

Komentarz do wyników 1Q20

Opinia: Wyniki neutralne, Przychody wyniosły 62,4 mln zł, zgodnie ze wstępnymi danymi. EBITDA w wysokości 16,0 mln PLN w 1kw. była o 8% wyższa od naszych oczekiwań na poziomie 14,8 mln PLN. Przychody w segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu były zbliżone do naszej prognozy, a sprzedaż zestawów do haków holowniczych okazała się być pozytywną niespodzianką. W odniesieniu do COVID-19, spółka realizowała sprzedaż zgodnie z planem, z wyjątkiem kilku wysyłek do krajów, w których nastąpiło nagłe silne osłabienie lokalnej waluty (np. Meksyk) lub tam, gdzie działalność gospodarcza została zawieszona do początku maja (np. Peru, Włochy).

Przychody w segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu wyniosły 49,8 mln PLN (3% mniej r/r), 1% poniżej naszych oczekiwań. Pomimo planowanego zakończenia programu CAPEX wraz z końcem 2019 roku i wzrostu mocy produkcyjnych, na brak wzrostu sprzedaży w segmencie wpłynęło kilka negatywnych czynników: niskie ceny benzyny (pomimo utrzymującego się korzystnego stosunku cen autogazu do benzyny), ograniczenia importu samochodów na rynku wtórnym, zakłócenia w globalnej logistyce i ograniczenia operacji zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Są to główne przyczyny spadku popytu i niższych wolumenów, co wpłynęło na wyniki spółki jak przypuszczamy szczególnie w marcu. Z drugiej strony wydaje się, że sprzedaż na rynkach kazachskim i rosyjskim, które były głównymi zaskoczeniami negatywnymi w poprzednich kwartałach została przywrócona do satysfakcjonujących poziomów. Udział w wynikach segmentu systemów podciśnieniowych okazał się ponownie być znikomy (1,0 mln PLN w 1Q20 vs. 1,2 mln PLN w 1Q19) i dąży do zera zgodnie z naszymi założeniami.

Przychody z segmentu haków holowniczych wyniosły 6,8 mln PLN, 51% więcej r/r, 43% więcej kw/kw. Wynik przekroczył nasze oczekiwania na poziomie 4,4 mln PLN i jest znacznie wyższy w stosunku rocznym, głównie ze względu na bardzo niską bazę z 1Q19. Wpływ spowolnienia na rynku motoryzacyjnym spotęgowanego epidemią powinien być bardziej widoczny od 2Q20.

Pozostałe produkty i usługi - wynik 1Q20 w segmencie pozostałych produktów i usług wyniósł 2,2 mln PLN, poniżej naszej prognozy na poziomie 3,1 mln PLN. Sprzedaż w segmencie spadła r/r w wyniku zakończenia współpracy z odbiorcą wiązek elektrycznych, który ostatecznie zakończył rozwój projektu samochodu elektrycznego.

COGS wyniosły 40,0 mln PLN, 1% więcej r/r, zatem marża brutto zmniejszyła się z 37,4% w 1Q19 do 36,0% w 1Q20, odzwierciedlając nasze założenie o pogorszeniu struktury produktowej i mniejszym udziale części mechanicznych w sprzedaży.

Koszty sprzedaży, koszty ogólne i administracyjne wyniosły 9,4 mln PLN i wzrosły o 4% r/r, odzwierciedlając podwyżkę płacy minimalnej.

AC odnotował **zysk netto** w wysokości 11,6 mln PLN (spadek o 7% r/r). Ostateczne wyniki okazały się zasadniczo zgodne z naszymi oczekiwaniami.

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 1Q20 wyniosły 12,8 mln PLN vs. 1,2 mln PLN w 1Q19 ze względu na wzrost bieżących zobowiązania i zmiany stanu zapasów.

AC

KUPUJ

FV PLN 40.8

Potencjał wzrostu 8%

Cena bieżąca na 5 maja 2020 PLN 37.9

Analityk

Piotr Jusinski
Piotr.jusinski@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 33

Wykres 1. Komentarz do wyników AC 1 kw. 20

PLN m	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	k/k	r/r	1Q20E	IPOP 4Q19E	1Q20 Prel.	Prel. 1Q20
Przychody	59	68	58	53	63	58	55	47	62.4	34%	-2%	62.4	0%	62.4	0%
Sekwencyjne systemy wtrysku gazu	45	54	46	40	51	43	44	36	49.8	37%	-3%	50.5	-1%		
Podciśnieniowe systemy LPG	1	1	1	1	1	1	1	1	1.0	52%	-16%	1.1	-14%		
Zestawy do haków holowniczych	6	6	6	6	4	8	5	5	6.8	43%	51%	4.4	53%		
Pozostałe wyroby i usługi	3	3	2	3	3	2	2	2	2.2	6%	-31%	3.1	-30%		
Towary i materiały	3	4	3	3	3	3	3	3	2.7	2%	-19%	3.3	-18%		
KWSP	39	42	36	33	40	37	35	30	40.0	33%	1%				
Zysk brutto	20	25	22	20	24	20	20	16	22.5	37%	-5%	22.2	1%		
<i>Marża brutto</i>	<i>34.6%</i>	<i>37.5%</i>	<i>37.9%</i>	<i>38.2%</i>	<i>37.4%</i>	<i>35.5%</i>	<i>36.3%</i>	<i>35.4%</i>	<i>36%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0%</i>				
Koszty sprzedaży i administracyjne	8	10	10	11	9	9	9	10	9.4	-4%	4%				
EBIT	13	16	12	9	15	12	13	6	13.4	109%	-12%	12.5	7%		
Amortyzacja	2	4	7	9	3	3	3	3	2.6	-14%	-6%				
EBITDA	15	20	19	18	18	15	16	9	16.0	70%	-11%	14.8	8%		
Działalność finansowa	0	0	0	-1	0	0	1	0	0.4	-597%	1234%				
Zysk przed opodatkowaniem	13	16	12	8	15	11	13	6	13.8	119%	-9%				
Podatek dochodowy	2	3	2	2	3	2	2	1	2.2	121%	-21%				
Zysk netto	10	13	10	7	12	9	11	5	11.6	119%	-7%	11.0	5%		

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękną 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie („Program”) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”). Szczegółowe informacje o Programie dostępne są na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwpa>. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyrażonych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie bez obowiązku informowania o tym fakcie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy i promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które często wiążą się z porównaniami z wybranymi firmami partnerskimi. Modele przepływów pieniężnych zawierają prognozy przepływów pieniężnych, które napływają do firmy i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Porównania porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jak kosztowne może być jedno przedsiębiorstwo w stosunku do wybranego komparatora. Subiektywne opinie autora lub autorów dokumentu, ukształtowane przez ich wiedzę i doświadczenie, odgrywają istotną rolę w wycenie. Uwzględniono również założenia dotyczące wielu zmiennych ekonomicznych, w szczególności stóp procentowych, inflacji i kursów walutowych, a zróżnicowanie tych założeń może prowadzić do znacząco odmiennych opinii. Siłą modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest bliższa uwaga firmy na samodzielne działanie i powiązanie wyceny z jej podstawową wartością. Słabością takiej metody jest liczba założeń, które należy przyjąć i wynikająca z nich wrażliwość na te założenia. Metody porównań równorzędnych są mniej zależne od osądu analityka co do poszczególnych parametrów, jednak problem z tą metodą pojawia się, gdy komparator równorzędny jest nadmiernie lub niedostatecznie wartościowy. Co więcej, wiodące wielokrotnie (w oparciu o przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne) obejmują szacunkowe wartości analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Przewiduje się, że raport analityczny dotyczący spółki będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. sporządzała rekomendacje dotyczące spółki.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę publikacji dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
- ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
- ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
- EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
- EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i amortyzacją.
- EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
- Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
- Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
- CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
- BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.
- P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.
- DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.
- DY - stopa dywidendy - dywidenda w danym roku podzielona przez bieżącą cenę.
- DDM - model dyskontowy dywidendy - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.
- FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kupuj	powyżej 10%
Trzymaj	między (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 10%

IPOPEMA Research - Distribution by rating category (January 1 –March, 2020)

	Liczba	%
Kup	2	29%
Trzymaj	1	14%
Sprzedaj	4	57%
Total	7	100%

Historia ratingu – AC

05/08/2019	KUPUJ	PLN 53.0	PLN 46.6	Piotr Jusiński
------------	-------	----------	----------	----------------