umocni zdolności produkcyjne KGL (w tym w segmencie mięsnym), a także wzbogaci kompetencje w nowych obszarach rynku (opakowania dla segmentu mleczarskiego).

Wraz z nabywanymi rzeczowymi aktywami trwałąmi spółka pozyska know-how, wiedzę fachową z zakresu produkcji opakowań dla przemysłu mleczarskiego oraz szerokie doświadczenia pracowników. Kolejne linie do produkcji opakowań zwiększają wielkość przychodów z segmentu produkcji, natomiast ekstrudery wpływają na kontrolę kosztów zakupu surowca (zastąpienie folii kupowanej na rynku, teraz KGL będzie sprzedawał folie na zewnątrz). Zdolność produkcji folii w ujęciu rocznym została zwiększona dzięki temu przejęciu o 10 tys. ton do 41 tys. ton. Natomiast możliwości wytwarzania opakowań wzrosły o 50 mln sztuk, przy czym są to moce do wytwarzania metoda wtrysku – używanej w opakowaniach do produktów mlecznych. W przejętym zakładzie znajduje się również linia do termoformowania. Linia przystosowana jest przede wszystkim do produkcji opakowań typu blister o dużym formacie. W odróżnieniu od linii do ekstruzji folii oraz wtryskarki, pozyskana termoformierka nie jest istotna z biznesowego punktu widzenia. KGL zapłacił za aktywa 30 mln PLN oraz przejął zobowiązania leasingowe o wartości ok. 18 mln PLN. Wprawdzie spółka nie podaje ile te aktywa mogą potencjalnie generować, jednak sądzimy, że powinno to być w przedziale 6-10 mln PLN EBITDA (wtedy przejęcie nastąpiłoby przy wskaźniku EV/EBITDA w przedziale 4.8-8x).

Aktualizacja prognoz finansowych

Zmiany w naszych prognozach wynikają z dwóch głównych powodów: lepszych niż się spodziewaliśmy wyników w II i III kwartale oraz przejęcia zakładów w Czosnowie. KGL pokazał, że pomimo trudnej sytuacji pandemicznej i spadku przychodów, potrafi poprawiać wyniki. Dodatkowo przejęcie aktywów w Czosnowie powinno w przyszłym roku zwiększyć przychody o 45 mln PLN i poprawić EBITDA o ok. 7 mln PLN, choć wpływ na EBIT nie będzie znaczący (zakładamy 1.5 mln PLN).

- ❑ zmniejszyliśmy dynamikę spadku sprzedaży w roku 2020 z -10.5% do -6.1% ze względu na mniejsze spadki w II i III kw. Dodatkowo na rok 2021 podwyższyliśmy dynamikę sprzedaży z 3.9% na 18.5% dzięki przejętym aktywom w Czosnowie
- ❑ podwyższyliśmy prognozę marży brutto na rok 2020 o 0.1 p.p. w stosunku do poprzednich oczekiwań, jednak na rok 2021 obniżyliśmy marżę o 0.4 p.p. ze względu na niższe marże generowane przez przejęte aktywa.
- ❑ obniżyliśmy koszty SG&A na ten rok o 2.0 mln PLN z 51.2 do 49.2 mln PLN a na przyszły podwyższyliśmy o 4.9 mln PLN (53.0 do 57.9 mln PLN)
- ❑ uwzględniliśmy wydatki na zakład w Czosnowie (30 mln PLN) oraz przejęty w tych zakładach leasing (18 mln PLN)

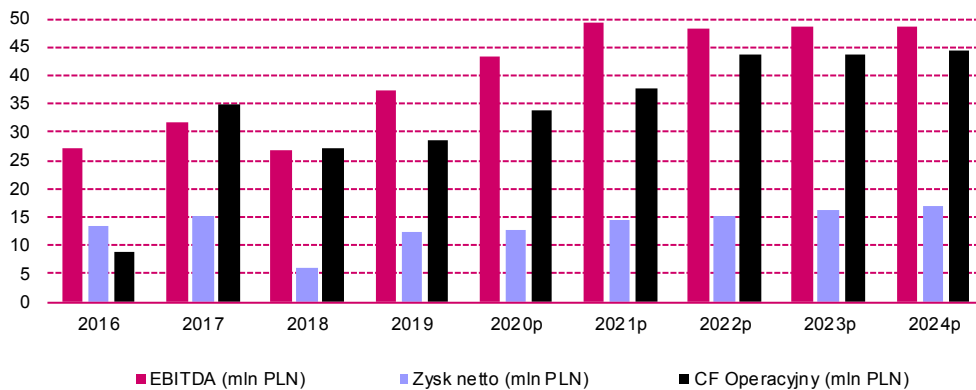
Oczekujemy, że w roku 2020 przychody spadną o 6.1% r/r, EBIT wzrośnie o 15.9% r/r do 21.6 mln PLN, a zysk netto o 3.8% r/r do 12.6 mln PLN. W 2021 r. przychody wzrosną o 18.5% r/r, EBIT wzrośnie o 5.2% r/r do 22.7 mln PLN, a zysk netto o 15.3% do 14.6 mln PLN. Wyraźny wzrost zysku netto będzie zasługą braku ujemnych różnic kursowych, które mają miejsce w tym roku. Przejęcie zakładów w Czosnowie pozwoli nieznacznie zwiększyć EBIT pomimo presji na marże w dotychczasowym biznesie.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników grupy KGL

	2020			2021			2022		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	351.1	368.3	4.9%	364.8	436.5	19.7%	374.6	446.7	19.2%
EBITDA	37.8	43.3	14.6%	36.1	49.1	36.1%	36.6	48.3	32.1%
EBIT	17.1	21.6	26.3%	15.8	22.7	43.9%	16.5	22.9	39.1%
Zysk netto	11.3	12.6	11.9%	10.7	14.6	36.3%	11.5	15.1	31.5%

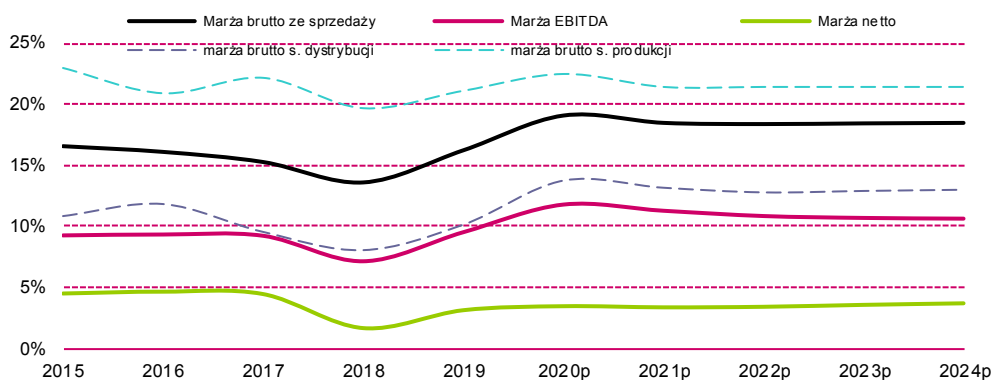
Źródło: prognozy MillenniumDM

Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



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.

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 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 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	368.3	436.5	446.7
segment produkcji	155.7	179.1	217.9	224.7	280.9	289.4
segment dystrybucji	187.5	196.4	174.5	143.6	155.6	157.3
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-290.8	-324.6	-328.8	-298.1	-355.9	-364.7
zysk brutto na sprzedaży	52.3	51.0	63.6	70.2	80.6	82.0
segment produkcji	34.5	35.2	46.0	50.5	60.1	61.9
segment dystrybucji	17.9	15.8	17.6	19.7	20.5	20.1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-34.0	-40.4	-49.1	-49.2	-57.9	-59.1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	1.8	1.7	4.1	0.6	0.0	0.0
EBITDA	31.6	26.7	37.3	43.3	49.1	48.3
EBIT	20.1	12.2	18.6	21.6	22.7	22.9
saldo finansowe	-1.4	-4.5	-3.3	-6.0	-4.7	-4.3
zysk przed opodatkowaniem	18.7	7.7	15.3	15.6	18.0	18.7
podatek dochodowy	-3.5	-1.6	-3.1	-3.0	-3.4	-3.5
Zysk netto	15.2	6.2	12.2	12.6	14.6	15.1
EPS	2.12	0.86	1.70	1.77	2.04	2.11

Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
aktywa trwałe	139.6	163.2	179.9	226.1	217.7	213.3
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	220.1	211.7	207.3
długoterminowe pożyczki i należności	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
aktywa obrotowe	112.3	111.7	98.8	107.0	124.6	127.3
zapasy	51.4	60.4	52.3	62.6	74.2	75.9
należności	49.7	45.2	41.2	39.1	45.2	46.1
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	333.1	342.4	340.6
kapitał własny	108.0	112.6	123.3	133.5	145.6	157.8
zobowiązania	143.9	162.2	155.4	199.6	196.8	182.8
zobowiązania długoterminowe	64.7	74.3	78.5	126.6	119.8	110.0
dług odsetkowy	57.3	66.3	69.2	117.4	110.6	100.7
zobowiązania krótkoterminowe	79.4	87.9	76.9	73.0	76.9	72.8
dług odsetkowy	10.9	14.7	19.2	13.7	8.1	2.5
zobowiązania handlowe	62.0	59.1	49.9	51.6	61.1	62.5
pasywa razem	251.9	274.8	278.7	333.1	342.4	340.6
BVPS	15.1	15.7	17.2	18.7	20.3	22.0

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

Cash flow (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
wynik netto	15.2	6.2	12.2	12.6	14.6	15.1
amortyzacja	11.5	14.5	18.6	21.7	26.4	25.4
zmiana kapitału obrotowego	7.6	-0.3	2.1	-6.5	-8.1	-1.2
zapłacone odsetki i różnice kursowe	0.6	4.2	3.5	6.0	4.7	4.3
gotówka z działalności operacyjnej	34.9	27.1	28.4	33.8	37.6	43.6
inwestycje (bez aktywów wziętych w leasing finansowy)	-19.8	-14.0	-18.1	-68.0	-18.0	-21.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-19.8	-14.0	-17.9	-68.0	-18.0	-21.0
wypła dywidendy	-1.4	-1.5	-1.0	-2.4	-2.5	-2.9
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	10.5	0.2	4.3	26.0	37.1	1.0
Płatności z tytułu leasingu	-12.0	-12.8	-15.9	16.6	-49.4	-16.4
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-0.6	-4.2	-3.5	-6.0	-4.7	-4.3
gotówka z działalności finansowej	-3.5	-18.3	-16.0	34.2	-19.6	-22.6
zmiana gotówki netto	11.6	-5.1	-5.5	0.0	0.0	0.0
DPS	0.19	0.21	0.14	0.34	0.35	0.41
CEPS	3.72	2.89	4.30	4.80	5.73	5.66
FCFPS	3.56	2.32	3.86	-3.43	4.19	4.63

Wskaźniki (%)

	2017	2018	2019	2020p	2021p	2022p
zmiana sprzedaży	18.1%	9.5%	4.5%	-6.1%	18.5%	2.3%
zmiana EBITDA	16.8%	-15.4%	39.4%	16.3%	13.4%	-1.6%
zmiana EBIT	4.9%	-39.2%	52.4%	15.9%	5.2%	1.0%
zmiana zysku netto	13.1%	-59.5%	97.9%	3.8%	15.3%	3.7%
marża EBITDA	9.2%	7.1%	9.5%	11.8%	11.3%	10.8%
marża EBIT	5.9%	3.3%	4.8%	5.9%	5.2%	5.1%
marża netto	4.4%	1.6%	3.1%	3.4%	3.3%	3.4%
sprzedaż/aktywa (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
dług / kapitał (x)	-0.5	-0.7	-0.7	-0.9	-0.8	-0.6
odsetki / EBIT	-7.0%	-36.7%	-17.9%	-27.7%	-20.8%	-18.6%
stopa podatkowa	18.9%	20.5%	20.4%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	16.1%	5.7%	10.8%	10.3%	10.9%	10.4%
ROA	7.0%	2.4%	4.4%	4.5%	4.4%	4.4%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	57.1	75.0	83.6	126.2	113.8	98.4

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 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. 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 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.

KUPIJ - 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/P/BV (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 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 7 grudnia 2020 roku o godzinie 14.15, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 7 grudnia 2020 roku godzina 14.30

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
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
KGL	Kupuj	1 wrz 20	17.4	23.4	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17.25	27.2	Marcin Palenik

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	5	83%
Akumuluj	1	17%
Neutralnie	0	0%
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