

# Alumetal

kupuj

metale

Cena: 68.8

Cena docelowa: 77.8

## Pełne moce na silnym rynku

Alumetal trafił w dziesiątkę z wyborem czasu modernizacji swojego największego zakładu. Wymiana parku wytwórczego w zakładzie w Kętach na znacznie efektywniejszy i o większej mocy przypadła na czas epidemii. Jego uruchomienie przypadło też dokładnie na okres silnego ożywienia popytu na stopy aluminiowe, co spółka w pełni wykorzystała. W dodatku do rekordowego poziomu wzrosły marże przerobowe, co łącznie przełożyło się na bardzo dobre wyniki za 1Q21 i pozwala oczekiwać równie dobrych wyników w całym bieżącym roku. Dodatkowo stale rosnący popyt na aluminium, zwłaszcza wtórne, przekłada się na prawdopodobne utrzymanie tego korzystnego układu czynników w dłuższym okresie.

### Wzrost mocy produkcyjnych

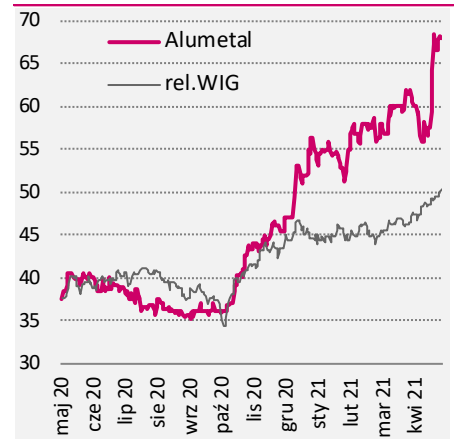
Alumetal po zakończeniu w 2016r. budowy zakładu na Węgrzech, który dodał 60 tys. ton mocy wytwórczych, w latach 2017 i 2018 realizował rozbudowę zakładu stopów wstępnych w Gorzycach (dodatkowe min. 12 tys. ton). Wtedy też zapadła decyzja o gruntownej modernizacji zakładu w Kętach, największego w Grupie. Już wtedy plan zakładał jego ponowne uruchomienie pod koniec 2020r., więc decyzja nie była związana z epidemią. Szczęśliwie zatem dla spółki głęboki ubiegłoroczny kryzys w branży motoryzacyjnej i drastyczne zmniejszenie zamówień przez klientów przypadł na czas kiedy główny zakład i tak nie funkcjonował. Wymieniono w nim trzy piece indukcyjne, czyli elektryczne, na jeden zasilany gazem, w dodatku o mocy wytwórczej większej o 20 tys. ton rocznie. Kolejnym projektem, który spółka rozpoczyna jest rozbudowa wydziału automatycznego przetwarzania surowców złomowych w Nowej Soli. Nie będzie on jednak zwiększał mocy, a nastawiony jest na wzrost efektywności.

### Rosnące znaczenie aluminium wtórnego

W 2020r. w skali świata 27% wprowadzonego do obrotu aluminium pochodziło z przetworzenia złomu, czyli było aluminium wtórnym. Dominującym sposobem jego pozyskiwania pozostaje zatem wydobywanie rudy, zwanej boksytem. Pozyskuje się ją najczęściej metodą odkrywkową, co jest destrukcyjne dla środowiska. W dodatku przetwarzanie rudy, czyli jej mielenie, suszenie, ługowanie, zagęszczanie i szereg kolejnych procesów są zarówno energochłonne, jak i wiążą się z dużą emisją CO<sub>2</sub>. Szacuje się, że pozyskanie aluminium wtórnego wymaga zaledwie 5% energii koniecznej do wytworzenia aluminium pierwotnego. W EU proces odzysku metali jest na wysokim poziomie, co przekłada się na duże nadwyżki eksportu tego surowca. Pozwala to w Europie na wywieranie presji na ograniczanie produkcji aluminium pierwotnego. W dodatku u głównych odbiorców, czyli z sektorów motoryzacyjnego i budowlanego, występuje tendencja do wykazywania źródeł pozyskiwania komponentów, ze zwróceniem uwagi na ich szkodliwość dla środowiska. Z tego powodu należy oczekiwać, że udział aluminium wtórnego będzie rósł, co jest korzystne dla Alumetalu.

### Wycena i rekomendacja

Jednym z podstawowych założeń naszej wyceny jest powrót poziomu wypracowywanego zysku EBITDA, w przeliczeniu na jedną tonę, w kolejnych latach, do długoterminowej średniej, która obecnie wynosi około 585 PLN. W 1Q21 spółka wypracowała 1031 PLN na tonę, a na cały rok zakładamy, że wyniesie średnio 750 PLN. Zakładamy więc, że dojdzie do korekty na osiągniętych marżach w drugiej połowie roku, czego jednak na razie nie zapowiada. W naszym przekonaniu oznacza to, że nasze prognozy są konserwatywne i niepewność ich realizacji jest w większym stopniu po stronie pozytywnej. Biorąc przy tym pod uwagę, że nasza wycena akcji spółki wynosi 77,8 PLN, rekomendujemy kupno akcji spółki Alumetal.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	68.4 / 35.1
Liczba akcji (mln)	15,6
Kapitałizacja (mln PLN)	1 059
EV (mln PLN)	1 168
Free float (mln PLN)	358
Średni obrót (mln PLN)	0.8
Główny akcjonariusz	Stulgis Grzegorz
% akcji, % głosów	32,8%, 32,8%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	9,7%   28,8%   57,0%
Zmiana rel. WIG	1,0%   16,5%   35,7%

Adam Zajler

22 598 26 88

adam.zajler@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2019	1383,8	63,4	95,4	62,1	50,5	3,24	5,50	34,3	21,0	2,0	6,0%	18,4	12,2	9,7%
2020	1061,6	66,8	98,0	65,7	55,0	3,53	7,23	33,4	19,2	2,0	0,0%	17,5	11,9	9,6%
2021p	2212,8	145,6	177,8	143,9	116,5	7,48	10,18	36,8	9,1	1,8	4,3%	8,0	6,6	18,1%
2022p	2295,0	119,9	153,0	117,6	95,3	6,12	10,10	41,4	11,1	1,6	5,2%	9,7	7,6	13,9%

p - prognozy skonsolidowane MillenniumDM, mln PLN

Dane dotyczące powiązań Millennium Domu Maklerskiego S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

# Wycena

Wycenę spółki Alumetal przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem zagranicznych spółek działających w obszarze wytwarzania aluminium pierwotnego i wtórnego, jego stopów oraz w części zintegrowanych pionowo wytwórców półproduktów aluminiowych. Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 1319 mln PLN, czyli 84,7 PLN na akcję. Przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 1105 mln PLN, czyli 70,9 PLN na akcję. Zarówno metodzie DCF jak i porównawczej przypisaliśmy wagi po 50%, uzyskując ogólną wycenę spółki na poziomie 1212 mln PLN, czyli 77,8 PLN na akcję.

W związku z uzyskaną wyceną rekomendujemy zakup akcji spółki Alumetal.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	1319	84,7
Wycena porównawcza	1105	70,9
<b>Wycena spółki Alumetal</b>	<b>1212</b>	<b>77,8</b>

Źródło: Bloomberg, MillenniumDomMaklerski S.A.

## Wycena DCF

(mIn PLN)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	>2030
Przychody	2212,8	2295,0	2418,6	2478,6	2569,4	2614,8	2660,2	2705,6	2751,0	2796,4	
Stopa podatkowa (T)	0%	19%	19%	10%	10%	10%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT adj x (1-T)	118,3	97,5	105,6	108,0	112,1	102,5	103,9	105,3	106,6	108,0	
Amortyzacja (non MSSF 16)	32,1	33,1	34,1	35,1	36,2	37,3	38,4	39,5	40,7	41,9	
Zmiana w kapitale pracującym	-85,5	-14,2	-21,3	-10,4	-15,7	-7,8	-7,8	-7,8	-7,8	-7,8	
CAPEX	-42,0	-62,0	-50,0	-40,1	-41,2	-42,3	-43,4	-44,5	-45,7	-46,9	
FCF	22,9	54,5	68,3	92,7	91,5	89,7	91,0	92,4	93,8	95,1	
zróżnicowanie FCF	-80%	138%	25%	36%	-1%	-2%	2%	2%	1%	1%	1,2%
Dług/Kapitał	16,7%	18,9%	17,9%	17,1%	16,6%	16,3%	16,3%	16,2%	16,2%	16,2%	20,0%
Stopa wolna od ryzyka	0,0%	0,2%	0,4%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	2,6%
Premia kredytowa	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
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 nielewarowana	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Beta lewarowana	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Koszt długu	2,0%	2,2%	2,4%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	3,7%	4,6%
Koszt kapitału	5,9%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,4%	8,4%
WACC	5,2%	5,2%	5,4%	5,7%	6,0%	6,2%	6,3%	6,5%	6,6%	6,7%	7,5%
PV (FCF)	21,7	49,2	58,6	75,1	70,0	64,6	61,7	58,8	56,0	53,2	858,8
Wartość DCF (mIn PLN)	1428	w tym wartość rezydualna				859					
(Dług) Gotówka netto	-108,8										
Wycena DCF (mIn PLN)	1318,9										
Liczba akcji (mIn)	15,6										
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>84,7</b>										

Źródło: MillenniumDM

#### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla Grupy Alumetal na lata 2020 – 2029.
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych.
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,6%.
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5%.
- Współczynnik beta nielewarowany na poziomie 1.0.
- Stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2028 na poziomie 1.2%.
- Efektywna bazowa stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%, w poszczególnych latach została skorygowana o ulgi podatkowe z tytułu inwestycji w SSE.

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

#### Wrażliwość wyceny Grupy Alumetal na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	2,0%
Stopa RF rezydualna	1,5%	90,9	93,3	95,9	100,1	108,5
	2,0%	86,1	88,1	90,3	93,8	100,8
	2,6%	81,0	82,6	84,4	87,4	92,9
	3,0%	78,4	79,9	81,5	84,1	89,1
	3,5%	75,2	76,6	78,0	80,3	84,5
Beta nielewarowana	0,8	97,2	99,7	102,4	106,8	115,5
	1,0	81,2	82,9	84,7	87,6	93,2
	1,2	69,2	70,4	71,6	73,7	77,5

Źródło: MillenniumDM

## Wycena porównawcza

#### Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Kraj	MC	P/E			EV/EBITDA		
				2020	2021	2022	2020	2021	2022
ALRO SA	ALR	ROMANIA	488	4,8	7,1	5,7	4,4	4,9	4,3
BEFESA SA	BFS	LUXEMBOURG	2 441	36,9	21,6	19,6	10,8	12,8	11,9
AMAG AUSTRIA METALL AG	AMA	AUSTRIA	1 486	90,6	37,0	24,0	12,9	11,3	9,6
GRUPA KETY SA	KTY	POLAND	1 699	11,0	14,7	14,6	7,9	9,7	9,4
NORSK HYDRO ASA	NHY	NORWAY	12 593	20,0	10,8	10,2	5,7	5,4	5,3
CONSTELLIUM SE	CST	FRANCE	2 398		16,7	10,5	9,3	7,5	6,2
CENTURY ALUMINUM COMPANY	CEN	UNITED STATES	1 152		37,6	8,6	162,8	6,6	5,1
UNITED CO RUSAL INTERNATION	486	RUSSIA	11 176	9,3	3,9	3,5	14,7		
Mediana				15,5	15,7	10,3	10,0	7,5	6,2
Alumetal zysk netto (mln PLN)				55,0	116,5	95,3			
Alumetal EBITDA (mln PLN)							98,0	177,8	153,0
Dług netto							80,1	108,8	111,6
Wy cena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)				853	1826	984	903	1226	837
<b>Wycena</b>							<b>1 105</b>		
<b>Wycena na 1 akcję</b>							<b>70,9</b>		

Źródło: Bloomberg, MillenniumDM

## Wyniki za 1 kwartał 2021r.

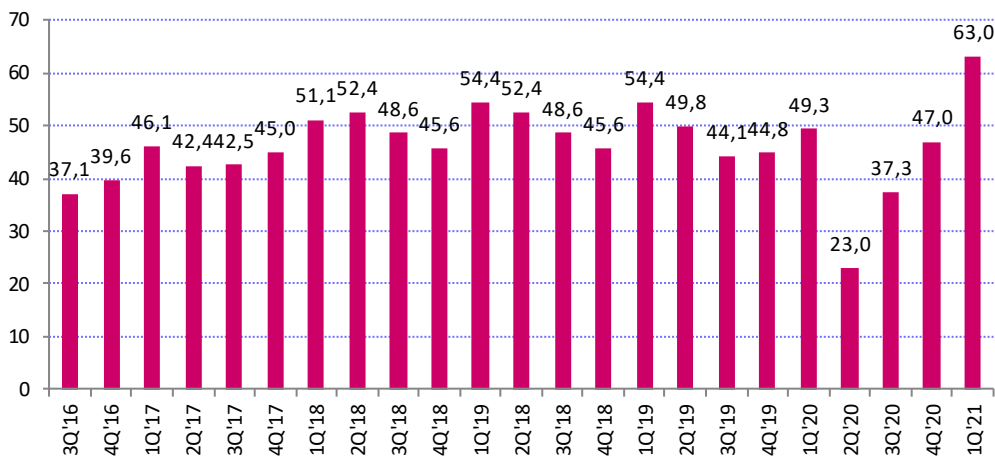
Alumetal podał bardzo dobre wyniki za 1Q21. Już komentując wyniki za 2020r. spółka zapowiadała bardzo dobry 1Q, ale okazały się one lepsze niż można się było spodziewać na bazie prezentowanego wtedy optymizmu. W okresie tym Alumetal osiągnął wolumen sprzedaży 63 tys. ton, czyli więcej o 28% r/r. Natomiast wzrost cen aluminium przełożył się na znacznie większą dynamikę przychodów, gdyż te wzrosły o 60%, do 514 mln PLN. Wysokiej dynamice wzrostu cen towarzyszyły wzrosty wysokości marży benchmarkowej, która w styczniu osiągnęła poziom historycznie rekordowy (618 EUR/t, vs 10-letnia średnia 340 EUR/t), a w całym 1Q 558 EUR/t. Co prawda marża ta nie jest tożsama z osiąganą przez Alumetal, zwłaszcza że stawia on na rozwój sprzedaży produktów wyżejmarżowych, jak stopy wstępne w formie drutu, wafli, a także fluorek i inne, jednak wskazuje na bardzo sprzyjające spółce otoczenie. Na bardzo dobry wynik, poza korzystnymi warunkami zewnętrznymi, wpływ miało uruchomienie po modernizacji największego zakładu produkcyjnego Grupy, a mianowicie zakładu w Kętach. Zastąpiono w nim 3 piece elektryczne jednym zasilanym gazem, co znacznie zwiększyło efektywność, przy okazji zwiększając moce produkcyjne. W 2Q21 zarząd zapowiada utrzymanie produkcji powyżej 60 tys. ton i to mimo przestoju produkcji samochodów spowodowanych brakami komponentów (głównie mikroprocesorów). Co więcej wg zarządu koncerny motoryzacyjne sygnalizują, że mają duże zaległości produkcyjne i jak tylko skończą się wspomniane problemy z komponentami, to mogą znacząco zwiększyć zamówienia. Omawiana już marża benchmarkowa w kwietniu uległa obniżeniu do 413 EUR/t, ale w maju ponownie rośnie.

Pozostałe informacje przekazane przez spółkę przy okazji prezentacji wyników:

- ❑ W bieżącym roku spółka planuje mocno zbliżyć się do celu postawionego na 2022r., czyli wielkości produkcji 250 tys. ton (w 2020r. było to 156,6 tys. ton).
- ❑ Po czterech kwartałach spadku liczby rejestracji samochodów w UE i W. Brytanii w 1Q21 liczba ta wzrosła o 4% r/r. Odbicie było niewielkie z powodu utrzymywanych lock-downów w wielu krajach oraz, co może istotniejsze, przestoju produkcyjnych powodowanych brakami dostępności mikroprocesorów na rynkach.
- ❑ Rośnie udział w sprzedaży samochodów o napędzie elektrycznym i hybrydowym. W 1Q21 udział tych pojazdów wyniósł w UE i UK 35%, podczas gdy rok temu było to 18%, a dwa lata temu 9%. Kolejny raz zarząd podkreśla, że samochody hybrydowe zawierają więcej elementów aluminiowych niż spalinowe, więc postępujący trend elektryfikacji jest dla niej korzystny.
- ❑ Spółka liczy na wzrost popytu na swoje stopy w konsekwencji inwestycji Tesli pod Berlinem.
- ❑ Według spółki jej udział w europejskim rynku wtórnych aluminiowych stopów odlewniczych przekroczył 8%.
- ❑ Znaczącą poprawę marżowości odnotowali również najwięksi konkurenci Alumetalu. Jednak wg. zarządu w przeliczeniu EBITDA/tonę efektywność Alumetalu pozostaje dużo wyższa, co tłumaczy posiadaniem nowocześniejszego parku produkcyjnego, przez to efektywniejszego i z wyższą elastycznością.
- ❑ W 1Q21 capex wyniósł 14,2 mln PLN, w tym 12,1 mln PLN to wydatki rozwojowe, głównie na wydział automatycznego przetwarzania złomu w Nowej Soli. W ostatnich 12 miesiącach capex wyniósł 56,4 mln PLN.
- ❑ Ujemne przepływy operacyjne były wynikiem wzrostu wartości kapitału obrotowego.
- ❑ Zarząd nie chciał zdradzić jaka część wyniku pochodziła z efektu wzrostu wartości zapasów, czyli ile wyniósłby wynik wyliczony metodą LIFO. Niemniej całość produkcji na 2Q21 jest zabezpieczona posiadanymi zapasami i zakontraktowanymi dostawami złomu. Obecnie kontraktowany jest surowiec na 3Q21r.
- ❑ Zarząd zwraca uwagę na wpływ sytuacji epidemiologicznej w Indiach na światowy rynek złomu. Zmniejszone dostawy z tego kraju do Chin, spowodowały zwiększony import z innych części świata. Mimo to zarząd nie obawia się o dostępność surowca, choć określa to jako element zaburzający rynek.

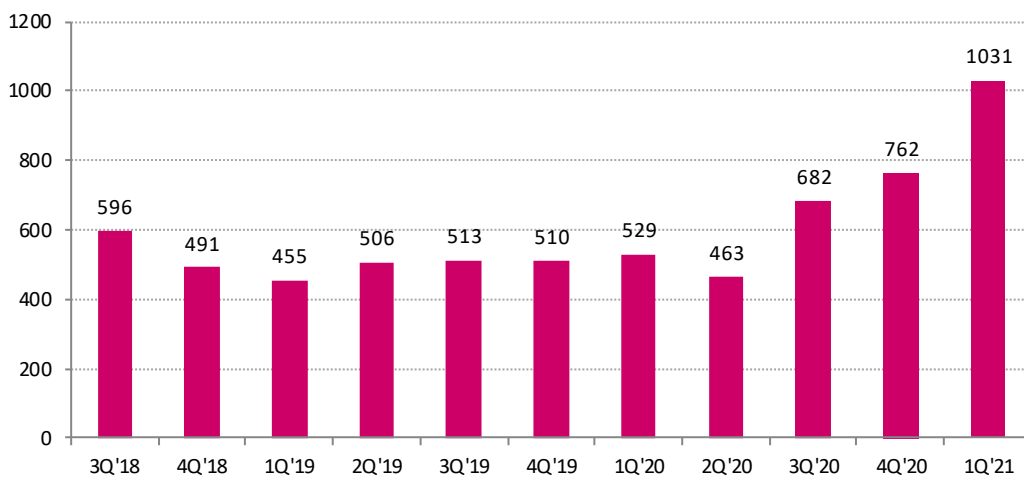
- Wzrosła stawka podatkowa z powodu wykorzystania już aktywa podatkowego z tytułu inwestycji w Gorzycach i Nowej Soli. Spółka otrzymała za to decyzję o wsparciu w ramach programu Polska Strefa Inwestycji (ulga podatkowa w wysokości 35% wydatków – zarząd szacuje ją na 27 mln PLN), ale efekty tego nie będą widoczne w bieżącym roku.
- W 3Q21 ruszy rozbudowa zakładu w Nowej Soli, a koniec inwestycji planowany na 4Q22. Całość inwestycji planowana na 78 mln PLN, z czego wydano 12 mln PLN, na działkę i zaliczki dla dostawców.
- Spółka zakontraktowała energię i gaz na bieżący rok i aktualnie kontraktowany jest rok przyszły.

### Alumetal - wolumen sprzedaży w tys. ton



Źródło: Alumetal, Millennium DM

### Alumetal - EBITDA na tonę w PLN



Źródło: Alumetal, Millennium DM

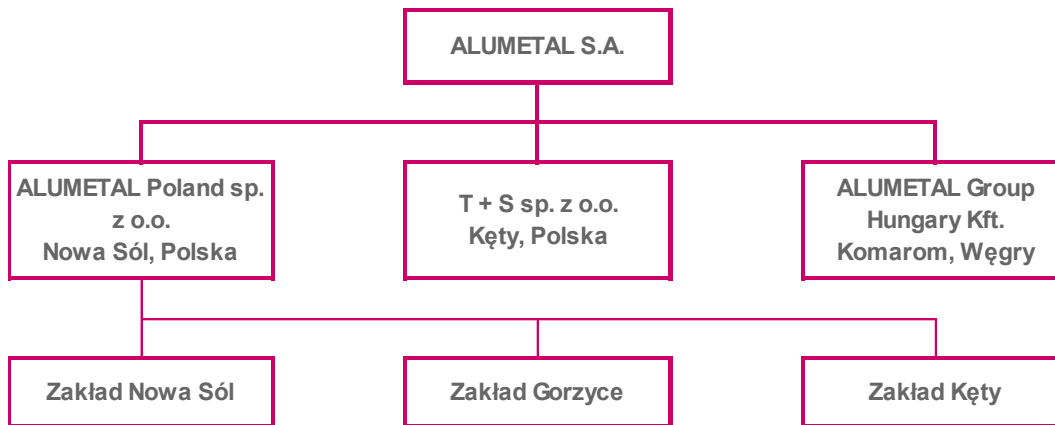
### Dywidenda

WZA Alumetalu odbyło się 19 maja i podjęto na nim decyzję o wypłacie dywidendy w łącznej wysokości 45,5 mln PLN, na którą składa się 32,7 mln PLN pochodzące z zysku netto spółki za 2020r. oraz część kapitału rezerwowego w kwocie 12,8 mln PLN. W przeliczeniu na jedną akcję dywidenda wyniesie 2,92 PLN. Walne Zgromadzenie wyznaczyło dzień dywidendy na dzień 8 czerwca 2021r., a terminu wypłaty dywidendy na dzień 28 czerwca 2021r.

## Opis spółki

### Grupa Alumetal

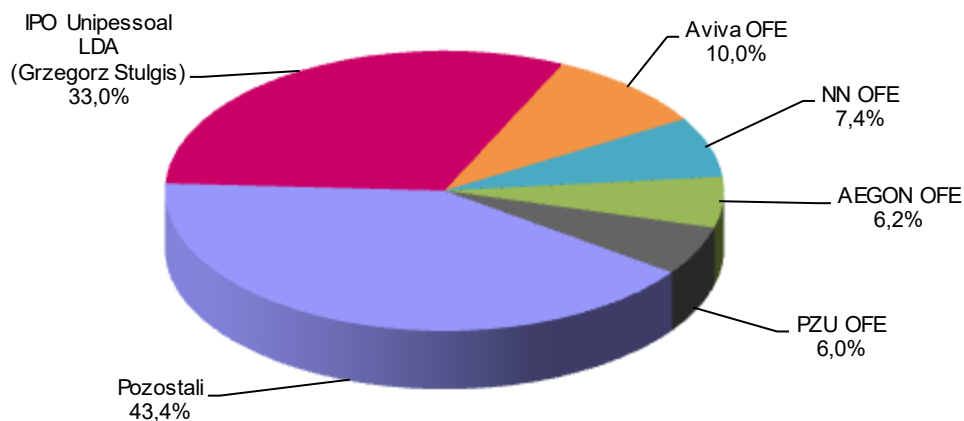
Grupa Alumetal składa się z czterech spółek: Alumetal S.A. (spółka holdingowa) oraz Alumetal Poland sp. z o.o., T+S sp. z o.o. i Alumetal Group Hungary Kft. (spółki produkcyjne).



Alumetal S.A. jest spółką holdingową, świadczącą dla pozostałych spółek grupy m.in. usługi zarządzania, handlowe, finansowe, informatyczne, księgowość. Alumetal Poland sp. z o.o. to główna spółka produkcyjna grupy w Polsce, wytwarzająca wtórne i pierwotne aluminiowe stopy odlewnicze oraz stopy wstępne. Do Alumetal Poland sp. z o.o. należą trzy polskie zakłady produkcyjne grupy, zlokalizowane w Kętach (woj. małopolskie), Nowej Soli (woj. lubuskie) i Gorzycach (woj. podkarpackie). T+S sp. z o.o. zajmuje się działalnością pomocniczą polegającą na produkcji topników oraz soli, wykorzystywanych głównie na potrzeby Grupy Alumetal jak również sprzedawanych do klientów zewnętrznych w przemyśle odlewniczym i hutniczym. Alumetal Group Hungary Kft. to węgierska spółka produkcyjna wytwarzająca wtórne aluminiowe stopy odlewnicze w zakładzie w Komarom.

Największym akcjonariuszem spółki jest - IPO UNIPESOAL LDA (33.0% akcji i głosów na WZA) – podmiot kontrolowany przez przewodniczącego rady nadzorczej Grzegorza Stulgisa. Pakiety stanowiące ponad 5.0% posiadają jeszcze cztery OFE.

### Alumetal - struktura akcjonariatu



Źródło: Alumetal, MillenniumDM

## Struktura sprzedaży

Grupa Alumetal jest nowoczesnym producentem wtórnych i pierwotnych aluminiowych stopów odlewniczych, zaliczany do największych w Europie. Oprócz stopów odlewniczych Grupa specjalizuje się w produkcji stopów wstępnych tzw. zapraw aluminiowych, aluminium do odtleniania stali oraz topników i soli. Największym odbiorcą produktów Grupy jest przemysł motoryzacyjny. W 2019 r. sektor ten wygenerował 87.7% przychodów, a w 2020 r. 83.7% (w związku ze spadkiem sprzedaży aut w UE i UK o 24.6% r/r). Oprócz klientów z przemysłu motoryzacyjnego Grupa Alumetal dostarcza produkty także do klientów z branż budowlanej, AGD, przemysłu maszynowego oraz hutnictwa stali. Do największych klientów, od których przychody stanowiły ponad 10% w 2020 r., należą Grupa Nemaak oraz Grupa Volkswagen. W 2020 r. klienci z Polski mieli 31.2% udziałów w sprzedaży, z Niemiec 19.0% a z pozostałych krajów europejskich 49.8%. Głównym źródłem przychodów ze sprzedaży Grupy są stopy aluminiowe, których sprzedaż stanowiła około 98% przychodów Grupy w 2020 roku.

## Model biznesowy Grupy

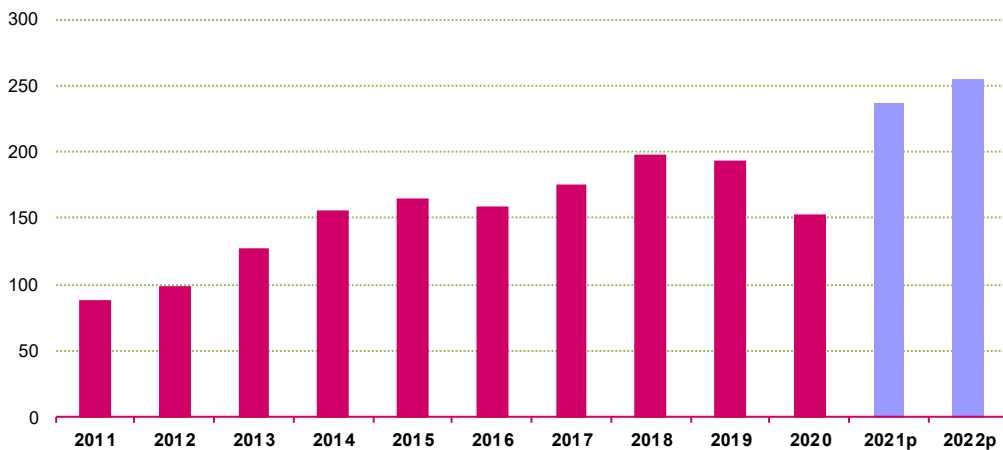
Aluminium jest najbardziej rozpowszechnionym pod względem zastosowania metalem nieżelaznym. Posiada unikalne właściwości (lekkość, trwałość, wytrzymałość, odporność na korozję oraz dobre przewodnictwo ciepła i energii). Dzięki swej lekkości zapotrzebowanie na aluminium rośnie w przemyśle motoryzacyjnym. Cel redukcji emisji CO<sub>2</sub> w samochodach realizowany jest między innymi poprzez zmniejszanie wagi pojazdów.

Grupa Alumetal zajmuje się produkcją aluminium wtórnego, które powstaje w procesie recyklingu złomu aluminiowego. Kluczową zaletą recyklingu aluminium jest fakt, że do wyprodukowania pełnowartościowego surowca – wtórnego aluminium potrzebne jest tylko 5% energii niezbędnej do produkcji aluminium pierwotnego, z czym wiąże się odpowiednio mniejsza emisja CO<sub>2</sub> do atmosfery. W związku ze spadającym poziomem produkcji aluminium pierwotnego na terenie UE (ze względu na zbyt wysokie koszty energii), produkcja wtórnego aluminium staje się jedyną alternatywą zmniejszającą uzależnienie UE od importu aluminium pierwotnego spoza UE.

Surowce wtórne używane w procesie recyklingu to głównie aluminiowy złom technologiczny poprodukcyjny jak np. wióry, czy odpady z produkcji blach lub profili oraz złom poamortyzacyjny np. odlewy, profile z rozbiórki budynków, felgi, zużyte puszki po napojach, folie itp. Proces recyklingu pozwala wytwarzać pełnowartościowe produkty aluminiowe, a samo aluminium z uwagi na swoje cechy może być wielokrotnie przetwarzane bez utraty jego właściwości i jakości. Proces produkcji aluminium wtórnego, w zależności od gatunku surowców, dzieli się na następujące fazy: 1) przygotowanie złomu obejmujące identyfikację zanieczyszczeń, oddzielenie zanieczyszczeń wraz ewentualnym dalszym przygotowaniem surowca, 2) topienie surowców wraz z ewentualnym uzupełnieniem składu chemicznego, 3) odlewanie.

Przewagą konkurencyjną Grupy Alumetal rośnie dzięki postępującej relokacji produkcji pojazdów samochodowych i ich komponentów z państw Europy Zachodniej do krajów CEE5 (Polska, Czechy, Słowacja, Węgry i Rumunia). Zjawisko to sprzyja wzrostowi ilościowej sprzedaży i rozwojowi Grupy Alumetal. W okresie ostatnich kilkunastu lat Grupa systematycznie zwiększała zdolności produkcyjne poprzez budowę, rozbudowę lub modernizację kolejnych zakładów produkcyjnych Grupy w Polsce (Kęty, Gorzyce, Nowa Sól) oraz na Węgrzech (Komárom). Wraz z mocami rosła produkcja, która jednak w 2020 r. zmniejszyła się o 11.8% w wyniku pandemii koronawirusa, która spowodowała masowe przestoje produkcyjne w przemyśle samochodowym (skutek zarówno spadku popytu jak i obostrzeń pandemicznych).

## Alumetal - wolumen sprzedanych stopów odlewniczych (tys. ton)



Źródło: Alumetal, MillenniumDM

## Segmenty operacyjne

W Grupie Alumetal istnieją dwa segmenty operacyjne:

### 1. Stopy odlewnicze

Głównym produktem powstałym w wyniku procesu produkcyjnego Grupy są aluminiowe stopy odlewnicze (pierwotne i wtórne aluminiowe stopy odlewnicze, stopy wstępne tzw. zaprawy oraz rozdrabniacz ziarna tj. zaprawę AlTiB) produkowane w postaci gąsek dwudzielnych (o masie 6–8 kg) oraz wafli (o masie ok. 12 kg) w trzech polskich zakładach w Nowej Soli, Kętach i Gorzycach oraz w zakładzie w Komarom na Węgrzech. Łączne realne zdolności produkcyjne czterech zakładów Grupy w roku 2020 kształtowały się na poziomie 250 tys. ton w skali roku (tyle samo co w roku 2019). Po modernizacji zakładu w Kętach moce produkcyjne Grupy Alumetal od początku 2021 roku wynoszą 270 tys. ton rocznie.

Stopy odlewnicze dostarczane są przede wszystkim do klientów z przemysłu motoryzacyjnego (83.7% wielkości sprzedanych w 2020 roku wobec 87.7% w 2019 roku) oraz do sektorów takich jak budownictwo, branża metalurgiczna, przemysł maszynowy, przemysł hutniczy.

### 2. Pozostałe

Produktem ubocznym działalności produkcyjnej Grupy są różnego rodzaju odpady, w tym złomy pochodzące z etapu przygotowania/sortowania surowca (w szczególności złomy stalowe, cynku, stali nierdzewnej i stopów magnezowych), frakcje drobne wiórów oraz żużle poprodukcyjne (zgary). Produkty uboczne działalności produkcyjnej Grupy sprzedawane są na rynku i stanowią dodatkowe źródło przychodów. Segment ten zawiera również przychody ze sprzedaży wyrobów i materiałów spółki T+S sp. z o.o. (topniki i sole).



## Segmenty operacyjne grupy Alumetal

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Stopy odlewnicze</b>						
<b>Sprzedaż całkowita w tonach</b>	<b>166,2</b>	<b>160,9</b>	<b>177,2</b>	<b>199,5</b>	<b>194,8</b>	<b>154,2</b>
w tym między segmentami	1,5	1,7	1,3	1,9	1,8	1,4
<b>Przychody (mIn PLN)</b>	<b>1409,4</b>	<b>1224,5</b>	<b>1419,5</b>	<b>1630,0</b>	<b>1363,6</b>	<b>1047,2</b>
w tym między segmentami	12,8	13	10,5	16,4	15,5	11,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży (mIn PLN)</b>	<b>128,6</b>	<b>122,8</b>	<b>107,2</b>	<b>137,3</b>	<b>107,5</b>	<b>104,1</b>
<b>Pozostałe</b>						
<b>Sprzedaż całkowita w tonach</b>	<b>37,2</b>	<b>37,8</b>	<b>34,0</b>	<b>39,7</b>	<b>44,0</b>	<b>44,8</b>
w tym między segmentami	9,0	7,4	10,0	12,5	14,6	22,0
<b>Przychody (mIn PLN)</b>	<b>92,6</b>	<b>101,9</b>	<b>100,1</b>	<b>91,2</b>	<b>85,3</b>	<b>94,5</b>
w tym między segmentami	47,3	41,6	52,8	49,4	49,6	68,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży (mIn PLN)</b>	<b>11,6</b>	<b>15,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,7</b>

Źródło: Alumetal, MillenniumDM

## Strategia Grupy Alumetal na lata 2018-2022

Aktualnie obowiązuje w Grupie Alumetal strategia na lata 2018–2022. Strategia zakłada zwiększenie wartości dla akcjonariuszy oraz wzmocnienie pozycji rynkowej Grupy Alumetal jako wiodącego producenta w Europie wtórnych aluminiowych stopów odlewniczych i stopów wstępnych. Cele strategii miały zostać osiągnięte między innymi poprzez:

- ❑ zwiększanie wolumenu sprzedaży wyrobów Grupy Alumetal do poziomu ponad 250 tys. ton w 2022 roku,
- ❑ modernizację zakładu produkcyjnego w Kętach,
- ❑ poprawę wydajności produkcji oraz jej efektywności technologicznej i kosztowej,
- ❑ intensyfikację działań handlowych, w tym dywersyfikację portfela produktów,
- ❑ średnioroczny wzrost EBITDA o 10%.

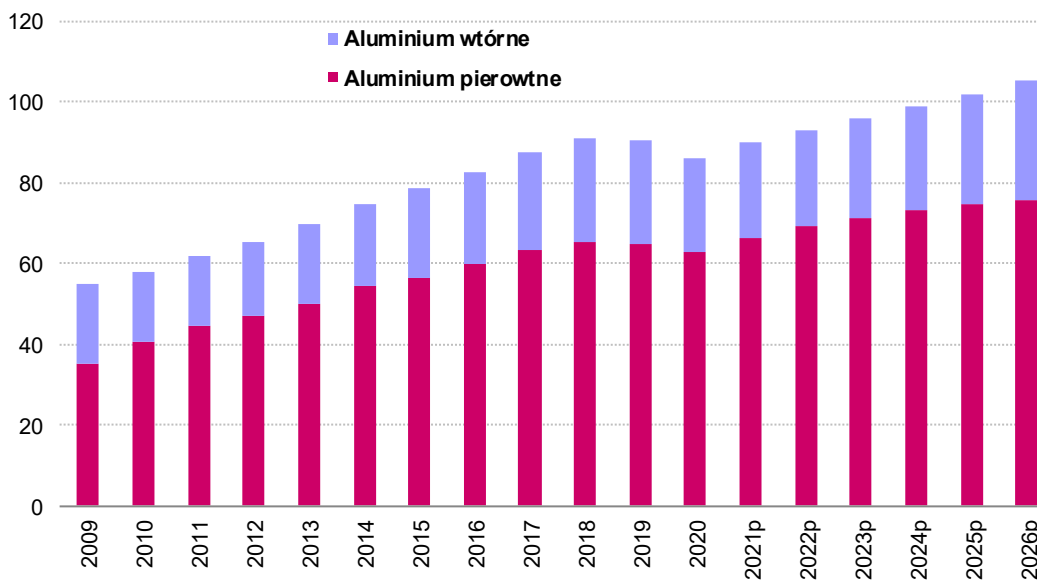
Przyjęta strategia zakładała między innymi realizację istotnej inwestycji związanej z modernizacją zakładu w Kętach. W 2019 r. zdecydowano o podwyższeniu wydatków na modernizację, dzięki czemu zwiększono zdolności produkcyjne Grupy Alumetal do 270 tys. ton rocznie począwszy od roku 2021.

Wraz z zatwierdzeniem strategii Grupa Alumetal zdecydowała się na modyfikację swojej polityki dywidendowej podnosząc deklarowany poziom dywidendy do minimum 70% znormalizowanego skonsolidowanego zysku netto (z 50% wcześniej).

## Opis rynku

Światowy popyt na aluminium znajduje się w długoterminowym trendzie wzrostowym z niewielkim (-5.0%) spadkiem w 2020 r. pomimo silnego załamania globalnej gospodarki. Od poprzedniego kryzysu gospodarczego w 2009 r. do szczytu koniunktury w 2018 r. roczne zużycie aluminium rośnie średniorocznie o 5.8%. Według prognoz Bloomberg Intelligence w kolejnych 10 latach wzrost ten wyniesie średnio 3.4%. W przyszłości będzie rosło znaczenie aluminium wtórnego ze względu na rosnące znaczenie ochrony środowiska oraz wzrost cen energii. Podczas gdy zużycie aluminium wtórnego rośnie średnio o 2.9% rocznie w latach 2009-2018, to na okres 2020-2030 oczekiwane jest przyspieszenie do 5.5%. Tym samym udział aluminium wtórnego w całkowitej produkcji aluminium wzrośnie z 26.7% w 2020 r. do 32.7% w 2030 r. Trend ten jest korzystny dla producentów aluminium wtórnego takich jak Alumetal.

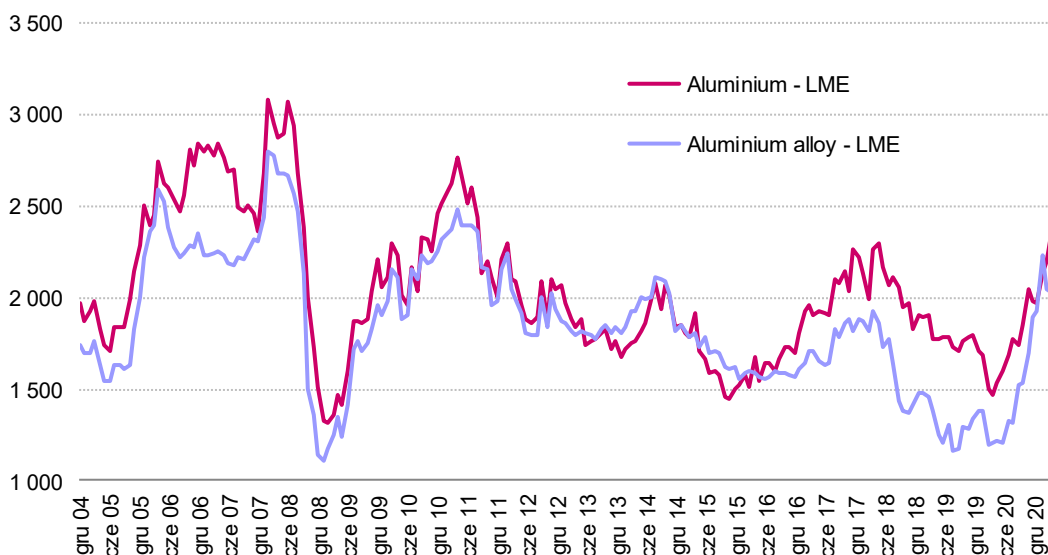
## Światowy popyt na aluminium (mln ton)



Źródło: Bloomberg, Millennium DM; prognozy Bloomberg Intelligence

Ceny aluminium od początku stulecia odnotowały najwyższą wartość na początku 2008r.—około 3100 USD/t, by niemal dokładnie rok później spaść do minimalnej wartości około 1300 USD/t. Pokazuje to jak wrażliwa jest cena tego metalu na oczekiwania odnośnie koniunktury gospodarczej.

## Notowania aluminium pierwotnego i jego stopu na LME (USD/t)

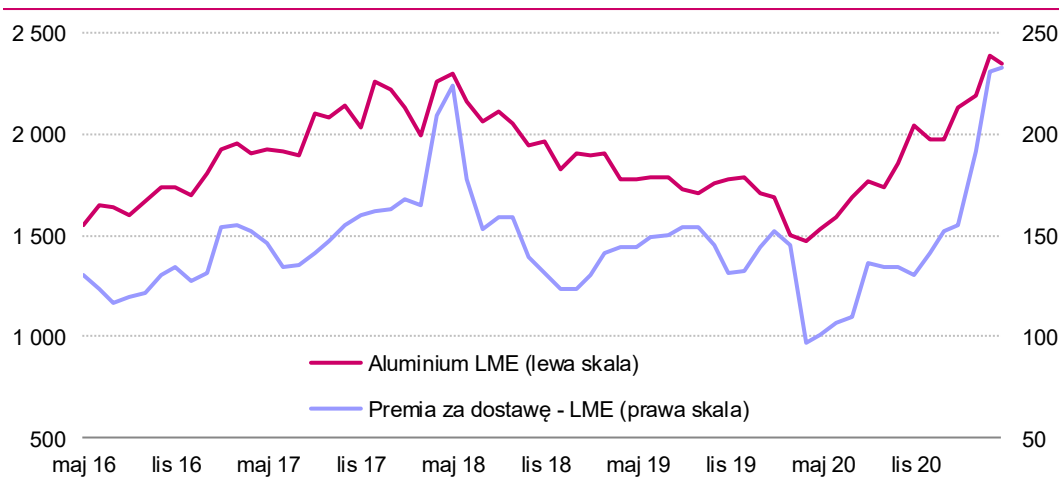


Źródło: Bloomberg, Millennium DM;

LME - London Metal Exchange

Przedstawiony wykres cenowy odnosi się do ceny kontraktu terminowego na dostawę aluminium w określonym standardzie. Jeżeli zakup kontraktu ma się zakończyć fizyczną dostawą metalu, to do ceny należy doliczyć tzw. premię za dostawę. Zmiany jej wartości pozostają skorelowane ze zmianami cen samego metalu.

### Notowania aluminium pierwotnego i premii za dostawę na LME (USD/t)

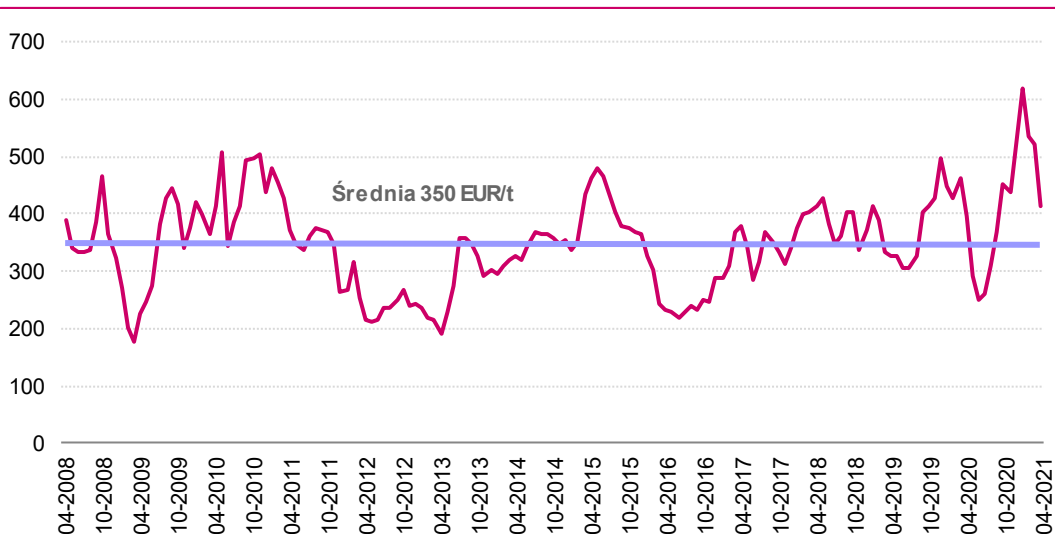


Źródło: Bloomberg, Millennium DM; LME - London Metal Exchange

Dla wytwórców aluminium wtórnego, do jakich należy Alumetal, zmiany cen samego aluminium, czy też premii za dostawę, nie mają największego znaczenia. Wynika to z konieczności zakupu surowca w postaci złomu aluminiowego, którego zmiany cen też są skorelowane ze zmianami cen aluminium. Różnica między ceną najczęściej stosowanego stopu aluminium (DIN226), a ceną głównego typu złomu aluminiowego określana jest jako marża benchmarkowa, a podmioty w branży korzystają z wyliczanej przez międzynarodowe stowarzyszenie Metal Bulletin.

Marża benchmarkowa w styczniu osiągnęła historyczny szczyt na poziomie 618 EUR/t i choć w kwietniu spadła do 413 EUR/t w porównaniu do średniej w I kw. równej 558 EUR/t to i tak jest wyższa niż średnia w poprzednich latach (387 EUR/t w 2020 r. oraz 373 EUR/t w 2019 r.). Według zarządu, po spadku marży w kwietniu, w maju marża ponownie rośnie. Warunki makroekonomiczne pozostają więc dla spółki korzystne.

### Marża benchmarkowa (EUR/t)

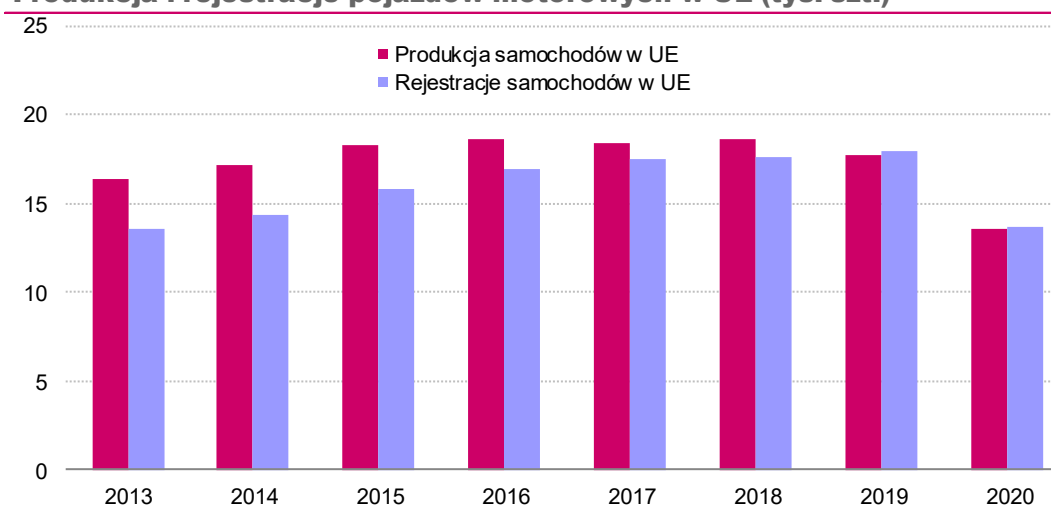


Źródło: Alumetal, Millennium DM

Mniej więcej połowa światowego zużycia aluminium (pierwotnego i wtórnego) przypada na sektory budowlany i motoryzacyjny, przy czym oba zużywają podobne ilości. Nabierająca intensywności elektryfikacja motoryzacji znajduje odzwierciedlenie we wzroście popytu na aluminium, gdyż jest ono lżejsze od stali, przy zbliżonych właściwościach w zastosowaniu konstrukcyjnym. Ma to duże znaczenie z uwagi na potrzebę zmniejszania wagi wielu elementów, by skompensować zastosowanie ciężkich akumulatorów. Z tego powodu prognozy branżowe przewidują wzrost udziału branży motoryzacyjnej, jako konsumenta aluminium.

W latach 2018-2019 branża motoryzacyjna przechodziła okres stagnacji, który w 2020 roku, wraz z epidemią przeszedł w głęboki kryzys. W 2020 r. produkcja aut w UE załamała się o 23.6% w wyniku spadku popytu jak i ograniczeń w produkcji wynikających z lock downu. Niewielki spadek (o 4.7%) był już widoczny w 2019 r. w wyniku cyklicznego spowolnienia światowej gospodarki wpływając negatywnie na Alumetal. Wielkość produkcji w 2020 r. można uznać za wieloletni dołek, po którym należy oczekiwać silnego odbicia.

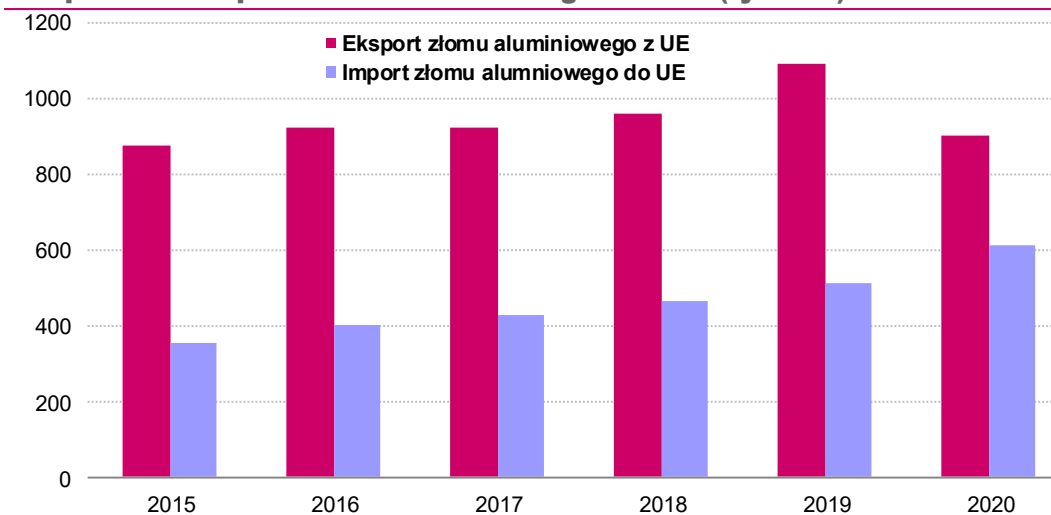
### Produkcja i rejestracje pojazdów motorowych w UE (tys. szt.)



Źródło: ACEA, Millennium DM

Wydobycie boksytu (ruda bogata w tlenek glinu) odbywa się zwykle metodą odkrywkową, co jest dewastujące środowisko i związane z wysoką emisją CO<sub>2</sub>. Z tego powodu producenci aluminium pierwotnego w UE pozostają pod presją i rośnie znaczenie odzysku metalu z zużytych wyrobów, czyli produkcji aluminium wtórnego. Konsekwencją tego jest z kolei wzrost zapotrzebowania na surowiec w postaci złomu aluminiowego. W Europie odzysk aluminium jest na relatywnie wysokim poziomie, co przekłada się na nadwyżki tego surowca.

### Eksport oraz import złomu aluminiowego z/do UE (tys. ton)

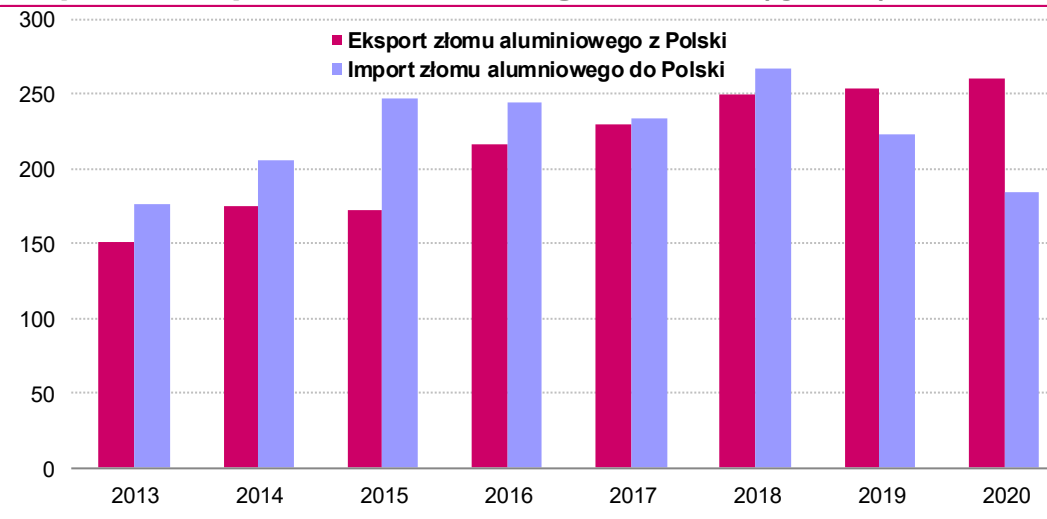


Źródło: Alumetal, Millennium DM

W ten sposób UE wciąż jest eksporterem netto złomu aluminiowego, jednak w ostatnich latach nadwyżka ta maleje za sprawą szybszego wzrostu importu złomu niż eksportu. W latach 2015-2020 eksport rósł średnio o 0.6%, a import o 11.5%. Nadwyżka eksportu nad importem spadła tym samym do 288 tys. ton z 521 tys. ton w 2015 r. Podstawową przyczyną jest wspomniany już wzrost znaczenia przetwórstwa złomu.

W Polsce produkcja aluminium pierwotnego nie była znacząca i została zakończona w 2008r. wraz z likwidacją Huty Konin. Z tego powodu podstawowym surowcem do produkcji aluminium w kraju jest złom aluminiowy. Jego odzysk jest w Polsce, podobnie jak i w innych krajach europejskich na wysokim poziomie, co sprawiło że w ostatnich latach Polska z importera netto stała się eksporterem netto złomu aluminiowego. Import złomu rósł do 2018r. po czym w kolejnych latach spadł o 16.5% oraz 17.5%. Natomiast eksport rośnie nieprzerwanie od roku 2015 r. średnio o 8.6% rocznie. Sytuacja przewagi eksportu złomu nad importem jest z jednej strony niekorzystna dla Alumetalu, gdyż jest to dla niego surowiec, którego jest w ten sposób mniej w kraju, ale z drugiej strony świadczyć może o jego nadmiarze. W praktyce spółka jak dotąd nie zgłaszała problemów z dostępnością surowca z powodu jego wywozu poza granice kraju. Jest to rynek w dużym stopniu efektywny, na którym o dostępności w większej mierze decyduje cena.

### Eksport oraz import złomu aluminiowego z/do Polski (tys. ton)



Źródło: Alumetal, Millennium DM

## Analiza płynności

Wskaźniki płynności dla Grupy Alumetal na koniec 2020r., w porównaniu do lat wcześniejszych uległy obniżeniu. Jest to efektem realizacji w tym okresie znacznej wartości projektów inwestycyjnych, z których największym była gruntowna modernizacja zakładu produkcyjnego w Kętach. Jego uruchomienie na koniec 2020r. i jednocześnie wyraźna poprawa otoczenia biznesowego, ale połączonego z silnymi wzrostami cen aluminium przełożyły się na duży wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy. Niemniej pozostają one na poziomach, które nie powinny wzbudzać obaw o bezpieczeństwo finansowe spółki.

### Wskaźniki płynności Grupy Alumetal

	2018	2019	2020	2021p
Aktywa obrotowe	493,6	397,7	490,0	675,8
Zapasy	176,8	121,0	207,2	242,5
Gotówka	28,9	58,5	19,2	20,5
Zobowiązania bieżące	281,8	204,1	278,6	357,3
Wskaźniki płynności bieżącej (aktywa obrotowe / zobowiązania bieżące)	1,8	1,9	1,8	1,9
Wskaźniki płynności przyspieszonej ((aktywa obrotowe - zapasy) / zobowiązania bieżące)	1,1	1,4	1,0	1,2
Wskaźniki płynności natychmiastowej (środki pieniężne / zobowiązania bieżące)	10,3%	28,7%	6,9%	5,7%

Źródło: Alumetal, Millennium DM

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
<b>przychody netto, w tym:</b>	<b>1 456,2</b>	<b>1 655,3</b>	<b>1 383,8</b>	<b>1 061,6</b>	<b>2 212,8</b>	<b>2 295,0</b>	<b>2 418,6</b>	<b>2 478,6</b>	<b>2 569,4</b>
Wolumeny (tys. ton)	176,0	197,7	193,1	152,8	237,0	255,0	258,4	264,8	274,5
Moce produkcyjne (średnioroczne)	233,0	233,0	250,0	246,7	270,0	271,0	272,0	273,0	283,0
Wykorzystanie mocy	76%	85%	77%	62%	88%	94%	95%	97%	97%
Cena aluminium LME (tys. PLN)	7,498	7,578	6,958	6,746	8,389	8,000	8,000	8,000	8,000
Cena stopu aluminium LME (tys. PLN)	6,468	6,073	5,058	5,487	7,781	7,200	7,200	7,200	7,200
USD/PLN	3,737	3,628	3,842	3,900	3,775	3,775	3,775	3,775	3,775
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>115,9</b>	<b>146,2</b>	<b>116,4</b>	<b>112,3</b>	<b>220,1</b>	<b>197,2</b>	<b>198,7</b>	<b>203,5</b>	<b>211,3</b>
Koszty sprzedaży	-25,7	-31,8	-31,2	-26,2	-39,8	-41,3	-43,5	-44,6	-46,2
Koszty og.zarządu	-24,3	-27,8	-24,3	-24,2	-37,6	-39,0	-41,1	-42,1	-43,7
Pozostałe netto	3,0	4,3	2,6	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>EBITDA</b>	<b>97,0</b>	<b>121,4</b>	<b>95,4</b>	<b>98,0</b>	<b>177,8</b>	<b>153,0</b>	<b>151,2</b>	<b>154,9</b>	<b>160,6</b>
EBITDA / tonę	551,0	614,0	494,0	641,3	750,0	600,0	585,0	585,0	585,0
<b>EBIT</b>	<b>68,9</b>	<b>90,8</b>	<b>63,4</b>	<b>66,8</b>	<b>145,6</b>	<b>119,9</b>	<b>117,1</b>	<b>119,8</b>	<b>124,4</b>
saldo finansowe	-1,4	-0,3	-1,3	-1,1	-1,7	-2,2	-2,2	-2,1	-1,8
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>67,5</b>	<b>90,5</b>	<b>62,1</b>	<b>65,7</b>	<b>143,9</b>	<b>117,6</b>	<b>114,9</b>	<b>117,7</b>	<b>122,6</b>
podatek dochodowy	3,2	-16,2	-11,7	-10,6	-27,3	-22,4	-11,5	-11,8	-12,3
<b>Zysk netto</b>	<b>70,7</b>	<b>74,3</b>	<b>50,5</b>	<b>55,0</b>	<b>116,5</b>	<b>95,3</b>	<b>103,4</b>	<b>106,0</b>	<b>110,4</b>
EPS	4,5	4,8	3,2	3,5	7,5	6,1	6,6	6,8	7,1

### Bilans (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>382,0</b>	<b>372,1</b>	<b>368,2</b>	<b>388,2</b>	<b>398,0</b>	<b>426,9</b>	<b>442,8</b>	<b>447,8</b>	<b>452,8</b>
rzeczowe aktywa trwałe	326,6	328,9	326,4	353,7	363,5	392,4	408,3	413,3	418,3
w wartości niematerialne i prawne	1,6	2,5	3,3	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
prawa do użytkowania aktywów			6,2	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
pozostałe	53,9	40,7	32,2	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>459,8</b>	<b>493,6</b>	<b>397,7</b>	<b>490,0</b>	<b>675,8</b>	<b>727,3</b>	<b>772,9</b>	<b>814,1</b>	<b>851,2</b>
zapasy	189,6	176,8	121,0	207,2	242,5	251,5	265,1	271,6	281,6
należności	262,3	287,1	216,9	263,0	412,3	427,6	450,6	461,8	478,7
inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gotówka i ekwiwalenty	7,8	29,7	59,8	19,8	21,1	48,3	57,3	80,7	90,9
<b>aktywa razem</b>	<b>841,8</b>	<b>865,8</b>	<b>765,9</b>	<b>878,2</b>	<b>1 073,9</b>	<b>1 154,3</b>	<b>1 215,7</b>	<b>1 261,9</b>	<b>1 304,0</b>
kapitał własny akcjonariuszy jedn. dominującej	503,8	533,7	519,8	573,8	644,9	685,2	731,4	770,2	801,1
kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania	338,0	332,0	246,2	304,3	429,0	469,1	484,3	491,7	502,9
zobowiązania długoterminowe	59,1	50,2	42,1	25,8	71,7	131,7	131,7	131,7	131,7
w tym dług odsetkowy	32,0	24,3	15,6	0,0	50,0	110,0	110,0	110,0	110,0
zobowiązania krótkoterminowe	278,9	281,8	204,1	278,6	357,3	337,4	352,7	360,0	371,2
w tym dług odsetkowy	106,5	119,3	76,0	99,3	79,3	49,3	49,3	49,3	49,3
<b>pasywa razem</b>	<b>841,8</b>	<b>865,8</b>	<b>765,9</b>	<b>878,2</b>	<b>1 073,9</b>	<b>1 154,3</b>	<b>1 215,7</b>	<b>1 261,9</b>	<b>1 304,0</b>
BVPS	32,34	34,27	33,37	36,84	41,40	43,99	46,96	49,44	51,43

Źródło: Alumetal, prognozy Millennium DM

### Cash flow (mln PLN)

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
wynik netto w raz zyskami mniejszości	70,7	74,3	50,5	55,0	116,5	95,3	103,4	106,0	110,4
amortyzacja	48,4	34,1	35,2	57,6	42,0	62,0	50,0	40,1	41,2
zmiana kapitału obrotowego	-48,5	-24,8	85,6	-86,0	-85,5	-14,2	-21,3	-10,4	-15,7
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>40,2</b>	<b>96,0</b>	<b>179,2</b>	<b>15,2</b>	<b>58,7</b>	<b>114,2</b>	<b>116,2</b>	<b>130,7</b>	<b>130,9</b>
inwestycje (capex)	-48,4	-34,1	-35,2	-57,6	-42,0	-62,0	-50,0	-40,1	-41,2
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-45,1</b>	<b>-33,8</b>	<b>-34,0</b>	<b>-58,8</b>	<b>-42,0</b>	<b>-62,0</b>	<b>-50,0</b>	<b>-40,1</b>	<b>-41,2</b>
wypłata dywidendy (w tym udz. mniejsz.)	-44,9	-45,2	-63,2	0,0	-45,5	-55,0	-57,2	-67,2	-79,5
emisja akcji	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zmiana zadłużenia	36,8	5,2	-52,1	7,8	30,0	30,0	0,0	0,0	0,0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-36,3</b>	<b>-53,3</b>	<b>-72,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-15,5</b>	<b>-25,0</b>	<b>-57,2</b>	<b>-67,2</b>	<b>-79,5</b>
zmiana gotówki netto	-41,2	9,0	72,9	-53,0	1,3	27,2	9,0	23,4	10,2
DPS	2,88	2,90	4,05	0,00	2,92	3,53	3,67	4,31	5,10
CEPS	7,65	6,96	5,50	7,23	10,18	10,10	9,85	9,38	9,73
FCFPS	1,12	5,87	10,79	-0,20	6,72	9,15	7,08	7,99	7,98

### Wskaźniki

	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
zmiana sprzedaży	14,5%	13,7%	-16,4%	-23,3%	108,4%	3,7%	5,4%	2,5%	3,7%
zmiana EBITDA	-16,3%	25,2%	-21,4%	2,7%	81,4%	-13,9%	-1,2%	2,5%	3,7%
zmiana EBIT	-25,7%	31,9%	-30,2%	5,4%	118,0%	-17,7%	-2,4%	2,3%	3,9%
zmiana zysku netto	-21,4%	5,2%	-32,1%	9,1%	111,7%	-18,2%	8,5%	2,5%	4,2%
marża EBITDA	8,0%	8,8%	8,4%	10,6%	9,9%	8,6%	8,2%	8,2%	8,2%
marża EBIT	4,7%	5,5%	4,6%	6,3%	6,6%	5,2%	4,8%	4,8%	4,8%
marża netto	4,9%	4,5%	3,6%	5,2%	5,3%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
sprzedaż/aktywa (x)	1,7	1,9	1,8	1,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
dług / kapitał (x)	16,4%	16,6%	11,9%	11,3%	12,0%	13,8%	13,1%	12,6%	12,2%
odsetki / EBIT	2,1%	1,2%	2,6%	2,5%	1,4%	2,1%	2,4%	2,3%	2,2%
stopa podatkowa	-4,7%	17,9%	18,8%	16,2%	19,0%	19,0%	10,0%	10,0%	10,0%
ROE	14,0%	13,9%	9,7%	9,6%	18,1%	13,9%	14,1%	13,8%	13,8%
ROA	8,4%	8,6%	6,6%	6,3%	10,9%	8,3%	8,5%	8,4%	8,5%
dług (gotówka netto) (mln PLN)	131,7	114,6	33,0	80,1	108,8	111,6	102,6	79,2	69,0

Źródło: Alumetal, prognozy Millennium DM



## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

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

### Adam Zajler

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

### Grzegorz Gawkowski

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

### Artur Topczewski

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
artur.topczewski@millenniumdm.pl

### Marcin Palenik, CFA

+48 22 598 26 71  
marcin.palenik@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
gry

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne  
deweloperzy

**Analityk**

## Departament Sprzedaży

### Radosław Zawadzki

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

### Arkadiusz Szumiliak

+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumiliak@millenniumdm.pl

### Jarosław Oldakowski

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

### Leszek Iwaniec

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

### Marek Pszczółkowski

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

### Marcin Czerwonka

+48 22 598 26 70  
marcin.czerwonka@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
ul. Żaryna 2A, Millennium Park IIIp  
02-593 Warszawa Polska

### Ważne informacje

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski 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 Millennium Dom Maklerski 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 nieistotne. Millennium Dom Maklerski 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 dotycząca opisu spółki była udostępniona spółce będącej przedmiotem raportu w celu weryfikacji zamieszczonych informacji faktograficznych. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządzili 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 Millennium Dom Maklerski 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 nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski 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 Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

### Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wyliczona rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
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  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski 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 wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu

Jest możliwe, że Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) znajdują się poniżej. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcje animatora emitenta dla spółek: Wielton, Selena FM, Eurotel, Dekpol, Lokum Developer, Zamet Industry, Gremi Media. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełnił funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek opisywanych w raporcie. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie zawierał umów w zakresie bankowości inwestycyjnej ze spółkami opisanymi w niniejszym raporcie. Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A., głównego akcjonariusza Millennium Dom Maklerski S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski 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 rekomendacyjnych lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskaźników konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Millennium Dom Maklerski S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzy materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

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

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Millennium Dom Maklerski S.A.  
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Spółki Akcyjnej Millennium Dom Maklerski, 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 Millennium Dom Maklerski, (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Dom Maklerski (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Millennium Dom Maklerski i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.  
Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania między wysokością wynagrodzenia 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 w Millennium Dom Maklerski S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 28 maja 2021 roku o godzinie 14.00, a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu 28 maja 2021 roku godzina 15.00.

### Rekomendacje Millennium DM opublikowane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Agora	Kupuj	30 cze 20	8,10	13,20	Adam Zajler
Korporacja KGL	Kupuj	1 wrz 20	17,40	23,40	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	26 lis 20	17,25	27,20	Marcin Palenik
Korporacja KGL	Kupuj	7 gru 20	15,50	26,60	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	10 gru 20	6,94	20,20	Adam Zajler
Selvit	Neutralnie	2 lut 21	53,40	54,70	Marcin Palenik
Ambra	Kupuj	6 kwi 21	19,50	28,60	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	18 maj 21	8,40	23,40	Adam Zajler

Źródło: Millennium DM S.A., rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Agora i Korporacja KGL uczestniczą w programie GPW w wsparcia analitycznego, z tytułu czego MillenniumDM otrzymuje

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	7	88%
Akumuluj	0	0%
Neutralnie	1	13%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej\*

Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej\*

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora