

A N A L I Z A F I N A N S O W A

**KGL S.A.**

*Sprzedaż przestaje finansować sama siebie*

---

Perspektywa: CFO · Cash-first · Audit trail

Okres: FY 2022 | FY 2023 | FY 2024 | 9M 2025 (niebadany)

Jednostka: tys. PLN

## 01 Executive Summary

### TEZA GŁÓWNA

KGL nie ma dziś przede wszystkim problemu ze sprzedażą — ma problem z konwersją sprzedaży na gotówkę. CFS spadł z +27 717 tys. PLN w 2023 do +2 591 tys. PLN w 2024 i -8 524 tys. PLN w 9M 2025. CCC wydłużył się z 29 do ~67 dni. Current Ratio przez cały okres poniżej 1,0. To nie jest dziś historia o nowej akwizycji ani CAPEX-ie — to historia o pogarszającej się konwersji sprzedaży na gotówkę przez marżę i working capital.

### Kluczowe liczby (snapshot)

Wskaźnik	2022	2023	2024	9M 2025
Przychody (tys. PLN)	652 035	562 589	531 548	391 135
Wynik na sprzedaży	(2 989)	34 349	4 468	568
CFS (tys. PLN)	<b>(10 880)</b>	<b>27 717</b>	<b>2 591</b>	<b>(8 524)</b>
Current Ratio	<b>0,78×</b>	<b>0,90×</b>	<b>0,86×</b>	<b>0,86×</b>
CCC (dni)	29 dni	40 dni	43 dni	<b>~67 dni</b>
Debt / Equity	<b>2,19×</b>	<b>1,59×</b>	<b>1,83×</b>	<b>2,24×</b>
CCR (CFO/Zysk netto)	n/d*	<b>3,11×</b>	n/d*	n/d*

\* CCR n/d przy stracie netto. W takich okresach kluczowy wskaźnik jakości gotówki to CFS.

## 02 Dane źródłowe

Raporty roczne KGL 2022, 2023, 2024 + raport 9M 2025 (niebadany). Tys. PLN.

### Rachunek Zysków i Strat

Pozycja	2022	2023	2024	9M 2025
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	652 035	562 589	531 548	391 135
Koszt własny sprzedaży (COGS)	589 487	462 017	455 295	334 180
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	62 547	100 572	76 252	56 955
Koszty sprzedaży i zarządu (SG&A)	65 536	66 223	71 784	56 387
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>(2 989)</b>	<b>34 349</b>	<b>4 468</b>	<b>568</b>
Zysk operacyjny (EBIT)	(244)	35 121	9 518	905
<b>Zysk netto</b>	<b>(16 966)</b>	<b>18 301</b>	<b>(3 792)</b>	<b>(9 206)</b>

### Bilans

Pozycja	2022	2023	2024	9M 2025
Aktywa obrotowe	143 922	129 560	137 291	151 460
Zobowiązania krótkoterminowe	185 273	143 632	159 090	175 862
Zapasy	103 597	89 972	93 483	104 906
Należności handlowe (AR)	26 558	27 464	30 148	35 835
Środki pieniężne	3 977	5 837	6 302	3 957
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>373 644</b>	<b>349 739</b>	<b>362 229</b>	<b>361 130</b>
Kapitał własny	116 992	135 244	127 847	111 587
Zobowiązania handlowe (AP)	81 106	61 755	66 073	74 091
<b>Zobowiązania ogółem*</b>	<b>256 652</b>	<b>214 495</b>	<b>234 382</b>	<b>249 543</b>

\* Zobowiązania ogółem = Aktywa ogółem – Kapitał własny (bilans spinany). 9M 2025 = dane YTD niebadane.

### CFO — przepływy z działalności operacyjnej

Pozycja	2022	2023	2024	9M 2025
<b>CFO — działalność operacyjna</b>	17 879	<b>56 865</b>	26 528	12 076

### Stan otwarcia KON do obliczenia ΔKON i CFS za 2022

Dane z bilansu na dzień 31.12.2021 — potrzebne tylko do policzenia zmiany KON w 2022: AR 36 830 + Zapasy 109 531 – AP 105 203 = KON otwarcia 41 158 tys. PLN.

### 03 Working Capital i Cash Flow Sales (CFS)

CFS = Wynik na sprzedaży – ΔKON. Most krok po kroku. Tys. PLN.

Pozycja	Opening 2021	2022	2023	2024	9M 2025
AR	36 830	26 558	27 464	30 148	35 835
Zapasy (INV)	109 531	103 597	89 972	93 483	104 906
AP	105 203	81 106	61 755	66 073	74 091
<b>KON = AR+INV-AP</b>	<b>41 158</b>	<b>49 049</b>	<b>55 681</b>	<b>57 558</b>	<b>66 650</b>
<b>ΔKON vs poprzedni okres</b>	—	+7 891	+6 632	+1 877	+9 092
Wynik na sprzedaży	—	(2 989)	34 349	4 468	568
<b>CFS = Wynik na sprz. – ΔKON</b>	—	<b>(10 880)</b>	<b>27 717</b>	<b>2 591</b>	<b>(8 524)</b>

## 04 Wskaźniki finansowe

Wzór + wynik. 9M 2025 = YTD 9-miesięczny (dni liczone ×365 na YTD — zawiązają dni vs pełny rok). Tys. PLN.

### A. Płynność

Wskaźnik	Wzór	2022	2023	2024	9M 2025
Current Ratio	Aktywa obrotowe / Zob. KT	<b>0,78×</b>	<b>0,90×</b>	<b>0,86×</b>	<b>0,86×</b>
Quick Ratio	(Aktywa obr. – Zapasy) / Zob. KT	0,22×	0,28×	0,28×	0,26×
Cash Ratio	Środki pieniężne / Zob. KT	<b>0,02×</b>	<b>0,04×</b>	<b>0,04×</b>	<b>0,02×</b>

Quick Ratio 9M 2025:  $(151\,460 - 104\,906) / 175\,862 = 46\,554 / 175\,862 = 0,26\times$  (korekta vs wcześniejszej wersji).

### B. Zadłużenie i rentowność

Wskaźnik	Wzór	2022	2023	2024	9M 2025
Debt / Equity	Zob. ogółem / Kapitał własny	<b>2,19×</b>	<b>1,59×</b>	<b>1,83×</b>	<b>2,24×</b>
Debt / Assets	Zob. ogółem / Aktywa ogółem	68,7%	61,3%	64,7%	69,1%
Gross Margin	Zysk brutto / Przychody	9,6%	<b>17,9%</b>	<b>14,4%</b>	14,6%
EBIT Margin	EBIT / Przychody	<b>(0,0%)</b>	6,2%	1,8%	0,2%
Net Margin	Zysk netto / Przychody	<b>(2,6%)</b>	<b>3,3%</b>	<b>(0,7%)</b>	<b>(2,4%)</b>
ROE	Zysk netto / Kapitał własny	<b>(14,5%)</b>	<b>13,5%</b>	<b>(3,0%)</b>	<b>(8,3%)</b>

### C. CCC i konwersja gotówki

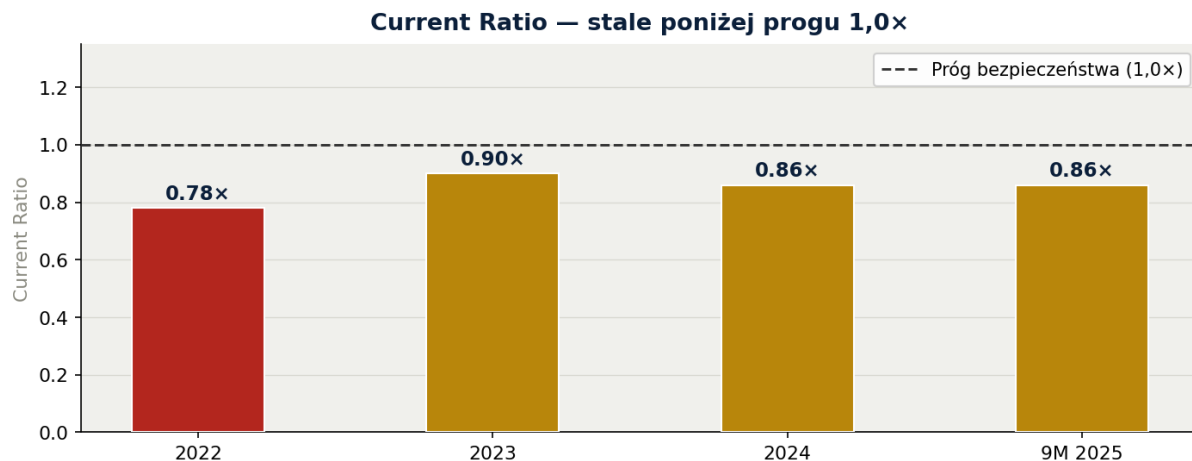
Wskaźnik	Wzór	2022	2023	2024	9M 2025
DSO	AR / Przychody × 365	15 dni	18 dni	21 dni	<b>33 dni</b>
DIO	Zapasy / COGS × 365	64 dni	71 dni	75 dni	<b>115 dni</b>
DPO	AP / COGS × 365	50 dni	49 dni	53 dni	81 dni
<b>CCC</b>	DSO + DIO – DPO	<b>29 dni</b>	<b>40 dni</b>	<b>43 dni</b>	<b>~67 dni</b>
CCR	CFO / Zysk netto	n/d*	<b>3,11×</b>	n/d*	n/d*
<b>CFS</b>	Wynik na sprz. – ΔKON	<b>(10 880)</b>	<b>27 717</b>	<b>2 591</b>	<b>(8 524)</b>

\* CCR = n/d przy stracie netto.

## 04b Wizualizacja trendów

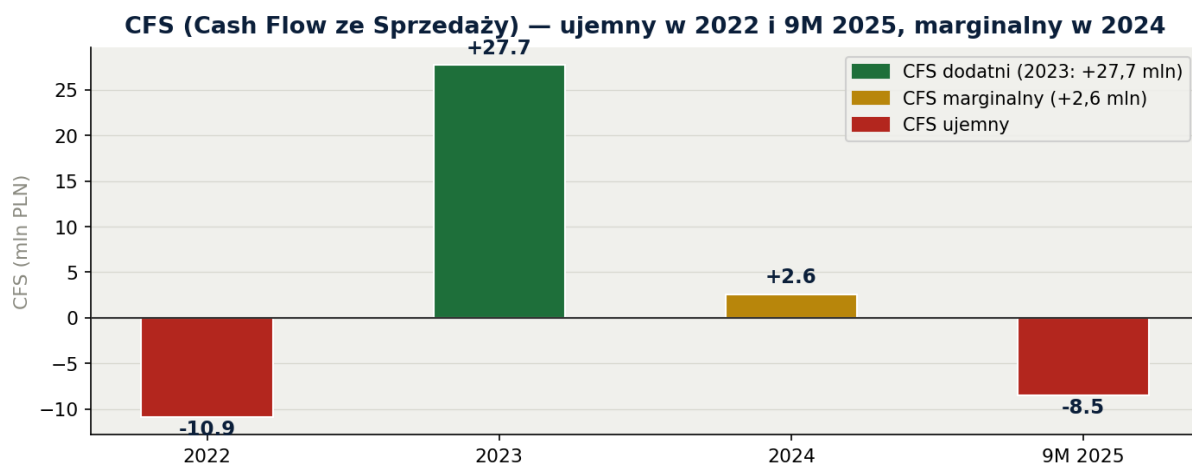
Trzy kluczowe wskaźniki w czasie. Źródło danych: tabela wskaźników z sekcji 04.

### Current Ratio — poniżej progu bezpieczeństwa 1,0× we wszystkich 4 okresach



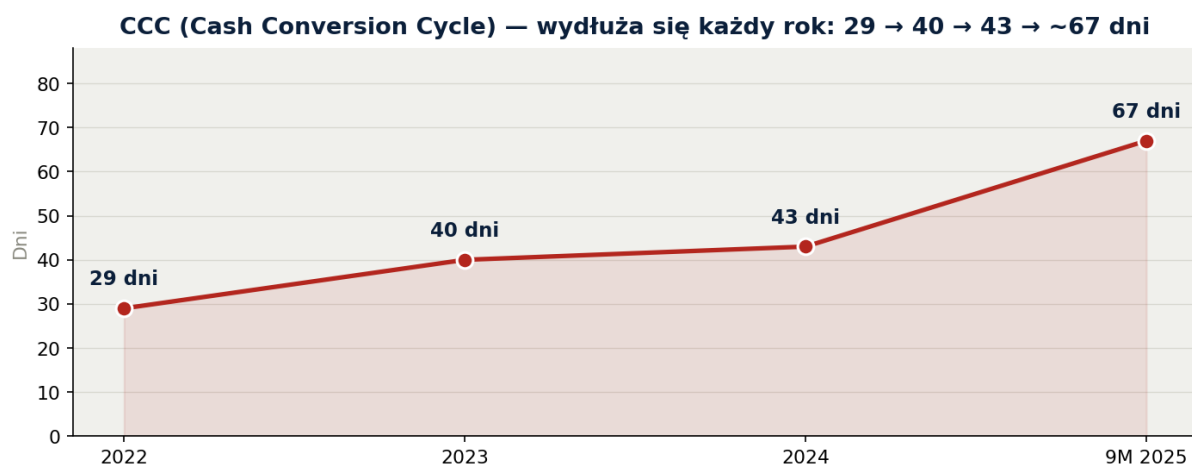
Current Ratio 2022–9M 2025. Próg bezpieczeństwa: 1,0×. Spółka nie przekroczyła go w żadnym analizowanym okresie.

### CFS (Cash Flow ze Sprzedaży) — ujemny w 2022 i 9M 2025, marginalny (+2,6 mln) w 2024



CFS = Wynik na sprzedaży – ΔKON. Jedyna istotna nadwyżka gotówkowa: 2023 (+27,7 mln PLN). W 2024 CFS marginalnie dodatni (+2,6 mln przy 531 mln przychodów = 0,5%). W 2022 i 9M 2025 — CFS ujemny, gotówka zamrożona w kapitale obrotowym.

### CCC — wydłuża się każdy rok: 29 → 40 → 43 → ~67 dni



Cash Conversion Cycle (DSO + DIO - DPO). Trend jednoznacznie niekorzystny. 9M 2025 = YTD.

## 05 Trend Analysis + Vertical Analysis

Dynamika i struktura RZiS. 9M 2025 pominięte w YoY (niepełny okres).

### A. Trend Analysis (YoY)

Pozycja	Poziom 2022	2023 vs 2022	2024 vs 2023
Przychody	652 035	-13,7%	-5,5%
COGS	589 487	-21,6% ✓	-1,5% ✗
Zysk brutto	62 547	+60,8%	-24,2%
SG&A	65 536	+1,1% ✗	+8,4% ✗
Wynik na sprzedaży	(2 989)	n/d → +34 349	-87,0%
EBIT	(244)	n/d → +35 121	-72,9%

### B. Vertical Analysis (% przychodów)

Pozycja	2022	2023	2024	9M 2025
COGS / Przychody	90,4%	82,1%	85,7%	85,4%
Zysk brutto / Przychody	9,6%	17,9%	14,4%	14,6%
SG&A / Przychody	10,1%	11,8%	13,5%	14,4%
Wynik na sprz. / Przychody	(0,5%)	6,1%	0,8%	0,1%
EBIT / Przychody	(0,0%)	6,2%	1,8%	0,2%
Zysk netto / Przychody	(2,6%)	3,3%	(0,7%)	(2,4%)

#### KLUCZOWA OBSERWACJA

2023: COGS spada szybciej niż sprzedaż → marża brutto rośnie z 9,6% do 17,9%. 2024: odwrócenie — COGS spada wolniej, SG&A rośnie o 8,4% do 13,5% przychodów. Wynik na sprzedaży kompresuje się z 34,3 mln do 4,5 mln mimo umiarkowanego spadku przychodów.

## 06 Historia w trzech aktach

*Kluczowa zmienna to Wynik na sprzedaży i CFS, nie poziom przychodów.*

### Akt 1 / FY 2023 — Recovery: Operacja wraca do zdrowia

- COGS spadł szybciej niż sprzedaż (-21,6% vs -13,7%) → COGS/Przychody: 90,4% → 82,1%.
- Wynik na sprzedaży: z -3,0 mln do +34,3 mln. CCR: 3,11× — jakość gotówki bardzo dobra.
- CFS: +27 717 tys. PLN — sprzedaż finansuje sama siebie z dużą nadwyżką.

### Akt 2 / FY 2024 — Compression: Koszt wraca jako problem

- Przychody -5,5%, ale COGS tylko -1,5%, a SG&A +8,4%. SG&A/Przychody: z 11,8% do 13,5%.
- Marża brutto: z 17,9% do 14,4%. Wynik na sprzedaży: z 34,3 mln do 4,5 mln (-87%).
- CFS: +2 591 tys. PLN — sprzedaż jeszcze formalnie generuje gotówkę, ale symbolicznie.

### Akt 3 / 9M 2025 — Warning: To nie był jednorazowy wypadek

- Wynik na sprzedaży: zaledwie 568 tys. PLN przy 391 mln przychodów. CCC: ~67 dni.
- KON urósł z 57,6 mln do 66,7 mln (+9,1 mln) → gotówka uciekła do working capital.
- CFS: -8 524 tys. PLN. Strata netto: 9,2 mln. Debt/Equity: 2,24×.

#### ONE-LINER NA ZARZĄD

«KGL przeszło z fazy odbudowy w 2023 do fazy kompresji cash conversion w 2024 i 9M 2025. Dziś kluczowym problemem nie jest poziom sprzedaży, tylko fakt, że sprzedaż coraz słabiej zamienia się w gotówkę. Dopóki spółka nie skróci CCC i nie odbuduje CFS, każda poprawa wyniku księgowego będzie miała ograniczoną wartość.»

## 07 Top 5 Red Flags

CFO view: pięć rzeczy, które zdecydują o kierunku 2026.

**1**

### Permanently napięta płynność

Current Ratio przez 4 okresy poniżej 1,0 (0,78–0,90). Cash Ratio 0,02–0,04. Bufor na potknięcia w sprzedaży lub rotacji zapasu praktycznie nie istnieje.

**2**

### CCC wydłuża się: 29 → 40 → 43 → ~67 dni

DSO 15 → 33 dni, DIO 64 → 115 dni. DPO tylko częściowo kompensuje. To centralny problem tej historii.

**3**

### CFS prawie zerowy w 2024, ujemny w 9M 2025

+27 717 tys. PLN (2023) → +2 591 tys. PLN (2024) → -8 524 tys. PLN (9M 2025). Sprzedaż przestała finansować sama siebie.

**4**

### Koszty nie skalują się w dół ze sprzedażą

Przychody 2024: -5,5%. COGS: -1,5%. SG&A: +8,4%. SG&A do 13,5% przychodów. Struktura kosztowa zbyt sztywna.

**5**

### Spółce coraz trudniej płacić odsetki z bieżącego biznesu

W 2023 spółka jeszcze dawała radę obsługiwać dług z zysku operacyjnego. W 2024, a szczególnie w 9M 2025, ta poduszka praktycznie zniknęła. Dźwignia finansowa znowu wraca powyżej 2x. Wyliczenie: Interest Coverage = EBIT ÷ koszty odsetkowe: -0,02 (2022) → 2,23 (2023) → 0,75 (2024) → 0,09 (9M 2025). Dług / Kapitał własny: 2,24x.

## 08 Co mówi spółka, czego nie mówi

---

*Ocena narracji zarządu na podstawie raportów — głównie raportu 9M 2025.*

### Co firma tłumaczy dobrze (raport 9M 2025 + raporty roczne)

- Słaby popyt i niska dynamika rynku.
- Agresywna konkurencja cenowa i presja na ceny przy niewspółmiernej dynamice kosztów.
- Kosztowna elastyczność produktowa.
- Wzrost kosztów wynagrodzeń ~10%.
- Segment dystrybucji: spadek cen towarów i niższe wolumeny.

### Czego firma nie tłumaczy wystarczająco

- Spółka pokazuje, że zapasy urosły — ale nie tłumaczy dlaczego zapasy tak urosły.
- Należności rosną, ale nie wiemy, czy klienci płacą później, czy po prostu jest ich więcej.
- Spółka korzysta bardziej z finansowania krótkoterminowego — ale nie wiemy, czy to plan, czy zaczyna jej brakować gotówki.
- Nie ma jasnego rozbicia, ile CFO to prawdziwa gotówka z biznesu, a ile to efekt księgowy albo przesunięcie płatności.

#### **WNIOSEK**

Spółka dobrze tłumaczy, dlaczego wynik operacyjny jest słaby — walka cenowa, koszty, słaby popyt. Nie tłumaczy wystarczająco dobrze, dlaczego gotówka znika szybciej niż sam wynik. To jest luka w narracji zarządu i główny obszar do dalszych pytań analitycznych.

## 09 Inwestycje: co wynika z CAPEX, czego nie wynika

Czy bieżące napięcie płynności to pokłosie nowych inwestycji?

### WERDYKT

Pośrednio tak: ciężar finansowania wcześniejszych inwestycji (leasing + odsetki) kompresuje bezpieczeństwo finansowe. Bezpośrednio nie: bieżący problem z cash conversion wynika z marży + zapasów + należności, nie z nowej akwizycji ani CAPEX-u 2024/9M25.

### Przepływy inwestycyjne — dowody

Pozycja	2022	2023	2024	9M 2025
<b>CFO</b>	17 879	<b>56 865</b>	26 528	12 076
<b>CFI</b>	(8 500)	<b>32 800</b>	(10 600)	<b>6 700</b>
CAPEX (wydatki inwestycyjne)	n/d	(9 900)	(12 000)	(6 000)
Wpływy ze sprzedaży aktywów	n/d	n/d	n/d	<b>12 800</b>
<b>CFF (szacunek*)</b>	n/d	(87 805)	(15 463)	(21 121)
z tego: raty leasingowe	(22 900)	(19 300)	(17 400)	(13 400)
z tego: odsetki zapłacone	(14 100)	(15 700)	(12 600)	(10 000)

\* CFF = Zmiana stanu środków – CFO – CFI. Zmiany: 2023 = +1 860; 2024 = +465; 9M25 = -2 345 tys. PLN. CFI 2023: duże wpływy ze zbycia aktywów.

- 9M 2025: CFI było DODATNIE (+6 700 tys.) — wpływy ze sprzedaży aktywów (12 800) przebiły CAPEX (6 000). Inwestycje nie drenowały gotówki.
- 2024: CAPEX 12 000 tys. przy CFO 26 528 tys. — duży udział, ale nie wyjaśnia skali pogorszenia cash conversion po stronie operacyjnej.
- Połączenie z FFK Moulds / nabycie Czosnowa = historia z 2020 r. Brak nowej akwizycji w 2023–9M25.
- Ciężar leasingu i odsetek nie pojawia się w CFO — uderza w przepływy finansowe. Ale sprawia, że spółce coraz trudniej płacić odsetki z bieżącego zysku: Interest Coverage 2,23 (2023) → 0,75 (2024) → 0,09 (9M 2025).

## 10 Co musi się poprawić + Data Requests

### Cztery dźwignie odwracania trendu

Dźwignia	Działanie	Wskaźnik docelowy
INV ↓ — Niższy zapas	Redukcja DIO: optymalizacja zamówień, SKU rationalization	DIO < 80 dni (vs ~115 dni 9M25)
AR ↓ — Szybszy spływ należności	Dyscyplina kontraktowa, AR aging pod kontrolą	DSO < 25 dni (vs ~33 dni 9M25)
GM ↑ — Obrona marży brutto	Ceny + mix + dyscyplina COGS	Gross Margin ≥ 17% (poziom 2023)
SG&A = — Stop wzrost koszt. stał.	Rebaseline SG&A, cost freeze	SG&A ≤ 11% przychodów

### Data Requests

*Bez tych danych nie można odpowiedzieć twardo, czy problem leży bardziej w jakości AR, zapasie, czy rolowaniu finansowania.*

Dane	Cel analityczny
AR aging (0–30 / 31–60 / 61–90 / 90+)	Ocena jakości należności — czy DSO rośnie z opóźnień, czy ze struktury klienta
AP aging	Czy wzrost DPO to negocjacje, czy rolowanie trudności płatniczych
Inventory aging / obsolescence	Ryzyko odpisów — DIO 115 dni wymaga weryfikacji jakościowej
Harmonogram zapadalności długu	Refinansowanie 2026–2027 przy Interest Coverage < 1×
Deferred revenue roll-forward	Ile CFO 2023/2024 to timing, a ile normalna operacja

**Wniosek końcowy:** KGL pokazało w 2023, że model działa. Problem 2024 i 9M25 nie jest strukturalnie niemożliwy do odwrócenia. Klucz to skrócenie CCC i odbudowanie CFS — dopiero wtedy poprawa wyniku księgowego ma realną wartość.

*Dokument na podstawie raportów KGL S.A. za 2022, 2023, 2024 i I–III kw. 2025 (niebadany). Pełny audit trail i formuły Excel dostępne w pliku KGL\_analiza\_finansowa.xlsx.*