

**KGL****akumuluj**

branża chemiczna

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena: 12.3

Cena docelowa: 14.2

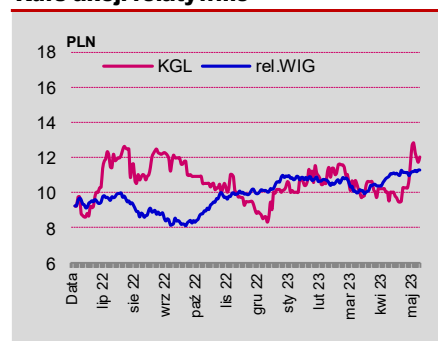
## Czekając na efekty optymalizacji

Ubiegły rok był najgorszym okresem w historii spółki. KGL po raz pierwszy wygenerował stratę na sprzedaży oraz na poziomie zysku operacyjnego i netto. Marża brutto w kluczowym segmencie produkcyjnym w III kw. była aż o 5.6 pkt. proc. niższa niż w segmencie dystrybucyjnym, a w IV kw. była wyższa o skromne 0.5 pkt. proc. Tak słabe rezultaty spowodowały potrzebę szeroko zakrojonej optymalizacji skoncentrowanej zarówno na ograniczeniu kosztów, ale także obniżeniu zadłużenia. Najnowsze informacje płynące ze spółki wskazują, że podjęte działania naprawcze przyniosły pozytywne rezultaty w postaci powrotu marży brutto w segmencie produkcyjnym w I kw. do historycznego poziomu w okolicy 20%. W związku z powyższym podwyższamy nasze prognozy wyników na ten rok, ale pozostajemy ostrożni w przypadku kolejnych lat. Spółce aktualnie bowiem pomagają okoliczności rynkowe w postaci spadku cen surowców i energii, a taki stan nie będzie trwał cały czas. Tym niemniej naszą wycenę 1 akcji KGL podwyższamy z 12.0 PLN do 14.2 PLN. Równocześnie przy aktualnej cenie 12.3 PLN za akcję podwyższamy naszą rekomendację z neutralnie do akumuluj.

Nasza wycena i rekomendacja zakłada poprawę marż w kolejnych kwartałach. W przeszłości spółka poprawiała wyniki, gdy ceny surowców (tworzyw sztucznych) spadały, co dzieje się w ostatnich miesiącach. Drugie półrocze 2022 roku pokazało jednak, że ważne są także inne składowe kosztów, takie jak ceny energii. Zarząd podjął działania mające na celu ograniczenie wrażliwości wzrostu kosztów w przypadku dynamicznych zmian cen energii. Powinno to zapobiec powtórzeniu sytuacji z III kw. ubiegłego roku, kiedy dynamiczny wzrost cen energii spowodował obniżenie marży brutto w segmencie produkcyjnym do poziomu zaledwie 4.8%. Spółka zakończyła także proces renegotjacji umów z odbiorcami. Oznacza to między innymi szybsze dostosowanie cen do zmiany warunków czy też indeksowanie cen energii elektrycznej. Spółka wyciągnęła więc wnioski z trudnego minionego roku, ale naszym zdaniem nie oznacza to, że marże utrzymają się na wysokim poziomie w dłuższym okresie. Spółka w ostatnich latach pokazała bowiem, że nie ma silnej pozycji negocjacyjnej oraz trudno jej w pełni uciec od warunków jakie dyktuje rynek.

Zarząd KGL podjął działania, które doprowadziły do obniżenia zadłużenia spółki. Zawarto transakcję typu sale and leaseback, na którą złożyła się sprzedaż nieruchomości w Czosnowie, a następnie jej wynajęcie. Transakcja opiewała na kwotę ok. 40 mln PLN, z czego większość zostanie wykorzystana na spłatę kredytów. Spółka już zakomunikowała, że spłaciła kredyt inwestycyjny wynoszący 19,6 mln PLN. Działania te zostały wymuszone podwyższonym poziomem zadłużenia, który skutkował wzrostem wskaźnika dług netto/EBITDA na koniec 2022 r. aż do poziomu 5.1. Należy to ocenić pozytywnie także z uwagi na fakt, że obniżą zwiększone ostatnio koszty finansowe.

### Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	13.05 / 7.8		
Liczba akcji (mln)	7,1		
Kapitalizacja (mln PLN)	87		
EV (mln PLN)	186		
Free float (mln PLN)	20		
Średni obrót (mln PLN)	0,1		
Główni akcjonariusze	Krzysztof Gromkowski, Ireneusz Strzelczak, każdy po:		
% akcji, % głosów	19.29%, 21.35%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	23,2%	17,1%	50,0%
Zmiana rel. WIG	1,9%	5,2%	14,5%

**Łukasz Bugaj, CFA**

Lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2022	652,0	-0,2	27,1	-18,4	-17,0	-2,37	1,44	16,3	-5,1	0,8	0,0	-765,7	6,9	-12,6
2023p	614,5	26,7	50,0	14,7	11,9	1,67	4,91	18,0	7,3	0,7	0,0	7,0	3,7	10,2
2024p	656,1	15,5	37,0	7,4	6,0	0,84	3,84	18,8	14,5	0,7	0,0	12,0	5,0	4,7
2025p	690,6	17,3	38,0	10,6	8,6	1,20	4,08	19,9	10,2	0,6	1,4	10,7	4,9	6,3

Źródło: KGL, prognoza BM Bank Millennium; mln PLN;

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Informacje dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółkami, będącymi przedmiotem niniejszego raportu znajdują się na ostatniej stronie raportu.

## **Spis treści**

<b>Wycena</b>	<b>3</b>
<b>Czynniki ryzyka</b>	<b>5</b>
<b>Ostatnie wydarzenia</b>	<b>6</b>
<b>Aktualizacja prognoz finansowych</b>	<b>9</b>
<b>Wyniki finansowe</b>	<b>12</b>
<b>Rekomendacje Biura Maklerskiego Millennium</b>	<b>15</b>

# 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 103 mln PLN, czyli 14.6 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 98 mln PLN (13.9 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 101 mln PLN, czyli 14.2 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną podwyższamy rekomendację z neutralnie do akumuluj. Głównym czynnikiem, który podwyższył naszą wycenę w porównaniu do poprzedniej rekomendacji było podwyższenie marży w segmencie produkcyjnym.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	103	14,6
Wycena porównawcza	98	13,9
<b>Wycena spółki KGL</b>	<b>101</b>	<b>14,2</b>

Źródło: Bloomberg, prognoza BM Bank Millennium; mln PLN;

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczono na podstawie prognoz wyników dla spółki KGL za lata obrotowe od 2023 do 2032,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyto rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminową stopę wolną od ryzyka ustalono na poziomie 5.9% (obniżono o 1.3 pkt. proc. w związku ze spadkiem 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 2032 na poziomie 2.5%,
- Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.5 PLN w całym okresie prognozy,
- W segmencie produkcyjnym wzrost przychodów o 5.0% r/r w 2023 r., średni wzrost przychodów na poziomie 3.6% w latach 2024-2027. Marżę brutto na ten rok szacujemy na 16.9% oraz jej spadek do poziomu 15.0% w kolejnych latach,
- W segmencie dystrybucyjnym spadek przychodów o 27.8% r/r w 2023 r., średni wzrost przychodów na poziomie 9.3% w latach 2024-2027. Średnia marża brutto na rok 2023 r. na poziomie 10.3% oraz jej utrzymanie na tym poziomie w kolejnych latach,
- Wzrost kosztów SGA o 5.0% w roku 2023 r., 4% w 2024 r. oraz na poziomie dynamiki przychodów w kolejnych latach,
- CAPEX kolejno na poziomie 10 mln PLN, 15 mln PLN, 18 mln PLN oraz 18.5 mln PLN w latach 2023-2026 oraz wzrost o 1% w kolejnych latach.

**Wycena spółki metodą DCF**

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	>2032
Sprzedaż	614,5	656,1	690,6	721,6	750,2	777,6	806,1	835,7	866,3	898,1	
efektywna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	21,7	12,6	14,1	15,2	16,1	16,8	17,6	18,4	19,2	20,1	
Amortyzacja	23,2	21,5	20,7	20,3	20,1	19,9	19,8	19,7	19,6	19,6	
Inwestycje	-10,0	-15,0	-18,0	-18,5	-18,7	-18,9	-19,1	-19,3	-19,4	-19,6	
Zmiana kap.obrotowego	2,8	-3,1	-2,6	-2,3	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	
FCF	37,7	15,9	14,1	14,7	15,3	15,8	16,1	16,6	17,1	17,7	201,8
Zmiana FCF		-57,7%	-11,5%	4,0%	4,4%	2,9%	2,3%	2,7%	3,0%	3,5%	2,5%
Dług/Kapitał	47,7%	54,3%	42,5%	38,9%	35,5%	31,9%	27,8%	23,4%	18,7%	13,7%	8,3%
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia kredytowa	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt długu	8,7%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Koszt kapitału	12,2%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
WACC	9,7%	9,1%	9,6%	9,9%	10,1%	10,2%	10,4%	10,7%	10,9%	11,2%	11,5%
PV (FCF)	37,7	14,6	11,7	11,1	10,4	9,7	8,9	8,2	7,5	6,8	75,9
Wartość DCF (mln PLN)	202	w tym wartość rezydualna				76					
(Dług) Gotówka netto	-99,0										
Wycena DCF (mln PLN)	103,4										
Liczba akcji (mln)	7,1										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>14,6</b>										

Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mln PLN;

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	rezydualna stopa wzrostu							
	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	
stopa R <sub>r</sub> rezydualna	4,9%	15,0	15,3	15,6	15,9	16,3	16,6	17,0
	5,4%	14,4	14,7	15,0	15,2	15,5	15,8	16,2
	5,9%	13,9	14,1	14,4	14,6	14,9	15,2	15,5
	6,4%	13,4	13,6	13,8	14,1	14,3	14,5	14,8
	6,9%	13,0	13,1	13,3	13,6	13,8	14,0	14,2

Źródło: BMBank Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 14.6 PLN.

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się produkcją opakowań z tworzyw sztucznych oraz Grupę Kęty mającą segment opakowań skupiony na branży spożywczej. Wartość spółki KGL oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. W przypadku zysku netto spółki w 2023 r. usunęliśmy jednorazowy wpływ transakcji sprzedaży nieruchomości w Czosnowie. 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		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
BERRY GLOBAL GROUP INC	BERY	USA	7,7	7,4	7,2	11,8	11,1	10,6	8,0	7,3	6,5
FP CORP	7947	Japonia	11,2	10,2	9,3	20,1	19,1	17,1	20,9	19,3	17,9
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	23,2	19,6	15,8	30,0	25,5	20,1	39,1	33,5	26,8
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	7,0	6,5	6,5	8,8	8,2	8,2	11,5	10,5	10,5
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	3,9	3,6	3,6	5,4	5,0	5,0	5,7	5,2	5,2
WINPAK LTD	WPK	Kanada	7,5	7,2	7,0	9,3	9,0	8,6	14,7	14,4	
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	8,5	7,3	6,8	11,1	9,3	8,7	12,6	11,8	10,5
Mediana			7,7	7,3	7,0	11,1	9,3	8,7	12,6	11,8	10,5
Wyniki spółki (mln PLN)			50,0	37,0	38,0	26,7	15,5	17,3	7,9	6,0	8,6
(Dług) netto skorygowany o wypłaconą dywidendę			-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0	-99,0			
Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			285	170	166	199	45	52	100	71	90
Dyskonto			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena po uwzględnieniu dyskonta			214	127	124	149	34	39	75	53	67
<b>Wycena spółki KGL</b>			<b>98</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>13,9</b>								

Źródło: Bloomberg; prognoza BM Bank Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki KGL na 13.9 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

ograniczać ryzyko kursowe w działalności operacyjnej, stosuje naturalny hedging, czyli ustalanie dla klientów ceny sprzedaży również w walutach obcych. Pozostałą część zabezpiecza kontraktami forward. Pozostaje jednak niezabezpieczona część bilansu. Ze względu na wyższe zobowiązania w EUR niż należności w EUR, niezrealizowane ujemne różnice kursowe przy wzroście EUR/PLN o 1% wynosiłyby ok. 0.5 mln PLN (wrażliwość na koniec 2022 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 w 2022 r. utrzymał się na poziomie ponad 19%, pomimo wyraźnego wzrostu udziału cen energii w koszcie ogółem. W efekcie niedoborów pracowników i presji płacowej wzrost kosztu wynagrodzeń sięgnął poziomu aż 27% w 2021 r. W wyniku optymalizacji udało się spółce obniżyć dynamikę wzrostu w 2022 r., ale pozostała ona na dwucyfrowym poziomie równym 10%. Ze względu na tendencje demograficzne oraz wysoki poziom inflacji napięcia na rynku pracy utrzymują się.
- **Ryzyko konfliktu interesów.** W spółce czterech wieloletnich menadżerów i założycieli posiada w sumie 85.1% głosów na WZA spółki. Dodatkowo czterech członków rady nadzorczej jest powiązanych z nimi rodzinnie. W takiej sytuacji istnieje ryzyko konfliktu interesów kosztem udziałowców mniejszościowych (mitygowane dwoma niezależnymi członkami rady nadzorczej).
- **Ryzyko nadmiernego zadłużenia.** Spółka po 4 latach intensywnych inwestycji oraz przejęciu zakładów w Czosnowie, zwiększyła znacznie zadłużenie odsetkowe, które doszło do poziomu 5.1x EBITDA na koniec 2022 r. Wskaźnik ten należy uznać za podwyższony. Spółka podjęła jednak kroki w celu jego obniżenia poprzez zawarcie transakcji typu sale and leaseback.

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

### Ostatni kwartał 2022 r. wciąż słaby

#### Kwartalne wyniki finansowe KGL

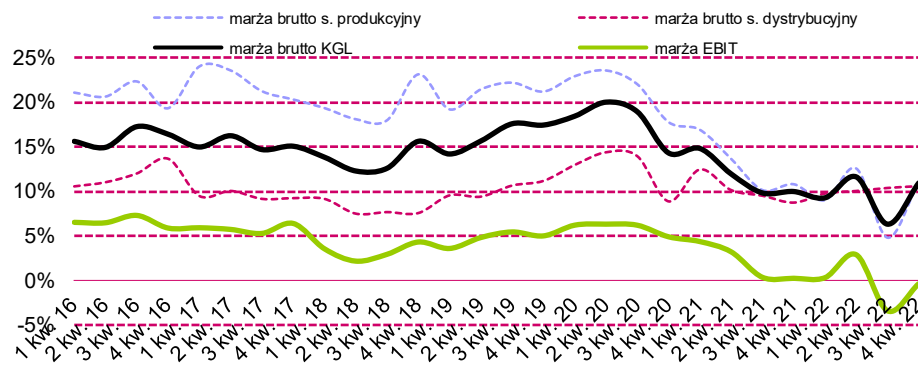
	IV kwartał 2022	prognoza Millennium BM	IV kwartał 2021	zmiana r/r	I-IV kwartał 2022	I-IV kwartał 2021	zmiana
Przychody	139,8	139,8	149,0	-6,2%	652,0	575,8	13,2%
s. produkcyjny	107,5	107,5	93,0	15,6%	438,1	324,0	35,2%
s. dystrybucyjny	32,3	32,3	56,0	-42,3%	213,9	251,8	-15,1%
Zysk (strata) brutto na sprzedaż	15,4	14,7	15,0	2,9%	62,5	66,7	-6,2%
s. produkcyjny	12,0	11,3	10,0	19,1%	40,8	40,8	0,0%
s. dystrybucyjny	3,4	3,4	4,9	-30,3%	21,7	25,8	-16,0%
EBITDA	6,5	5,7	7,1	-8,3%	27,1	37,2	-27,3%
EBIT	-0,4	-1,1	0,4	-	-0,2	11,5	-
Zysk netto	-2,8	-4,2	-1,0	-	-17,0	5,2	-
<b>Marże</b>							
Marża EBITDA	4,6%	4,1%	4,7%		4,2%	6,5%	
Marża EBIT	-0,3%	-0,8%	0,3%		0,0%	2,0%	
Marża netto	-2,0%	-3,0%	-0,7%		-2,6%	0,9%	

Źródło: KGL; prognoza BM Bank Millennium; mln PLN;

Przychody KGL w IV kw. były zgodne z szacunkami spółki, natomiast linie zysków były lekko powyżej naszych oczekiwań. Pozytywne zaskoczenie wynikało głównie z wyższej od oczekiwanej marży w segmencie produkcyjnym. W tym kluczowym dla spółki segmencie marża wzrosła ponad poziom notowany dla segmentu dystrybucyjnego. Pozytywnym czynnikiem było także wyraźne umocnienie złotego pod koniec minionego roku, co przełożyło się na niższe od prognoz koszty finansowe.

Marża brutto KGL wyniosła w IV kw. 11% i była wyższa o 1 p.p. r/r, co było dla nas pozytywnym zaskoczeniem (oczekiwaliśmy marży 10.5%). W IV kw. zysk brutto na sprzedaży wyniósł 15.4 mln PLN (oczekiwaliśmy 14.7 mln PLN). W słabszym dla spółki okresie trwającym od drugiej połowy 2021 roku średnia marża brutto wyniosła 9.5%. W minionym kwartale wzrosła więc powyżej tego poziomu, co świadczyć może o normalizacji wymagającego dla spółki środowiska.

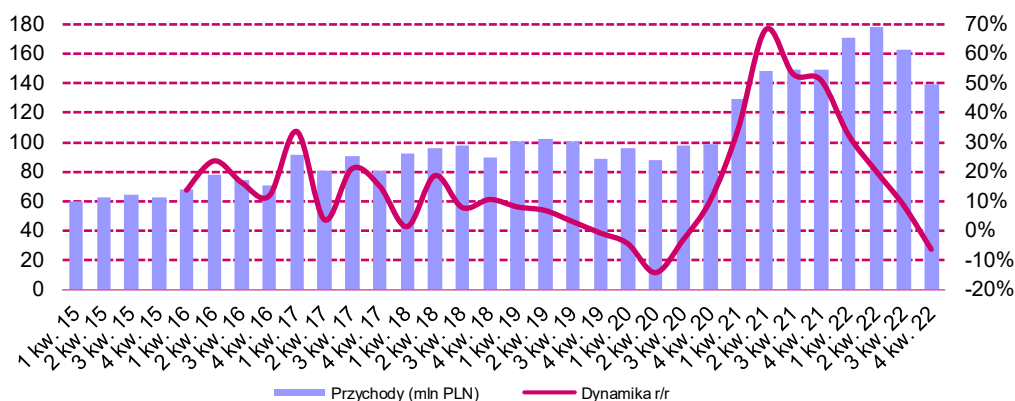
### Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach



Źródło: KGL S.A.

Zysk brutto na sprzedaży w segmencie produkcyjnym wyniósł 12 mln PLN (oczekiwaliśmy 11.3 mln PLN), a marża brutto wyniosła 11.1% (-0.3 p.p. r/r, +6.3 p.p. kw/kw). Wynik ten był więc powyżej naszych oczekiwań. Zysk brutto na sprzedaży tego segmentu był wyższy niż rok temu o 1.9 mln PLN. Wyraźna poprawa marży w relacji do poprzedniego kwartału była możliwa dzięki spadkowi cen energii elektrycznej, które swój szczyt osiągnęły we wrześniu.

### Przychody kwartalne i ich dynamika



Źródło: KGL S.A.

Zgodny z naszą prognozą okazał się zysk brutto na sprzedaży w segmencie dystrybucyjnym, który wyniósł 3.4 mln PLN, a marża brutto wyniosła 10.6% (+1.8 p.p. r/r, +0.2 p.p. kw/kw). Wynik był słabszy r/r o 1.5 mln PLN, co wynika ze spadku wolumenu sprzedaży. Przychody tego segmentu spadły aż o 42.3% r/r i ujemna dynamika w relacji rocznej utrzyma się przez znaczą część 2023 roku. W tym segmencie wyraźnie widać negatywny wpływ spowolnienia koniunktury, które w opinii spółki powinno się zakończyć w połowie III kw. obecnego roku.

Koszty SG&A wyniosły 16.2 mln PLN i były o 0.1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań (także 0.2 mln PLN wyższe niż rok temu). Jednocześnie w relacji kw/kw



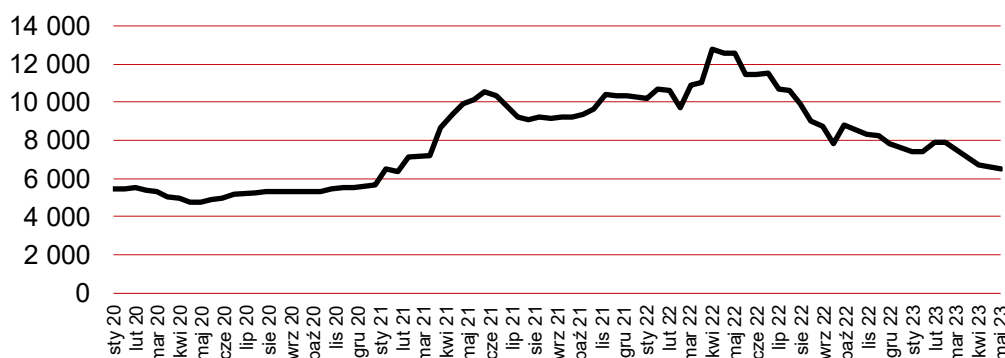
koszty te spadły o 0.4 mln PLN, a ich poziom był również niższy niż w każdym z trzech poprzednich kwartałów 2022 roku. Widać więc tutaj wpływ działań optymalizacyjnych podjętych przez spółkę. W sumie EBIT wyniósł w IV kw. -0.4 mln PLN w porównaniu z 0.4 mln PLN rok wcześniej oraz naszą prognozą -1.1 mln PLN. Różnicę między naszą prognozą a rzeczywistym zyskiem EBIT w większości wyjaśnić można wyższym wynikiem w segmencie produkcyjnym.

Pozytywnym dla nas zaskoczeniem był spadek kosztów odsetkowych w relacji kw/kw. aż o 1.5 mln PLN do 3.6 mln PLN (oczekiwaliśmy 5.5 mln PLN). Z kolei inne koszty finansowe, w tym koszty z tytułu różnic kursowych, zgodnie z naszymi oczekiwaniami okazały się dodatnie w efekcie wyraźnego spadku kursu EUR/PLN na koniec grudnia w porównaniu z końcem września. Ich skala była jednak niższa od naszych prognoz, gdyż spółka zaksięgowała 1.1 mln PLN dodatnich kosztów (szacowaliśmy 2.4 mln PLN). Całościowo koszty finansowe były więc niższe o 0.6 mln PLN od naszych prognoz. W sumie strata netto w IV kw. ukształtowała się na poziomie -2.8 mln PLN w porównaniu do naszej prognozy -4.2 mln PLN straty netto.

### Ceny surowców kontynuują spadek

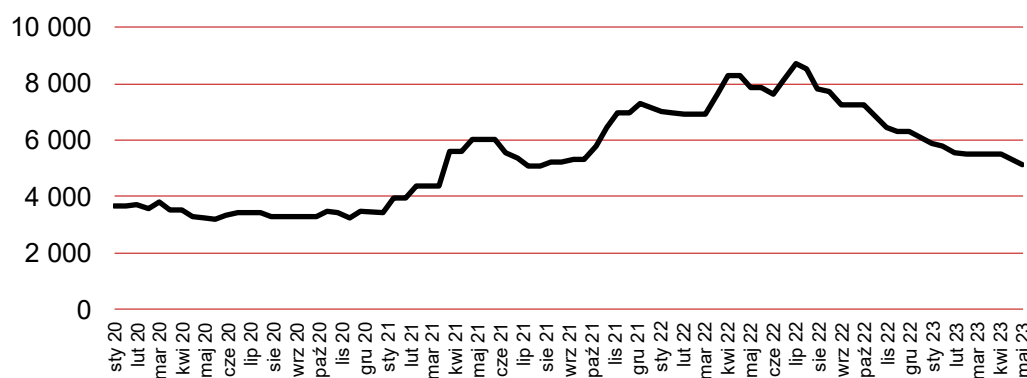
Ceny głównych surowców wykorzystywanych przez KGL (PET, polipropylen) od przełomu maja/kwietnia zeszłego roku znajdują się w systematycznym trendzie spadkowym. Na początku maja 2023 roku cena PET była niższa o 35.1% niż rok wcześniej, a cena polipropylenu w tym samym czasie zniżkowała aż o 48.5%. W przypadku KGL widać wyraźną pozytywną korelację cen tworzyw z przychodami spółki, ale jednocześnie negatywną z marżowością segmentu produkcyjnego. Obserwowany spadek cen należy więc odczytywać pozytywnie przez pryzmat możliwości do generowania wyników. Jednocześnie pamiętać trzeba, że spadki cen trwały przez całe drugie półrocze minionego roku, które dla spółki było jednocześnie najtrudniejsze. Dobitnie pokazuje to, że relacja cen tworzyw z marżowością nie jest zero-jedynkowa.

### Cena polipropylenu (PLN/t)



Źródło: [www.plastech.pl](http://www.plastech.pl)

### Cena PET (PLN/t)



Źródło: [www.plastech.pl](http://www.plastech.pl)

KGL



## Sprzedaż zakładu w Czosnowie i obniżenie zadłużenia

Spółka pod koniec kwietnia poinformowała o zawarciu z Berano Sp. z o.o. (działającym w imieniu europejskiego funduszu LeadCrest Capital Partners) umowy sprzedaży a następnie najmu długoterminowego wybranych nieruchomości położonych w Czosnowie. Umowa przewiduje sprzedaż za cenę ok. 8.7 mln EUR oraz nieodwołalny 20 letni okres najmu, w trakcie którego spółka zamierza prowadzić dotychczasową działalność produkcyjną. W wyniku transakcji spółka otrzymała środki, które w większości przeznaczy na spłatę zobowiązań kredytowych długoterminowych. Zresztą już poinformowała o spłacie kredytu inwestycyjnego na kwotę 19.6 mln PLN.

W naszych prognozach i wycenie zostały uwzględnione zakomunikowane przez spółkę działania. Jednocześnie oszacowaliśmy także nowy koszt dla spółki w postaci rocznego kosztu wynajmu sprzedanych nieruchomości na kwotę 3 mln PLN. Sama transakcja wygeneruje także dodatkowy zysk dla spółki w II kw. 2023 r. Zakład w Czosnowie został bowiem nabyty w 2020 roku za cenę 30 mln zł. Spółka w rozliczeniu transakcji wykazała zysk na okazjnym nabyciu przedsiębiorstwa w kwocie 5.3 mln PLN i rozpoznała zysk na transakcji wynoszący 4.4 mln PLN. Sprzedaż zakładu za cenę ok. 40 mln PLN podbije więc wynik o ok. 5 mln PLN.

## Aktualizacja prognoz finansowych

W związku ze spadkiem cen surowców oraz obserwowanym spowolnieniem gospodarczym od ostatniego raportu obniżamy nasze prognozy przychodów na ten rok i kolejne lata. Jednocześnie podwyższamy uzyskiwane przez spółkę marże (ze względu na zapowiedziane jej zauważalne odbicie na początku 2023 r.). W stosunku do naszych prognoz z poprzedniego raportu dokonaliśmy następujących zmian:

- Zauważalnie zmniejszyliśmy wartość sprzedaży w roku 2023, która w nowej prognozie obniży się o 5.8% względem poprzedniego roku. Wynika to głównie ze słabej sprzedaży wykazywanej przez segment dystrybucji,
- Podwyższyliśmy prognozę marży brutto na rok 2023 o 4.9 pkt. proc. w stosunku do poprzednich oczekiwań, a prognozowany zysk brutto został podwyższony o 5.9 mln PLN (z 87.6 mln do 93.5 mln PLN). Zakładamy, że marża w segmencie produkcyjnym w całym roku zbliżyła się do poziomów notowanych historycznie i wyniesie 16.9%,
- W związku transakcją sprzedaży zakładu w Czosnowie zredukowaliśmy zadłużenie spółki o 19.6 mln PLN i związane z tym koszty odsetkowe. Uwzględniliśmy jednorazowy zysk na sprzedaży w kwocie 5 mln PLN. Jednocześnie w kosztach uwzględniliśmy dodatkowy koszt najmu oszacowany na kwotę 3 mln PLN rocznie.

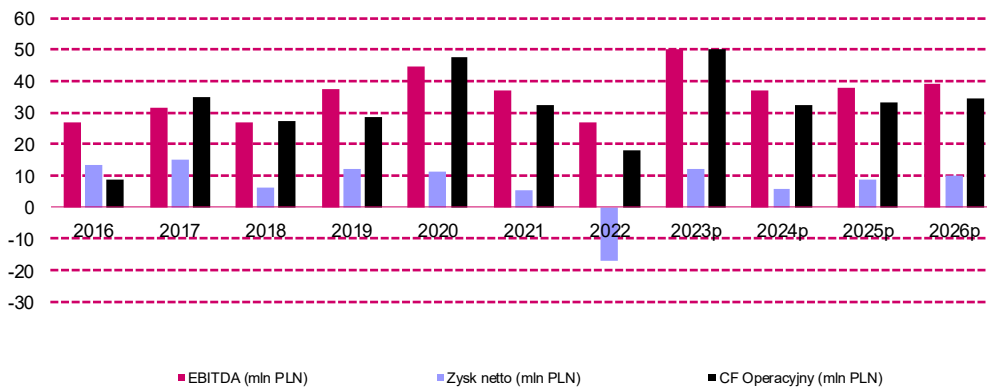
Oczekujemy, że w roku 2023 EBITDA będzie większa o 14.7% niż w poprzedniej prognozie, ale na przyszły rok ją obniżyliśmy o 17.2%. Dzięki dźwigni operacyjnej i oczekiwanego zysku na transakcji sprzedaży nieruchomości w Czosnowie prognozy zysku netto w 2023 roku zmieniły się znacznie silniej.

## Zmiany w prognozach Millennium BM wyników spółki KGL

	2023			2024			2025		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	774,8	614,5	-20,7%	799,3	656,1	-17,9%	820,0	690,6	-15,8%
EBITDA	43,5	50,0	14,7%	44,7	37,0	-17,2%	47,0	38,0	-19,1%
EBIT	19,7	26,7	36,0%	22,2	15,5	-30,0%	24,9	17,3	-30,4%
Zysk netto	6,3	11,9	88,2%	10,8	6,0	-44,2%	15,6	8,6	-45,2%

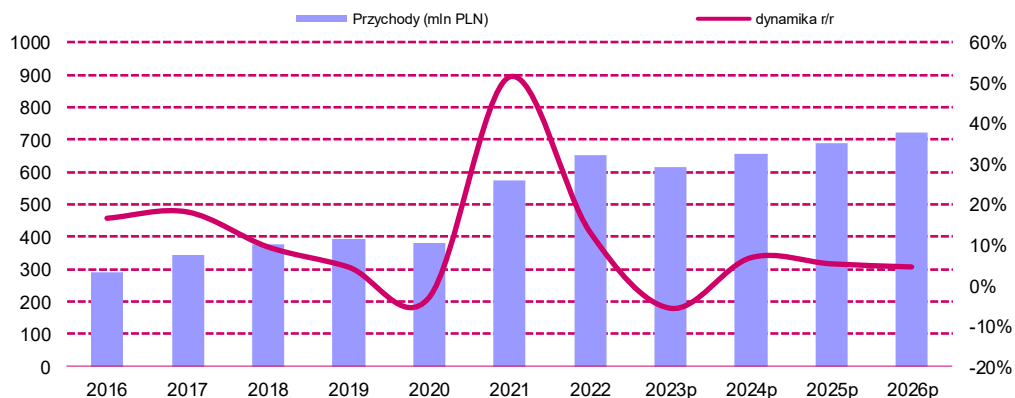
Źródło: BMBank Millennium; mln PLN;

## Prognozowane wyniki EBITDA, zysk netto oraz cash flow operacyjny



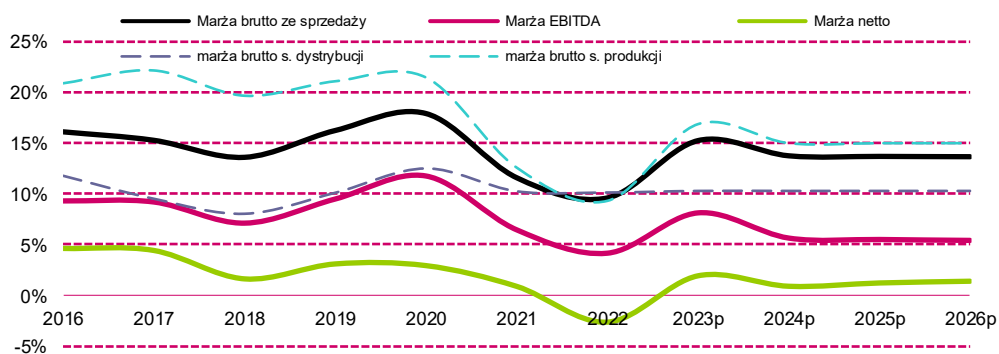
Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mIn PLN;

## Prognoza przychodów w kolejnych latach



Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mIn PLN;

## Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mIn PLN;

## 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 85.1% 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 2022 r. było to 136.7 tys. PLN vs 50.3 tys. PLN w 2021 r.)

# Wyniki finansowe

## Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
<b>przychody netto</b>	<b>380,0</b>	<b>575,8</b>	<b>652,0</b>	<b>614,5</b>	<b>656,1</b>	<b>690,6</b>
segment produkcji	227,5	324,0	438,1	460,0	478,4	495,2
segment dystrybucji	152,4	251,8	213,9	154,5	177,7	195,4
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-312,0	-509,2	-589,5	-521,0	-566,0	-596,2
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>67,9</b>	<b>66,7</b>	<b>62,5</b>	<b>93,5</b>	<b>90,1</b>	<b>94,4</b>
segment produkcji	48,8	40,8	40,8	77,6	71,8	74,3
segment dystrybucji	19,1	25,8	21,7	15,9	18,3	20,1
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-50,5	-59,0	-65,5	-71,8	-74,6	-77,1
saldo pozostałej działalności operacyjnej	5,1	3,8	2,7	5,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>44,7</b>	<b>37,2</b>	<b>27,1</b>	<b>50,0</b>	<b>37,0</b>	<b>38,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>11,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>26,7</b>	<b>15,5</b>	<b>17,3</b>
saldo finansowe	-7,8	-4,4	-18,2	-12,0	-8,1	-6,8
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>14,8</b>	<b>7,0</b>	<b>-18,4</b>	<b>14,7</b>	<b>7,4</b>	<b>10,6</b>
podatek dochodowy	-3,6	-1,8	1,5	-2,8	-1,4	-2,0
<b>Zysk netto</b>	<b>11,2</b>	<b>5,2</b>	<b>-17,0</b>	<b>11,9</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>
EPS	1,56	0,73	-2,37	1,67	0,84	1,20

## Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>238,8</b>	<b>236,8</b>	<b>229,7</b>	<b>176,6</b>	<b>170,1</b>	<b>167,5</b>
wartości niematerialne i prawne	8,1	9,3	11,1	11,1	11,1	11,1
rzeczowe aktywa trwałe	230,6	227,4	218,5	165,5	158,9	156,3
długoterminowe pożyczki i należności	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>108,7</b>	<b>179,6</b>	<b>143,9</b>	<b>156,7</b>	<b>165,0</b>	<b>171,9</b>
zapasy	69,0	109,5	103,6	97,6	104,2	109,7
należności	33,6	46,0	34,0	32,5	34,2	35,6
inwestycje krótkoterminowe	6,1	22,4	4,0	24,2	24,2	24,2
rozliczenia międzyokresowe	0,0	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>aktywa razem</b>	<b>347,5</b>	<b>416,3</b>	<b>373,6</b>	<b>333,3</b>	<b>335,1</b>	<b>339,3</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>131,7</b>	<b>134,1</b>	<b>117,0</b>	<b>128,9</b>	<b>134,9</b>	<b>142,3</b>
<b>zobowiązania</b>	<b>215,7</b>	<b>282,2</b>	<b>256,7</b>	<b>204,4</b>	<b>200,2</b>	<b>197,1</b>
zobowiązania długoterminowe	112,6	71,8	69,4	21,9	12,5	5,0
dług odsetkowy	102,3	59,2	58,3	10,8	1,4	-6,1
zobowiązania krótkoterminowe	103,1	210,4	187,2	182,5	187,7	192,0
dług odsetkowy	25,9	85,4	84,5	84,5	84,5	84,5
zobowiązania handlowe	59,0	105,2	81,1	76,4	81,6	85,9
<b>pasywa razem</b>	<b>347,5</b>	<b>416,3</b>	<b>373,6</b>	<b>333,3</b>	<b>335,1</b>	<b>339,3</b>
BVPS	18,4	18,7	16,3	18,0	18,8	19,9

Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mln PLN;

**Cash flow (mln PLN)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
wynik netto	11,2	5,2	-17,0	11,9	6,0	8,6
amortyzacja	22,2	25,7	27,3	23,2	21,5	20,7
zmiana kapitału obrotowego	-1,2	-2,8	-7,9	2,8	-3,1	-2,6
zapłacone odsetki i różnice kursowe	6,9	4,8	16,0	12,0	8,1	6,8
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>47,6</b>	<b>32,3</b>	<b>17,9</b>	<b>50,0</b>	<b>32,5</b>	<b>33,4</b>
inwestycje (bez aktywów wziętych w leasing finansowy)	-44,5	-11,1	-8,8	-10,0	-15,0	-18,0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-44,3</b>	<b>-10,9</b>	<b>-8,5</b>	<b>29,9</b>	<b>-15,0</b>	<b>-18,0</b>
wypłata dywidendy	-2,4	-2,5	0,0	0,0	0,0	-1,2
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	25,6	29,5	14,7	-47,6	-9,4	-7,4
Płatności z tytułu leasingu	-20,6	-22,3	-22,9	0,0	0,0	0,0
zapłacone odsetki i różnice kursowe	-6,9	-4,8	-16,0	-12,0	-8,1	-6,8
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>-59,6</b>	<b>-17,5</b>	<b>-15,4</b>
zmiana gotówki netto	-1,1	21,3	-14,8	20,3	0,0	0,0
DPS	0,34	0,35	0,00	0,00	0,00	0,17
CEPS	4,66	4,33	1,44	4,91	3,84	4,08
FCFPS	1,37	4,09	1,45	7,12	3,30	3,18

**Wskaźniki (%)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	1,2%	51,6%	13,2%	-5,8%	6,8%	5,3%
zmiana EBITDA	67,3%	-16,8%	-27,2%	84,6%	-25,9%	2,7%
zmiana EBIT	84,5%	-49,2%	-102,1%	-	-42,0%	11,8%
zmiana zysku netto	81,5%	-53,2%	-424,4%	-	-49,7%	42,5%
marża EBITDA	11,8%	6,5%	4,2%	8,1%	5,6%	5,5%
marża EBIT	5,9%	2,0%	0,0%	4,4%	2,4%	2,5%
marża netto	2,9%	0,9%	-2,6%	1,9%	0,9%	1,2%
sprzedaż/aktywa (x)	1,4	1,7	1,6	1,6	2,0	2,1
dług / kapitał (x)	-0,9	-0,9	-1,2	-0,6	-0,5	-0,4
odsetki / EBIT	-34,6%	-38,6%	7490,1%	-44,9%	-52,2%	-39,1%
stopa podatkowa	24,3%	25,6%	8,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	9,9%	4,0%	-12,6%	10,2%	4,7%	6,3%
ROA	4,1%	1,5%	-4,1%	3,2%	1,8%	2,6%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	122,1	122,2	138,9	71,1	61,7	54,2

Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mln PLN;

## Biuro Analiz

### Marcin Materna, CFA

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

### Adam Zajler

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

### Łukasz Bugaj, CFA

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

### Grzegorz Gawkowski

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

### Seweryn Żołyniak, CFA

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
sektor gier komputerowych

**Analityk**  
handel

## Departament Sprzedaży

### Radosław Zawadzki

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

### Arkadiusz Szumilak

+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

### Jarosław Oldakowski

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

### Leszek Iwaniec

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

### Marek Pszczółkowski

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

**Dyrektor**

**Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.**  
**ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip**  
**02-593 Warszawa Polska**

### Ważne informacje

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 nie trafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium 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. Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium 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 Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium 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 Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium 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 Biurem Maklerskim Banku Millennium 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

WNB - wynik na działalności bankowej

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

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postępowanie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze i z tego tytułu pobiera wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

### Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, 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 Biura 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 Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów 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 Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 19 maja 2023r. o godzinie 8:30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data 19 maja 2023r. godzina 9:00.

**Rekomendacje BM Banku Millennium opublikowane w ostatnich 12 mies.**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	31 mar 22	1,56	3,50	Adam Zajler
Selvita	Neutralnie	27 kwi 22	78,10	77,00	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	16 maj 22	9,90	9,30	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 cze 22	5,55	10,40	Adam Zajler
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler

*Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL i Mostostal Zabrze uczestniczą w programie GPW wsparcia analitycznego, z tytułu czego BM Banku Millennium otrzymuje wynagrodzenie od GPW.*

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	73%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	3	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

*\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora*