

Komentarz do wyników 3Q20

Opinia: *Wyniki neutralne, przychody w wysokości 51,9 mln PLN były w dużej mierze zgodne z wstępnymi szacunkami spółki na poziomie 51,7 mln PLN. EBITDA wyniosła 13,3 mln PLN (23% wzrost kw/kw i 16% spadek r/r) wobec 13,7 mln w naszej prognozie. Struktura przychodów jest dość zaskakująca ze słabym wynikiem w segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu i rekordowym w segmencie zestawów do haków holowniczych.*

Przychody segmentu sekwencyjnego wtrysku gazu wyniosły 32,5 mln PLN (spadek o 26% r/r i 72% wzrost kw/kw), o 13% poniżej naszych oczekiwań na poziomie 37,5 mln PLN. Wyniki są pod presją ze względu na wciąż niskie ceny ropy naftowej oraz osłabienie lokalnych walut partnerów biznesowych względem EUR i USD (przy jednoczesnym osłabieniu złotego względem USD i EUR). Udział podciśnieniowych instalacji LPG w wynikach był bliski naszej prognozy na poziomie 0,5 mln PLN w 3 kw. 20 wobec 0,8 mln PLN w 3 kw. 19.

Przychody segmentu zestawów do haków holowniczych wyniosły 13,6 mln PLN, wzrost o 169% r/r i 30% kw/kw. Wynik jest powyżej naszych oczekiwań na poziomie 7,7 mln PLN, do czego przyczynił się przede wszystkim dynamiczny wzrost sprzedanych zestawów do haków holowniczych ze względu na ograniczenia w podróżach zagranicznych oraz rozwój turystyki krajowej, a także ekspansja geograficzna firmy Rameder. Stopniowy wzrost w tym segmencie wskazuje, że wyniki 4 kw. 20 również mogą być lepsze na bazie kw/kw.

Pozostałe produkty i usługi - wynik 3 kw. 20 w segmencie pozostałych produktów i usług wyniósł 2,4 mln PLN, zgodnie z naszą prognozą.

Koszt wytworzenia produktów wyniósł 33,5 mln PLN, 5% niższy r/r i 68% wyższy kw/kw. Wynik nieco poniżej naszej prognozy ze względu na niższe ceny surowców.

Koszty SG&A wyniosły 9,6 mln PLN i wzrosły o 10% r/r, co oceniamy negatywnie. Przypominamy, że zarząd podpisał porozumienie z przedstawicielami pracowników, na mocy którego od 1 maja do 31 lipca 2020 r. czas pracy i proporcjonalne wynagrodzenie zostały zmniejszone o 20%, a Zarząd i Rada Nadzorcza dobrowolnie zgodzili się na zmniejszenie o 30% swoich wynagrodzeń.

Pozostałe przychody operacyjne. Dofinansowanie AC otrzymane z tytułu tarczy antykryzysowej w trzecim kwartale wyniosło 1,37 mln PLN (spodziewaliśmy się 1,2 mln PLN).

AC zaraportował **zysk netto** na poziomie 8,8 mln PLN (21% spadku r/r), 7% powyżej naszych oczekiwań.

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 3 kw. 20 wyniosły 10,7 mln wobec 15,8 mln PLN w 3 kw. 19 przy niższym poziomie zapasów i wyższych należnościach.

Dług netto na koniec 3 kwartału sięgnął 30 mln zł (wobec 18,3 mln zł na koniec 1. półrocza). Spółka wypłaciła w kwartale 18,4 mln zł na poczet dywidendy.

AC

TRZYMAJ
FV PLN 40.15

Potencjał wzrostu 6%

Cena bieżąca na 9 listopada 2020 PLN 37.9

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

Figure 1. Komentarz do wyników 3 kw. 20

PLN m	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY	IPOP 3Q20	IPOP 3Q20	3Q20 Prel.	3Q20 Prel.
Przychody	63.5	57.5	55.2	46.5	62.4	32.3	51.9	61%	-6%	51.7	0%	51.7	0%
Sekwencyjne systemy wtrysku gazu	51.3	43.3	43.9	36.4	49.8	18.9	32.5	72%	-26%	37.5	-13%		
Podciśnieniowe systemy LPG	1.2	1.2	0.8	0.6	1.0	0.4	0.6	36%	-30%	0.5	14%		
Zestawy do haków holowniczych	4.5	7.6	5.1	4.8	6.8	9.9	13.6	38%	169%	7.7	76%		
Pozostałe wyroby i usługi	3.1	2.2	2.1	2.0	2.2	1.8	2.4	33%	15%	2.4	-1%		
Towary i materiały	3.4	3.2	3.3	2.6	2.7	1.3	2.8	117%	-14%	3.6	-21%		
KWSP	39.7	37.1	35.1	30.1	40.0	19.9	33.5	68%	-5%				
Zysk brutto	23.7	20.4	20.0	16.5	22.5	12.3	18.4	49%	-8%	15.5	19%		
<i>Marża brutto</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	<i>0.4</i>	35%						
Koszty sprzedaży i administracyjne	9.0	9.1	8.7	9.7	9.4	7.4	9.6	30%	10%				
EBIT	15.2	11.8	12.9	6.4	13.4	8.2	10.5	28%	-19%	9.8	7%		
Amortyzacja	2.8	2.8	2.9	3.0	2.6	2.6	2.8	7%	-3%				
EBITDA	17.9	14.6	15.8	9.4	16.0	10.8	13.3	23%	-16%	13.7	-3%		
Działalność finansowa	0.0	-0.3	0.5	-0.1	0.4	-0.2	0.1	-142%	-84%				
Zysk przed opodatkowaniem	15.2	11.5	13.5	6.3	13.8	8.0	10.6	33%	-22%				
Podatek dochodowy	2.8	2.1	2.3	1.0	2.2	1.5	1.8	23%	-22%				
Zysk netto	12.4	9.4	11.1	5.3	11.6	6.5	8.8	35%	-21%	8.2	7%		

Source: Company, 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 jakichkolwiek 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 wartościowany. 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 (Lipiec 1 –Wrzesień 30, 2020)

	Liczba	%
Kup	19	70%
Trzymaj	6	22%
Sprzedaj	2	8%
Total	27	100%

Historia ratingu– AC

02/08/2019	BUY	PLN 53.0	PLN 46.6	Piotr Jusiński
24/04/2020	BUY	PLN 40.8	PLN 36.0	Piotr Jusiński