

1/2015/IPO (153) 2 listopada, 2015

Korporacja KGL

Plastic is fantastic



Analityk:
Maciej Wewiórski, m.wewiorski@bossa.pl

1/2015/IPO (153) 2 listopada, 2015

Analyst: Maciej Wewiórski,
m.wewiorski@bossa.pl

Sektor: Dobra konsumenckie

Korporacja KGL

KGL jest dystrybutorem granulatów tworzyw sztucznych i producentem opakowań do świeżej żywności. Choć udział KGL w rynku dystrybucji granulatów tworzyw sztucznych jest raczej symboliczny (poniżej 1%), to osiągnięte marże są wyższe niż u liderów rynku z uwagi na świadczenie usług doradztwa technicznego związanego z wyborem i zastosowaniem tworzyw sztucznych. Produkcja opakowań w Grupie KGL odbywa się na wielkowolumenową skalę w ruchu ciągłym (24/7). Znaczne efekty skali i przewagi kosztowe są osiągnięte dzięki długim seriom relatywnie prostych produktów wytwarzanych dla renomowanych odbiorców w ramach średnio- i długoterminowych umów ramowych. Środki ze sprzedaży akcji serii C posłużą do inwestycji w park maszynowy, kapitał obrotowy i Centrum Badawczo-Rozwojowe co pozwoli zacieśnić współpracę z kluczowymi klientami i umożliwi pozyskanie nowych. Wyceniamy KGL na 23,2 PLN na akcję metodą DCF FCFF oraz 23,4 PLN na akcję metodą porównawczą po ofercie.

KGL opiera swoją strategię na trzech podstawowych celach: (i) utrzymaniu silnej pozycji na rynku dystrybucji tworzyw sztucznych w Polsce, (ii) dążeniu do uzyskania dominującej pozycji w segmentach produkcji opakowań spożywczych oraz (iii) rozszerzeniu działalności o perspektywiczne segmenty rynku opakowań. Naszym zdaniem realizację celów umożliwi rozbudowa parku maszynowego i budowa Centrum Badawczo-Rozwojowego.

Prognozujemy, iż pomiędzy latami 2015 a 2018 skumulowany roczny wskaźnik wzrostu (CAGR) przychodów ze sprzedaży wyniesie 5,4%. Wzrostowi sprzedaży powinna towarzyszyć ogólna poprawa marż. Stanie się tak głównie dzięki rozbudowie parku maszynowego o kolejne maszyny termoformujące i ekstruder PET. W dystrybucji granulatów oczekujemy stabilizacji. W naszej ocenie wzrosty sprzedaży w tym segmencie będą raczej symboliczne.

Wyceny KGL dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą. Wartość Spółki po przeprowadzonej ofercie publicznej szacujemy na 23,2 PLN na akcję w wycenie metodą DCF FCFF oraz na 23,4 PLN na akcję w wycenie metodą porównawczą. Wycena uwzględnia emisję 1,750 mln akcji serii C oraz wydatki na inwestycje w park maszynowy i kapitał obrotowy.

Skorygowane zyski

Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Podstawowe dane

MSR, Skonsolidowane		2014	2015P	2016P	2017P
Sprzedaż	mln PLN	208,9	240,0	257,6	275,8
EBITDA	mln PLN	16,0	23,7	25,4	31,5
EBIT	mln PLN	9,1	16,2	17,4	22,4
Zysk netto	mln PLN	4,8	11,4	12,7	16,7
EPS	PLN	0,88	1,59	1,77	2,33
Zmiana EPS rok-na-rok	%	154	80	11	32
Dług netto	mln PLN	56,6	11,9	14,2	10,3
P/E	x	26,3	14,6	13,1	9,9
P/CE	x	10,7	8,8	8,0	6,4
EV/EBITDA	x	11,4	7,5	7,1	5,6
EV/EBIT	x	20,1	11,0	10,3	7,9
EV/sprzedaż	x	0,9	0,7	0,7	0,6
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda na akcję	PLN	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji	mln	5,4	7,2	7,2	7,2

Wskaźniki wyliczone przy wycenie metodą dochodową (23,2 PLN na akcję).

Wskaźniki za rok 2015 i następnne zostały w pełni rozwodnione o 1 750 000 nowo emitowanych akcji serii C.

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Harmonogram oferty:

Otwarcie Publicznej Oferty	2 listopada 2015 r.
Budowa Księgi Popytu dla inwestorów w Transzy Dużych Inwestorów	16 – 17 listopada 2015 r.
Podanie do publicznej wiadomości Ceny Emisyjnej	17 listopada 2015 r.
Przyjmowanie zapisów w Transzy Małych Inwestorów	18 – 25 listopada 2015 r.
Przyjmowanie zapisów w Transzy Dużych Inwestorów	18 – 25 listopada 2015 r.
Planowany termin przydziału i zakończenia Publicznej Oferty	26 listopada 2015 r.

Zarząd Emitenta zastrzega sobie prawo do zmiany podanych wyżej terminów, przy czym nie przewiduje się możliwości skrócenia terminów przyjmowania zapisów na Akcje serii C po rozpoczęciu przyjmowania zapisów. Informacja o ewentualnej zmianie terminów zostanie podana do publicznej wiadomości w formie Komunikatu Aktualizującego, zgodnie z art. 52 ust. 2 Ustawy o Ofercie Publicznej, najpóźniej w dniu upływu podanych wyżej terminów.

Źródło: Spółka

Katalizatory

1. Perspektywy stabilnego wzrostu gospodarczego w Polsce
2. Pozyskanie nowych klientów
3. Możliwość „wzrostu wraz klientami”
4. Rozwój technologii opakowań plastikowych (patenty)
5. Wejście w nowe segmenty rynku (opakowania do wędlin i serów)

Czynniki ryzyka

1. Utrata jednego lub kilku kluczowych klientów
2. Gwałtowne wahania cen granulatów tworzyw sztucznych
3. Duża zmienność kursu PLN względem EUR
4. Możliwość migracji koncernów na Wschód
5. Nieplanowane przestoje produkcyjne i awarie maszyn

Oceniamy, iż największe ryzyka dla oszacowanej przez nas wartości KGL stanowią: (i) umocnienie się trendu zacieśniania bezpośredniej współpracy pomiędzy odbiorcami a producentami tworzyw sztucznych, (ii) silna zmienność kursu EUR/PLN, (iii) gwałtowne wahania cen tworzyw sztucznych, (iv) możliwość migracji koncernów na Wschód oraz (v) wzrost stóp procentowych i spadek dostępności kredytów obrotowych.

Spis treści

1. Opinia inwestycyjna	4
2. Historia KGL, akcjonariat, szczegóły oferty i cele emisji	6
3. Wycena	8
4. Rynek	10
4.1. Rynek opakowań plastikowych	10
4.2. Rynek tworzyw sztucznych	11
5. Model biznesowy i strategia	12
5.1. Ogólny zarys działalności	12
5.2. Produkcja opakowań	12
5.3. Dystrybucja tworzyw sztucznych	13
5.4. Portfel klientów w Marcato	14
5.5. Logistyka	15
5.6. Unikanie ryzyka kursowego	15
5.7. Strategia	15
6. Prognozy	17
7. Sprawozdanie finansowe (MSSF; skonsolidowane)	18

1. Opinia inwestycyjna

- ▲ **Rynek opakowań z tworzyw sztucznych, obok rynku opakowań z papieru i tektury, należy do najbardziej perspektywicznych segmentów rynku opakowań w Polsce.**
- ▲ **Odbiorcami granulatów jest ponad tysiąc małych i średnich firm z sektorów takich jak budownictwo, motoryzacja, AGD, a nawet producenci zabawek i kosmetyków.**
- ▲ **Choć udział KGL w rynku dystrybucji granulatów tworzyw sztucznych jest raczej symboliczny (poniżej 1%), to osiągnięte marże są wyższe niż u liderów rynku z uwagi na świadczenie usług doradztwa technicznego związanego z wyborem i zastosowaniem tworzyw sztucznych.**
- ▲ **Środki ze sprzedaży akcji serii C posłużą do inwestycji w park maszynowy, kapitał obrotowy i Centrum Badawczo-Rozwojowe (CBR), co pozwoli zacieśnić współpracę z kluczowymi klientami i umożliwi pozyskanie nowych.**
- ▲ **Wyceniamy KGL na 23,2 PLN na akcję metodą DCF FCFF oraz 23,4 PLN na akcję metodą porównawczą po ofercie.**

KGL oparł swój biznes na dwóch mocnych filarach: produkcji opakowań do świeżej żywności i dystrybucji granulatów tworzyw sztucznych.

Zużycie opakowań w Polsce jest niższe niż w UE

Rynek opakowań z tworzyw sztucznych, obok rynku opakowań z papieru i tektury, należy do najbardziej perspektywicznych segmentów rynku opakowań w Polsce. Szacuje się, że 1% tempo wzrostu PKB odpowiada 2% wzrostowi rynku opakowań. Biorąc pod uwagę perspektywę stabilnego wzrostu polskiej gospodarki w nadchodzących latach oraz fakt, że Polska charakteryzuje się relatywnie niskim zużyciem opakowań w porównaniu do UE i USA, perspektywy rynku rysują się optymistycznie. Uważamy, że rynek opakowań z tworzyw sztucznych powinien być wspierany przez rozwój branży spożywczej, alokację do Polski zakładów produkcyjnych międzynarodowych producentów spożywczych.

Przemysł tworzyw sztucznych w Polsce dynamicznie się rozwija. Zapotrzebowanie na tworzywa odnotowało znaczący, ponad 7%, wzrost w roku 2014 w porównaniu do roku poprzedniego i przekroczyło 3,1 mln ton.

Przewagi kosztowe dzięki wielkowolumenowej skali produkcji

Produkcja opakowań w Grupie KGL odbywa się na wielkowolumenową skalę w ruchu ciągłym (24/7). Znaczne efekty skali i przewagi kosztowe są osiągnięte dzięki długim seriom relatywnie prostych produktów (szalki na świeże mięso, owoce i warzywa, pojemniki na sałatki) wytwarzanych dla renomowanych odbiorców w ramach średnio- i długoterminowych umów ramowych.

Solidne marże na dystrybucji granulatów

Choć udział KGL w rynku dystrybucji granulatów tworzyw sztucznych jest raczej symboliczny (poniżej 1%), to osiągnięte marże są wyższe niż u liderów rynku z uwagi na świadczenie usług doradztwa technicznego związanego z wyborem i zastosowaniem tworzyw sztucznych. Odbiorcami granulatów jest ponad tysiąc małych i średnich firm z sektorów takich jak budownictwo, motoryzacja, AGD, a nawet producenci zabawek i kosmetyków.

KGL pragnie być liderem w opakowaniach spożywczych

KGL opiera swoją strategię na trzech podstawowych celach: (i) utrzymaniu silnej pozycji na rynku dystrybucji tworzyw sztucznych w Polsce, (ii) dążeniu do uzyskania dominującej pozycji w segmentach produkcji opakowań spożywczych, a w szczególności opakowań do mięsa i do ciastek oraz (iii) rozszerzeniu działalności o perspektywiczne segmenty rynku opakowań (wędliny i sery). Realizacja celów strategicznych odbędzie się poprzez rozbudowę parku maszynowego, czyli zakup termoformierek i ekstrudera PET. Ponadto budowa Centrum Badawczo-Rozwojowego (CBR) powinna skutkować stworzeniem kompleksowej oferty, zacieśnić współpracę z kluczowymi klientami i umożliwić pozyskanie nowych.

Wzrost sprzedaży za sprawą produkcji opakowań	Prognozujemy, iż pomiędzy 2015 a 2018 skumulowana roczna stopa wzrostu (CAGR) przychodów ze sprzedaży wyniesie 5,4%. Stanie się tak głównie dzięki rozbudowie parku maszynowego o kolejne maszyny termoformujące. W dystrybucji granulatów oczekujemy stabilizacji. W naszej ocenie wzrosty sprzedaży w tym segmencie będą raczej symboliczne. Prognozujemy dalszą delikatną poprawę marży dzięki zakupowi drugiego ekstrudera PET, a także dzięki efektom skali. Marża brutto na sprzedaży w 2017P i latach kolejnych oscyluje pomiędzy 15,9% a 17,0%.
Wycena	Wyceny KGL dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Wartość Spółki po przeprowadzonej ofercie publicznej szacujemy w wąskim przedziale od 23,2 PLN na akcję w wycenie metodą porównawczą do 23,4 PLN na akcję w wycenie metodą DCF FCFF. Wycena uwzględnia emisję 1,750 mln akcji serii C oraz wydatki na inwestycje w park maszynowy i kapitał obrotowy.
Ryzyka	Oceniamy, iż największe ryzyka dla oszacowanej przez nas wartości KGL stanowią: (i) umocnienie się trendu zacieśniania bezpośredniej współpracy pomiędzy odbiorcami a producentami tworzyw sztucznych, (ii) silna zmienność kursu EUR/PLN, (iii) gwałtowne wahania cen tworzyw sztucznych, (iv) możliwość migracji koncernów na Wschód oraz (v) wzrost stóp procentowych i spadek dostępności kredytów obrotowych.

2. Historia KGL, akcjonariat, szczegóły oferty i cele emisji

- ▲ **KGL powstał zaraz po zmianie ustrojowej.**
- ▲ **Zakup Marcato to „strzał w dziesiątkę”.**
- ▲ **Kupno ekstrudera PET w 2014 roku wydłużyło łańcuch wartości i znacznie poprawiło rentowność produkcji opakowań.**

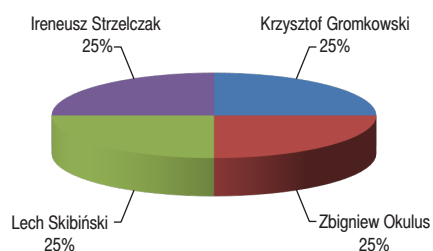
Historia KGL sięga 1992 roku, kiedy to 3 wspólników Lech Skibiński, Zbigniew Okulus, Krzysztof Gromkowski zawiązało spółkę, której celem był handel hurtowy granulem tworzywa sztucznego. W 2002 roku wspólnicy podwyższyli kapitał Spółki, do 5,4 mln PLN. W tym samym roku KGL założyła spółkę pokrewną na Litwie. W 2004 roku jeden z dotychczasowych klientów Spółki, Marcato wpadł w tarapaty finansowe. KGL kupił zakład odzyskując w ten sposób należności. Stopniowo, do 2010 roku, KGL nabyło 100% udział w Marcato. Po 2010 roku KGL sporo inwestowało w modernizację, naprawy i ulepszenia obecnego parku maszynowego, zwiększała także powierzchnie magazynowe. Do sztanदारowych inwestycji należy zaliczyć zakup magazynu o powierzchni 7 tys. mkw. w Mościskach za 8,8 mln PLN. W 2014 roku Spółka zakupiła ekstruder do folii PET za ponad 8 mln PLN, co niemal natychmiast przełożyło się na znaczny wzrost marży.

Spółka jest kontrolowana przez cztery osoby fizyczne

Obecnie Spółka jest kontrolowana przez 4 udziałowców – założycieli spółki. Posiadają oni po 1 352 300 akcji i 2 354 588 głosów na WZA. Są nimi Krzysztof Gromkowski, Zbigniew Okulus, Lech Skibiński i Ireneusz Strzelczak. Wyżej wymienieni akcjonariusze posiadają łącznie 5 409 200 akcji i 9 418 352 głosów na WZA stanowiących 100% w kapitale zakładowym/ głosach na WZA.

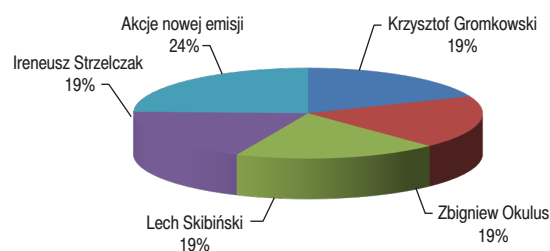
Planowane wprowadzenie KGL na GPW ma się odbyć poprzez podwyższenie kapitału Spółki. Oferta obejmuje emisję 1 750 000 akcji serii C. Po emisji liczba walorów spółki wzrośnie do 7 159 200, a głosów na WZA do 11 168 352.

Wykres 1. KGL; Struktura akcjonariatu przed IPO (udział w liczbie akcji)



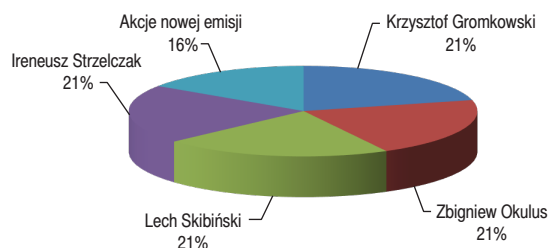
Źródło:

Wykres 2. KGL; Struktura akcjonariatu po IPO (udział w liczbie akcji)



Źródło:

Wykres 3. KGL; Struktura akcjonariatu po IPO (udział w liczbie głosów na WZA)



Źródło:

Przy założeniu, że dotychczasowi akcjonariusze nie obejmą akcji serii C, założyciele Spółki będą kontrolować 76% kapitału akcyjnego i 84% głosów na WZA.

Spółka zamierza przeznaczyć środki pozyskane w drodze emisji serii C na:

- ▲ budowę i wyposażenie Centrum Badawczo-Rozwojowego w Marcato,
- ▲ rozwój mocy produkcyjnych w segmencie produkcji opakowań,
- ▲ kapitał obrotowy związany ze zwiększeniem mocy produkcyjnych.

Tabela 1. KGL: Cele inwestycyjne – wykorzystanie wpływów z emisji

Cel inwestycyjny	Kwota (tys. PLN)	Termin realizacji celu emisji	Szacowany udział środków z emisji w całości nakładów
Budowa Centrum Badawczo-Rozwojowe	17 000	2016 – 2017	100%
Rozwój parku maszynowego:	7 000	2015 – 2016	
a) ekstruder (około 4 mln PLN)			30%*
b) linie do produkcji opakowań – (około 3 mln PLN)			30%**
Kapitał obrotowy	5 800	2015 – 2016	100%

Źródło: Spółka

* Zakup ekstrudera zrealizowany zostanie przy pomocy środków własnych (w tym pozyskanych z emisji Akcji serii C) oraz leasingu. Środki pozyskane w wyniku emisji posłużą sfinansowaniu wkładu własnego leasingu w wysokości około 30% wartości inwestycji.

** Środki pozyskane z emisji przeznaczone na ten cel w kwocie 3 mln PLN mogą posłużyć jako wkład własny w ramach inwestycji finansowanych przy pomocy instrumentów dłużnych takich jak kredyt czy leasing (do wysokości ok. 30% inwestycji), co oznacza możliwość nabycia aktywów do wartości szacowanej na około 10 mln PLN (lub ekwiwalent w EUR)

3. Wycena

- ▲ Nasza wycena KGL została wykonana metodą dochodową i porównawczą.
- ▲ Wartość Spółki po przeprowadzonej ofercie publicznej szacujemy w przedziale od 23,2 PLN na akcję w wycenie metodą DCF FCFF do 23,4 PLN na akcję w wycenie metodą porównawczą.

2 metody wyceny

Wyceny KGL dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena metodą DCF uwzględnia wydatki inwestycyjne, korzyści wynikające z dalszej rozbudowy zakładów produkcyjnych i optymalizację procesu produkcji.

Przy konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ▲ wzrost rezydualny na poziomie 1,0% (w scenariuszu bazowym),
- ▲ betę niezadłużoną na poziomie 1,0,
- ▲ premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 5%.

Wrażliwość metody DCF

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość Spółki w przedziale 21,3-25,8 PLN na akcję w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz WACC w okresie rezydualnym.

Wycena porównawcza

Uważamy, iż istnieje znaczna liczba wspólnych czynników rynkowych wpływających tak na KGL, jak i na małe i średnie spółki notowane na GPW użyte do porównań. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E na lata 2015P, 2016P i 2017P. Oszacowana w ten sposób wartość Spółki mieści się w przedziale 19,8-27,2 PLN na akcję.

Wartość Spółki po przeprowadzonej ofercie publicznej szacujemy w przedziale od 23,2 PLN na akcję w wycenie metodą DCF FCFF do 23,4 PLN na akcję w wycenie metodą porównawczą.

Tabela 2. KGL; Wycena metodą porównawczą

	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
	2015P			2016P			2017P		
Decora	6,1	13,1	17,1	4,4	7,7	8,4	4,0	6,8	7,2
Synthos	9,1	12,4	11,6	9,0	13,1	12,9	6,8	9,0	9,4
BSC Drukarnia	9,6	10,7	14,5	8,5	9,8	12,7	8,1	9,0	12,0
Stomil Sanok	8,5	11,0	14,8	7,9	10,1	13,8	7,1	8,9	12,6
Mercator Medical	8,1	10,5	11,9	7,0	8,8	9,7	6,2	7,6	8,9
Radpol	8,3	12,6	13,8	7,6	11,2	12,2	6,9	9,9	11,0
Ergis	5,4	8,7	8,3	4,6	7,1	7,1	4,2	6,4	6,7
Kęty	8,0	10,7	13,0	7,7	10,2	12,1	7,1	10,0	12,0
Mercor	6,1	12,2	10,7	5,8	11,6	10,5	5,5	10,6	10,0
Lena Lighting	5,9	7,6	10,3	5,8	7,4	10,2	5,7	7,2	10,1
Mediana:	8,1	10,9	12,5	7,3	10,0	11,3	6,5	9,0	10,0
EBITDA; EBIT; zysk netto KGL (PLN m)	23,7	16,2	11,4	25,4	17,4	12,7	31,5	22,4	16,7
Implikowana wartość przedsiębiorstwa (PLN m)	190,9	175,9	-	185,2	173,4	-	205,3	200,2	-
Dług netto KGL (PLN m)	11,9	11,9	-	14,2	14,2	-	10,3	10,3	-
Implikowana wartość kapitału własnego KGL (PLN m)	179,0	164,0	141,9	171,0	159,1	143,0	195,0	189,9	167,7
Liczba akcji (po emisji)	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200	7 159 200
Wartość kapitału własnego na akcję (PLN)	25,0	22,9	19,8	23,9	22,2	20,0	27,2	26,5	23,4
Średnia (PLN)	23,4								

Źródło: Szacunki DM BOS

Tabela 3. KGL; Model DCF FCFF

mln PLN	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	>2025P
Przychody ze sprzedaży	240,0	257,6	275,8	281,0	286,2	291,6	297,0	302,6	308,3	314,1	320,0	
zmiana r/r	15%	7%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	
Marża zysku operacyjnego	6,7%	6,8%	8,1%	8,2%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	
Zysk operacyjny	16,2	17,4	22,4	22,9	23,2	23,6	23,9	24,2	24,6	24,9	25,3	
zmiana r/r	78%	8%	28%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T)	13,1	14,1	18,1	18,6	18,8	19,1	19,4	19,6	19,9	20,2	20,5	
zmiana r/r	78%	8%	28%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
EBITDA (mln PLN)	23,7	25,4	31,5	32,6	32,9	33,2	33,5	33,9	34,2	34,6	35,0	
zmiana r/r	48%	8%	24%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Amortyzacja	7,5	8,0	9,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,7	9,7	9,7	9,7	
EBIT * (1-T) + D	20,6	22,1	27,2	28,2	28,5	28,7	29,0	29,3	29,6	29,9	30,2	
zmiana r/r	44%	8%	23%	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Wydatki inwestycyjne	-7,0	-19,0	-19,0	-9,5	-9,5	-9,8	-9,8	-9,9	-9,9	-9,9	-9,9	
Zmiana kapitału pracującego netto	-8,0	-4,1	-3,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	
Wpływy z tytułu emisji akcji	40,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Wolne przepływy pieniężne	46,2	-1,0	5,2	17,9	18,1	18,0	18,3	18,5	18,8	19,0	19,3	
zmiana r/r	n.m.	n.m.	n.m.	242,1%	1,3%	-0,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,0%
Koszt kapitału własnego												
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta oddłużona	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,05	1,06	1,04	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Szacowany koszt kapitału własnego	9,7%	9,8%	9,7%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu												
Koszt długu przed opodatkowaniem	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)												
Udział długu	6%	8%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	94%	92%	95%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	9,7%	9,8%	9,7%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	9,4%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Składana stopa dyskontowa	1,02	1,11	1,21	1,33	1,46	1,59	1,75	1,91	2,09	2,29	2,51	
Współczynnik dyskonta	0,98	0,90	0,82	0,75	0,69	0,63	0,57	0,52	0,48	0,44	0,40	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	45,5	-0,9	4,3	13,4	12,4	11,3	10,5	9,7	9,0	8,3	7,7	

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Tabela 4. KGL; Wycena metodą DCF FCFF – podsumowanie

Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (mln PLN)	131,1
Waga długu w okresie rezydualnym	0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym	100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz	9,6%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz	9,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym	9,5%
Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych	1,00%
Wartość rezydualna (mln PLN)	229,1
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (mln PLN)	91,3
Wartość działalności KGL (mln PLN)	222,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (mln PLN)	1,4
Dług odsetkowy (mln PLN)	58,0
Wartość kapitałów własnych KGL (mln PLN)	165,8
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję KGL (PLN)	23,2

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Tabela 5. KGL; Wrażliwość na wzrost w okresie rezydualnym i średni ważony koszt kapitału

Wzrost w okresie rezydualnym	Rezydualny WACC				
	9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%
0,0%	22,2	22,0	21,7	21,5	21,3
0,5%	22,9	22,7	22,4	22,1	21,9
1,0%	23,8	23,5	23,2	22,9	22,6
1,5%	24,7	24,4	24,0	23,7	23,4
2,0%	25,8	25,4	25,0	24,6	24,3

Źródło: szacunki DM BOŚ SA

4. Rynek

- ▲ Szacuje się, że opakowania z tworzyw sztucznych stanowią prawie 40% rynku opakowań w Polsce.
- ▲ Dla szacunków przyjmuje się, że 1% tempo PKB odpowiada 2% wzrostowi rynku opakowań.
- ▲ Polska jest 6. krajem w Europie pod względem zapotrzebowania na surowce sztuczne z rocznym popytem wynoszącym około 2,9 mln ton, co daje około 6,3% udziału w rynku europejskim

4.1. Rynek opakowań plastikowych

Opakowania z tworzyw sztucznych to 40% rynku

Polska Izba Opakowań w swoim raporcie „Przemysł i rynek opakowań w Polsce” szacuje wielkość polskiego rynku opakowań wszystkich rodzajów na około 8,1 mld EUR, co przekłada się na 200 EUR per capita. Szacuje się, że opakowania z tworzyw sztucznych stanowią prawie 40% rynku, 33% to papier i tektura, 12% metal i 11% szkło. Szacuje się, iż wzrost światowego rynku opakowaniowego będzie wynosił 3-4% rocznie w kilku kolejnych latach. Głównymi beneficjentami dynamicznego rozwoju segmentu opakowań powinny być kraje rozwijające się w Europie Wschodniej, Ameryce Południowej i Azji.

Dla szacunków przyjmuje się, że 1% tempo PKB odpowiada 2% wzrostowi rynku opakowań. Co więcej, dynamika wzrostu rynku zależy od poziomu jego rozwoju i jest znacznie wyższa w krajach rozwijających się.

Profil najwyższego wzrostu ma papier opakowaniowy

Jeśli chodzi o wzrost poszczególnych segmentów rynku, to najwyższe dynamiki powinny występować w opakowaniach papierowych wspieranych poprzez chemiczne uszlachetniacze oraz fakt, iż opakowanie papierowe jest powszechnie uznawane za ekologiczne. Jesteśmy jednak zdania, iż profil wzrostu opakowań z tworzyw sztucznych nie powinien być znacznie niższy biorąc pod uwagę, iż papier nie jest opakowaniem przejrzystym ani odpornym na wilgoć, co jest istotne w przypadku opakowań żywności.

Krajowy rynek opakowań z tworzyw sztucznych powinien być wspierany przez:

- ▲ alokację do Polski zakładów produkcyjnych międzynarodowych producentów branży spożywczej. Jak szacuje Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych Polska jest często wybierana przez przetwórców spożywczych; W latach 2004–2014 przetwórcy ulokowali w naszym kraju 4,5 mld EUR.
- ▲ rozwój branży spożywczej. Jak oszacowało KPMG wartość sprzedaży detalicznej w Polsce wzrosła ze 126 mld PLN w 2006 do 192 mld PLN w 2014. Oczekujemy, że solidny wzrost PKB (powyżej 3%) w kolejnych latach napędzany przez silny popyt wewnętrzny powinien prowadzić do dalszego wzrostu sprzedaży detalicznej.
- ▲ popularyzację opakowań z tworzyw sztucznych w sektorze spożywczym. Odsetek żywności psującej się jest w krajach wysokorozwiniętych o wiele niższy niż w krajach rozwijających się. Dzieje się tak w dużej mierze za sprawą stosowania odpowiednich rozwiązań opakowaniowych w krajach wysokorozwiniętych. Opakowania z tworzyw sztucznych powinny zyskiwać na popularności ze względu na ich rolę w ochronie i konserwacji produktów spożywczych, możliwość recyklingu, niskie koszty oraz niską emisję dwutlenku węgla w całym cyklu życia produktu.
- ▲ rosnącego eksportu polskich producentów opakowań do krajów europejskich.

4.2. Rynek tworzyw sztucznych

Polska jest 6. krajem w Europie pod względem zapotrzebowania na surowce sztuczne z rocznym popytem wynoszącym około 2,9 mln ton, co daje około 6,3% udział w europejskim rynku.

W EU zużycie tworzyw na mieszkańca jest wyższe niż w Polsce

Zgodnie z raportem Stowarzyszenia Producentów Tworzyw Sztucznych *Plastics Europe* „Przemysł Tworzyw Sztucznych w Polsce” zużycie tworzyw sztucznych w Polsce na jednego mieszkańca wynosiło 71 kg w 2012 roku, podczas gdy średnia Unii Europejskiej wynosiła 92 kg na mieszkańca. To samo stowarzyszenie wskazuje, że przemysł tworzyw sztucznych w Polsce dynamicznie się rozwija. Zapotrzebowanie na tworzywa odnotowało znaczący, ponad 7%, wzrost w 2014 roku w porównaniu do roku poprzedniego i przekroczyło 3,1 mln ton. Ta wielkość stanowi ok. 6,5% zużycia tworzyw w Europie i stawia Polskę na szóstej pozycji po Niemczech, Włoszech, Francji, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii.

Tabela 6. KGL: Lista 10 największych dystrybutorów tworzyw sztucznych w Polsce w 2013 roku (mln PLN)

	Podmiot	Przychody ze sprzedaży	Zysk netto
1	Krakchemia	538,0	9,0
2	Brenntag Polska	508,3	bd
3	A. Schulman Polska	290,4	10,8
4	Resinex Poland	152,8	2,8
5	Korporacja KGL	142,3	1,0
6	Przedsiębiorstwo wielobranżowe Tyrex	123,5	1,0
7	Motor Polimer	110,1	1,5
8	IMCD Polska	103,1	5,5
9	Avenir	101,5	1,1
10	Nexeo Solutions	89,8	-1,3

Źródło: "Big Dealers" Ranking największych dystrybutorów tworzyw sztucznych/ dodatków, *Plastics review*, kwiecień 2014, www.eplastics.pl

Producenci zacieśniają współpracę z odbiorcami końcowymi

Zagrożeniem dla dystrybutorów jest zacieśniająca się współpraca z odbiorcami końcowymi poprzez dążenie do sprzedaży bezpośredniej w ramach kategorii tworzyw standardowych (między innymi kategoria poliolefin i tworzyw styrenowych dystrybuowanych przez KGL), co może w pewnym stopniu ograniczać rozwój rynku dystrybutorów. Nie wydaje się jednak, aby producenci byli w stanie dostarczyć odpowiednie doradztwo techniczne relatywnie małym odbiorcom.

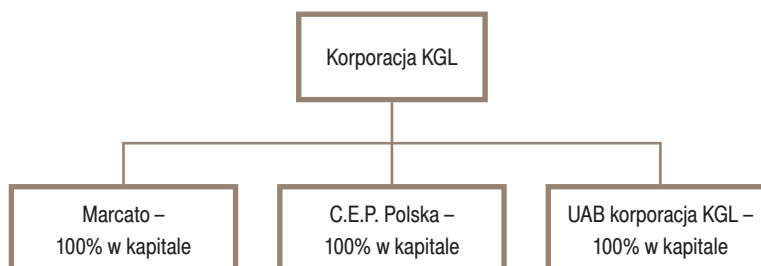
5. Model biznesowy i strategia

- ▲ Odbiorcami granulatów jest ponad tysiąc małych i średnich firm z sektorów takich jak budownictwo, motoryzacja, AGD, a nawet producenci zabawek i kosmetyków.
- ▲ Efekty skali i przewagi kosztowe są efektem długich serii oraz relatywnie prostych produktów wytwarzanych dla renomowanych odbiorców w ramach średnio- i długoterminowych umów ramowych.
- ▲ Realizacja celów strategicznych odbędzie się poprzez rozbudowę parku maszynowego, czyli zakup termoformierek i ekstrudera PET.
- ▲ Budowa CBR powinna skutkować stworzeniem kompleksowej oferty, zacieśnić współpracę z kluczowymi klientami i umożliwić pozyskanie nowych.

5.1. Ogólny zarys działalności

KGL ma dwa filary biznesowe

KGL oparł swoją działalność na dystrybucji granulatów tworzyw sztucznych i produkcji opakowań z tworzyw sztucznych metodą termoformowania. Dystrybucja jest prowadzona przez spółkę matkę oraz spółki w 100% zależne: C.E.P. Polska i UAB korporacja KGL z Wilna. Produkcja opakowań prowadzona jest natomiast przez Marcato i KGL.



5.2. Produkcja opakowań

KGL produkuje opakowania w technologii termoformingu

Proces termoformingu polega na podgrzaniu specjalnej folii do odpowiedniej temperatury pozwalającej na uformowanie konkretnego kształtu, a następnie wycięcie go. Proces ten odbywa się w ramach specjalistycznej linii produkcyjnej, której głównymi elementami są termoformierka oraz forma. Termoformierka jest maszyną umożliwiającą produkcję opakowań o różnych kształtach. Produkcję konkretnego zaprojektowanego kształtu opakowania umożliwia forma. Po uformowaniu opakowania przez formę w termoformierce (opakowania są formowane seriami – od kilku do kilkunastu sztuk) są one wycinane, pakowane i magazynowane.

Aby wydłużyć łańcuch wartości, proces termoformingu może rozszerzyć o produkcję folii, czyli materiału do produkcji opakowań. Produkcja folii odbywa się w procesie ekstruzji, czyli przerobienia tworzywa sztucznego w formie granulatu w folię.

KGL produkuje opakowania z trzech głównych rodzajów folii: polistyrenowej (PS), polipropylenowej (PP) oraz poliestrowej (PET) Spółka posiada w chwili obecnej 18 termoformierek. Ponadto Marcato posiada trzy ekstrudery służące do produkcji folii polistyrenowej (PS), polipropylenowej (PP) oraz poliestrowej (PET). Nadwyżki folii PS, PP oraz PET są sprzedawane na rynku, lecz nie mają istotnego udziału w przychodach ani zysku operacyjnym KGL.

Rośnie popyt na opakowania PET

Wytwarzane w Marcato i przerabiane na maszynach termoformujących folie polistyrenowe są przeznaczone głównie do produkcji opakowań do jaj, opakowań do ciastek, słodyczy i przekąsek. Z folii polipropylenowych produkowane są głównie pojemniki do mięsa, naczynia jednorazowe, opakowania do ciastek oraz dozowniki dla chemii domowej. Z kolei folie poliestrowe są wykorzystywane do produkcji pojemników do mięsa, drobiu, tacek owocowo-warzywnych, pojemników do jaj, opakowań do ciastek i słodyczy. Należy odnotować coraz większy udział folii poliestrowych w ogólnej ilości przetwarzanych folii w zakładach Spółki. Jest to efektem wzrastającego popytu na opakowania wykonane z PET, który jest materiałem o lepszych (w stosunku do PS) właściwościach barierowych i wyższej transparentności, a tym samym – lepszej prezentacji zapakowanego produktu. Należy zauważyć, iż udział poliestru jako materiału do produkcji opakowań zwłaszcza spożywczych jest wspierany dynamicznym w rozwoju branży FMCG.

Tabela 7. KGL: Charakterystyka opakowań

	Opakowania do jaj	Opakowania do ciast i sałatek	Opakowania do mięs
Rodzaj folii	Polistyrenowe	Polipropylenowe	Poliestrowe
Technologia produkcji	Termoformowanie	Termoformowanie	Termoformowanie
Uzyskiwane maże	Średnie	Średnie	Duże
Wzrost rynku	Brak	Mały	Duży
Poziom innowacji	Mały	Średni	Duży
Konkurencja	Mała	Średnia	Duża

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

KGL świadczy ponadto komplementarną usługę etykietowania wyprodukowanych opakowań (głównie opakowania do jaj) oraz wklejania specjalistycznych wkładek absorpcyjnych do pojemników dla produktów mięsnych. W tym celu Grupa dysponuje łącznie 11 liniami do etykietowania, 10 liniami do wklejania wkładek absorpcyjnych oraz 1 linią do nadruku.

5.3. Dystrybucja tworzyw sztucznych

KGL zajmuje się dystrybucją 3 rodzajów tworzyw

Znaczna część tworzyw jest dostarczana do odbiorców bez udziału spółek dystrybucyjnych. Do takich tworzyw należą między innymi PET i PCV. KGL skupia się na 3 kategoriach tworzyw sztucznych: tworzywach technicznych/konstrukcyjnych, poliolefinach i tworzywach styrenowych, na których dystrybucji marże są najwyższe.

- ▲ **Tworzywa techniczne/konstrukcyjne** – są to tworzywa specjalistyczne, dedykowane głównie do moulderów, producentów zabawek, producentów części samochodowych, sprzętu RTV i AGD, itp. Wyroby produkowane przy użyciu tworzyw technicznych to klocki oraz inne zabawki, części samochodowe (wewnętrzne i zewnętrzne), obudowy sprzętów AGD i RTV i inne.
- ▲ **Poliolefiny** – są to tworzywa standardowe, tzw. masowe, skierowane do producentów zabawek, sznurka rolniczego, opakowań do żywności oraz opakowań technicznych, folii, sprzętu RTV i AGD, części samochodowych i innych. Podstawowe grupy wyrobów to folie, opakowania, zabawki, artykuły dziecięce, sznurek rolniczy, doniczki, części samochodowe, obudowy do akumulatorów, elementy sprzętów RTV i AGD, części samochodowe, itp.
- ▲ **Tworzywa styrenowe** – tworzywa również zaliczające się do grupy tworzyw standardowych/masowych, których odbiorcami są przede wszystkim producenci styropianu, opakowań do żywności oraz kosmetyków, itp. Wyroby, które są wytwarzane z tworzyw styrenowych to opakowania, pudełka/pojemniki, elementy sprzętów RTV i AGD, obcasy, zabawki, artykuły reklamowe, elementy mebli, płyty i kształtki styropianowe, elementy dekoracyjne, itp.

Żaden odbiorca granulatów nie przekracza 10% obrotów KGL

Odbiorcami granulatów jest ponad tysiąc małych i średnich firm, z których największy ma niecały 8% udział w obrotach segmentu. O ile struktura klientów jest mocno rozdrobniona, o tyle dostawcy granulatów to dość wąska grupa wiodących europejskich i światowych producentów takich jak: Arkema, Samsung, Synthos, Slovnaft, TVK, Total. W 2014 największy z dostawców był odpowiedzialny za 23% udział.

Bliskość klienta jest kluczowa w dystrybucji

W związku z faktem, iż w dystrybucji ważny jest czas dostawy i bliskość klienta, sprzedaż tworzyw odbywa się poprzez trzy oddziały posiadające osobne centra magazynowe: oddział centralny w Kludynie pod Warszawą oraz oddziały w Kostrzynie Wielkopolskim i Tychach. Przy każdym z centrów mieści się również biuro sprzedaży. Biura sprzedaży są zlokalizowane również na Słowacji i na Litwie.

Jak już wspomnieliśmy w ostatnich latach wzmacnia się trend zacieśniania bezpośredniej współpracy pomiędzy odbiorcami oraz producentami w zakresie tworzyw standardowych. Jest to trend niekorzystny dla KGL. Spółka stara się przeciwdziałać niekorzystnej tendencji poprzez świadczenie usług doradztwa technicznego związanego z wyborem i zastosowaniem tworzyw sztucznych.

5.4. Portfel klientów w Marcato

Główni kontrahenci Marcato to często międzynarodowe koncerny w dobrej kondycji finansowej posiadające ugruntowaną pozycję na krajowym rynku w swoich sektorach/segmentach. Oceniamy, że portfolio klientów pozwoli Marcato na tzw. „wzrost z klientami”. Definiujemy przez to korzyści wynikające ze wzrostu przychodów międzynarodowych koncernów w Polsce i/lub w krajach ościennych.

KGL produkuje opakowania dla kilkudziesięciu klientów z sektora FMCG, ale żaden z klientów nie przekracza ok. 20% sprzedaży segmentu, co powoduje, iż ewentualna utrata jednego z kluczowych klientów nie zachwieje kondycją KGL. Spółka dostarcza opakowania branży mięsnej i drobiarskiej, owocowo-warzywnej, garmażeryjnej, jajczarskiej, cukierniczej, słodczy i przekąsek, chemii domowej i naczyń jednorazowych. Do grona odbiorców zalicza się między innymi takich potentatów, jak: Animex, Indykpol czy Mondelez.

Tabela 8. KGL: Czołowi Odbiorcy Spółki

Branża mięsna i drobiarska	Branża owocowo-warzywna	Branża jajczarska	Branża cukiernicza, słodczy i przekąsek	Branża chemii domowej i naczyń jednorazowych
Animex	Green Factory	Fermy drobiu Woźniak	Mondelez	Reckitt Benckiser
Hilton Foods	Freshworld	Złota Kurka	Lotte Wedel	Kreis Pack
Hamburger Pini		Ovovita	Lorenz Bahlsen	
Indykpol		Fermy Drobiu Mizgier		
Prime Food Sokotów				
Drosed				

Źródło: Spółka

Wielkowolumenowa produkcja to spory atut Marcato

Istotny z punktu widzenia wartości dodanej jest fakt, iż portfel klientów Spółki pozwala na wielkowolumenową produkcję liczoną w tysiącach sztuk. KGL ma podpisane średnio- i długoterminowe umowy ramowe, na których podstawie na bieżąco składane są zlecenia produkcji serii opakowań wraz z lub bez etykietowania czy dołączanym wkładem absorpcyjnym.

KGL ubezpiecza swoje należności

W celu ograniczenia ryzyka opóźnień w płatnościach oraz niewypłacalności odbiorców KGL ubezpiecza swoje należności. Kwota limitu kredytu kupieckiego jest ustalana przez firmy ubezpieczeniowe indywidualnie na każdego odbiorcę. Firmy ubezpieczeniowe oceniają odbiorców na tle poszczególnych branż. W momencie, gdy firma ubezpieczeniowa zmienia swoją strategię na bardziej restrykcyjną w stosunku do konkretnej branży, poszczególne wielkości limitów kredytu kupieckiego mogą być zredukowane, co może się negatywnie się odbić na sprzedaży, a w konsekwencji i zyskach spółki.

Marcato sprzedaje głównie w kraju

Specyfika branży opakowaniowej sprawia, że sprzedaż krajowa stanowi ponad 90% sprzedaży Spółki. Wynika to z tego, że główni kontrahenci KGL (także międzynarodowe koncerny) prowadzą swoją działalność w Polsce. Sprawia to, że krajowi dostawcy mogą zaoferować porównywalne ceny do zagranicznej konkurencji, ale mają przewagę po stronie niższych kosztów logistyki.

5.5. Logistyka

Transport opakowań na duże odległości jest nieopłacalny

Branża opakowaniowa charakteryzuje się tym, że cena jednostkowa opakowania zależy zarówno od jednostkowego kosztu produkcji, jak i od kosztów transportu do miejsca docelowego, czyli fabryk. Bliskość odbiorców i relatywnie niskie koszty produkcji to przewaga konkurencyjna KGL. Ryzyko związane z przetrzuceniem produkcji opakowań do krajów niskokosztowych, czyli na wschód od Polski lub nawet do Azji jest w naszej ocenie znikome, z uwagi na wyższe koszty logistyczne dla tych firm.

5.6. Zarządzanie ryzykiem kursowym

KGL ma długą pozycję w EUR

KGL dokonuje zakupu znacznej części towarów (segment dystrybucji) oraz surowców i materiałów (segment produkcji) w walutach obcych, głównie w EUR. Z tego względu niekorzystne zmiany kursów walut pomiędzy (i) datą zakupu/ zamówienia a datą zapłaty dostawcom, (ii) datą zakupu a datą sprzedaży lub (iii) datą sprzedaży a datą zapłaty przez odbiorców, mogą negatywnie wpłynąć na osiągnięte przez KGL wyniki finansowe. W celu ograniczenia ryzyka wahań kursów walutowych w rozliczeniach walutowych związanych ze sprzedażą eksportową i zakupami z importu KGL w dużej mierze wykorzystuje naturalny hedging, zmierzający do równoważenia przepływów walutowych. W czasie nierównowagi w przepływach walutowych KGL wykorzystuje walutowe kontrakty typu forward do zabezpieczania przyszłych przepływów pieniężnych.

5.7. Strategia

Cela strategiczne Spółki to:

- ▲ utrzymanie silnej pozycji na rynku dystrybucji tworzyw sztucznych w Polsce,
- ▲ dążenie do uzyskania pozycji dominującej w segmentach produkcji opakowań spożywczych, a w szczególności opakowań do mięsa i do ciastek,
- ▲ rozszerzenie działalności KGL o perspektywiczne segmenty rynku opakowań wędlin i serów.



Realizacja powyższej strategii odbędzie się poprzez:

- ▲ **rozwój parku maszynowego.** Spółka planuje zakup kolejnych termoformierek, form i drugiego ekstrudera PET. Pozwolą one sprostać rosnącym wymaganiom odbiorców w zakresie zarówno rosnącej liczby zamówień dzięki tzw. wzrostowi z klientem, jak i wprowadzaniu kolejnych pozycji asortymentowych, zapewniając jednocześnie przewagę konkurencyjną w zakresie oferowanej kompleksowości usług,

▲ **budowę Centrum Badawczo-Rozwojowego (CBR)**. Rynek opakowań charakteryzuje się coraz szybszym rozwojem technologicznym nakierowanym na możliwość spełniania coraz wyższych wymagań klientów w zakresie ochrony jakości i bezpieczeństwa opakowanego produktu, praktyczności użycia dla konsumenta oraz wizerunku marketingowego. Klienci KGL nieustannie starają się uatrakcyjnić swoje produkty dzięki zastosowaniu nowych i atrakcyjnych rozwiązań opakowaniowych, co zmusza producentów opakowań do bliższej i bardziej elastycznej współpracy z odbiorcami swoich produktów.

CBR znacznie skróci okres pomiędzy zaprojektowaniem a wdrożeniem do produkcji nowych rozwiązań dla klientów z kilkunastu tygodni obecnie do maksymalnie dwóch lub trzech. Ponadto CBR umożliwi produkcję narzędzi (form) i pozwoli prowadzić badania nad barierowością opakowań i ich biodegradowalnością. Wszystko to sprawi, iż KGL powinien osiągnąć pozycję czołowego gracza na rynku opakowań dla świeżej żywności i umocnić swój wysoki status jako dostawcy kompletnych systemów opakowaniowych dla przemysłu cukierniczego i jajczarskiego, a także dostawców chemii gospodarczej.

Z uwagi na fakt, iż zarząd KGL planuje realizację ww. inwestycji do końca 2017P roku, oczekujemy, że będzie to rok przejściowy. Pełen efekt przeprowadzonego programu inwestycyjnego powinien być widoczny w wynikach finansowych od roku 2018P.

6. Prognozy

- ▲ **Wzrostów wyników należy upatrywać w segmencie produkcji opakowań.**
- ▲ **Prognozowany wzrost marż to efekt skali i wydłużenia łańcucha wartości.**
- ▲ **Prognozujemy, iż pomiędzy 2014 a 2017P skumulowana roczna stopa wzrostu (CAGR) zysku brutto na sprzedaży wyniesie 4,2%.**

Sprzedaż...

Prognozy sprzedaży dokonaliśmy osobno dla każdego segmentu działalności Grupy. Jeśli chodzi o segment dystrybucji, to zakładamy, że stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej przyczyni się do stabilnego wzrostu sprzedawanych wolumenów. Po prognozowanym 15% wzroście sprzedaży rok-do-roku w 2015P, oczekujemy w 2016 i kolejnych latach spadku dynamiki odpowiednio do 5% i 2%.

W segmencie produkcji opakowań wzrosty przychodów są generowane bezpośrednio poprzez zakup nowych maszyn, gdyż obecne moce produkcyjne są wykorzystywane w 100%. W naszych prognozach ujmujemy zakup trzech nowych termoformierek, które, jak szacujemy, osiągną pełnię możliwości produkcyjnych w 2017 roku. Prognozujemy, iż dodatkowe przychody wygenerowane dzięki trzem nowym termoformierkom powinny osiągnąć poziom 18,8 mln PLN.

... i rentowność

Jeśli chodzi o osiągnięte marże, to w dystrybucji granulatu historyczna marża na poziomie zysku brutto na sprzedaży była stabilna i oscylowała na poziomie ok. 10%. Zakładamy, iż marża wyniesie 9,5% w roku 2016P i w latach kolejnych.

Historyczny poziom marży brutto na sprzedaży na produkcji opakowań uległ stopniowej poprawie z poziomu 12,7% w 2012 do 18,3% w 2014 i 22,6% w I połowie 2015. Poprawa była spowodowana głównie uruchomieniem w 2014 ekstrudera PET, który pozwolił KGL zaoszczędzić ok. 2,3 mln PLN rocznie. Prognozujemy dalszą delikatną poprawę marży dzięki zakupowi drugiego ekstrudera PET, a także dzięki efektom skali. Marża brutto na sprzedaży w 2017P i latach kolejnych oscyluje w przedziale 24–25%. Prognozujemy, iż pomiędzy 2014 a 2017P skumulowana roczna stopa wzrostu (CAGR) zysku brutto na sprzedaży wyniesie 4,2%.

Tabela 9. KGL; Sprzedaż i marże w rozbiciu segmentowym

mln PLN	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody z handlu granulatem	128,1	134,5	137,2	139,9	142,7	145,6	148,5	151,5	154,5	157,6	160,7
Marża zysku brutto na handlu granulatem	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Zysk brutto na sprzedaży na handlu granulatem	12,8	12,8	13,0	13,3	13,6	13,8	14,1	14,4	14,7	15,0	15,3
Przychody z produkcji opakowań	111,9	123,2	138,7	141,1	143,5	146,0	148,6	151,1	153,8	156,5	159,3
Marża zysku brutto na produkcji opakowań	23,0%	23,0%	24,4%	24,4%	24,4%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,2%	24,2%
Zysk brutto na sprzedaży z produkcji opakowań	25,7	28,3	33,8	34,4	34,9	35,5	36,1	36,7	37,3	37,9	38,6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

7. Sprawozdanie finansowe (MSR; skonsolidowane)

Tabela 10. KGI; Bilans

mIn PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	64,9	71,5	71,0	82,0	91,9	91,7	91,6	91,8	92,0	92,2	92,4	92,6	92,8
Wartości niematerialne i prawne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Rzeczowa aktywa trwałe	64,7	71,2	70,8	81,7	91,6	91,5	91,4	91,5	91,7	91,9	92,1	92,3	92,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe krótkoterminowe	66,9	64,3	107,9	116,5	120,7	129,1	127,6	126,1	134,7	143,4	152,2	161,2	170,4
Zapasy	36,2	34,9	36,3	39,0	41,2	42,0	42,8	43,6	44,4	45,3	46,1	47,0	47,9
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	29,6	28,0	38,4	42,5	45,5	46,4	47,2	48,1	49,0	49,9	50,9	51,8	52,8
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1,1	1,4	33,3	35,0	33,9	40,7	37,6	34,4	41,3	48,2	55,2	62,4	69,7
Aktywa razem	131,8	135,8	179,0	198,5	212,6	220,8	219,3	217,9	226,7	235,6	244,6	253,8	263,1
Kapitały własne	33,6	37,8	89,8	102,4	119,1	136,6	144,2	152,0	160,0	168,0	176,1	184,3	192,7
Zobowiązania i rezerwy	98,2	98,0	89,2	96,0	93,4	84,2	75,1	65,9	66,8	67,7	68,6	69,5	70,4
Rezerwy na zobowiązania	3,7	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Zobowiązania długoterminowe	26,1	49,7	41,2	46,2	41,2	31,2	21,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Nieodsetkowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetkowe	26,1	49,7	41,2	46,2	41,2	31,2	21,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Zobowiązania krótkoterminowe	66,2	41,9	41,4	43,1	45,3	46,0	46,8	47,6	48,5	49,3	50,1	51,0	51,9
Nieodsetkowe	41,5	33,6	37,4	40,1	42,3	43,0	43,8	44,6	45,5	46,3	47,1	48,0	48,9
Odsetkowe	24,7	8,3	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Otrzymane dotacje	2,2	1,6	1,9	2,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5
Pasywa razem	131,8	135,8	179,0	198,5	212,6	220,8	219,3	217,9	226,7	235,6	244,6	253,8	263,1

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 11. KGI; Rachunek zysków i strat

mIn PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	199,0	208,9	240,0	257,6	275,8	281,0	286,2	291,6	297,0	302,6	308,3	314,1	320,0
Przychody z produkcji opakowań	96,0	97,5	111,9	123,2	138,7	141,1	143,5	146,0	148,6	151,1	153,8	156,5	159,3
Przychody z handlu granulatem	103,1	111,4	128,1	134,5	137,2	139,9	142,7	145,6	148,5	151,5	154,5	157,6	160,7
Koszty wytworzenia	-175,3	-180,6	-201,5	-216,6	-229,0	-233,3	-237,7	-242,2	-246,8	-251,5	-256,3	-261,2	-266,1
Koszty wytworzenia opakowań	-83,0	-79,5	-86,2	-94,9	-104,8	-106,7	-108,6	-110,5	-112,4	-114,4	-116,5	-118,6	-120,7
Koszty zakupu granulatu	-92,3	-101,1	-115,3	-121,7	-124,1	-126,6	-129,2	-131,7	-134,4	-137,1	-139,8	-142,6	-145,5
Zysk brutto na sprzedaży	23,7	28,4	38,6	41,1	46,9	47,7	48,5	49,3	50,2	51,1	52,0	52,9	53,8
Koszty sprzedaży	-11,6	-10,7	-12,3	-12,9	-13,2	-13,4	-13,7	-14,0	-14,2	-14,5	-14,8	-15,1	-15,4
Koszty ogólnego zarządu	-8,2	-9,6	-10,3	-10,8	-10,8	-10,7	-11,0	-11,2	-11,4	-11,6	-11,9	-12,1	-12,3
Zysk na sprzedaży	3,9	8,0	15,9	17,3	22,9	23,5	23,8	24,2	24,6	24,9	25,3	25,7	26,1
Pozostałe przychody operacyjne	0,9	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Pozostałe koszty operacyjne	-0,1	-0,5	-1,3	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4
Zysk operacyjny	4,7	9,1	16,2	17,4	22,4	22,9	23,2	23,6	23,9	24,2	24,6	24,9	25,3
Przychody finansowe	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7
Koszty finansowe	-2,7	-3,4	-2,3	-2,1	-2,1	-1,8	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Zysk brutto	2,3	6,2	14,0	15,6	20,6	21,5	22,3	23,1	23,6	24,0	24,4	24,9	25,3
Podatek dochodowy	-0,4	-1,4	-2,7	-3,0	-3,9	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8
Zysk netto	1,9	4,8	11,4	12,7	16,7	17,4	18,1	18,7	19,1	19,5	19,8	20,1	20,5
EBITDA	11,3	16,0	23,7	25,4	31,5	32,6	32,9	33,2	33,5	33,9	34,2	34,6	35,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 12. KGI: Przepływy pieniężne

mIn PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zysk brutto	2,3	6,2	14,0	15,6	20,6	21,5	22,3	23,1	23,6	24,0	24,4	24,9	25,3
Podatek dochodowy	-0,5	-0,4	-2,7	-3,0	-3,9	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8
Amortyzacja	6,6	6,9	7,5	8,0	9,1	9,6	9,6	9,6	9,6	9,7	9,7	9,7	9,7
Zmiana kapitału pracującego	0,9	-5,4	-8,0	-4,1	-3,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Zmiana stanu zapasów	-4,7	1,3	-1,4	-2,7	-2,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Zmiana stanu należności	1,2	1,1	-10,4	-4,1	-3,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	4,3	-7,8	3,7	2,7	2,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Pozostałe	1,8	1,4	2,4	1,9	1,9	1,4	1,0	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0
Cash flow operacyjny	11,0	8,7	13,2	18,5	24,7	27,7	27,8	28,0	28,2	28,4	28,7	29,0	29,3
Nakłady inwestycyjne	-13,9	-1,8	-7,0	-19,0	-19,0	-9,5	-9,5	-9,8	-9,8	-9,9	-9,9	-9,9	-9,9
Pozostałe	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7
Cash flow inwestycyjny	-13,9	-1,8	-6,8	-18,7	-18,7	-9,1	-9,1	-9,5	-9,5	-9,4	-9,4	-9,3	-9,3
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	40,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana długu	9,2	3,4	-12,8	4,0	-5,0	-10,0	-10,0	-10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	-3,5	-7,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wypłata dywidend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,5	-10,8	-11,2	-11,5	-11,7	-11,9	-12,1
Odsetki	-2,3	-2,3	-2,3	-2,1	-2,1	-1,8	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow finansowy	3,4	-6,6	25,5	1,9	-7,1	-11,8	-21,8	-21,7	-11,8	-12,1	-12,3	-12,5	-12,7
Zmiana środków pieniężnych za rok	0,6	0,2	31,9	1,7	-1,0	6,8	-3,1	-3,2	6,9	6,9	7,0	7,1	7,3

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

Tabela 13. KGI: Wskaźniki finansowe

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Zmiana sprzedaży (r/r)	8%	5%	15%	7%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana zysku brutto na sprzedaż (r/r)	12%	20%	36%	7%	14%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Zmiana EBITDA (r/r)	44%	42%	48%	8%	24%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	84%	94%	78%	8%	28%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana zysku netto (r/r)	-52%	154%	139%	11%	32%	5%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Rotacja należności (dni)	52	50	50	57	58	60	60	60	60	60	60	60	60
Rotacja zapasów (dni)	63	72	64	63	64	65	65	65	65	65	65	65	65
Rotacja zobowiązań (dni)	52	74	62	63	63	65	65	65	65	65	65	65	65
Kapitał obrotowy netto/Sprzedaż	12%	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Rotacja gotówki (dni)	63	48	53	58	59	60	60	60	60	60	60	60	60
Wskaźnik płynności bieżącej	1,0	1,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,3
Wskaźnik płynności szybkiej	0,5	0,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,4
Marża brutto ze sprzedaży	11,9%	13,6%	16,1%	15,9%	17,0%	17,0%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,8%	16,8%
Marża EBITDA	5,7%	7,6%	9,9%	9,9%	11,4%	11,6%	11,5%	11,4%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%
Marża operacyjna	2,4%	4,3%	6,7%	6,8%	8,1%	8,2%	8,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
Marża zysku brutto	1,2%	3,0%	5,9%	6,1%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Marża zysku netto	0,9%	2,3%	4,7%	4,9%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Rentowność kapitałów własnych	11,2%	13,4%	17,8%	13,2%	15,1%	13,6%	12,9%	12,6%	12,3%	11,9%	11,5%	11,2%	10,9%
Rentowność majątku	2,8%	3,6%	7,2%	6,7%	8,1%	8,1%	8,2%	8,5%	8,6%	8,4%	8,2%	8,1%	7,9%

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS SA

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Damian Januszczak
tel.: +48 (22) 504 31 78
d.januszczak@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
Dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Surowce, deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, Dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Michał Stalmach
(Budownictwo, energetyka)

Wojciech Romanowski
Asystent Analityka

Niniejszy raport został sporządzony w **Wydziale Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ SA) w celu informacyjnym. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ SA. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ SA na dzień jego wydania. DM BOŚ SA ostrzega, iż niniejszy raport nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu przepisów dotyczących obrotu instrumentami finansowymi, a także nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych i nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania. Informacje zawarte w niniejszym raporcie oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które DM BOŚ SA, działając w dobrej wierze i z należytą starannością, uważa za wiarygodne. DM BOŚ SA nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności oraz trafności tych informacji. DM BOŚ SA, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania Inwestora podjęte na podstawie niniejszego raportu, nie ponoszą odpowiedzialności za straty lub utracę korzyści Inwestora, ani za wszelkie szkody, poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych Inwestora oraz skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego raportu lub zawartych w nim informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym raporcie stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ SA. Klient wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym raporcie na własne ryzyko i odpowiedzialność. Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców:

Powyższy raport został sporządzony w związku z ofertą publiczną akcji serii C spółki Korporacja KGL S.A. Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ SA oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

Wybrane fragmenty niezawierające treści zalecenia lub ceny docelowej niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji zgodności działania DM BOŚ SA z jej zobowiązaniami prawnymi.

DM BOŚ SA dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszego raportu.

DM BOŚ SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.

Niniejszy raport jest pierwszym adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców publikowanym opracowaniem DM BOŚ SA dotyczącym spółki Korporacja KGL S.A.

Nadzór nad DM BOŚ SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia raportu jest: 02.11.2015 r.

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 02.11.2015 r.

Źródła informacji: Raporty bieżące, materiały Spółki, prospekt emisyjny, sprawozdania finansowe Korporacja KGL S.A., GPW oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP. Wymienione źródła informacji DM BOŚ SA uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności.

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ SA nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ SA pełni funkcję oferującego, agenta emisji oraz wprowadzającego do obrotu w ofercie publicznej akcji serii C Emitenta,
- 3) DM BOŚ SA nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 5) Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 6) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Copyright © 2015 by DM BOŚ S.A.

Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104