

Krynicki Recykling – początek '22 poniżej założeń

Aktualizując wycenę korygujemy głównie zakładaną stopę wolną od ryzyka oraz założenia dotyczące przychodów spółki i rentowności ze względu na słabsze od naszych oczekiwań raportowane dane za 1Q22. Zakładamy utrzymanie popytu na stłuczkę szklaną, gdyż korzystanie z tego surowca jest dla hut szkła dużo mniej energochłonne. Z wyzwań wskazujemy na presję kosztową, w szczególności rosnące ceny energii i logistyki oraz brak pełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych w Lublińcu. W konsekwencji wyceniamy spółkę w horyzoncie 24-miesięcznym na 20,9 zł/akcję, co daje 7% potencjał spadkowy.

Słaby 1Q22 poniżej naszych założeń

Przychody w 1Q22 wyniosły 31,8 mln zł, co oznacza wzrost o 5% r/r. Jest to najniższa dynamika wzrostu przychodów od 4Q20. Ze względu na presję kosztową EBITDA spadła o 34% r/r do 9,7 mln zł. EBIT odnotował spadek o 46% do 5,9 mln zł, a zysk netto jest o 50% niższy niż przed rokiem i wyniósł 4,3 mln zł. Wyniki kształtują się wyraźnie poniżej naszych założeń. Do tej pory powrót do wcześniejszych tendencji zakładaliśmy od 1Q22, z korektą dotyczącą rozłożenia mocy produkcyjnych w Lublińcu na cały rok 2022. Po opublikowanych wynikach skłaniamy się do weryfikacji założeń. Mocniejsza presja na rentowność związana z rosnącymi kosztami powinna być widoczna co najmniej w całym 2022 roku.

Plany inwestycyjne na 2022 rok

Głównym zamierzeniem inwestycyjnym w 2022 roku jest inwestycja dostosowująca zakład w Wyszkanie do nowej i wydajniejszej wanny szklarskiej w hucie Ardagh Glass. Projekt jest realizowany ze wsparciem BGK w zakresie wydatków kwalifikowanych tj. kosztów budowlanych oraz technologii. Wartość projektu oszacowano na 16 mln zł. Dodatkowo w zakładzie w Jarvakandi zaplanowano przeprowadzenie inwestycji, której celem będzie podniesienie stopnia konwersji oraz obniżenie kosztów. Wartość inwestycji oszacowano na 500 tys. EUR.

Realizacja polityki dywidendowej

Za rok 2021 postanowiono wypłacić ostatecznie wyłącznie zaliczkę w wysokości 8 682 900 zł, tj. w wysokości 0,50 zł na każdą akcję. Przeznaczenie reszty zysku na kapitał zapasowy w wysokości wyższej niż 50% osiągniętego zysku roku obrotowego (wbrew ustalonej polityce dywidendy) wg Zarządu uzasadnione jest planami inwestycyjnymi.

Duże zmiany w akcjonariacie

Rozliczenie wezwania na wszystkie akcje spółki ogłoszonego przez SCR-Sibelco NV spowodowało całkowitą zmianę w akcjonariacie. Obecnie wzywający posiada 16 289 943 akcje spółki co stanowi 93,8% udziału w kapitale akcyjnym. W wolnym obrocie pozostaje jedynie 6,2% akcji, co oznacza z jednej strony mocno ograniczoną płynność, a z drugiej brak możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu. Dlatego też SCR-Sibelco 24 czerwca br. poinformowało o zamiarze ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji pozostających w obrocie (1 075 857 szt.) po cenie 23 zł za akcję.

Wartość akcji Krynicki Recykling SA oszacowana została na podstawie wyceny metodami: DCF (17,5 zł) oraz porównawczą (15,9 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 24-miesięczną cenę docelową równą 20,9 zł.

mln zł	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	98,1	124,9	130,1	146,9	165,9
EBITDA	29,5	52,1	41,8	45,2	49,0
Zysk / strata netto	11,9	28,2	18,2	21,2	23,9
EPS	0,68	1,62	1,05	1,22	1,38
DPS	0,20	1,85	0,00	0,95	0,93
P/E (x)	13,4	11,9	21,5	18,5	16,4
EV/EBITDA (x)	7,5	7,6	10,4	9,6	8,8

Źródło: Spółka, Noble Securities, P - prognoza Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLEWSKI

Cena bieżąca	22,6 zł
Wycena	20,9 zł
Potencjał wzrostu	-7%
Kapitalizacja	392 mln zł
Free float	6,2%
Śr. wolumen 6M	16 194



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Działalność grupy Krynicki Recykling polega na pozyskiwaniu, uzdatnianiu i sortowaniu na poszczególne kolory stłuczki szkła opakowaniowego będącej istotnym surowcem dla największych polskich i zagranicznych hut szkła. Posiada zakłady w Wyszkanie, Pełkiniach, Lublińcu, Czarnkowie oraz w Jarvakandi (Estonia).

STRUKTURA AKCJONARIATU

SCR-Sibelco NV	93,8%
Pozostali	6,2%

Źródło: Spółka, PAP,

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

+48 602 445 334

RAPORT ANALITYCZNY

WYCENA

Akcje Krynicki Recykling wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej przypisując im równe wagi wyznaczając 24-miesięczną cenę docelową równą 20,9 zł. Spadek wyceny w relacji do poprzedniej wyceny docelowej na 31,8 zł, jest następstwem obniżenia wyceny porównawczej o 40% (spadek wycen spółek porównywalnych) i obniżeniem wyceny DCF o 34% (zmiana prognoz i wzrost kosztu kapitału, w tym głównie wzrost stopy wolnej od ryzyka).

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)	Poprzednio	Zmiana %
Wycena DCF	0,50	17,5	26,6	-34%
Wycena porównawcza	0,50	15,9	26,5	-40%
Średnia ważona metod		16,7	26,6	-37%
Cena docelowa (24M)		20,9	31,8	-34%
Cena aktualna		22,6	19,6	15%
Potencjał		-7%	62%	

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na początek lipca 2022 roku (poprzednio początek stycznia 2022),
- Poziom długu netto na dzień 1.01.2022 r. w wysokości 62 mln zł (poprzednio na dzień 31.12.2021 r. w wysokości 72 mln zł),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1,0% (bez zmian),
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 19% (bez zmian),
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie **6,93%** (poprzednio 3,91%), premia za ryzyko w wysokości 5,08% (poprzednio 5,54%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

WYCENA DCF

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	130,1	146,9	165,9	187,3	211,6	238,9	269,8	304,7	344,2	388,7
NOPAT	21,5	24,0	26,8	30,0	33,6	37,7	42,2	47,4	53,2	59,8
Amortyzacja	15,2	15,5	15,9	16,2	16,5	16,8	17,2	17,5	17,9	18,2
Zmiany KON	1,1	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0
CAPEX	-14,3	-14,7	-15,1	-15,6	-16,0	-21,5	-22,2	-22,8	-23,5	-24,2
FCFF	23,7	24,1	26,7	29,7	33,0	31,7	35,8	40,5	45,8	51,8
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Współczynnik dyskonta	0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,55	0,49	0,44	0,39	0,35
DFCFF	22,4	20,5	20,3	20,2	20,1	17,3	17,5	17,7	18,0	18,2
SUMA DFCFF do 2031	192									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna na 2031	492									
Zdyskontowana wartość rezydualna	173									
Wartość Firmy (EV)	365									
Dług netto 1.01.2022 (P)	62									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	303									
Liczba akcji (w mln.)	17,4									
Wartość na 1 akcję	17,5									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	18,7	20,0	21,5	23,4	25,9
WACC - 0,5%	17,6	18,7	20,0	21,6	23,7
WACC	16,5	17,5	18,6	20,0	21,8
WACC + 0,5%	15,6	16,4	17,4	18,6	20,1
WACC + 1,0%	14,7	15,4	16,3	17,4	18,7

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%	6,93%
Premia za ryzyko	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Koszt długu po tarczy	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%	4,46%
Dług netto/EV	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko:

Analiza wrażliwości					
	Stopa wolna od ryzyka				
	4,9%	5,9%	6,9%	7,9%	8,9%
MRP - 1,0%	26,4	22,8	19,8	17,5	15,5
MRP - 0,5%	24,5	21,2	18,6	16,4	14,6
Premia za ryzyko	22,8	19,8	17,5	15,5	13,9
MRP + 0,5%	21,2	18,6	16,4	14,6	13,1
MRP + 1,0%	19,8	17,5	15,5	13,9	12,5

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy analizę wrażliwości modelu DCF w zależności od stopy wolnej od ryzyka oraz zmiany marży brutto:

Analiza wrażliwości					
	Stopa wolna od ryzyka				
	4,9%	5,9%	6,9%	7,9%	8,9%
MB - 2%	19,9	17,3	15,2	13,5	12,0
MB - 1%	21,3	18,6	16,3	14,5	12,9
Marża brutto	22,8	19,8	17,5	15,5	13,9
MB + 1%	24,2	21,1	18,6	16,5	14,8
MB + 2%	25,6	22,4	19,7	17,5	15,7

Źródło: Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o wybrane spółki polskie i zagraniczne. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2022-2024 wynika, spółka notowana jest na bazie obu wskaźników ze znaczną premią w stosunku do spółek porównywalnych. Do wyceny uwzględniamy wskaźniki P/E i EV/EBITDA w równych wagach.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
SIMS LTD	8 208	4,9	7,1	9,1	3,1	4,0	4,7
ASAHI HOLDINGS I	5 445	8,8	9,1	8,7	10,7	11,3	9,9
INSUN ENT CO LTD	1 365	11,8	9,7	8,5	6,4	5,7	5,2
BIFFA PLC	6 192	19,0	15,9	14,9	8,7	7,9	7,4
ZHEJIANG WEIMI-A	30 733	23,6	17,4	14,0	19,9	15,5	12,3
WASTE MANAGEMENT	286 308	27,3	24,6	21,7	14,1	13,2	12,3
HERITAGE-CRYSTAL	2 951	11,9	12,4		5,4	5,6	
DONGJIAN ENVIR-A	3 180	7,8					
CONCH VENTURE	17 810	4,0	3,8	3,6	12,9	10,3	13,3
BEIJING ENTERPRI	1 572	4,7	4,1	3,6	2,9	2,4	2,1
SIT SPA	839	12,0	9,6	8,4	4,6	4,2	3,9
SECHE ENVIRONNEM	3 165	14,9	13,3	11,6	5,9	5,4	5,0
MO-BRUK	1 019				6,0	5,6	4,6
ŚREDNIA		12,5	11,5	10,4	8,4	7,6	7,3
Krynicki Recycling	392	21,5	18,5	16,4	10,4	9,6	8,8
Premia/dyskonto do średniej (%)		72%	60%	57%	25%	26%	20%
Implikowana wartość godziwa KREC		13,2	14,1	14,4	17,7	17,4	18,4
Implikowana wartość godziwa KREC					15,9		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na: 2022.07.01 11:44

SIBELCO GŁÓWNYM AKCJONARIUSZEM W WYNIKU ZAKOŃCZENIA PRZEGLĄDU OPCJI STRATEGICZNYCH

Strategią Emitenta na kolejne lata jest wejście na rynek szkła w Europie Centralnej, który zmienia się na korzyść firm recyklingowych ze względu na nowe regulacje UE, zwiększające udział szkła z recyklingu w produkcji opakowań szklanych. Do realizacji tej strategii konieczne są wysokie nakłady inwestycyjne, stąd pod koniec 2021 roku Emitent zdecydował się na przegląd opcji strategicznych, w efekcie którego Spółka SCR-Sibelco N.V., jeden z największych graczy na europejskim rynku wytwarzania i dostarczania składników do produkcji szkła, została wybrana na partnera strategicznego.

W marcu SCR-Sibelco wezwało do sprzedaży 17 365 800 akcji Krynicki Recykling, stanowiących 100 % ogólnej liczby głosów na WZ i kapitału zakładowego, po cenie 23 zł za akcję. Przyjmowanie zapisów rozpoczęło się 12 kwietnia i trwało do 25 maja. W wyniku wezwania zawarto w dniu 30 maja 2022 r. transakcje, których przedmiotem było 16 289 943 akcji spółki Krynicki Recykling S.A. Rozliczenie wezwania oznacza, że SCR-Sibelco N.V. posiada obecnie 93,8% udziału w kapitale akcyjnym, co powoduje z jednej strony mocno ograniczoną płynność na GPW, a z drugiej brak możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu. Dlatego też SCR-Sibelco 24 czerwca br. poinformowało o zamiarze ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji pozostających w obrocie (1 075 857 szt.) po cenie 23 zł za akcję. W przypadku osiągnięcia przez głównego akcjonariusza progu powyżej 95% ogólnej liczby głosów na WZ zakładamy przeprowadzenie przymusowego wykupu i w konsekwencji wycofanie akcji z obrotu na GPW.

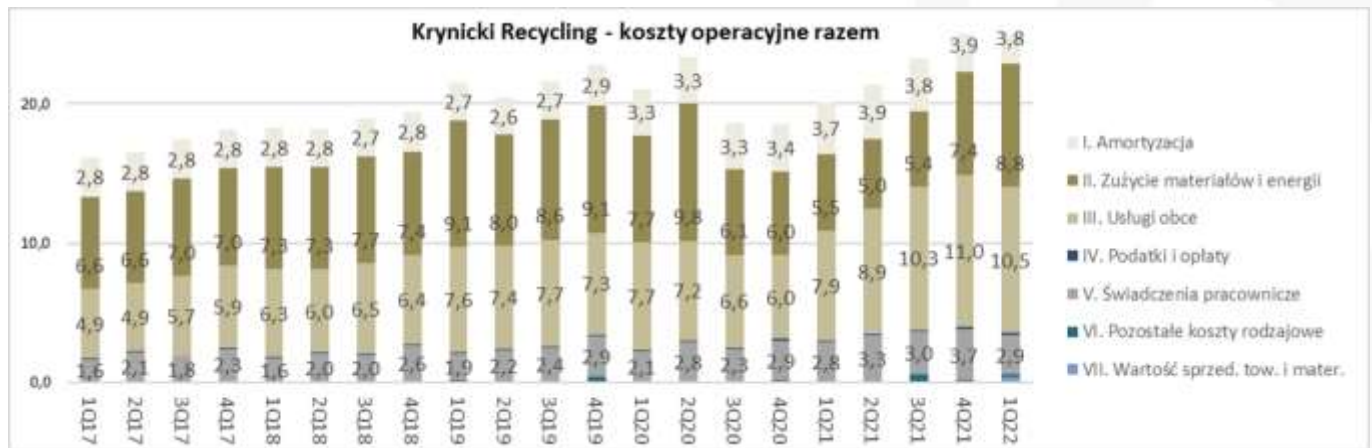
Wg spółki przejęcie kontroli nad KREC stworzyło dodatkowe możliwości dla rozwoju i wejścia na rynki zagraniczne, jak też umacniania pozycji na rynku krajowym.

STRATEGIA ROZWOJU EMITENTA

Głównym celem strategicznym Grupy Kapitałowej Emitenta na najbliższe lata jest kontynuacja poszerzania obszaru geograficznego prowadzonej działalności oraz umocnienie się na pozycji lidera zarówno na rynku polskim, jak i na rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej pod względem wolumenu uzdatnianej stłuczki szklanej. Wg KREC do realizacji tej strategii konieczne są wysokie nakłady inwestycyjne, stąd Spółka SCR-Sibelco N.V., została wybrana na partnera strategicznego. W Polsce przez najbliższe 2-3 lata nie będzie występowała potrzeba zwiększania mocy produkcyjnych, zatem prowadzone inwestycje będą miały charakter odtworzeniowy oraz usprawniający, co pozwoli Emitentowi zwiększyć wykorzystanie posiadanych mocy produkcyjnych oraz poprawić wskaźniki konwersji. W przypadku rynków zagranicznych, na których obecnie Grupa kupuje szkło lub sprzedaje produkty prowadzone są analizy opłacalności inwestycji w zakłady produkcyjne zarówno w formie akwizycji istniejących podmiotów jak i przeprowadzenia inwestycji od podstaw (greenfield). Oprócz strategii wykorzystania pełnych zdolności produkcyjnych, w Grupie prowadzone będą prace badawczo-rozwojowe mające na celu tworzenie i testowanie nowych technologii oczyszczania i separacji kolorystycznej szkła opakowaniowego oraz podniesienie współczynnika konwersji. W celu zredukowania glass loss, a tym samym poprawy efektywności – Emitent planuje modernizację linii technologicznych w obszarze separacji szkła z własnego odpadu produkcyjnego. Działalność operacyjna Grupy Emitenta skupiona będzie zatem w głównej mierze na zwiększeniu wydajności pracy zakładów oraz optymalizacji procesów dystrybucyjnych pozwalających na efektywne dostarczanie szkła do odbiorców finalnych. Ponadto, w kontekście realizacji nakreślonej strategii, Emitent kontynuuje politykę kontroli jakości dostaw surowca do swoich instalacji. Wyżej wymienione działania pozwolą uzyskać w toku procesu produkcyjnego asortyment o wysokich parametrach jakościowych przy zachowaniu jednorodności kolorystycznej.

GLÓWNE POZYCJE KOSZTOWE I RENTOWNOŚCI

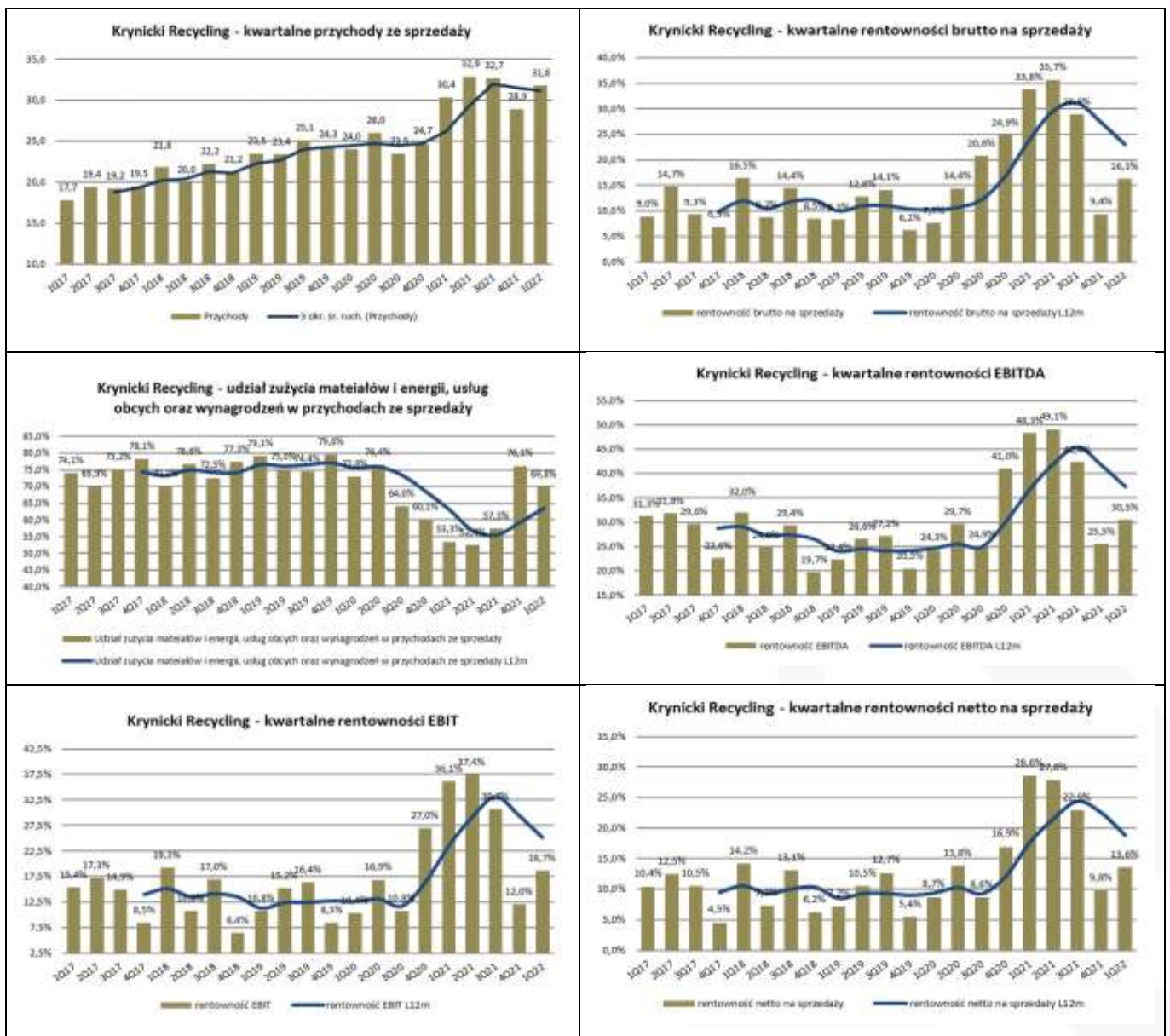
Poniżej przedstawiamy graficznie koszty w układzie rodzajowym spółki Krynicki Recykling w okresie od 1Q17 do 1Q22.



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

W 3Q21 została przełamana pozytywna tendencja spadkowa trzech głównych pozycji kosztowych tj. zużycia materiałów i energii, usług oraz wynagrodzeń względem uzyskanych przychodów, w 4Q21 nastąpił dalszy wzrost udziału w/w, by spaść nieco w 1Q22 - stanowi obecnie 69,8% sprzedaży vs 76,1% przed kwartałem. Przy czym, najbardziej dotkliwie wzrosty nastąpiły w kategorii usługi obce z 7,9 mln zł w 1Q21 do 10,5 mln zł w 1Q22 (+33% r/r) oraz kategorii zużycie materiałów i energii z 5,5 mln zł w 1Q21 do 8,8 mln zł w 1Q22 (+60% r/r). Jak wskazuje spółka jest to związane ze wzrostem kosztów transportu powiązanego ze wzrostem cen paliw, ale także ze wzrostem skali działalności i rozwojem wymiany handlowej poza granicami kraju oraz z drugiej strony skokowy wzrost cen gazu ziemnego oraz energii elektrycznej powoduje większą presję kosztową.

RAPORT ANALITYCZNY



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities

MOCE PRODUKCYJNE I PRZEWIDYWANY CAPEX

W ostatnich latach Krynicky Recycling ponosił znaczne nakłady inwestycyjne mające na celu wzrost możliwości przetwórczych. Nakłady inwestycyjne poniesione w 2021 roku okazały się o 6,2 mln niższe niż nasze założenia i wyniosły 8,5 mln zł. Obecnie KREC dysponuje łącznie 805 tys. ton/r mocy rzeczywistych, z których w 2021 roku wg. naszych szacunków wykorzystane zostało około 57 - 59%. W roku 2022 zakładamy wykorzystanie 59% mocy nominalnych, przy czym spółka sygnalizuje rozłożenie administracyjnych limitów produkcji w zakładzie w Lublińcu na cały 2022 rok, przy jednoczesnym zwiększeniu wykorzystania posiadanych mocy produkcyjnych w pozostałych zakładach. Limity administracyjne przewidują 150 tys. ton przerobu vs 257 tys. ton faktycznych mocy produkcyjnych dla zakładu w Lublińcu. Pomimo w/w w dalszym ciągu istnieje duży potencjał do zwiększenia przerobu bez konieczności ponoszenia dużych nakładów inwestycyjnych na budowę nowych zakładów. W 2022 roku planowana jest inwestycja w Wyszkuwie po zakończeniu rozbudowy huty Ardah (16 mln zł). Dodatkowo w zakładzie w Jarvakandi zaplanowano przeprowadzenie inwestycji, której celem będzie podniesienie stopnia konwersji oraz obniżenie kosztów produkcyjnych przez brak konieczności doczyszczania w dodatkowym procesie słuczki szklanej mix o granulacji 3-10 mm. Wartość inwestycji oszacowano na 500 tys. EUR. W związku z w/w zakładamy iż w roku 2022 wydatki inwestycyjne wyniosą 14,3 mln zł. Ze względu na brak ogłoszonych szczegółów dotyczących realizacji obecnej strategii związanej z planami wejścia na rynek szkła w Europie Centralnej i koniecznością poniesienia w związku z tym większych nakładów, planów ekspansji nie uwzględniamy w wycenie.

RAPORT ANALITYCZNY

ZAKŁAD ISTNIEJĄCE	MOCE RZECZYWISTE (tys. ton/r.)
LUBLINIEC	257
WYSZKÓW	150
PEŁKINIE	192
JARVAKANDI	66
CZARNKÓW	140
Łącznie	805

Rok	Wykorzystanie (%)
2018	50%
2019	56%
2020	48%
2021	60%
2022P	50%
2023P	64%
2024P	70%
2025P	76%
2026P	83%
2027P	91%
2028P	99%

Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities, P - prognoza Noble Securities

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	r/r	2Q22P	3Q22P	4Q22P	2021	2022P	r/r
Przychody	30,4	32,9	32,7	28,9	31,8	5%	32,8	33,2	32,3	124,9	130,1	4%
<i>dynamika r/r</i>	<i>26,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>39,3%</i>	<i>17,1%</i>	<i>4,7%</i>		<i>-0,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>25,1%</i>	<i>27,3%</i>	<i>4,2%</i>	
Koszty operacyjne razem	20,1	21,3	23,2	26,2	26,6	32%	26,9	26,3	26,5	90,9	106,3	17%
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	10,3	11,7	9,4	2,7	5,2	-50%	5,9	6,9	5,8	34,2	23,8	-30%
Pozostałe przychody operacyjne	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8		0,7	0,7	0,7	2,9	3,0	2%
Pozostałe koszty operacyjne	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0		0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	35%
EBIT	11,0	12,3	10,0	3,5	5,9	-46%	6,6	7,6	6,5	36,8	26,6	-28%
EBITDA	14,7	16,2	13,9	7,4	9,7	-34%	10,4	11,4	10,3	52,1	41,8	-20%
Przychody finansowe	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1		0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	
Koszty finansowe	0,3	0,9	0,3	0,6	0,8		1,2	1,2	1,2	2,1	4,4	109%
Zysk/ strata przed opodatkowaniem	10,7	11,3	9,8	2,9	5,3	-51%	5,4	6,4	5,3	34,7	22,5	-35%
Podatek	2,1	2,1	2,3	0,1	1,0		1,0	1,2	1,0	6,5	4,2	-35%
Zysk/strata netto	8,7	9,2	7,5	2,8	4,3	-50%	4,4	5,2	4,3	28,2	18,2	-35%

Źródło: Krynicki Recykling, P - prognoza Noble Securities

Problemy dotyczące większość spółek przemysłowych, związane z presją kosztową wynikającą z rosnących cen energii elektrycznej, gazu ziemnego oraz coraz droższym transportem nie omijają KREC. Widoczne jest istotne pogorszenie rentowności, które niestety może utrzymywać się jeszcze przynajmniej w perspektywie bieżącego roku. Do tej pory powrót do bardziej normalnych tendencji zakładaliśmy od 1Q22, z korektą dotyczącą rozłożenia wykorzystania mocy produkcyjnych w Lublińcu na cały rok 2022. Po opublikowanych wynikach skłaniamy się do weryfikacji założeń, ze względu na fakt, że poprawa q/q okazała się słabsza niż nasze założenia. Podtrzymujemy, że presja na rentowność związana z rosnącymi kosztami w całym 2022 roku powinna być widoczna, nawet mocniej niż pierwotne założenia.

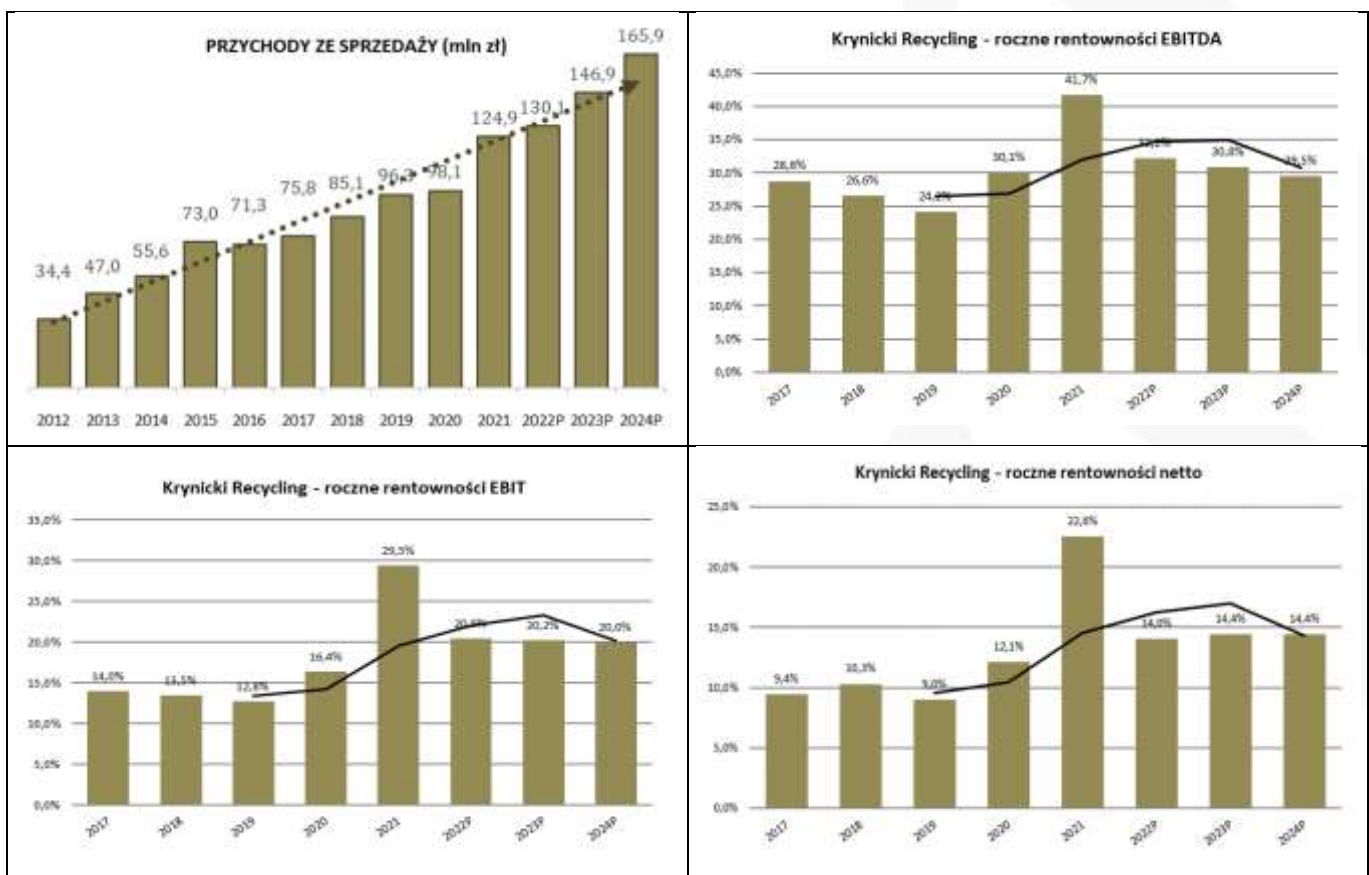
Na rok 2022 zakładamy, że przychody ze sprzedaży wyniosą 130,1 mln zł vs 124,9 mln w 2021 roku i 137 mln zł poprzednio. Presja kosztowa powoduje mocny spadek rentowności brutto na sprzedaży do 16,3% w 1Q22 vs 33,8% przed rokiem. Powyższa negatywna tendencja, jak wydaje się powinna zostać utrzymana przynajmniej w 2022 roku. Dlatego na cały 2022 rok zakładamy pogorszenie wyniku EBITDA do 41,8 mln zł z 52,1 mln zł w roku poprzednim, co powinno przełożyć się na znaczny spadek rentowności EBITDA do poziomu 32,1% z 41,7% przed rokiem. Zysk operacyjny wg. naszych prognoz powinien osiągnąć 26,6 mln zł vs. 36,8 mln zł przed rokiem. Przy tych założeniach rentowność EBIT wyniesie 20,5% vs. 29,5% w 2021 roku. W przypadku zysku netto zakładamy wynik w 2022 roku na poziomie 18,2 mln zł vs. 28,2 mln zł w 2021 roku (-35% r/r), co implikuje rentowność netto 14,0%.

Ze względu na spodziewane wyższe ceny sprzedaży czystej stłuczki oraz planowany wzrost wolumenów przerobu w górę korygujemy nasze wcześniejsze założenia dotyczące przychodów w latach 2023-2031. W dalszym ciągu zakładamy kontynuację pozytywnych trendów zarówno po stronie podaży surowca jak i popytu na główny produkt spółki, jednak ze względu na spodziewaną presję kosztową ze strony cen energii, gazu oraz logistyki, korygujemy w dół nasze oczekiwania dotyczące rentowności w latach 2022-2031. Prognozujemy 32,2% rentowności EBITDA w 2022 roku oraz konserwatywnie zakładamy jej lekki spadek r/r do poziomu 23,7% w 2031 roku. Poprzednio prognozowaliśmy 40,6% rentowności EBITDA w 2022 roku oraz spadek r/r do poziomu 33,7% w 2031 roku.

	2022 Stara	2022 Nowa	zmiana	2023 Stara	2023 Nowa	zmiana
Przychody	137,0	130,1	-5%	150,4	146,9	-2%
zysk brutto na sprzedaży	37,6	23,8	-37%	40,9	26,9	-34%
<i>rentowność brutto na sprzedaży brutto na sprzedaży</i>	<i>27,4%</i>	<i>18,3%</i>		<i>27,2%</i>	<i>18,3%</i>	
EBITDA	55,6	41,8	-25%	59,3	45,2	-24%
<i>rentowność EBITDA</i>	<i>40,6%</i>	<i>32,2%</i>		<i>39,4%</i>	<i>30,8%</i>	
EBIT	40,3	26,6	-34%	43,6	29,7	-32%
zysk netto	30,7	18,2	-41%	33,4	21,2	-36%

Źródło: Noble Securities

Przychody, rentowności EBITDA, EBIT i NETTO w Krynicki Recykling



Źródło: Krynicki Recykling (2017-2021), P-prognoza Noble Securities

PODSUMOWANIE WYNIKÓW 1Q22

Raportowane dane za 1Q22 oceniamy negatywnie. Przychody wyniosły 31,8 mln zł, co oznacza wzrost o 5% r/r. Jest to najgorsza dynamika wzrostu przychodów od 4Q20. Ze względu na presję kosztową EBITDA spadła o 34% r/r do 9,7 mln zł. EBIT odnotował spadek o 46% do 5,9 mln zł, a zysk netto jest o 50% niższy niż przed rokiem i wyniósł 4,3 mln zł. Wyniki kształtują się wyraźnie poniżej naszych założeń. Do tej pory powrót do bardziej normalnych tendencji zakładaliśmy od 1Q22, z korektą dotyczącą rozłożenia wykorzystania mocy produkcyjnych w Lublińcu na cały rok 2022. Po opublikowanych wynikach skłaniamy się do weryfikacji założeń, ze względu na fakt, że poprawa q/q okazała się słabsza niż nasze założenia. Podtrzymujemy, że presja na rentowność związana z rosnącymi kosztami w całym 2022 roku powinna być widoczna, nawet mocniej niż pierwotne założenia.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	r/r	1Q22P	wyniki/P
Przychody	24,0	26,0	23,5	24,7	30,4	32,9	32,7	28,9	31,8	5%	33,5	3%
<i>dynamika r/r</i>	<i>2,3%</i>	<i>10,9%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>1,6%</i>	<i>26,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>39,3%</i>	<i>17,1%</i>	<i>4,7%</i>		<i>10,4%</i>	
Koszty operacyjne razem	22,2	22,2	18,6	18,5	20,1	21,3	23,2	26,2	26,6	32%		24,8
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	1,8	3,7	4,9	6,1	10,3	11,7	9,4	2,7	5,2	-50%	8,7	
Pozostałe przychody operacyjne	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8			0,7
Pozostałe koszty operacyjne	0,0	0,0	3,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0			0,1
EBIT	2,5	4,4	2,5	6,7	11,0	12,3	10,0	3,5	5,9	-46%	9,4	-37%
EBITDA	5,8	7,7	5,8	10,1	14,7	16,2	13,9	7,4	9,7	-34%	13,2	-27%
Przychody finansowe	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1			0,0
Koszty finansowe	0,3	0,2	0,5	0,7	0,3	0,9	0,3	0,6	0,8			0,7
Zysk/ strata przed opodatkowaniem	2,5	4,1	2,1	6,0	10,7	11,3	9,8	2,9	5,3	-51%	8,8	
Podatek	0,4	0,5	0,1	1,8	2,1	2,1	2,3	0,1	1,0			1,7
Zysk/strata netto	2,1	3,6	2,0	4,2	8,7	9,2	7,5	2,8	4,3	-50%	7,1	-39%

Źródło: Krynicki Recykling, P - prognoza Noble Securities

Przychody skonsolidowane ze sprzedaży w 1Q22 wyniosły 31,8 mln zł, w porównaniu do 30,4 mln zł w analogicznym okresie ubiegłego roku. W związku z powyższym zmiana skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży wyniosła 1,4 mln zł, co daje wzrost o 5% r/r. W naszej wycenie zakładaliśmy 33,5 mln zł przychodów w 1Q22 co oznacza, że faktyczne przychody są o 5% niższe od naszej prognozy. Wpływ na wzrost przychodów ze sprzedaży wg spółki miał rosnący od ubiegłego roku popyt na sztukę szklaną, w konsekwencji którego pozyskane zostały kontrakty eksportowe. Udział eksportu stanowił 12,5% w sprzedaży szkła oczyszczonego.

EBITDA w 1Q22 -34% r/r, EBIT -46% r/r.

EBITDA w 1Q22 wyniosła 9,7 mln zł, w porównaniu do 14,7 mln zł EBITDA w analogicznym okresie ubiegłego roku. W związku z powyższym zmiana EBITDA wyniosła -5,0 mln zł, co daje spadek o 34% r/r. W naszej wycenie zakładaliśmy uzyskanie 13,2 mln zł EBITDA w 1Q22 co oznacza, że szacowane dane są o 27% niższe od naszej prognozy. EBIT za 1Q22 wyniósł 5,9 mln zł co oznacza spadek o 46% r/r oraz wynik o 37% poniżej naszej prognozy.

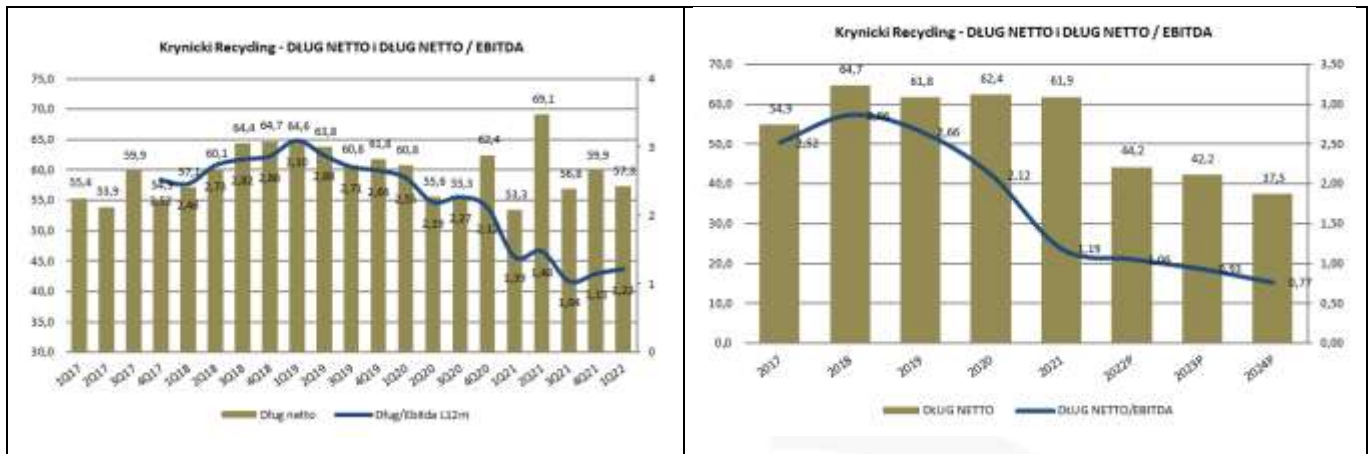
Zysk netto spadł o 4,4 mln zł r/r z 8,7 mln zł w pierwszym kwartale 2021 roku do kwoty 4,3 mln zł w pierwszym kwartale 2022 roku. GK wypracowała w ten sposób rentowność zysku netto w 1Q22 na poziomie 13,6% - spadek o 15 p.p. r/r.

Przeplewy gotówkowe: przeplewy z działalności inwestycyjnej w 1Q22 wyniosły -5,8 mln zł vs. -2,1 mln zł w 1Q21 oraz -2,4 mln zł w poprzednim kwartale. Nakłady inwestycyjne poniesione w pierwszym kwartale 2022 roku wyniosły 5,89 mln zł. **Przeplewy z działalności operacyjnej** w 1Q22 wyniosły +10,8 mln zł, o 3,5 mln zł mniej niż w 1Q21 (+14,3 mln zł). **Przeplewy pieniężne z działalności finansowej** za 1Q22 w kwocie -1,35 mln zł obejmowały głównie odsetki od kredytów i pożyczek (-0,72 mln zł) oraz płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu (-0,8 mln zł).

W konsekwencji przeplewy pieniężne netto wyniosły +3,48 mln zł vs. +1,33 mln zł przed rokiem.

Poziom zadłużenia w Krynicki Recykling

Dług netto wzrósł lekko w 1Q22 do 57,3 mln zł z 53,3 mln zł w 1Q21. Natomiast dług netto w odniesieniu do 12 mies. EBITDA wyniósł 1,22x vs 1,39x w 1Q21 oraz 1,15x w 4Q21. Jest to poziom całkowicie bezpieczny dla wypłacalności spółki, a dodatkowo tendencja spadkowa wskaźnika powinna zostać utrzymana do zakładanego przez nas poziomu długu netto 37,5 mln zł i współczynnika DN/EBITDA = 0,77x w 2024 roku (przy założeniu braku akwizycji).



Źródło: Spółka, oprac. Noble Securities, P - prognoza Noble Securities

POLITYKA DYWIDENDOWA

W czerwcu 2021 r. Zarząd spółki podjął uchwałę w sprawie przyjęcia do stosowania polityki w zakresie dywidendy. Spółka zamierzała przedkładać WZA propozycję wypłaty dywidendy w wysokości minimum 50% jednostkowego zysku netto przypisanego akcjonariuszom jednostki dominującej, przy założeniu że relacja długu netto do EBITDA na koniec roku obrotowego, którego dotyczyć będzie podział zysku nie przekroczy poziomów określonych w umowach finansowania dłużnego. Spółka podała, że polityka dywidendowa znajduje zastosowanie począwszy od jednostkowego zysku netto za rok obrotowy 2021.

W maju br. WZA zdecydowało o przeznaczeniu na wypłatę dywidendy 8,68 mln zł, czyli 0,5 zł na akcję. Kwota ta jest równa wypłaconej akcjonariuszom w grudniu ub.r. zaliczce na poczet dywidendy. Wg Zarządu przeznaczenie reszty zysku na kapitał zapasowy spółki w wysokości wyższej niż 50 % osiągniętego przez spółkę w 2021 roku zysku (wbrew ustalonej polityce dywidendy) uzasadnione jest planami inwestycyjnymi przedstawionymi we wniosku co do sposobu podziału zysku.

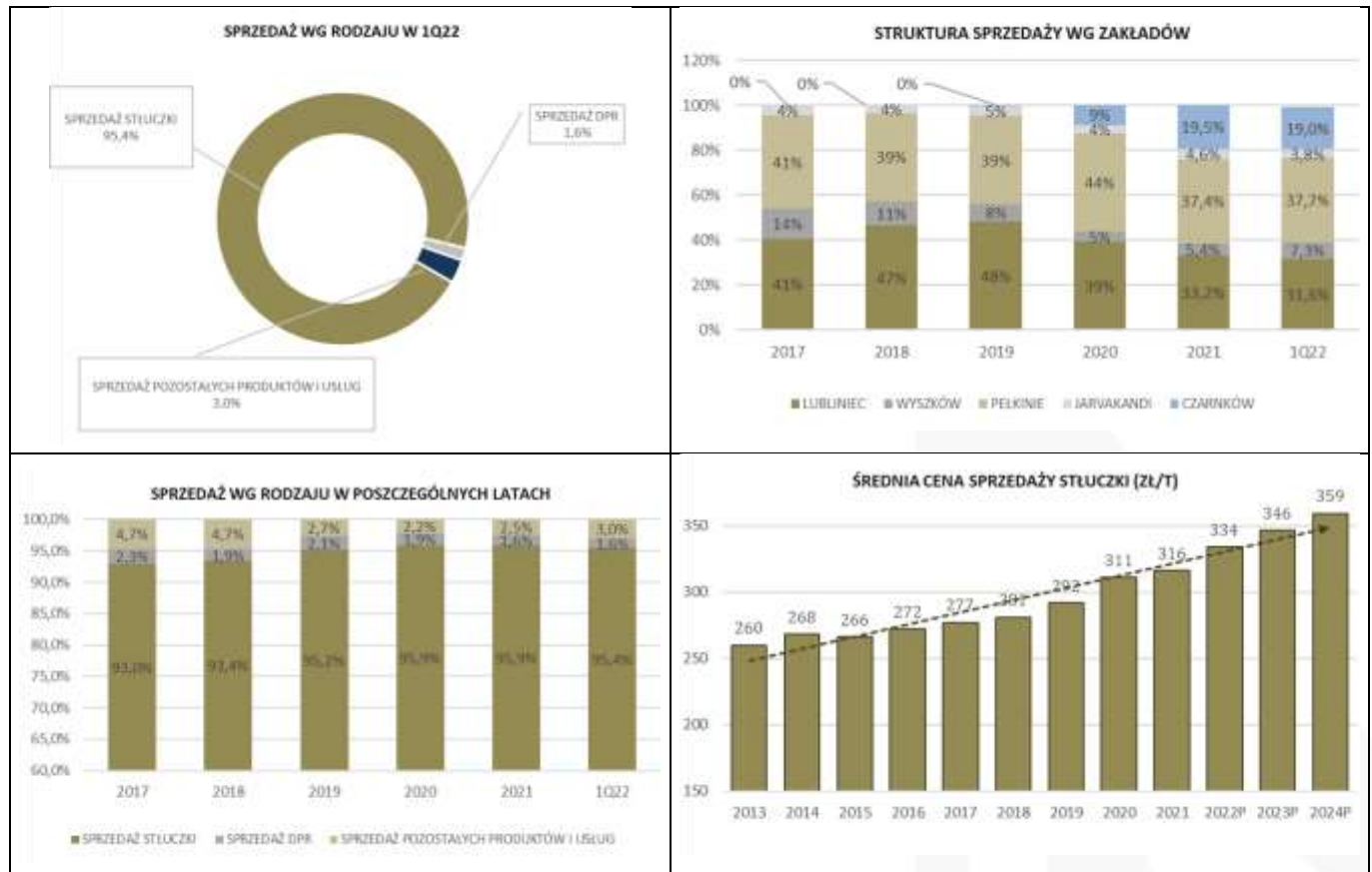
Za 2020 rok spółka wypłaciła łącznie 23,44 mln zł dywidendy, czyli 1,35 zł na akcję. Wcześniej spółka wypłaciła dywidendę dwukrotnie: w 2016 i 2020 r., odpowiednio 0,3 zł i 0,2 zł na akcję.

GLÓWNE ZAGROŻENIA I RYZYKA

- Wojna na Ukrainie i związane z nią zjawiska gospodarcze, takie jak wzrost inflacji;
- Ograniczenie produkcji w zakładzie w Lublińcu przy jednoczesnym zwiększeniu wykorzystania posiadanych mocy produkcyjnych w pozostałych zakładach;
- Ryzyko związane z brakiem stabilności systemu prawa;
- Ryzyko związane z uzyskiwaniem lub rozszerzaniem zgód administracyjnych dotyczących prowadzonej działalności (warunki środowiskowe, pozwolenia zintegrowane lub sektorowe);
- Ryzyko wzrostu cen surowców i kosztów transportu;
- Kształtowanie się cen gazu ziemnego oraz energii elektrycznej na TGE;
- Ryzyko wzrostu kosztów utylizacji odpadów poprodukcyjnych;
- Ryzyko niewłaściwego wykorzystania dotacji;
- Ryzyko związane z warunkami meteorologicznymi (Opady atmosferyczne mają ujemny wpływ na dostępność surowca oraz przebieg procesu produkcyjnego);
- Ryzyko związane z konkurencją (powstanie konkurencyjnego dla KREC zakładu uzdatniania stłuczki szkła w Gliwicach).
- Ryzyko związane z różnicami kursowymi w EUR. Z początkiem 2021 roku Emitent stał się z importera netto eksporterem netto, sprzedając czyste uzdatnione szkło do zagranicznych hut szkła;
- Ryzyko wzrostu stóp procentowych.

RAPORT ANALITYCZNY

DANE SPRZEDAŻOWE



Źródło: Krynicki Recykling; oprac. Noble Securities

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ, ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Krynicki Recykling S.A. jest świadomym partnerem w biznesie zarówno jako producent, klient oraz pracodawca. Jako producent dąży do ciągłego rozwoju stosowanych technologii i zagwarantowania najwyższej jakości produktów, przy jednoczesnym dbaniu o środowisko naturalne poprzez zmniejszenie zużycia energii oraz przez zwiększanie stopnia odzysku odpadów. Opracowuje i wdraża innowacje w zakresie technologii recyklingu i odzysku szkła. Obecnie realizuje projekty współfinansowane z Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój:

- Budowa zakładu uzdatniania stłuczki szklanej w oparciu o autorskie eko-innowacje wynikające z przeprowadzonych prac B+R
- Uzdatnianie szkła stanowiącego odpad, przy zastosowaniu technologii odwróconej separacji i wykorzystaniu prac własnych B+R w zakresie separacji kolorystycznej dla produktów typu "baby food".

Przy wyborze dostawców przykładą wagą do spełniania przez nich norm środowiskowych i posiadania certyfikatów branżowych. Od 2007 r. spółka utrzymuje system zarządzania jakością ISO 9001 w zakresie skupu, produkcji i sprzedaży stłuczki szklanej. W stosunku do swoich pracowników gwarantuje równy dostęp do stanowisk i rozwoju zawodowego.

Dodatkowo spółka angażuje się w rozwój lokalnych społeczności poprzez działalność sponsoringową oraz uświadamianie wartości w zakresie ochrony środowiska. W roku 2021 działalność sponsoringowa polegała między innymi na finansowym wsparciu lokalnych inicjatyw kulturalnych, społecznych i sportowych. Spółka przekazała darowizny na cele statutowe, w tym na organizację wyjazdów wakacyjnych dla młodzieży z niepełnosprawnościami oraz dla wychowanków placówek opiekuńczo – wychowawczych. Łączna kwota wsparcia finansowego w 2021 roku wyniosła około 13 tysięcy złotych.

Rada Giełdy Uchwałą Nr 13/1834/2021 z dnia 29 marca 2021 roku przyjęła nowe zasady ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na Głównym Rynku GPW pod nazwą „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021” (Dobre Praktyki 2021, DPSN2021), które weszły w życie z dniem 1 lipca 2021 roku. Spółka i jej organy podlegają nowemu zbiorowi zasad ładu korporacyjnego. Tekst ładu korporacyjnego jest publicznie dostępny na stronie internetowej www.corp-gov.gpw.pl.

RAPORT ANALITYCZNY

Bilans	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	231,3	234,1	227,5	230,1	234,9
Aktywa trwale	208,0	204,0	203,1	202,2	201,5
Rzeczowe aktywa trwale	168,7	166,7	165,7	164,8	164,1
Wartości niematerialne	39,2	37,2	37,2	37,2	37,2
Inne aktywa trwale	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa obrotowe	23,3	30,1	24,5	27,9	33,5
Zapasy	3,4	4,3	5,1	5,7	6,4
Należności handlowe	19,0	18,2	19,0	21,4	24,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,1	7,5	0,5	0,8	2,8
Inne aktywa obrotowe	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa	231,3	234,1	227,5	230,1	234,9
Kapitał własny razem	106,1	102,2	120,4	125,2	133,0
Zobowiązania długookresowe	93,3	97,2	69,7	65,2	59,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	44,5	53,7	29,0	27,3	24,6
Inne	48,8	43,5	40,7	37,9	34,9
Zobowiązania krótkookresowe	31,8	34,7	37,4	39,7	42,4
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	18,1	15,7	15,7	15,7	15,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	10,6	15,5	18,2	20,5	23,2
Inne	3,2	3,5	3,5	3,5	3,5

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	98,1	124,9	130,1	146,9	165,9
Koszty operacyjne razem	81,5	90,9	106,3	120,0	135,5
Zysk/ strata brutto ze sprzedaży	16,6	34,0	23,8	26,9	30,3
Pozostałe przychody operacyjne	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0
Pozostałe koszty operacyjne	3,2	0,1	0,2	0,2	0,2
EBIT	16,1	36,8	26,6	29,7	33,1
Przychody finansowe	0,4	0,0	0,3	0,2	0,1
Koszty finansowe	1,7	2,1	4,4	3,6	3,7
Podatek dochodowy	2,8	6,5	4,2	5,0	5,6
Zysk/strata netto	11,9	28,2	18,2	21,2	23,9
Zysk netto przyp. akc. jedn. dominującej	11,9	28,2	18,2	21,2	23,9
Amortyzacja	13,4	15,3	15,2	15,5	15,9
EBITDA	29,5	52,1	41,8	45,2	49,0

Źródło: Spółka, Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Zysk netto przed opodatkowaniem	18,1	38,9	31,3	33,5	37,0
Amortyzacja	13,4	15,3	15,2	15,5	15,9
Inne	-0,4	-5,0	-4,1	-3,8	-3,8
Zmiana kapitału obrotowego	-8,6	-1,7	1,1	-0,8	-0,9
Zapłacony podatek dochodowy	-1,1	-0,5	-4,2	-5,0	-5,6
CF operacyjny	21,5	47,0	39,3	39,5	42,5
CAPEX	-14,4	-8,5	-14,3	-14,7	-15,1
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	-14,4	-8,5	-14,3	-14,7	-15,1
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-5,8	1,7	-27,5	-4,6	-5,7
Inne	3,6	1,4	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-1,5	-2,0	-4,6	-3,5	-3,6
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-3,5	-32,1	0,0	-16,4	-16,1
CF finansowy	-7,2	-31,1	-32,1	-24,5	-25,4
CF	-0,1	7,4	-7,1	0,3	2,0
Stan środków pieniężnych na początek okresu	0,2	0,1	7,5	0,5	0,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	0,1	7,5	0,5	0,8	2,8

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Rentowność EBITDA	30,1%	41,7%	32,2%	30,8%	29,5%
Rentowność EBIT	16,4%	29,5%	20,5%	20,2%	20,0%
Rentowność netto	12,1%	22,6%	14,0%	14,4%	14,4%
Dług netto	62,4	61,9	44,2	42,2	37,5
Dług netto/EBITDA	2,12	1,19	1,06	0,93	0,77
Liczba akcji	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
Dywidenda na akcję	0,20	1,85	0,00	0,95	0,93
P/BV	1,5	3,3	3,3	3,1	3,0

Źródło: Spółka, Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgową
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesiące, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

Metoda DCF (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPLYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują tę czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj.

RAPORT ANALITYCZNY

zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych. NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem 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. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1936-krynicki-recykling-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Dariusz Dadej

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 1.07.2022, godz. 18:00 . Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 4.07.2022, godz. 8:05.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca KRYNICKI RECYKLING SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	2020-08-31	2020-12-11	2021-05-10	2021-07-13	2021-01-05
Kurs z dnia rekomendacji	7,76	8,10	19,8	20,0	19,6
Cena docelowa	11,8	15,2	25,1	32,9	31,8
WIG w dniu rekomendacji (godz. 8:30)	52237,3	56230,4	62109,0	67162,0	70469,0

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Aparator	Redukuj	12,2	14,8	13,24	-8%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	13,90	15%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,50	7%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	31,80	71%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	626,0	502,0	508,00	23%	18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	35,80	9%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	7,2	4,1	4,07	76%	19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5	75,50	27%	08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0	316,00	59%	07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Kupuj	13,2	10,1	7,28	81%	28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8	18,30	131%	16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Kupuj	812,0	700,0	614,00	32%	15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6	53,55	8%	11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	3,5	2,7	3,46	2%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4	11,50	66%	03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Kupuj	22,9	18,3	14,70	56%	04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	31,8	19,6	22,80	39%	05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6	9,70	22%	22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	176,4	193,0	116,62	51%	21.12.2021	9M	Maciej Kietliński
Dino Polska	Redukuj	295,0	338,0	302,50	-2%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	12,2	10,9	11,32	8%	03.12.2021	9M	Dariusz Dadej
Aparator	Trzymaj	19,1	18,7	14,50	32%	29.11.2021	9M	Michał Sztabler
OncoArendi	Kupuj	48,1	38,4	38,50	25%	16.11.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	157,6	131,6	113,80	38%	18.10.2021	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Kupuj	549,3	382,6	356,60	54%	18.10.2021	9M	Maciej Kietliński
TIM	nd	62,3	42,6	36,65	70%	14.10.2021	24M	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	51,5	53,5	44,85	15%	11.10.2021	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	41,2	22,5	21,90	88%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	9,57	40%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	59,20	21%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0	4,47	72%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7	13,20	91%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	13,70	30%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	489,20	-7%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	10,20	49%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	31,65	88%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9	33,20	-12%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	20,40	61%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	793,00	23%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	77,00	13%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	335,60	-24%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyr. Dep. Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 35

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

mobile: +48 602 445 334

Handel detaliczny, spółki przemysłowe

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

tel.: +48 785 920 192

Deweloperzy gier