

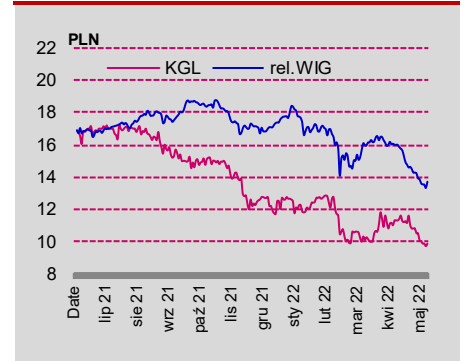
Trudny czas dla spółki

KGL ma najgorszy okres pod względem zysków od początku notowań na GPW. Spółka wygenerowała w 2021 r. zaledwie 5.2 mln PLN zysku netto, co było najniższym poziomem od 7 lat. Równocześnie przychody spółki osiągnęły rekordowe poziomy, co pokazuje jak niekorzystne są wzrosty cen tworzyw, których spółka nie jest w stanie w całości przenieść dalej na klientów. Niestety wojna w Ukrainie spowodowała kolejny impuls wzrostowy cen surowców, dlatego ten rok również nie będzie łatwy. W samym IV kwartale 2021 r. KGL miał 1.0 mln PLN straty netto, czyli był drugim z rzędu, w którym spółka wygenerowała straty. Sam EBIT był w IV kw. tylko nieznacznie dodatni (+0.4 mln PLN). Marże w segmencie produkcyjnym spadły do poziomu 10.5% w II połowie 2021 r., czyli najniższego w historii. Takie wyniki są niemożliwe do utrzymania, jeżeli spółka ma istnieć w długim terminie. A według spółki popyt na jej produkty cały czas rośnie. Sądzymy, że spółka powinna odejść od maksymalizacji wolumenów w kierunku maksymalizacji zysków. Zarząd chce efektywniej przerzucać koszty na klientów (szybciej indeksować zmiany cen surowców), aby powiększyć marże mimo rosnących cen tworzyw. W tym celu renegocjowane są dotychczasowe umowy, a efekty mają być widoczne od II kw. Jeżeli się to uda, to możliwe, że wyniki znacząco się poprawią w kolejnych kwartałach.

Uważamy jednak, że lepiej poczekać aż KGL pokaże rzeczywiście, że zaczyna lepiej sobie radzić pod względem marż. Dodatkowo, zależnie od konkretnych zapisów w umowach, zmiany mogą nie pozwolić na naturalne rozszerzenie marż gdy ceny będą spadać. Sytuacja pozostaje więc mocno niepewna. KGL miał na koniec 2021 r. dług netto na poziomie 122 mln PLN, co oznaczało poziom 3.3x EBITDA za rok ubiegły. Rosnące stopy procentowe uwydatnią problem zadłużenia w tym roku. Koszty odsetkowe, według naszych prognoz, będą w 2022 r. stanowić aż 83% EBIT. Spółka będzie zmuszona do silnego ograniczenia CAPEX-u oraz rezygnacji z wypłaty z dywidendy (najprawdopodobniej nie tylko w tym roku). Obniżamy nasze prognozy zysku netto na 2022 r. z 10.6 mln PLN do 1.7 mln PLN oraz naszą wycenę 1 akcji KGL z 15.6 PLN do 9.3 PLN. Równocześnie przy cenie 9.9 PLN za akcję utrzymujemy naszą rekomendację neutralnie.

Spółka od ponad roku jest notowana przy C/WK poniżej 1.0, co było przesłanką do testu na utratę wartości aktywów w rocznym sprawozdaniu finansowym. Przeprowadzony test wykazał, iż nie nastąpiła utrata wartości majątku trwałego. Audytor zastrzegł, że nie jest w stanie wypowiedzieć się na temat wyników testu, gdyż test zrobiono na aktywa całej działalności mimo, że prowadzi ona dwa osobne segmenty operacyjne. Natomiast naszym zdaniem założenia do testu są dość optymistyczne. Spółka zakłada w nich wzrost przychodów między 22% a 3% w najbliższych pięciu latach. Spółka nie zakłada więc istotnego spadku cen ropopochodnych (obniżyłyby one przychody). Równocześnie spółka zakłada powrót marży brutto w ciągu 5 lat do poziomu 18.7%, czyli średniej z lat 2018-2021. W 2021 r. marża ta wyniosła tylko 11.6%. Na ten moment uważamy, że taki wzrost jest mało prawdopodobny, chyba że ceny surowców istotnie spadną.

Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	9.7 / 17.4		
Liczba akcji (mln)	7.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	71		
EV (mln PLN)	193		
Free float (mln PLN)	17		
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	-10.4%	-23.3%	-40.6%
Zmiana rel. WIG	4.3%	-4.0%	-28.7%

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 (%)
2021	575.8	11.5	37.2	7.0	5.2	0.73	4.33	18.7	13.6	0.5	3.5	16.8	5.2	4.0
2022p	742.5	12.2	37.6	2.1	1.7	0.24	3.78	19.0	41.7	0.5	0.0	15.8	5.1	1.3
2023p	770.2	15.2	39.1	5.3	4.3	0.60	3.94	19.6	16.4	0.5	0.0	12.7	4.9	3.2
2024p	794.5	16.9	39.5	9.3	7.5	1.05	4.20	20.6	9.4	0.5	0.0	11.4	4.9	5.4

Źródło: KGL S.A., p - prognozy MillenniumDM, r/mn PLN

Wycena

Wycenę spółki 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 63 mln PLN, czyli 8.7 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 71 mln PLN (9.9 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 67 mln PLN, czyli 9.3 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację neutralnie. Głównymi czynnikami, które obniżają naszą wycenę w porównaniu do poprzedniej rekomendacji było: obniżenie prognoz zysków oraz wzrost stopy wolnej od ryzyka.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	63	8.7
Wycena porównawcza	71	9.9
Wycena spółki KGL	67	9.3

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla spółki KGL za lata obrotowe od 2022 do 2031,
- ❑ Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych (krzywa rentowności przesunęła się istotnie do góry)
- ❑ Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 6.5% (podwyższono z 2.65% w związku ze wzrostem długoterminowych rentowności polskich obligacji skarbowych),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5.0%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029 na poziomie 0.5%,
- ❑ Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.65 PLN w całym okresie prognozy
- ❑ W segmencie produkcyjnym wzrost przychodów o 32% r/r w 2022 r., średni wzrost przychodów na poziomie 3.5% w latach 2023-2026. Marżę brutto na ten rok szacujemy na 11.5% oraz jej wzrost w latach 2023-2026 r. o 0.5 p.p. rocznie do 13.5%,
- ❑ W segmencie dystrybucyjnym wzrost przychodów o 25% r/r w 2022 r., średni wzrost przychodów na poziomie 2% w latach 2023-2026. Średnia marża brutto na rok 2022 r. na poziomie 8.5%, w 2023 r. 9% oraz utrzymanie na tym poziomie w kolejnych latach,
- ❑ Wzrost kosztów SGA o 8% w roku 2022 r., 6% w 2023 r. oraz na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach
- ❑ CAPEX na poziomie 12 mln PLN, 12 mln PLN oraz 18 mln PLN w latach 2022-2024 oraz wzrost o 1% w kolejnych latach

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	>2031
Sprzedaż	742.5	770.2	794.5	815.1	831.4	843.1	855.0	867.1	879.4	891.9	
efektywna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	9.9	12.3	13.7	16.1	18.4	18.6	18.8	18.9	19.1	19.3	
Amortyzacja	25.4	23.9	22.6	22.1	21.6	21.3	21.0	20.7	20.5	20.4	
Inwestycje	-12.0	-12.0	-18.0	-18.2	-18.4	-18.5	-18.7	-18.9	-19.1	-19.3	
Zmiana kap.obrotowego	-11.9	-2.0	-1.7	-1.5	-1.2	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	
FCF	11.4	22.3	16.5	18.5	20.5	20.4	20.1	19.9	19.7	19.5	173.3
Zmiana FCF		95.6%	-25.7%	11.7%	10.8%	-0.2%	-1.5%	-1.3%	-1.1%	-0.9%	0.5%
Dług/Kapitał	48.1%	47.7%	51.0%	47.6%	44.2%	39.9%	34.8%	29.7%	24.4%	18.9%	13.3%
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	6.3%	6.6%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	6.6%	6.5%	6.6%	6.5%
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	8.3%	8.8%	9.1%	9.3%	9.3%	9.2%	9.2%	9.1%	9.0%	9.1%	9.0%
Koszt kapitału	11.8%	12.3%	12.6%	12.8%	12.8%	12.7%	12.7%	12.6%	12.5%	12.6%	12.5%
WACC	9.3%	9.9%	10.0%	10.2%	10.5%	10.6%	10.8%	11.0%	11.3%	11.6%	11.8%
PV (FCF)	11.4	20.3	13.7	13.8	13.7	12.3	10.9	9.6	8.4	7.3	63.5
Wartość DCF (mln PLN)	185	w tym wartość rezydualna		63							
(Dług) Gotówka netto	-122.2										
Wycena DCF (mln PLN)	62.5										
Liczba akcji (mln)	7.2										
Wycena 1 akcji (PLN)	8.7										

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 spółki KGL na przyjęte założenia

PLN	stopa R_f rezydualna	rezydualna stopa wzrostu						
		-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
	5.5%	9.0	9.2	9.4	9.6	9.8	10.0	10.2
	6.0%	8.6	8.8	8.9	9.1	9.3	9.5	9.7
	6.5%	8.2	8.4	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3
	7.0%	7.9	8.1	8.2	8.4	8.5	8.7	8.9
	7.5%	7.6	7.7	7.9	8.0	8.2	8.3	8.5

Źródło: MillenniumDomMaklerski S.A.

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 8.7 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 spółki KGL oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Ponieważ spółka KGL ma dużo gorsze długoterminowe dynamiki zysków w porównaniu do grupy porównawczej (za ostatnie 5 lat zyski netto spółek porównywalnych podwoiły się, a spółki KGL w 2021 r. były o 60% niższe niż w 2016 r.), wprowadziliśmy do naszej wyceny metodą porównawczą dyskonto na poziomie 25%.

Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
BERRY GLOBAL GROUP INC	BERY	USA	8.2	7.8	7.4	12.5	11.5	10.8	8.4	7.8	7.2
FP CORP	7947	Japonia	8.5	7.7	7.3	15.3	13.5	12.7	18.1	16.0	14.8
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	13.6	10.8		16.0	12.6		22.1	16.9	
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	8.8	7.4	6.6	11.4	9.4	8.3	15.3	12.5	11.0
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	4.9	4.5		6.7	6.0		7.2	6.5	
WINPAK LTD	WPK	Kanada	10.5	10.0	9.5	13.3	12.6	11.7	23.0	22.9	19.3
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	7.1	7.1	6.9	8.8	9.0	8.7	10.1	10.6	10.5
Mediana			8.5	7.7	7.3	12.5	11.5	10.8	15.3	12.5	11.0
Wyniki spółki (mln PLN)			37.6	39.1	39.5	12.2	15.2	16.9	1.7	4.3	7.5
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-122.2	-122.2	-122.2	-122.2	-122.2	-122.2			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			197	180	165	31	53	62	26	54	83
Dyskonto			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena po uwzględnieniu dyskonta			148	135	124	23	40	46	20	41	62
Wycena spółki KGL											71
Wycena na 1 akcję											9.9

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki KGL na 9.9 PLN.

Czynniki ryzyka

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

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

czyli ustalanie dla klientów ceny sprzedaży również w walutach obcych. Pozostałą część zabezpiecza kontraktami forward. Pozostaje jednak niezabezpieczona część bilansu. Ze względu na wyższe zobowiązania w EUR niż należności w EUR, niezrealizowane ujemne różnice kursowe przy wzroście EUR/PLN o 1% wynosiłyby ok. 0.67 mln PLN (wrażliwość na koniec 2021 r.). Ceny surowców i materiałów zależą w znacznym stopniu od cen ropy. W wyniku wzrostu cen ropy przychody i koszty spółki rosną, ale równocześnie spada marża i efekt netto jest niekorzystny.

- **Ryzyko rosnących kosztów wynagrodzeń oraz niedoboru pracowników.** Udział kosztów pracowniczych w całkowitych kosztach wzrósł z 19.3% w 2015 r. do 22.6% w 2021 r. w efekcie niedoborów pracowników i rosnącej presji płacowej. Ze względu na tendencje demograficzne napięcia na rynku pracy będą się nasilać.
- **Ryzyko konfliktu interesów.** W spółce czterech wieloletnich menadżerów i założycieli posiada w sumie 84.5% głosów na WZA spółki. Dodatkowo czterech członków rady nadzorczej jest powiązanych z nimi rodzinnie. W takiej sytuacji istnieje ryzyko konfliktu interesów kosztem udziałowców mniejszościowych (mitygowane dwoma niezależnymi członkami rady nadzorczej).
- **Ryzyko nadmiernego zadłużenia.** Spółka po 4 latach intensywnej inwestycji oraz przejęciu zakładów w Czosnowie, zwiększyła znacznie zadłużenie odsetkowe, które doszło do poziomu ok. 3.3x EBITDA na koniec 2021 r. Wskaźnik ten należy uznać za podwyższony i spółka powinna go zmniejszyć w kolejnych okresach.

Do ryzyk, które uważamy za wysokie zaliczamy kwestie regulacyjne (decyzje polityczne są dość nieprzewidywalne, a mają duży wpływ na spółkę), zadłużenie oraz ryzyko cen surowców.

Ostatnie wydarzenia

Kolejny kwartał z wynikami pod presją

Przychody KGL w IV kw. były zgodne z szacunkami spółki. Linie zysku EBIT i netto wprawdzie nie odbiegały istotnie od naszych ostatnich szacunków, jednak wyniki segmentów były słabsze od naszych oczekiwań (wyższe były natomiast pozostałe przychody operacyjne), co świadczy o relatywnie słabej jakości wyników. Podobnie jak w poprzednich kwartałach wyniki spółki były pod silnym wpływem wzrostów cen surowców, który powoduje wyższe przychody, ale równocześnie wywołuje presję na marżę. Sytuacja ta nasiliła się od II kw. 2021. Wprawdzie spółka chwali się rosnącymi

Wyniki kwartalne spółki KGL

	IV kwartał 2021	prognoza Millennium	IV kwartał 2020	zmiana r/r	I-IV kw. 2021	I-IV kw. 2020	zmiana
Przychody	149.0	149.0	98.6	51.1%	575.8	380.0	51.5%
s. produkcyjny	93.0		60.4	54.0%	324.0	227.5	42.4%
s. dystrybucyjny	56.0		38.1	47.0%	251.8	152.4	65.2%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	15.0		14.1	6.4%	66.7	67.9	-1.8%
s. produkcyjny	10.0		10.7	-6.5%	40.8	48.8	-16.4%
s. dystrybucyjny	4.9		3.4	44.1%	25.8	19.1	35.1%
EBITDA	7.0	6.3	10.7	-34.6%	37.2	44.8	-17.0%
EBIT	0.4	-0.1	4.9	-91.8%	11.5	22.6	-49.1%
Zysk netto	-1.0	-1.2	1.4	-	5.2	11.2	-53.6%
Marże							
Marża EBITDA	4.7%	4.2%	10.9%		6.5%	11.8%	
Marża EBIT	0.3%	-0.1%	5.0%		2.0%	5.9%	
Marża netto	-0.7%	-0.8%	1.4%		0.9%	2.9%	

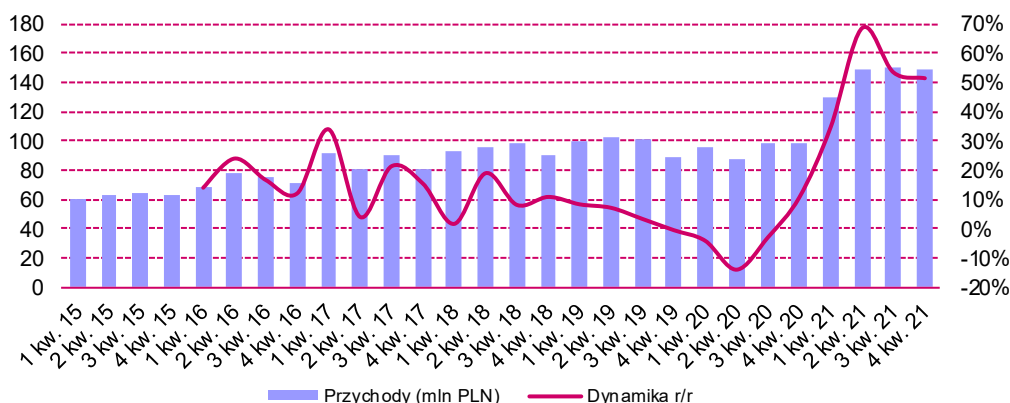
Źródło: KGL; mln PLN;

wolumenami, ale równocześnie zaczęła generować straty. Przy niskim zysku EBIT i wysokim zadłużeniu, spółce trudno będzie generować zysk netto w najbliższym czasie.

Sprzedaż części produkcyjnej wzrosła w IV kw. o 54% r/r do 93.0 mln PLN a części dystrybucyjnej o 47% r/r do 56.0 mln PLN. Bardzo wysokie dynamiki to głównie efekt wzrostu cen surowców, które po lokalnym dołku w lipcu 2021 r., w IV kw. ponownie istotnie wzrosły (szczególnie PET). Ceny PP były 82% wyższe r/r a PET o 96%. Wyższe były jednak również wolumeny, co pokazuje wyraźnie, że spółka nie przenosi na klientów całego wzrostu cen surowca. W IV kw. produkcja folii wyniosła 10.0 tys. ton czyli wzrosła o 35.5% r/r oraz 3% kw/kw dzięki przejęciu zakładu produkcyjnego spółki „Szymanowicz i Spółka” w Czosnowie rok wcześniej. Cały czas mocniej rośnie produkcja polipropylenu (+39.7% r/r), która stanowi już 40% produkcji. Marża brutto spółki KGL wyniosła w IV kw. 10.0% i była niższa o 4.3 p.p. r/r, co było dla nas negatywnym zaskoczeniem (oczekiwaliśmy marży 10.5%). W IV kw. zysk brutto na sprzedaży wyniósł 14.9 mln PLN (oczekiwaliśmy 15.6 mln PLN). W całym 2021 roku zysk brutto na sprzedaży wyniósł 66.6 mln PLN vs 67.9 mln PLN rok wcześniej pomimo znaczącego wzrostu wolumenów. W sumie w całym 2021 r. marża brutto wyniosła jednak tylko 11.6%, podczas gdy za poprzednie 5 lat średnia marża wynosiła 15.8%.

Zysk brutto na sprzedaży w segmencie produkcyjnym wyniósł 10.0 mln PLN (oczekiwaliśmy 10.2 mln PLN), a marża brutto wyniosła zaledwie 10.8% (spadek aż o 7.0 p.p. r/r oraz wzrost 0.7 p.p. kw/kw). Zysk brutto tego segmentu był więc niższy o 0.7 mln PLN r/r pomimo większych o 35% wolumenów folii po przejęciu zakładu w Czosnowie. Cały czas głównym problemem są duże trudności z przeliczeniem cen na klientów. Gorszy od naszych prognoz okazał się zysk brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym, który wyniósł 4.9 mln PLN (oczekiwaliśmy 5.4 mln PLN, rok temu wyniósł 3.4 mln PLN), a marża brutto wyniosła 8.8% (-0.1 p.p. r/r, -0.8 p.p. kw/kw).

Przychody kwartalne i ich dynamika

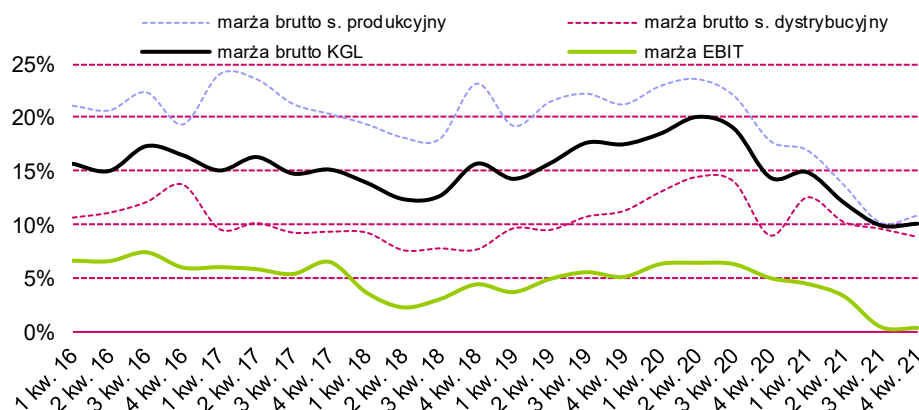


Źródło: KGL S.A.

Niestety udział najwyżej marżowych tworzyw technicznych zmalał w IV kw. do 40% z 57% rok wcześniej. Koszty SG&A wyniosły w IV kw. 16.0 mln PLN i były wyższe o 0.3 mln PLN od naszych oczekiwań (i były 2.2 mln PLN wyższe r/r oraz 1.1 mln PLN wyższe kw/kw). Wzrost kosztów był głównie efektem przejęcia zakładu w Czosnowie, ale również kosztów rozwojowych finansowanych częściowo przez dotację z NCBiR.

Na linii pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych spółka pokazała wynik +1.4 mln PLN (1.8 mln PLN przychodów oraz 0.4 mln PLN kosztów). Zakładaliśmy brak zdarzeń na tych liniach. Głównie były to przychody z dotacji finansujących projekty rozwojowe z NCPiR (+1.3 mln PLN), a po stronie kosztów sporna sprawa związana ze zobowiązaniem z tytułu VAT (0.3 mln PLN). W sumie KGL wygenerował w IV kw. 0.4 mln PLN zysku EBIT vs oczekiwana przez nas strata 0.1 mln PLN. Lepszy wynik spółka zawdzięcza głównie pozostałym przychodom operacyjnym. Spółka miała 1.4 mln PLN kosztów finansowych (1.2 mln PLN kosztów odsetek) oraz 0.3 mln PLN dodatknych różnic kursowych. Pomimo straty przed opodatkowaniem na poziomie 0.6 mln PLN spółka zaksięgowwała jeszcze 0.4 mln PLN podatku i strata netto wyniosła 1.0 mln PLN.

Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach



Źródło: KGL S.A.

W sumie po słabych wynikach w II połowie roku, KGL miał ostatecznie zaledwie 11.5 mln PLN EBIT oraz 5.2 mln PLN zysku netto w całym 2021 r. W wycenie KGL w naszej poprzedniej rekomendacji z października oczekiwaliśmy 16.1 mln PLN EBIT oraz 11.3 mln PLN zysku netto.

Ryzyko odpisów aktywów w przyszłości

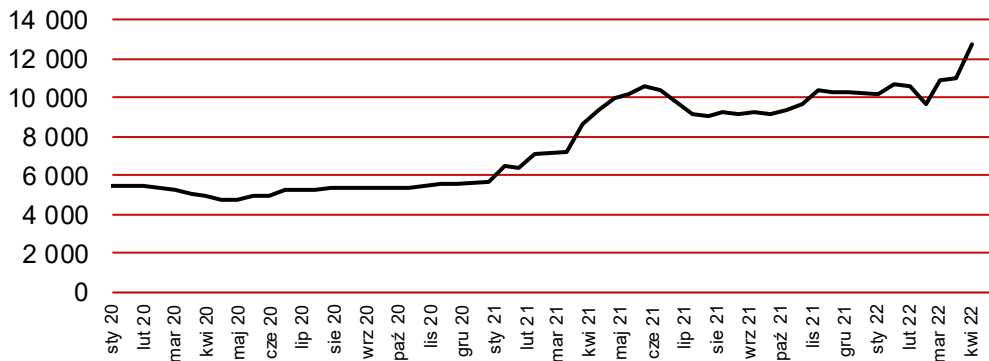
Spółka przeprowadziła test na utratę wartości aktywów. Przeprowadzony test wykazał, iż nie nastąpiła utrata wartości firmy i innych elementów majątku trwałego. Test zrobiono na aktywa całej działalności mimo, że spółka prowadzi dwa osobne segmenty działalności. Dlatego opinia audytora jest z zastrzeżeniem (BDO: „nie jesteśmy w stanie wypowiedzieć się na temat wyników testu oraz czy aktywa Jednostki utraciły wartości”). Natomiast naszym zdaniem założenia do testu są dość optymistyczne. Spółka zakłada w nich wzrost przychodów między 22% a 3% w najbliższych pięciu latach. Oznacza to, naszym zdaniem, że spółka nie zakłada istotnego spadku cen ropopochodnych (obniżyłyby one przychody). Równocześnie spółka zakłada marżę brutto na poziomie 18.7%, czyli średniej z lat 2018-2021. Jednak średnia ta obejmuje lata 2018-2020, w których ceny surowców były znacząco niższe niż w 2021 r. W 2021 r. marża ta wyniosła tylko 11.6%. Na początku 2022 r. ceny surowców są jeszcze wyższe, dlatego nie sądzimy, aby marże mogły osiągnąć 18.7% w najbliższych latach (chyba że ceny surowców mocno spadną, co jednak wpłynęłoby na przychody). W związku z powyższym uważamy, że założenia przy teście na utratę wartości aktywów są bardzo optymistyczne i istnieje ryzyko, że spółka dokona odpisów w przyszłości. Warto zauważyć, że aktualnie spółka jest notowana przy C/WK na poziomie 0.5. W takiej sytuacji możliwe są dwa scenariusze. W wariantcie optymistycznym rynek się myli i spółka zacznie generować istotnie wyższe zyski. W drugim scenariuszu wartość posiadanych przez spółkę aktywów jest niższa niż księgową, co potencjalnie w przyszłości skutkowałoby odpisami.

Ponowne wzrosty cen surowców

Ceny głównych surowców (PET, polipropylen) zaczęły rosnąć na początku 2021 r. i ustanowiły lokalny szczyt w maju ub. r. (po wzroście o 60%-80% zależnie od tworzywa). Po korekcie trwającej do września, w listopadzie ub.r. ponownie wzrosły (PET o 40%, natomiast PP nie przekroczył szczytów z maja). W okresie listopad 2021- luty 2022 na rynku zapanowała stabilizacja cen z lekką tendencją spadkową. Wojna w Ukrainie ponownie zmieniła jednak sytuację i ceny tworzyw wzrosły w Polsce od początku lutego o ponad 20%. W sumie ceny PET były w kwietniu wyższe o 154% r/r a PP o 167% r/r. Ceny surowców w największym stopniu zależą od ceny ropy (oraz marż petrochemicznych). Niestety sytuacja związana z Ukrainą nie pozwala na zbyt szybkie oczekiwania istotnego spadku cen. Spółka do niedawna przerzucała ceny na

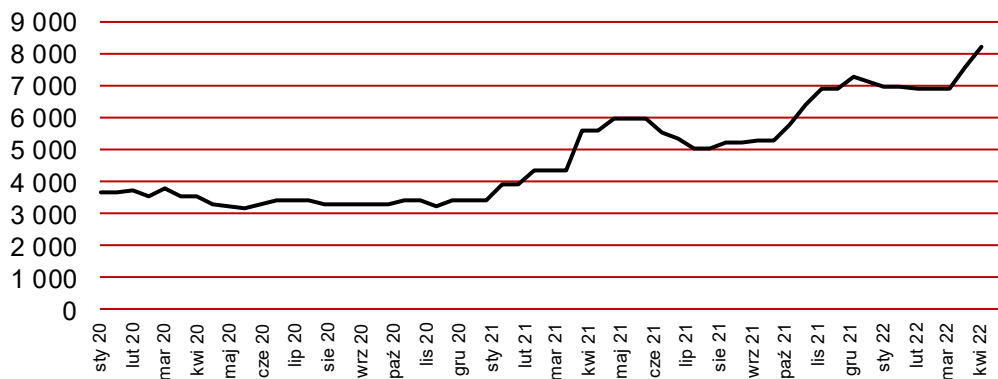
odbiorców z co najmniej kilkumiesięcznym opóźnieniem, dlatego w sytuacji wzrostów cen cały czas była widoczna silna presja na marże. Teraz ma to się zmienić. KGL reneocjuje umowy z odbiorcami tak, aby wzrost kosztów był przerzucany bardziej systematycznie.

Cena polipropylenu (PLN/t)



Źródło: www.plastech.pl

Cena PET (PLN/t)



Źródło: www.plastech.pl

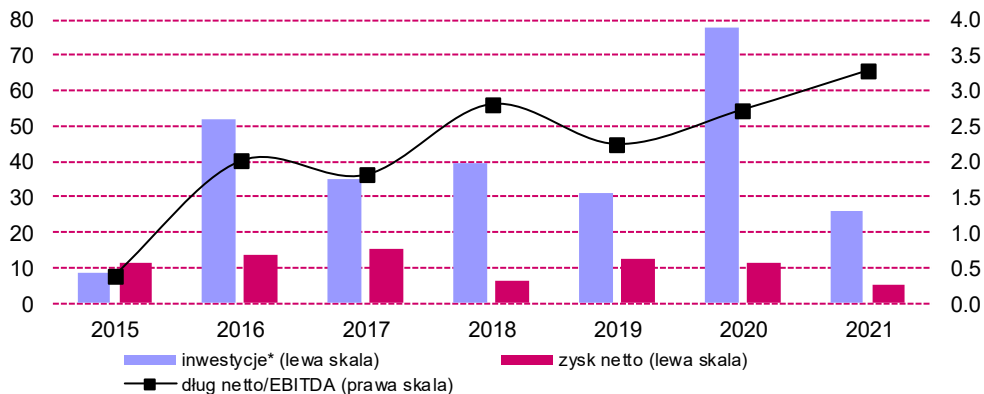
Potencjalny problem z zadłużeniem

Na koniec IV kwartału 2021 zadłużenie netto wyniosło 122.2 mln PLN, czyli tyle samo co na koniec 2020 r. (122.1 mln PLN). Zadłużenie netto stabilizuje się dzięki redukcji CAPEX-u jednak nadal jest bardzo wysokie szczególnie w perspektywie słabych wyników. W całym 2021 r. CAPEX wyniósł zaledwie 11.1 mln PLN a dodatkowe umowy leasingowe 14.9 mln PLN natomiast w 2020 r. CAPEX i leasing wyniósł w sumie 77.8 mln PLN. Aktualny wskaźnik dług netto/EBITDA jest na poziomie 3.3x. Wskaźnik ten należy uznać za podwyższony i spółka będzie chciała zredukować dług w najbliższych kwartałach. Wzrost cen surowców nie tylko redukuje marże, ale również negatywnie wpływa na cash flow. W związku z tym KGL nie będzie wypłacał dywidendy w tym roku, a CAPEX w 2021 r. również powinien być na bardzo niskich poziomach (prawdopodobnie małe kilkanaście mln PLN).

Rekomendacja niewypłacania dywidendy za 2021 r.

Zarząd rekomenduje WZA, aby nie wypłacać dywidendy za rok 2021. W poprzednim roku wypłaciła 0.35 PLN na akcję (2.5 mln PLN) a w 2020 r. było to 0.34 PLN (2.4 mln PLN). W 2021 r. spółka dodatkowo wydała 0.76 mln PLN na skup akcji własnych. Nie były to duże kwoty z punktu widzenia akcjonariuszy jednak spółka chciała być uznawana

Inwestycje a wzrost zadłużenia i zysku netto w ostatnich latach



Źródło: KGL S.A., mln PLN, *inwestycje liczone jako wydatki inwestycyjne plus aktywa wzięte w leasing w danym roku

za spółkę dywidendową. Sądzymy, że ze względu na wysokie zadłużenie spółka nie będzie wypacać dywidend również w najbliższych latach. Zarząd wskazuje m.in. na wymagania banków, które prawdopodobnie żądają utrzymania relatywnie bezpiecznych wskaźników zadłużenia. Wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2021 r. był na poziomie 3.3x. Wskaźnik ten należy uznać za podwyższony i spółka będzie chciała zredukować dług w najbliższych kwartałach. Nie pomagają w tym rosnące ceny surowców, które wymagają wyższego zaangażowania kapitału obrotowego. Spółka będzie musiała maksymalnie ograniczać CAPEX prawdopodobnie nie tylko w tym roku.

Aktualizacja prognoz finansowych

W związku ze wzrostem cen surowców od ostatniego raportu podnosimy nasze prognozy przychodów na ten rok i kolejne lata oraz obniżamy uzyskiwane przez spółkę marże. Zakładamy przy tym utrzymywanie się cen surowców na poziomach z końca kwietnia. W stosunku do naszych prognoz z poprzedniego raportu dokonaliśmy następujących zmian:

- zwiększyliśmy dynamikę wzrostu sprzedaży w roku 2022 z +2.1% do +28.9% ze względu na wyższe ceny surowców,
- obniżyliśmy prognozę marży brutto na rok 2022 o 2.9 p.p. w stosunku do poprzednich oczekiwań, a prognozowany zysk brutto na sprzedaży został nieznacznie obniżony o 1.4 mln PLN (z 77.3 do 75.9 mln PLN). Zakładamy, że spółka skutecznie renegowowała umowy z odbiorcami i będzie umiała efektywnie rozszerzyć marże w kolejnych kwartałach. Równocześnie zakładamy powolne odbicie marż w kolejnych latach,
- Ze względu na istotnie podwyższone zadłużenie zakładamy, że w najbliższych 3 latach CAPEX spółki będzie poniżej amortyzacji i wyniosą odpowiednio 12, 12 i 18 mln PLN (wcześniej oczekiwaliśmy 28, 31 i 33 mln PLN).

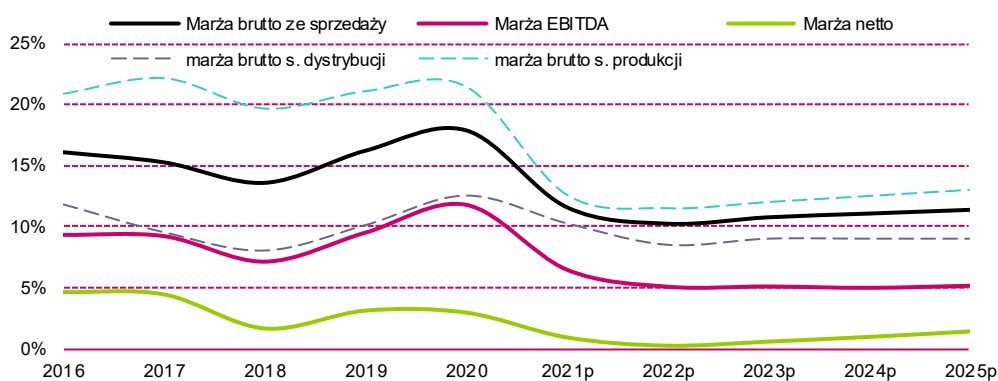
Oczekujemy, że w roku 2022 przychody wzrosną o 28.9% r/r, EBITDA wzrośnie o 1.0% r/r do 37.6 mln PLN. Mimo to, w efekcie wyższych kosztów odsetkowych zysk netto spadnie do 1.7 mln PLN z 5.2 mln PLN rok wcześniej.

Zmiany w prognozach Millennium DM wyników spółki KGL

	2022			2023			2024		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	590.1	742.5	25.8%	599.4	770.2	28.5%	607.7	794.5	30.7%
EBITDA	41.0	37.6	-8.3%	42.9	39.1	-8.9%	45.0	39.5	-12.3%
EBIT	16.3	12.2	-25.0%	18.1	15.2	-16.0%	20.1	16.9	-15.8%
Zysk netto	10.6	1.7	-83.9%	12.1	4.3	-64.2%	13.7	7.5	-45.0%

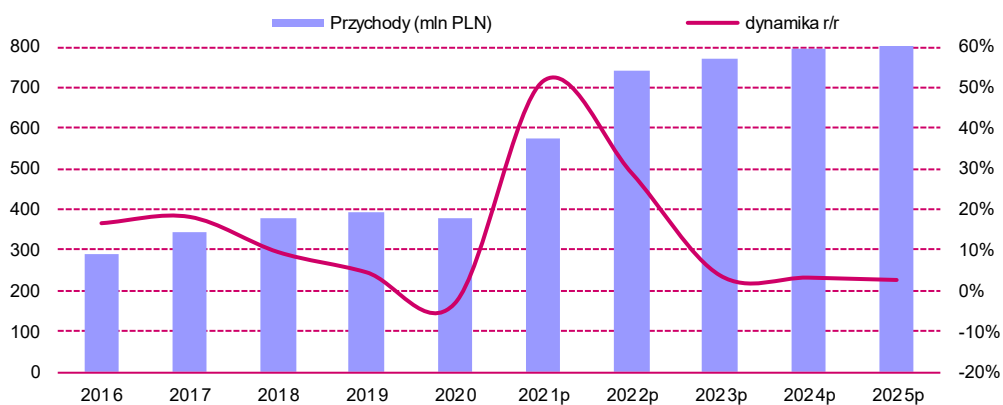
Źródło: prognozy Millennium Dom Maklerski

Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



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

Prognoza przychodów w kolejnych latach



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

Czynniki ESG

Oddziaływanie na środowisko

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

Tworzywa są jednak 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 w 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 (dzięki niższej wadze) niż opakowań z innych materiałów. Negatywne skutki użytkowania tworzyw są głównie efektem niskiego poziomu zarządzania odpadami, dlatego dąży się do gospodarki o obiegu zamkniętym. Działania KGL zmierzające do lepszego oddziaływania na środowisko to:

- ❑ Zmniejszenie ilości plastiku poprzez zmniejszenie wagi jednostkowej opakowań (struktury spienione).
- ❑ Wykorzystanie odpadów jako surowców do produkcji tych samych bądź innych produktów. Spółka jako jedna z niewielu w Polsce dokonała inwestycji w wieżę SSP, która 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. W 2021 roku spółka opracowała i przyjęła politykę różnorodności wobec władz spółki oraz jej kluczowych menedżerów. Trzeba jednak przypomnieć, że w zarządzie zasiada od 2001 r. czterech mężczyzn, którzy równocześnie są głównymi akcjonariuszami spółki. Z drugiej jednak strony w składzie rady nadzorczej czterech z sześciu członków to kobiety. W 2021 r. spółka wdrożyła do stosowania Kodeks Postępowania regulujący taki obszary jak wewnętrzne i zewnętrzne ramy konfliktu interesów oraz etyczne zasady i zobowiązania pracowników oraz pracodawcy. 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 KGL wspiera lokalne działania charytatywne, sportowe i kulturalne (w 2021 r. było to 50.3 tys. PLN vs 169 tys. PLN w 2020 r.)

Wyniki finansowe

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
przychody netto	392.4	380.0	575.8	742.5	770.2	794.5
segment produkcji	217.9	227.5	324.0	427.7	449.1	467.1
segment dystrybucji	174.5	152.4	251.8	314.8	321.0	327.5
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-328.8	-312.0	-509.2	-666.5	-687.4	-706.7
zysk brutto na sprzedaży	63.6	67.9	66.7	75.9	82.8	87.9
segment produkcji	46.0	48.8	40.8	49.2	53.9	58.4
segment dystrybucji	17.6	19.1	25.8	26.8	28.9	29.5
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-49.1	-50.5	-59.0	-63.7	-67.5	-70.9
saldo pozostałej działalności operacyjnej	4.1	5.1	3.8	0.0	0.0	0.0
EBITDA	37.3	44.7	37.2	37.6	39.1	39.5
EBIT	18.6	22.6	11.5	12.2	15.2	16.9
saldo finansowe	-3.3	-7.8	-4.5	-10.1	-9.9	-7.6
zysk przed opodatkowaniem	15.3	14.8	7.0	2.1	5.3	9.3
podatek dochodowy	-3.1	-3.6	-1.8	-0.4	-1.0	-1.8
Zysk netto	12.2	11.2	5.2	1.7	4.3	7.5
EPS	1.70	1.56	0.73	0.24	0.60	1.05

Bilans (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
aktywa trwałe	179.9	238.8	236.8	223.4	211.5	207.0
wartości niematerialne i prawne	5.9	8.1	9.3	9.3	9.3	9.3
rzeczowe akty trwałe	173.8	230.6	227.4	214.0	202.1	197.6
długoterminowe pożyczki i należności	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
aktywa obrotowe	98.8	108.7	179.6	222.0	229.0	235.2
zapasy	52.3	69.0	109.5	141.2	146.5	151.1
należności	41.2	33.6	46.0	56.7	58.5	60.0
inwestycje krótkoterminowe	4.9	6.1	22.4	22.5	22.5	22.5
rozliczenia międzyokresowe	0.4	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
aktywa razem	278.7	347.5	416.4	445.4	440.5	442.2
kapitał własny	123.3	131.7	134.1	135.8	140.1	147.7
zobowiązania	155.4	215.7	282.3	309.6	300.4	294.5
zobowiązania długoterminowe	78.5	112.6	71.8	90.2	76.0	65.6
dług odsetkowy	69.2	102.3	59.2	77.6	63.4	53.0
zobowiązania krótkoterminowe	76.9	103.1	210.5	219.4	224.4	228.9
dług odsetkowy	19.2	25.9	85.4	63.8	63.8	63.8
zobowiązania handlowe	49.9	59.0	105.2	135.6	140.7	145.2
pasywa razem	278.7	347.5	416.4	445.4	440.5	442.2
BVPS	17.2	18.4	18.7	19.0	19.6	20.6

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

Cash flow (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
wynik netto	12.2	11.2	5.2	1.7	4.3	7.5
amortyzacja	18.6	22.2	25.7	25.4	23.9	22.6
zmiana kapitału obrotowego	2.1	-1.2	-2.7	-11.9	-2.0	-1.7
zapłacone odsetki i różnice kursowe	3.5	6.9	4.8	10.1	9.9	7.6
gotówka z działalności operacyjnej	28.4	47.6	32.3	25.3	36.1	36.0
inwestycje (bez aktywów wziętych w leasing finansowy)	-18.1	-44.5	-11.1	-12.0	-12.0	-18.0
gotówka z działalności inwestycyjnej	-17.9	-44.3	-10.9	-12.0	-12.0	-18.0
wypłata dywidendy	-1.0	-2.4	-2.5	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	4.3	25.6	29.5	56.0	-14.2	-10.4
Płatności z tytułu leasingu	-15.9	-20.6	-22.3	-59.2	0.0	0.0
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-3.5	-6.9	-4.8	-10.1	-9.9	-7.6
gotówka z działalności finansowej	-16.0	-4.4	-0.1	-13.3	-24.1	-18.0
zmiana gotówki netto	-5.5	-1.1	21.3	0.0	0.0	0.0
DPS	0.14	0.34	0.35	0.00	0.00	0.00
CEPS	4.30	4.66	4.33	3.78	3.94	4.20
FCFPS	3.86	1.37	4.10	2.44	4.17	3.48

Wskaźniki (%)

	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p
zmiana sprzedaży	4.5%	-3.2%	51.6%	28.9%	3.7%	3.2%
zmiana EBITDA	39.4%	20.0%	-16.8%	1.0%	4.1%	0.9%
zmiana EBIT	52.4%	21.1%	-49.2%	6.5%	24.7%	11.1%
zmiana zysku netto	97.9%	-8.3%	-53.2%	-67.4%	154.5%	74.1%
marża EBITDA	9.5%	11.8%	6.5%	5.1%	5.1%	5.0%
marża EBIT	4.8%	5.9%	2.0%	1.6%	2.0%	2.1%
marża netto	3.1%	2.9%	0.9%	0.2%	0.6%	0.9%
sprzedaż/aktywa (x)	1.4	1.4	1.7	1.8	1.7	1.8
dług / kapitał (x)	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.7	-0.6
odsetki / EBIT	-17.9%	-34.6%	-38.8%	-82.8%	-64.9%	-45.1%
stopa podatkowa	20.4%	24.3%	25.6%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	10.8%	9.1%	4.0%	1.3%	3.2%	5.4%
ROA	4.4%	4.0%	1.5%	0.4%	1.0%	1.7%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	83.6	122.1	122.2	119.0	104.7	94.4

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

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki, ubezpieczenia

Marcin Palenik, CFA
+48 22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
handel detaliczny, biotechnologia
branża spożywcza

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

Analityk
przemysł, technologie, media

Łukasz Bugaj
Doradca inwestycyjny
+48 22 598 26 59
lukasz.bugaj@millenniumdm.pl

Analityk
fundusze inwestycyjne

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

Analityk
fundusze inwestycyjne
sektor gier komputerowych

Departament Sprzedaży

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

Dyrektor

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

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

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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 partycypularnych lub wskazań konfliktów interesów, w wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentie bądź instrumentach finansowych. 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 nieaktualne. 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 nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. 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 został przygotowany przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., 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

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. Informacja 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: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, Eurotel, Dekpol, GKS Katowice, Lokum Deweloper, Zamet Industry, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Ciech, Wielton, Selena FM, Skyline, KGHM, PZU, GKS Katowice, Eurotel, Dekpol, Lokum Deweloper, Zamet Industry. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółki: Lokum Deweloper S.A., od której otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy mógł zawierać umowy ze spółkami Getin Noble Bank oraz Getin Holding w zakresie bankowości inwestycyjnej. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerski 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 partycypularnych 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, Mostostal Zabrze. 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 określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych 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.

Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	18 maj 21	8.4	23.4	Adam Zajler
KGL	Kupuj	21 maj 21	17.0	30.5	Marcin Palenik
Alumetal	Kupuj	28 maj 21	68.8	77.8	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	16 cze 21	76.4	71.5	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 wrz 21	1.89	3.20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	28 wrz 21	25.4	36.1	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	13 paź 21	15.0	15.6	Marcin Palenik
Selvita	Neutralnie	14 gru 21	86.0	78.2	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	20 gru 21	6.7	16.2	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	8 mar 22	21.0	28.5	Marcin Palenik
Mostostal Zabrze	Kupuj	31 mar 22	1.56	3.50	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	27 kw i 22	78.1	77.0	Marcin Palenik

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

Spółki Ambra, Agora, KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego, z tytułu czego MillenniumDM otrzymuje wynagrodzenie.

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	67%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	4	33%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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