

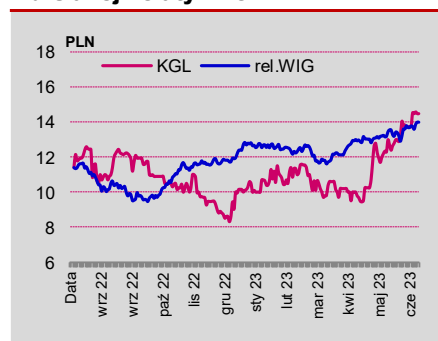
## Pozytywne efekty optymalizacji

Wyniki spółki KGL w I kw. były lepsze od naszych oczekiwań, ale przede wszystkim wskazywały na zauważalną poprawę względem słabego minionego roku. Na szczególną uwagę zasługuje powrót marży w kluczowym segmencie produkcyjnym do poziomu lekko przekraczającego 20%. Jeżeli połączymy to z podobnie satysfakcjonującą marżą w dystrybucji na poziomie 12.6%, to sumarycznie spółce udało się uzyskać najwyższy zysk brutto na sprzedaży w historii. Wiele wskazuje na to, że udany I kw. zapowiada dobry rok, choć wciąż pozostajemy ostrożni co do długoterminowych perspektyw spółki i możliwości utrzymania marż w dłuższym okresie. Tym niemniej po udanym początku roku podwyższamy nasze prognozy wyników na cały rok. Rezultaty spółki wspierane są zarówno przez sytuację rynkową w postaci spadku cen surowców i energii, ale także pozytywne wyniki przeprowadzonej optymalizacji. Podwyższamy więc naszą wycenę 1 akcji KGL z 14.2 PLN do 16.6 PLN. Równocześnie przy aktualnej cenie 14.5 PLN za akcję utrzymujemy naszą rekomendację akumuluj.

Nasza wycena i rekomendacja zakłada stabilizację marż w kolejnych latach na niższych niż obecnie poziomach. Strategiczna pozycja spółki pozostaje bowiem trudna z uwagi na fakt, że jej kluczowi dostawcy oraz klienci pozostają od niej zdecydowanie więksi, co oznacza ich silną pozycję negocjacyjną. Jednocześnie obserwowane ostatnio sprzyjające dla spółki środowisko spadku cen produktów ropopochodnych nie będzie trwało wiecznie. Z drugiej jednak strony spółka poprawiła zarządzanie wybranymi ryzykami, które uderzyły w nią w minionym roku i zepchnęły marże w segmencie produkcyjnym do rekordowo niskiego poziomu. W średnim okresie zyskuje także na przyjętej przez polski parlament dyrektywie SUP, która wymusza zastępowanie dotychczas stosowanych w gastronomii opakowań z polistyrenu produktami wytwarzanymi przez KGL. Z kolei w dystrybucji większy udział tworzyw technicznych w sprzedaży wpływa na poprawę marż, choć przy zauważalnie niższej wartości przychodów segmentu. W dłuższym okresie ryzyko związane z możliwością wprowadzenia ograniczeń na wybrane kategorie produktów z tworzyw sztucznych pozostaje jednak wysokie.

Zarząd KGL podjął działania, które doprowadziły do obniżenia zadłużenia spółki. Zawarta transakcja typu sale and leaseback wpłynie na jednorazowy zysk na transakcji w kwocie ok. 5 mln zł, który zostanie zaksięgowany w II kw. Wydaje się więc, że pierwsze półrocze tego roku okaże się dla spółki bardzo udane. Dopiero później będzie można zweryfikować, czy wprowadzone przez spółkę działania optymalizacyjne rzeczywiście odniosą trwały sukces. Szczególnie gdyby w międzyczasie zostały wystawione na próbę przez zmianę otoczenia rynkowego na mniej korzystne.

### Kurs akcji relatywnie



Max/min 52 tygodnie (PLN)	14.6 / 8.1		
Liczba akcji (mln)	7,1		
Kapitalizacja (mln PLN)	103		
EV (mln PLN)	202		
Free float (mln PLN)	13		
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	11,5%	38,1%	58,0%
Zmiana rel. WIG	4,8%	20,9%	29,3%

**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	-6,0	0,9	0,0	-829,8	7,4	-12,6
2023p	615,5	33,4	56,6	21,4	17,3	2,42	5,67	18,8	5,9	0,8	0,0	6,0	3,6	14,8
2024p	656,7	16,1	37,6	8,5	6,9	0,96	3,96	19,7	14,9	0,7	0,0	12,5	5,4	5,1
2025p	691,0	18,0	38,7	11,7	9,5	1,32	4,21	20,9	10,8	0,7	1,4	11,2	5,2	6,7

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

## **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>Analiza czynników ESG</b>	<b>11</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 109 mln PLN, czyli 15.4 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 126 mln PLN (17.8 PLN na akcję). Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagę po 50%. Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 118 mln PLN, czyli 16.6 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację akumuluj. Głównym czynnikiem, który podwyższył naszą wycenę w porównaniu do poprzedniej rekomendacji był wyższy rezultat wyceny porównawczej. Pozytywny wpływ miało także podwyższenie prognoz wyników na 2023 rok.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	109	15,4
Wycena porównawcza	126	17,8
<b>Wycena spółki KGL</b>	<b>118</b>	<b>16,6</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 6.0% (podwyższono o 0.1 pkt. proc. w związku z lekkim wzrostem długoterminowych rentowności polskich obligacji skarbowych),
- ❑ Premia rynkowa za ryzyko równa 5.0%,
- ❑ Współczynnik beta na poziomie 1.2,
- ❑ Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2032 na poziomie 2.5%,
- ❑ Kurs EUR/PLN na stałym poziomie 4.5 PLN w całym okresie prognozy,
- ❑ W segmencie produkcyjnym wzrost przychodów o 6.0% r/r w 2023 r., średni wzrost przychodów na poziomie 3.6% w latach 2024-2027. Marżę brutto na ten rok szacujemy na 18.0% oraz jej spadek do poziomu 15.0% w kolejnych latach,
- ❑ W segmencie dystrybucyjnym spadek przychodów o 29.4% 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 11.0% oraz jej spadek do 10.5% 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	615,5	656,7	691,0	721,8	750,3	777,8	806,2	835,8	866,4	898,1	
efektywna st. podatku (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
EBIT (1-T)	27,1	13,1	14,6	15,7	16,6	17,4	18,2	19,0	19,8	20,7	
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	43,0	16,5	14,7	15,2	15,9	16,4	16,7	17,2	17,7	18,3	201,7
Zmiana FCF		-61,7%	-11,0%	3,9%	4,3%	2,9%	2,4%	2,7%	3,0%	3,5%	2,5%
Dług/Kapitał	47,7%	54,3%	40,1%	36,1%	32,4%	28,3%	23,9%	19,1%	14,0%	8,5%	2,7%
Stopa wolna od ryzyka	6,4%	6,1%	5,9%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%
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	8,9%	8,6%	8,4%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%
Koszt kapitału	12,4%	12,1%	11,9%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%	12,0%
WACC	9,9%	9,3%	9,8%	9,9%	10,1%	10,4%	10,6%	10,9%	11,2%	11,5%	11,8%
PV (FCF)	43,0	15,1	12,2	11,5	10,8	10,0	9,1	8,4	7,6	6,9	73,8
Wartość DCF (mln PLN)	208	w tym wartość rezydualna				74					
(Dług) Gotówka netto	-99,0										
Wycena DCF (mln PLN)	109,3										
Liczba akcji (mln)	7,1										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>15,4</b>										

Źródło: KGL; prognoza BM Bank 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: rezydualna	5,0%	15,8	16,1	16,4	16,7	17,0	17,3	17,7
	5,5%	15,3	15,5	15,8	16,0	16,3	16,6	16,9
	6,0%	14,8	15,0	15,2	15,4	15,7	15,9	16,2
	6,5%	14,3	14,5	14,7	14,9	15,1	15,4	15,6
	7,0%	13,9	14,0	14,2	14,4	14,6	14,9	15,1

Źródło: BM Bank Millennium; mln PLN;

Opierając się na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 15.4 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	8,0	7,7	7,5	12,2	11,5	11,0	8,8	8,0	7,3
FP CORP	7947	Japonia	10,8	10,3	9,6	19,3	18,8	17,3	20,4	19,9	18,4
MOLD-TEK PACKAGING LTD	MTEP	Indie	24,8	20,9	17,0	32,0	27,4	21,6	41,6	36,0	28,8
MYERS INDUSTRIES INC	MYE	USA	7,3	6,8	6,8	9,1	8,5	8,5	11,8	10,7	10,7
POLYPLEX PCL	PTL	Tajlandia	3,2	3,0	3,0	4,5	4,2	4,2	4,8	4,5	4,5
WINPAK LTD	WPK	Kanada	7,0	6,8	6,5	8,8	8,6	8,1	14,1	13,8	
GRUPA KETY SA	KTY	Polska	9,0	7,7	7,2	11,7	9,9	9,2	13,3	12,5	11,1
Mediana			8,0	7,7	7,2	11,7	9,9	9,2	13,3	12,5	10,9
Wyniki spółki (mln PLN)			56,6	37,6	38,7	33,4	16,1	18,0	13,3	6,9	9,5
(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)											
			356	191	179	293	61	66	177	86	103
Dyskonto			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena po uwzględnieniu dyskonta			267	144	134	220	46	49	133	65	77
<b>Wycena spółki KGL</b>			<b>126</b>								
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>17,8</b>								

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

Opierając się na metodzie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji spółki KGL na 17.8 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 utrzymają 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 spadł w I kw. do poziomu 3.8x EBITDA, ale wciąż należy uznać go 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

### Rekordowy zysk brutto na sprzedaży w I kw.

#### Kwartalne wyniki finansowe KGL

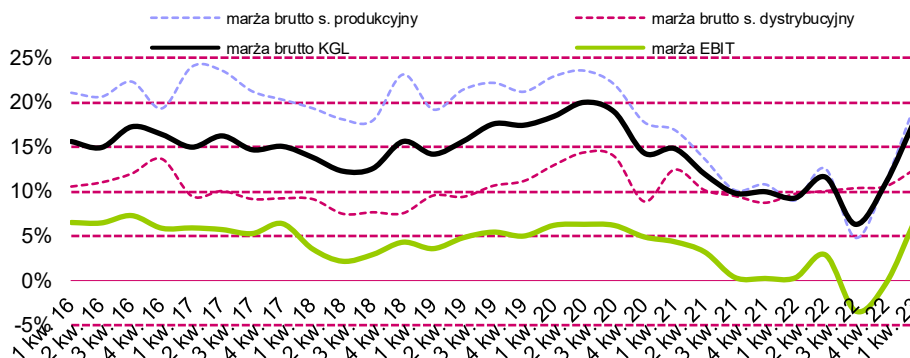
	I kwartał 2023	prognoza Millennium BM	I kwartał 2022	zmiana r/r
Przychody	141,1	141,1	171,3	-17,7%
s. produkcyjny	107,4	107,4	99,9	7,6%
s. dystrybucyjny	33,7	33,7	71,4	-52,9%
Zysk (strata) brutto na sprzedaży	25,8	24,8	16,0	61,7%
s. produkcyjny	21,6	20,9	9,0	140,4%
s. dystrybucyjny	4,2	3,9	7,0	-39,4%
EBITDA	16,9	15,7	7,3	131,4%
EBIT	10,0	8,8	0,6	1677,7%
Zysk netto	4,4	4,2	-3,1	-
<b>Marże</b>				
Marża EBITDA	12,0%	11,1%	4,3%	
Marża EBIT	7,1%	6,3%	0,3%	
Marża netto	3,1%	3,0%	-1,8%	

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

Przychody KGL w I 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 lekko przekroczyła 20%, czyli zgodnie z zapowiedziami spółki wróciła

do historycznie notowanych rezultatów. Jeszcze większym zaskoczeniem był poziom marży w segmencie dystrybucyjnym, choć towarzyszy temu trwający już dokładnie rok trend spadku wartości przychodów (w relacji r/r) w tym segmencie. Sumarycznie zysk brutto na sprzedaży wyniósł 25,8 mln PLN i był najwyższy w historii. Koszty S&G były nieznacznie niższe od naszych oczekiwań (o 0.1 mln PLN), ale przede wszystkim były niższe niż w każdym kwartale minionego roku i wyniosły 16.1 mln PLN. Pokazuje to, że spółka wykonała dużo pracy po stronie optymalizacyjnej. Na linii pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych KGL miał dodatni wynik w kwocie 0.3 mln PLN.

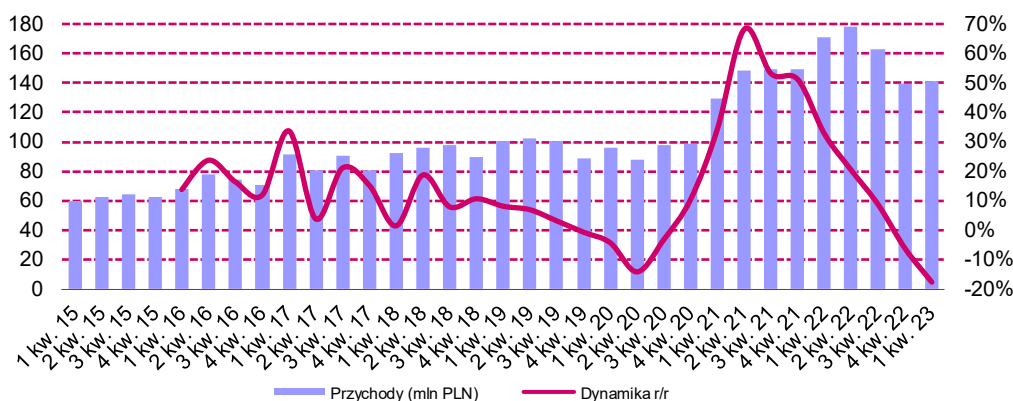
### Marża brutto ze sprzedaży oraz EBIT w poszczególnych kwartałach



Źródło: KGL S.A.

Koszty z tytułu odsetek były wyższe nie tylko w relacji do poprzedniego roku, ale także minionego kwartału i przekroczyły 4 mln PLN. Inne koszty w tym z tytułu różnic kursowych były stosunkowo niewielkie jak na wartości notowane w minionym roku. Wynikało to głównie z uspokojenia na rynku walutowym i niewielkiej zmiany kursu EUR/PLN na koniec kwartału vs koniec minionego roku. Sumarycznie jednak koszty finansowe okazały się wyższe od naszych oczekiwań i w konsekwencji zysk netto na poziomie 4.4 mln PLN był tylko o 0.2 mln PLN wyższy od naszych prognoz. W dalszej części roku koszty finansowe powinny ulec obniżeniu w wyniku spłaty kredytów inwestycyjnych po transakcji sprzedaży nieruchomości w Czosnowie. Trzeba jednak pamiętać, że spółka jednocześnie będzie ponosiła koszty wynajmu sprzedanych hal produkcyjnych, więc końcowy koszt dla spółki w dłuższym okresie nie spadnie w sposób istotny.

### Przychody kwartalne i ich dynamika

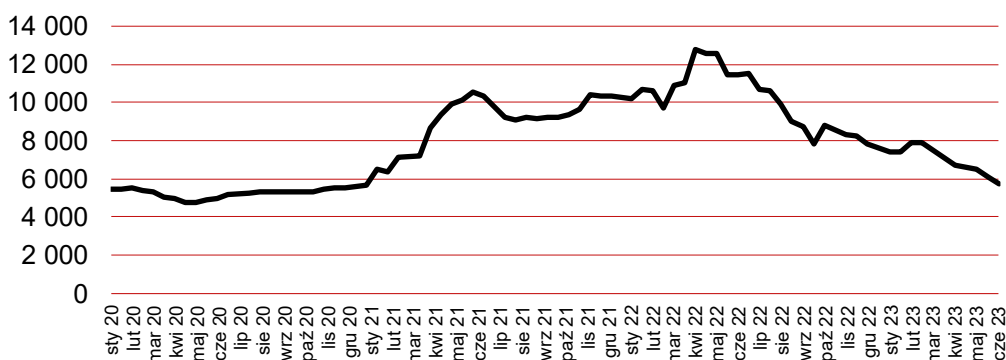


Źródło: KGL S.A.

## Ceny surowców na poziomie z 2019 roku

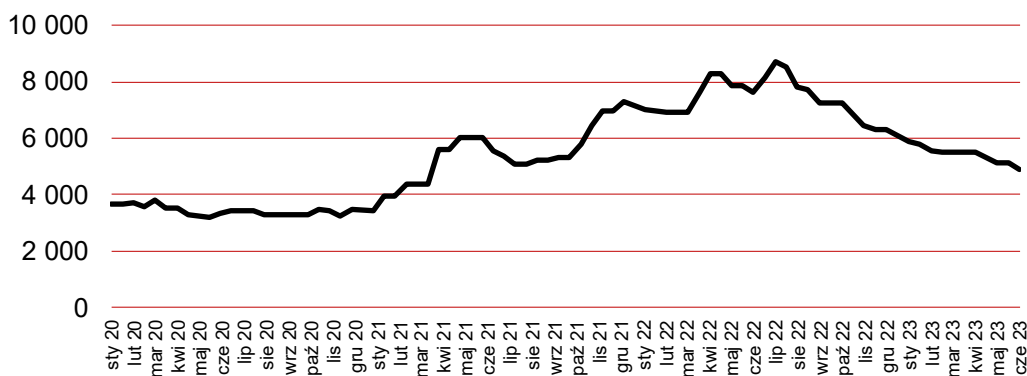
Ceny głównych surowców wykorzystywanych przez KGL (PET, polipropylen) od przełomu maja/kwietnia zeszłego roku znajdują się w systematycznym trendzie spadkowym. Na początku czerwca 2023 roku cena PET była niższa o 36% niż rok wcześniej, a cena polipropylenu w tym samym czasie zniżkowała aż o 50.1%. Tym samym cena tony PET spadła poniżej 5000 zł, a PP poniżej 6000 zł. Oznacza to, że wartości te wróciły już do cen notowanych ostatnio w 2019 roku, czyli sprzed wyraźnego ich wzrostu z przełomu lat 2021/2022. W przypadku KGL widać wyraźną pozytywną korelację cen tworzyw z przychodami spółki, ale jednocześnie negatywną z marżowością segmentu produkcyjnego. Kontynuację obserwowanego spadku cen należy więc odczytywać pozytywnie przez pryzmat możliwości do generowania wyników w tym roku. Jednocześnie pamiętać trzeba, że pozytywny trend kiedyś się skończy i po roku spadku cen z pewnością jesteśmy bliżej niż dalej do tego momentu.

### Cena polipropylenu (PLN/t)



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

### Cena PET (PLN/t)



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

## Zmiana w zarządzie

Spółka na początku czerwca poinformowała, że Pan Lech Skibiński złożył rezygnację z członkostwa w zarządzie, w którym pełnił funkcję wiceprezesa. Rezygnacja złożona została w związku z zamiarem powołania p. Lecha Skibińskiego do Rady Nadzorczej spółki. Kandydatura p. Lecha Skibińskiego na członka Rady Nadzorczej uzyskała pozytywną aprobatę głównych akcjonariuszy spółki.



## Aktualizacja prognoz finansowych

W związku z publikacją lepszych od naszych oczekiwań wyników za I kw. podwyższamy nasze prognozy co do marż brutto na ten rok, ale nie zmieniamy istotnie naszych oczekiwań na kolejne lata. W stosunku do naszych prognoz z poprzedniego raportu dokonaliśmy następujących zmian:

- ❑ Kosmetycznie podwyższyliśmy wartość sprzedaży w roku 2023, która w nowej prognozie obniży się o 5.6% względem poprzedniego roku. Nasze oczekiwania co do sprzedaży w segmencie produkcyjnym lekko podwyższyliśmy, ale jednocześnie obniżyliśmy oczekiwaną sprzedaż w segmencie dystrybucji, który nadal będzie ciężył na całościowych przychodach,
- ❑ Podwyższyliśmy prognozę marży brutto na rok 2023 o 1.1 pkt. proc. w stosunku do poprzednich oczekiwań, a prognozowany zysk brutto został podwyższony o 6.7 mln PLN (z 93.5 mln do 100.2 mln PLN). Zakładamy, że marża w segmencie produkcyjnym w całym roku zbliżyła się do poziomów notowanych historycznie i wyniesie 18.0%,
- ❑ Mimo lekkiego podwyższenia wartości sprzedaży utrzymaliśmy koszty SG&A w 2023 roku na niezmienionym poziomie względem poprzedniego raportu. Wynika to z obserwowanych pozytywnych skutków optymalizacji kosztów.

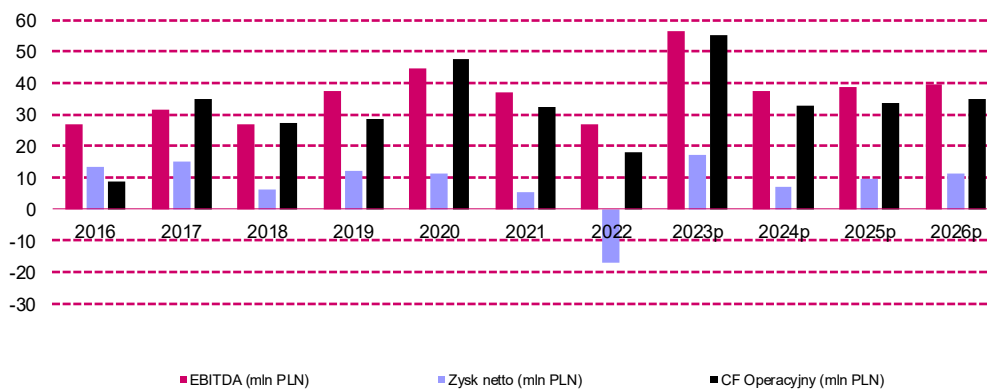
Oczekujemy, że w roku 2023 EBITDA będzie większa o 13.3% niż w poprzedniej prognozie, ale prognozy na kolejne lata nie zmieniły się istotnie. Dzięki dźwigni operacyjnej prognozy zysku netto w 2023 roku i kolejnych latach zmieniły się silnie.

### Zmiany w prognozach BM Banku Millennium wyników spółki KGL

	2023			2024			2025		
	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana	poprzednia	aktualna	zmiana
Przychody	614,5	615,5	0,2%	656,1	656,7	0,1%	690,6	691,0	0,1%
EBITDA	50,0	56,6	13,3%	37,0	37,6	1,7%	38,0	38,7	1,7%
EBIT	26,7	33,4	24,9%	15,5	16,1	4,0%	17,3	18,0	3,7%
Zysk netto	11,9	17,3	45,2%	6,0	6,9	14,5%	8,6	9,5	10,7%

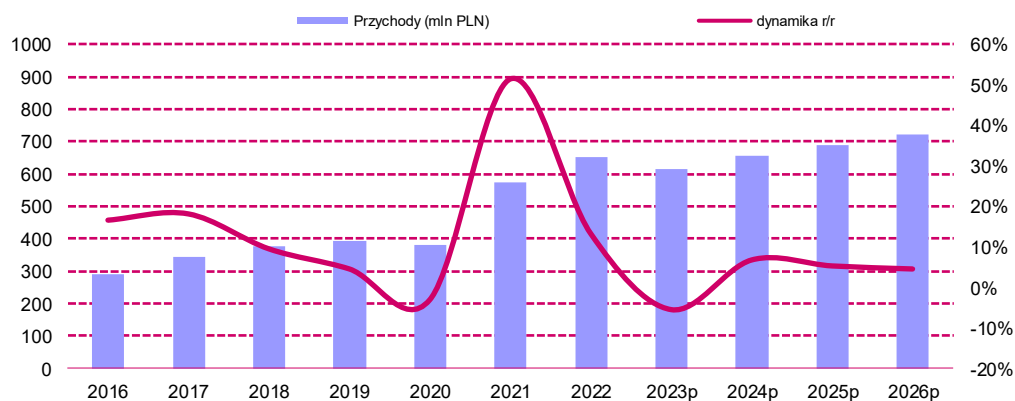
Źródło: BM Bank Millennium; mln PLN;

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



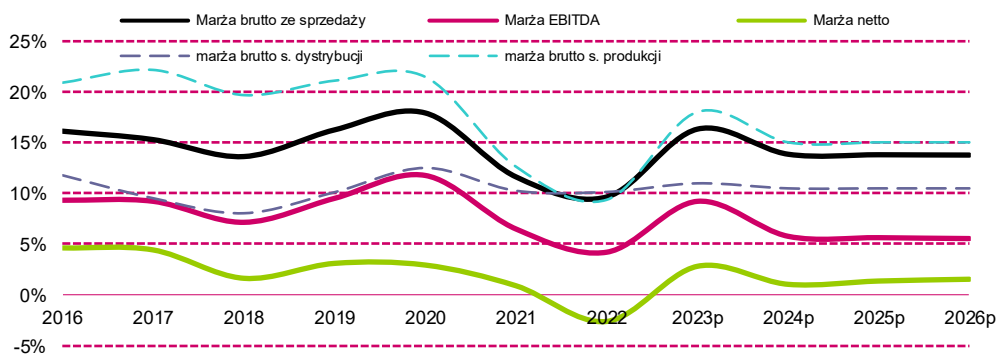
Źródło: KGL; prognoza BM Bank Millennium; mIn PLN;

## Prognoza przychodów w kolejnych latach



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

## Prognoza marży brutto ze sprzedaży, EBITDA oraz netto



Źródło: KGL; prognoza BM Bank 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 siedmiu 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 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>615,5</b>	<b>656,7</b>	<b>691,0</b>
segment produkcji	227,5	324,0	438,1	464,4	483,0	499,9
segment dystrybucji	152,4	251,8	213,9	151,0	173,7	191,1
Koszty sprzedanych produktów i towarów	-312,0	-509,2	-589,5	-515,3	-566,0	-595,9
<b>zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>67,9</b>	<b>66,7</b>	<b>62,5</b>	<b>100,2</b>	<b>90,7</b>	<b>95,0</b>
segment produkcji	48,8	40,8	40,8	83,6	72,4	75,0
segment dystrybucji	19,1	25,8	21,7	16,6	18,2	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>56,6</b>	<b>37,6</b>	<b>38,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,6</b>	<b>11,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>33,4</b>	<b>16,1</b>	<b>18,0</b>
saldo finansowe	-7,8	-4,4	-18,2	-12,0	-7,6	-6,3
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>14,8</b>	<b>7,0</b>	<b>-18,4</b>	<b>21,4</b>	<b>8,5</b>	<b>11,7</b>
podatek dochodowy	-3,6	-1,8	1,5	-4,1	-1,6	-2,2
<b>Zysk netto</b>	<b>11,2</b>	<b>5,2</b>	<b>-17,0</b>	<b>17,3</b>	<b>6,9</b>	<b>9,5</b>
EPS	1,56	0,73	-2,37	2,42	0,96	1,32

## 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>156,9</b>	<b>165,1</b>	<b>171,9</b>
zapasy	69,0	109,5	103,6	97,8	104,3	109,8
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>333,5</b>	<b>335,2</b>	<b>339,4</b>
<b>kapitał własny</b>	<b>131,7</b>	<b>134,1</b>	<b>117,0</b>	<b>134,3</b>	<b>141,2</b>	<b>149,3</b>
<b>zobowiązania</b>	<b>215,7</b>	<b>282,2</b>	<b>256,7</b>	<b>199,2</b>	<b>194,0</b>	<b>190,1</b>
zobowiązania długoterminowe	112,6	71,8	69,4	16,5	6,2	-1,9
dług odsetkowy	102,3	59,2	58,3	5,4	-4,9	-13,0
zobowiązania krótkoterminowe	103,1	210,4	187,2	182,7	187,8	192,1
dług odsetkowy	25,9	85,4	84,5	84,5	84,5	84,5
zobowiązania handlowe	59,0	105,2	81,1	76,6	81,7	85,9
<b>pasywa razem</b>	<b>347,5</b>	<b>416,3</b>	<b>373,6</b>	<b>333,5</b>	<b>335,2</b>	<b>339,4</b>
BVPS	18,4	18,7	16,3	18,8	19,7	20,9

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

**Cash flow (mln PLN)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
wynik netto	11,2	5,2	-17,0	17,3	6,9	9,5
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	7,6	6,3
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>47,6</b>	<b>32,3</b>	<b>17,9</b>	<b>55,3</b>	<b>32,9</b>	<b>33,9</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	-1,4
zmiana zadłużenia (bez leasingu)	25,6	29,5	14,7	-52,9	-10,3	-8,2
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	-7,6	-6,3
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>-64,9</b>	<b>-17,9</b>	<b>-15,9</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	0,19
CEPS	4,66	4,33	1,44	5,67	3,96	4,21
FCFPS	1,37	4,09	1,45	8,33	3,42	3,29

**Wskaźniki (%)**

	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	1,2%	51,6%	13,2%	-5,6%	6,7%	5,2%
zmiana EBITDA	67,3%	-16,8%	-27,2%	109,3%	-33,5%	2,7%
zmiana EBIT	84,5%	-49,2%	-102,1%	-	-51,7%	11,5%
zmiana zysku netto	81,5%	-53,2%	-424,4%	-	-60,3%	37,8%
marża EBITDA	11,8%	6,5%	4,2%	9,2%	5,7%	5,6%
marża EBIT	5,9%	2,0%	0,0%	5,4%	2,5%	2,6%
marża netto	2,9%	0,9%	-2,6%	2,8%	1,0%	1,4%
sprzedaż/aktywa (x)	1,4	1,7	1,6	1,6	2,0	2,1
dług / kapitał (x)	-0,9	-0,9	-1,2	-0,5	-0,4	-0,3
odsetki / EBIT	-34,6%	-38,6%	7490,1%	-36,0%	-47,4%	-35,0%
stopa podatkowa	24,3%	25,6%	8,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	9,9%	4,0%	-12,6%	14,8%	5,1%	6,7%
ROA	4,1%	1,5%	-4,1%	4,6%	2,1%	2,8%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	122,1	122,2	138,9	65,7	55,4	47,3

Źródło: KGL; prognoza BMBank Millennium; mln PLN;

**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	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
Agora	Kupuj	7 kwi 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler
Agora	akumuluj	16 cze 23	8,10	9,30	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	9	69%
Akumuluj	3	23%
Neutralnie	1	8%
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

**Biuro Analiz****Marcin Materna, CFA**Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia**Adam Zajler**+48 22 598 26 88  
adam.zajler@bankmillennium.pl**Analityk**  
przemysł, technologie, media**Łukasz Bugaj, CFA**Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl**Analityk**  
fundusze inwestycyjne**Grzegorz Gawkowski**+48 22 598 26 05  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
sektor gier komputerowych**Seweryn Żołyniak, CFA**Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl**Analityk**  
handel**Departament Sprzedaży****Radosław Zawadzki**+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl**Dyrektor****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**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 partykularnych 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 nieprawdopodobne. 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 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.**

KUPIUJ - 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 postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, 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 świadczyć, będzie świadczyć, 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. Pomoczą 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 partykularnych 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 (zespółów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracowników 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 20 czerwca 2023r. o godzinie 7:30, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data 20 czerwca 2023r. godzina 8:00.