

AC

## Droga pełna trudności

Cena akcji AC spadła o ponad 30% od początku marca z powodu epidemii, odzwierciedlając potencjalne problemy logistyczne, niższy popyt na konwersję na rynkach zagranicznych (stanowiący około 65% udziału w przychodach spółki) i przyspieszone tempo spowolnienia przemysłu motoryzacyjnego negatywnie wpływające na segment zestawów do haków holowniczych. Oczekujemy, że antycykliczność firmy i potrzeba szukania oszczędności pozwolą wynikom AC odbić z powrotem do satysfakcjonującego poziomu oczekiwanego przez nas w 1Q20. Nie zakładamy również, że AC anuluje dywidendę za rok 2019 (80% DPR), a jedynie ograniczy płatność. Dlatego utrzymujemy naszą rekomendację KUPUJ i obniżamy naszą wartość godziwą z 53,00 PLN do 40,80 PLN na akcję, co oznacza 13% potencjał wzrostu.

**Zapotrzebowanie na systemy autogazu.** Zakładamy, że trwające spowolnienie spowoduje dno wyników w 2Q20, po którym spodziewamy się odbicia poziomów sprzedaży. Systemy autogazu obniżają koszty transportu, co czyni je ważnymi dla mniej zamożnych klientów, co potencjalnie powinno zwiększać popyt w obliczu epidemii, szczególnie biorąc pod uwagę wzrastającą niechęć ludzi do transportu publicznego. Prognozujemy spadek przychodów o 5% r/r w 2020 r. do 210,5 mln zł i spadek EBITDA o 25% r/r do 43,3 mln zł z powodu wyższych kosztów wynagrodzeń (wprowadzenie programu PPK, podwyżka płacy minimalnej) i niewielki wzrost kosztów surowców. Oczekujemy, że tegoroczny zysk netto wyniesie 25,0 mln PLN (spadek o 39% r/r).

**Dywidenda prawdopodobnie zostanie utrzymana.** Zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową po zakończeniu intensywnego programu CAPEX przy silnym bilansie, ale ze względu na wyjątkowo trudne otoczenie makro ograniczy tegoroczną wypłatę o połowę. Po roku 2020 zakładamy dość konserwatywny długoterminowy wskaźnik DPR na poziomie 80%. Nasze założenie przekłada się na DPS w wysokości 1,5 PLN w 2020E (4,2% DY) i 2,0 PLN (5,6% DY) w 2021E.

**Prognoza wyników 1Q20E.** Spodziewamy się stosunkowo silnego wyniku w 1Q20 Wynikającego z przywrócenia sprzedaży zarówno na rynku kazachskim, jak i rosyjskim, gdzie mieszkańcy stopniowo przyzwyczaili się do nowych standardów konwersji. Eliminacja problemów na rynkach, które obciążały wyniki w 4 kw. 19, powinna pozwolić na osiągnięcie 34% lepszych przychodów w ujęciu kwartalnym w segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu. Oczekujemy 14,8 mln PLN EBITDA w I kw. (spadek o 17% r/r i wzrost o 57% kw/kw) oraz zysk netto na poziomie 11,2 mln zł (spadek o 11% kw/kw i wzrost o 111% r/r) w 1Q20.

**Wycena porównawcza.** Według naszych prognoz AC handlowane jest na wskaźniku EV/EBITDA na rok 2020 na poziomie 8,2x z 20% premii wobec spółek porównawczych, co według nas jest uzasadnione, biorąc pod uwagę zdolność spółki do wypłacania dywidendy dwukrotnie wyższej niż średnia konkurencji.

Tabela 1. AC podsumowanie prognoz finansowych

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody (PLN m)	185	194	237	223	211	219
EBITDA (PLN m)	45	47	59	58	43	50
EBIT (PLN m)	37	39	50	46	31	37
Zysk netto (PLN m)	30	31	39	38	25	30
EPS (PLN)	3.06	3.11	3.95	3.87	2.51	2.96
DPS (PLN)	5.00	2.70	2.50	3.94	1.55	2.00
EV/EBITDA (x)	5.2	7.6	6.7	8.3	8.3	6.9
P/E (x)	7.5	11.5	10.1	12.1	14.1	11.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spółki przemysłowe

## AC

### KUPUJ

FV PLN 40.80 z PLN 53.00

13% potencjału wzrostu

Cena bieżąca 23 Kwietnia 2020 PLN 36.00

Rekomendacja podtrzymana



#### Dane o spółce

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	79.6
12M średni dzienny wolumen (k)	0.8
12M średni dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	49.4/34.2
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	ACGP.WA
Bloomberg	ACG PW

#### Stopa zwrotu

1M	-5%
3M	-26%
12M	-28%

#### Akcjonariat

OFE PKO Bankowy	9.1%
WIM	7.6%
WASKULIT FIZ	7.1%
PZU TFI	4.9%
Dariusz Kowalczyk	5.5%
NN OFE	5.2%

#### Analityk

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

## ACG

## KUPUJ

Kapitalizacja EUR 80m

FV PLN 40.80

Potencjał wzrostu +13%

Mnożniki wyceny	2017	2018	2019	2020E	2021E
P/E (x)	11.5	10.1	12.1	14.1	11.9
EV/EBITDA (x)	7.6	6.7	8.3	8.3	6.9
EV/Sales (x)	1.9	1.7	2.2	1.7	1.6
P/BV (x)	3.7	3.5	4.0	2.8	2.6
FCF yield (%)	5.2%	5.9%	5.4%	6.1%	6.5%
DY (%)	7.3%	6.8%	10.6%	4.2%	5.4%

Na akcję	2017	2018	2019	2020E	2021E
Liczba akcji (m szt.)	9.9	9.9	9.9	10.0	10.0
EPS (PLN)	3.1	3.9	3.9	2.5	3.0
BVPS (PLN)	9.8	11.3	11.6	12.5	13.4
FCFPS (PLN)	2.9	3.3	3.1	2.6	2.8
DPS (PLN)	2.70	2.50	3.94	1.55	2.00

Zmiana (%)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody	5.2%	22.1%	-6.2%	-5.5%	4.1%
EBITDA	6.3%	24.4%	-1.9%	-25.1%	14.9%
EBITDA adj.	6.3%	24.4%	-1.9%	-25.1%	14.9%
EBIT	5.3%	25.8%	-6.6%	-32.8%	17.8%
Zysk netto	1.6%	27.1%	-2.1%	-34.6%	18.3%

Wskaźniki fin.	2017	2018	2019	2020E	2021E
Marża brutto (%)	35.9%	37.0%	36.2%	33.4%	35.4%
Marża EBITDA (%)	24.3%	24.8%	25.9%	20.5%	22.7%
Marża EBIT (%)	20.3%	20.9%	20.8%	14.8%	16.7%
Marża netto (%)	15.8%	16.4%	17.1%	11.9%	13.5%
Dług netto / EBITDA (x)	0.14	-0.01	0.34	0.10	-0.16
Dług netto / KW (x)	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
ROE (%)	31.8%	34.9%	33.3%	20.1%	22.1%
ROA (%)	20.4%	23.4%	21.8%	13.5%	16.1%
ROIC (%)	32.7%	42.7%	33.9%	21.4%	25.8%

Założenia	2020E	2021E
<b>Wzrost rynków LPG</b>		
Polska	-15%	10%
Rosja	-5%	5%
Ukraina	-5%	2%
Korea Południowa	-5%	2%
Meksyk	0%	5%
Kazachstan	-5%	2%
Uzbekistan	0%	0%
Kraje bałkańskie	2%	2%
Hiszpania	10%	2%
Azerbejdżan, Armenia	1%	0%
Kraje afrykańskie	2%	5%
Brazylia	-5%	-5%
Inne kraje	0%	0%

RZIS (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody	184.9	194.4	237.4	222.7	210.5	219.3
Koszt własny sprzedaży	119.0	124.6	149.5	142.0	140.3	141.7
<b>Zysk brutto</b>	<b>65.8</b>	<b>69.8</b>	<b>87.9</b>	<b>80.7</b>	<b>70.2</b>	<b>77.5</b>
Koszty sprzedaży	16.8	18.8	22.7	20.2	21.6	22.6
Koszty zarządu	13.5	13.4	15.7	16.4	17.6	18.3
Pozostały wynik operacyjny	1.9	1.8	0.1	2.2	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>44.5</b>	<b>47.3</b>	<b>58.9</b>	<b>57.7</b>	<b>43.3</b>	<b>49.7</b>
EBITDA adj.	42.6	45.5	58.8	55.6	43.3	49.7
<b>EBIT</b>	<b>37.4</b>	<b>39.4</b>	<b>49.6</b>	<b>46.3</b>	<b>31.1</b>	<b>36.6</b>
Wynik finansowy netto	0.3	-1.5	-1.1	0.2	0.1	0.3
<b>Zysk brutto</b>	<b>37.7</b>	<b>37.9</b>	<b>48.4</b>	<b>46.5</b>	<b>31.2</b>	<b>36.9</b>
Podatek dochodowy	7.5	7.2	9.4	8.3	6.2	7.4
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk netto</b>	<b>30.2</b>	<b>30.7</b>	<b>39.0</b>	<b>38.2</b>	<b>25.0</b>	<b>29.5</b>
Zysk netto adj.	30.2	30.7	39.0	38.2	25.0	29.5

BILANS (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>71.8</b>	<b>73.8</b>	<b>89.9</b>	<b>101.6</b>	<b>101.6</b>	<b>99.4</b>
WNiP	3.2	3.6	5.4	5.8	5.1	4.4
Rzeczowe aktywa trwałe	63.1	65.1	79.8	92.0	92.7	91.2
Inne aktywa trwałe	5.5	5.0	4.7	3.8	3.8	3.8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>59.3</b>	<b>76.3</b>	<b>76.5</b>	<b>73.2</b>	<b>84.0</b>	<b>84.0</b>
Zapasy	36.8	34.9	50.6	50.8	48.0	48.1
Należności handlowe	14.2	19.3	18.0	15.8	14.9	15.5
Środki pieniężne	3.3	17.7	4.7	2.4	16.8	16.1
Inne aktywa obrotowe	5.1	4.4	3.2	4.3	4.3	4.3
<b>Aktywa</b>	<b>131.1</b>	<b>150.1</b>	<b>166.4</b>	<b>174.8</b>	<b>185.5</b>	<b>183.4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>89.9</b>	<b>96.4</b>	<b>111.8</b>	<b>114.7</b>	<b>124.3</b>	<b>133.8</b>
Udziały mniejszościowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>16.2</b>	<b>14.8</b>	<b>22.1</b>	<b>17.9</b>	<b>20.1</b>	<b>21.1</b>
Kredyty i pożyczki	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Inne aktywa długoterminowe	16.1	14.6	22.0	17.9	20.1	21.1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>25.0</b>	<b>38.9</b>	<b>32.6</b>	<b>42.2</b>	<b>41.2</b>	<b>28.5</b>
Zobowiązania handlowe	10.7	6.3	14.4	8.2	7.7	8.1
Kredyty i pożyczki	6.8	24.3	4.3	21.7	21.2	8.2
Inne aktywa krótkoterminowe	7.5	8.3	13.8	12.2	12.2	12.2
<b>Pasywa</b>	<b>131.1</b>	<b>150.1</b>	<b>166.4</b>	<b>174.8</b>	<b>185.5</b>	<b>183.4</b>
Cykl konwersji gotówki (dni)	79	90	83	96	96	92
Gross debt (PLN m)	6.8	24.3	4.3	21.7	21.2	8.2
<b>Net debt (PLN m)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>

PRZEPŁYWY PIENIEZNE (PLN)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>37.3</b>	<b>31.5</b>	<b>50.7</b>	<b>41.6</b>	<b>44.4</b>	<b>46.3</b>
Zysk netto	30.2	30.7	39.0	38.2	25.0	29.5
Amortyzacja	7.1	7.9	9.3	11.5	12.2	13.1
Udziały mniejszościowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.8	-5.8	-3.3	-3.8	3.2	-0.3
Inne	0.8	-1.3	5.7	-4.3	4.1	4.1
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-11.1</b>	<b>-9.1</b>	<b>-21.6</b>	<b>-23.5</b>	<b>-14.0</b>	<b>-14.0</b>
CAPEX	-7.9	-10.3	-21.6	-23.7	-14.0	-14.0
Inne	-3.1	1.2	0.1	0.2	0.0	0.0
<b>Finansial cash flow</b>	<b>-40.7</b>	<b>-7.7</b>	<b>-42.4</b>	<b>-20.4</b>	<b>-15.9</b>	<b>-33.0</b>
Zmiany w kapitale własnym	0.3	0.2	0.9	0.9	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	6.8	17.5	0.0	17.4	0.0	0.0
Odsetki zapłacone	0.0	-0.3	-0.3	-0.6	0.0	0.0
Dywidendy	-48.5	-26.2	-24.5	-38.9	-15.4	-20.0
Inne	0.6	1.1	-18.5	0.8	-0.5	-13.0
<b>Zmiana środków pien.</b>	<b>-14.5</b>	<b>14.8</b>	<b>-13.3</b>	<b>-2.4</b>	<b>14.4</b>	<b>-0.7</b>
Środki pien.na koniec okres	3.3	18.0	4.7	2.3	16.8	16.1

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

# Spis treści

<b>Spis treści.....</b>	<b>3</b>
<b>Perspektywy rynku autogazu .....</b>	<b>4</b>
Rynki zagraniczne .....	5
Pozostałe segmenty .....	6
<b>Prawdopodobny spadek marży.....</b>	<b>7</b>
<b>Potencjalne zmniejszenie dywidendy .....</b>	<b>8</b>
<b>1Q20E prognoza wyników .....</b>	<b>9</b>
<b>ESG.....</b>	<b>10</b>
<b>Podsumowanie wyceny .....</b>	<b>11</b>
Model DCF .....	11
Wycena DDM.....	12
Wycena porównawcza .....	13
Zmiany w prognozach.....	14
Prognozy finansowe .....	14

## Perspektywy rynku autogazu

Sprzedaż systemów autogazu uważana jest za „antycykliczną” - obniżenie kosztów transportu czyni je istotnymi dla mniej zamożnych klientów, a instalacje gazowe zwiększają możliwości eksploatacji pojazdów, gdy dostępność paliwa jest ograniczona (ze względu na ich zdolność do jazdy na obu rodzajach paliwa). Przykłady nietrudno znaleźć - wybuch wojny w Donbasie w 2014 r., który nie wpłynął negatywnie na sprzedaż AC na Ukrainie, czy globalny kryzys gospodarczy w 2008 r., Kiedy tempo wzrostu sprzedaży zostało przywrócone do wcześniejszych poziomów zaledwie 3 miesiącach po rozpoczęciu zawirowań rynkowych.

Udział przychodów z **eksportu** w wyniku AC rośnie z każdym rokiem i stał się podstawą sukcesu firmy. W 2018 r. Około 66% przychodów pochodziło z eksportu, w tym 64% z krajów europejskich. W 2019 r. Odsetek był podobny - 64% udziału w przychodach firmy pochodziło z rynków eksportowych. Dlatego wśród głównych zagrożeń, które widzimy, są zakłócenia w globalnej logistyce, odkładanie zamówień w określonych krajach z powodu lokalnych przepisów i ogólnie niższego popytu na rynkach eksportowych. Zakładamy, że niektórzy odbiorcy już zdecydowali się odłożyć zamówienia w czasie, nawet już na początku epidemii, i niestety zamówienia te mogą zostać opóźnione na czas nieokreślony ze względu na długoterminowe ograniczenia w wielu krajach europejskich. Nie można również wykluczyć ryzyka zmniejszenia wartości zamówień. Niektórzy klienci, którzy są najbardziej dotknięci epidemią, mogą również wymagać obniżek cen na dostarczane produkty, które AC prawdopodobnie będzie musiała zaakceptować.

Jeśli chodzi o działalność operacyjną, do tej pory firma nie odczuła negatywnego wpływu koronawirusa: w związku z tym działa bez przerw w produkcji, wyłączając większą liczbę zwolnień lekarskich dla pracowników itp. Zakładamy, że zapasy AC pozwolą na produkcję z pełną wydajnością przynajmniej do końca maja.

Jeśli chodzi o przyspieszenie tempa **spowolnienia w przemyśle motoryzacyjnym**, nadal nie widzimy znaczącego zagrożenia dla kluczowego segmentu autogazu ze względu na dużą sprzedaż na rynku wtórnym. Z kolei na sprzedaż Ramedera spowolnienie powinno mieć większy wpływ, niż wcześniej zakładaliśmy, ponieważ oferowane produkty trafiają głównie na rynek OEM.

## Polski rynek autogazu

W naszej poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy wzrost liczby samochodów napędzanych autogazem (choć w wolniejszym tempie niż w poprzednich latach), stale rosnącą liczbę stacji autogazu oraz silną pozycję firmy umożliwiającą dalszy 1% CAGR sprzedaży na rynku polskim. W obecnej sytuacji nie możemy oczekiwać, że rok otoczenie rynkowe w 2020 roku będzie sprzyjało wynikom spółki.

Co istotne, od 1 kwietnia wszystkie stacje obsługi samochodów w większych miastach zostały zamknięte z powodu przepisów wprowadzonych w związku z wybuchem koronawirusa. Według naszych informacji operacje w mniejszych miastach i wsiach nie zostały zakłócone w tak dużym stopniu. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że ponowne otwarcie nastąpi najpóźniej do końca maja. Dlatego też zakładamy silny spadek wyników w 2Q20, po czym spodziewamy się znaczącego wzrostu liczby konwersji, szczególnie w biedniejszych częściach kraju i tam, gdzie odległość do miejsc pracy jest najdłuższa. Zakładamy, że ludzie będą skłonni konwertować najtańsze samochody, aby zrezygnować z transportu publicznego w okresie, gdy epidemia będzie tracić na sile. Wynikać to będzie z chęci obniżania kosztów transportu (częściowo w wyniku np. utraty miejsca pracy) i dbałości o bezpieczeństwo pod kątem ewentualnego dalszego rozwoju epidemii.

Ponadto podkreślamy, że w Polsce spread PB95 / LPG wahał się w okolicach 3,0 jeszcze w drugiej połowie 2019 r. Na początku epidemii plasował się na poziomie 2,8, podczas gdy

obecnie osiągnął 2,2 - niekorzystny poziom pod względem opłacalności ekonomicznej konwersji. Na przykład, zgodnie z naszymi obliczeniami, zmiana spreadu z 2,7 na 2,2 zwiększa okres opłacalności konwersji dla systemów bezpośredniego wtrysku z 13 miesięcy do 18 miesięcy w naszym scenariuszu podstawowym.

Podkreślamy, że różnica w cenie PB95 i LPG nigdy nie spadła poniżej 2,0, osiągając najniższy poziom 2,07 w styczniu 2015 r. Dlatego też zakładamy, że obecny rok będzie wymagający dla segmentu systemów LPG w Polsce, powodując spadek przychodów o 15% w porównaniu do danych z 2019 r. Odzwierciedla to nasze założenie, że wzrost na rynku OEM zostanie tymczasowo zahamowany, a liczba stacji autogazu nie wzrośnie w założonym wcześniej tempie. Zakładamy, że osiągnięcie 1% CAGR będzie możliwe dopiero od 2021E.

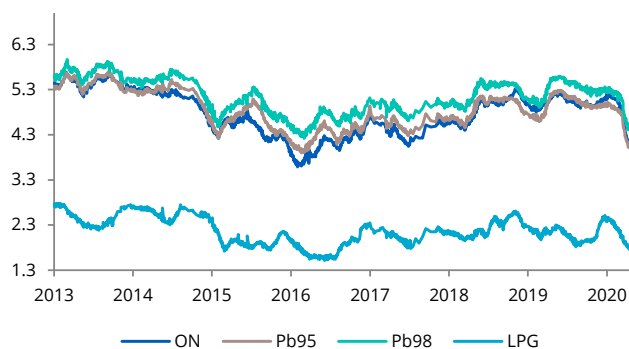
**Tabela 2. Wrażliwość okresu zwrotu dla systemów bezpośredniego/pośredniego wtrysku w podstawowych scenariuszach (miesiące) na spread LPG/benzyna (PLN)**

	3.10	2.90	2.70	2.50	2.30
Systemy wtrysku bezpośredniego	12	13	14	16	18
Systemy wtrysku pośredniego	7.5	8	9	11	12

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

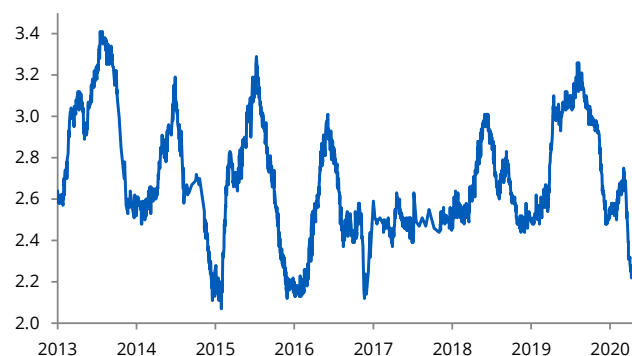
Podkreślamy, że różnica w cenie PB95 i LPG nigdy nie spadła poniżej 2,0, osiągając najniższy poziom 2,07 w styczniu 2015 r. Dlatego też zakładamy, że obecny rok będzie wymagający dla segmentu systemów LPG w Polsce, powodując spadek przychodów o 15% w porównaniu do danych z 2019 r. Odzwierciedla to nasze założenie, że wzrost na rynku OEM zostanie tymczasowo zahamowany, a liczba stacji autogazu nie wzrośnie w założonym wcześniej tempie. Zakładamy, że osiągnięcie 1% CAGR będzie możliwe dopiero od 2021E.

**Wykres 3. Ceny LPG/PB95/PB9/diesla w Polsce PLN/l**



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

**Wykres 4. Spread LPG-PB95 w Polsce (PLN/l)**



## Rynki zagraniczne

Największym znakiem zapytania dla AC w 2019 roku był rynek **rosyjski**, gdzie chwilowo weszła w życie uchwała dotycząca konwersji na autogaz i naszym zdaniem obciążała wyniki spółki w ostatnich kwartałach. Nowe zasady dotyczące badań w akredytowanych laboratoriach zostały odroczone do 17 lipca 2020 r. w celu właściwego przygotowania odpowiednich laboratoriów. Zgodnie z naszą wiedzą liczba akredytowanych laboratoriów rośnie, a prywatne stacje diagnostyczne także zyskują prawo do akredytacji samochodów. Dlatego nie oczekujemy głębszego spowolnienia, a jedynie spadku przychodów o 5% w stosunku do 2019 r.

W przypadku **Kazachstanu** firma doświadczyła pewnych problemów z jakością LPG w ostatnich tygodniach, ale wydaje się, że problem został rozwiązany w pierwszym kwartale i nie powinien mieć wpływu na wyniki w 2020 roku. Dlatego ostrożnie zakładamy spadek przychodów o 5% w ciągu dwóch kolejnych lat.

Z kolei na **Ukrainie** weszły w życie nowe przepisy dotyczące homologacji pojazdów, co może nieco komplikować konwersje. Na szczęście zmiana będzie dotyczyła tylko niektórych stacji samochodowych.

Jedynie problemy logistyczne, jakie do tej pory doświadczyła firma, miały miejsce w **Albanii**, ale jej udział w przychodach firmy jest znikomy. Z powodu dużej odległości potencjalnie powodującej problemy logistyczne i spowolnienia na rynku motoryzacyjnym prognozujemy 5% spadek przychodów r/r w **Korei Południowej** i brak wzrostu w **Meksyku**.

Nie zakładamy, że poważne problemy związane z COVID-19 we **Włoszech** wzmocnią pozycję AC na rynku europejskim. Jednocześnie najsilniejsi konkurenci mają duże zapasy i nie przestrzegają ściśle zasad związanych z epidemią. Zakładamy 10% wzrost sprzedaży części mechanicznych na rynku **hiszpańskim** ze względu na fakt, że lokalni konkurenci musieli ograniczyć produkcję.

Tabela 5. Zmiany założeń dotyczących wzrostu przychodów AC na poszczególnych rynkach (%)

	Obecna 2020E	Poprzednia 2020E	Obecna 2020E	Poprzednia 2020E	Obecna 2020E	Poprzednia 2020E	Obecna 2020E	Poprzednia 2020E	Obecna rezydualna	Poprzednia rezydualna
Polska	-15%	1%	10%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rosja	-5%	-5%	5%	7%	2%	5%	2%	5%	2%	5%
Ukraina	-5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0%	0%
Korea Południowa	-5%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Meksyk	0%	5%	5%	3%	5%	0%	5%	0%	5%	0%
Kazachstan	-5%	0%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Uzbekistan	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kraje bałkańskie	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Hiszpania	10%	5%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Azerbejdżan, Armenia	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kraje afrykańskie	2%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Brazylia	-5%	-5%	-5%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inne państwa	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: Company, IPOPEMA Research

## Pozostałe segmenty

Ze względu na utrzymujące się spowolnienie w przemyśle motoryzacyjnym, które jest silniejsze niż się spodziewaliśmy, nie przewidujemy wejścia na nowe rynki w 2020 r. W naszej poprzedniej prognozie zakładaliśmy zwiększenie wolumenu zamówień, zwłaszcza w związku z udanym wejściem dystrybucji firmy na rynek szwedzki. Obecnie przypuszczamy, że spółka będzie starała się utrzymać płaskie wyniki w segmencie wiązek do haków holowniczych.

Ponadto, naszym zdaniem, niemiecka firma **Rameder** jest najbardziej narażona wśród klientów AC z powodu spowolnienia w branży motoryzacyjnej. Jest to jedyny podmiot wśród klientów AC, który sprzedaje swoje produkty głównie na rynek pierwotny.

W przypadku innych produktów zakładamy, że większość zmian wiąże się również z sytuacją na rynku pierwotnym i wzrost w tym roku powinien być ograniczony. AC poinformowało o zakończeniu współpracy z odbiorcą wiązek elektrycznych, który rozpoczął produkcję w powiązanej firmie i ostatecznie zakończył projekt produkcji samochodu elektrycznego. Stratę może zrekompensować zwiększona sprzedaż wiązek elektrycznych do ekspresów do kawy Lavazza, które naszym zdaniem powinna zyskiwać na popularności w trakcie epidemii.

## Prawdopodobny spadek marży

Zakładamy, że w tak wymagającym otoczeniu AC nie będzie w stanie utrzymać marży EBIT na poziomie powyżej 20%, czego głównym powodem jest około 7% wzrost **kosztów pracy** spowodowany wprowadzeniem programu PPK i podwyżką płacy minimalnej.

Jeśli chodzi o **koszty wytworzenia**, uważamy, że firma będzie odczuwała nieznaczny wzrost niektórych kosztów surowców, ale z drugiej strony niektóre produkty ropopochodne spółka powinna kupować w nieco niższych cenach. Ponadto AC zautomatyzuje produkcję niektórych komponentów, co obniży koszty zakupu i zmniejszy ryzyko opóźnień w dostawie, ponieważ wiele części dotychczas było sprowadzone z Włoch.

Ze względu na oczekiwanie mniejszej liczby zamówień w ostatnich i nadchodzących tygodniach, zakładamy, że spółka nie wykorzysta w pełni swoich zdolności produkcyjnych po zakończeniu dwuletniego programu inwestycyjnego. Według wcześniejszych szacunków firmy powinna zwiększyć moce produkcyjne dla instalacji LPG i zestawów do haków holowniczych o ok. 25% r/r w 2020 r. (większość mocy została już zutilizowana w drugiej połowie 2019 roku. Biorąc pod uwagę trwające zawirowania epidemiczne zakładamy, że inwestycja pomoże obniżyć koszty, co będzie miało większy wpływ na wynik niż zwiększenie zdolności produkcyjnych w środowisku niepewnego popytu. Głównym celem powinny stać się ograniczenie nadgodzin, wspieranie automatyzacji i perspektywy ograniczenia zatrudnienia w segmencie systemów LPG / CNG, a tym samym złagodzenie presji związanej ze wzrostem wynagrodzeń w 2020 r. oraz wyeliminowanie ryzyka konieczności płacenia czynszu za magazyny.

Naszym zdaniem potencjalne oszczędności nie zrekompensują jednak wyższych wynagrodzeń, co przełoży się na spadek marży EBIT z 21% w 2019 r. do 14% w 2020 r.

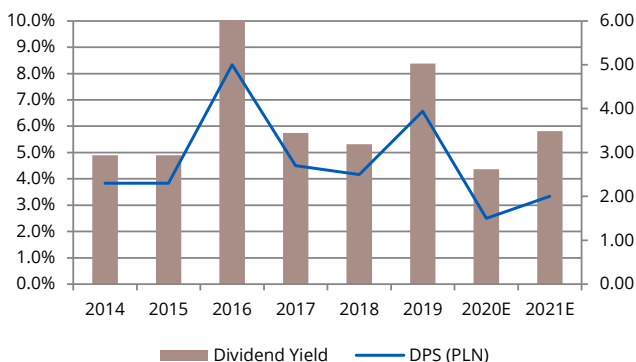
## Potencjalne zmniejszenie dywidendy

AC właśnie kończy dwuletni **program inwestycyjny**; jak dotąd uruchomiono nową halę wtryskową do tworzyw sztucznych i narzędziownię. Do końca 1Q20 AC zakończy modernizację i rozbudowę hal produkcyjnych, magazynów i części administracyjnych. Dlatego zakładamy, że w tym roku nakłady inwestycyjne powinny przekroczyć amortyzację o 1 mln PLN, a w latach kolejnych będą zbliżone do poziomów odtworzeniowych.

Zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendy po zakończeniu intensywnego programu CAPEX, ale ze względu na wyjątkowo trudne środowisko makro zmniejszy tegoroczną wypłatę o połowę. Dość zachowawczy długoterminowy 80% DPR powinien zostać utrzymany dopiero po 2020 r. Nasze założenie przekłada się na DPS 1,5 PLN w 2020E (4,0% DY) i 2,0 PLN (5,8% DY) w 2021E.

Zakładamy również, że uruchomienie nowego programu motywacyjnego dla menedżerów w takim środowisku makroekonomicznym stoi pod dużym znakiem zapytania, dlatego w naszych obliczeniach nie uwzględniamy nowych emisji akcji.

Wykres 6. DPS i DY w 2014-2021E (PLN/%)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 7. AC – program motywacyjny

Rok	Cel z programu motywacyjnego	EBITDA	Różnica %
2014	43.2	36.926	-15%
2015	51.8	41.671	-20%
2016	43	44.515	4%
2017	46	47.311	3%
2018	50.6	58.861	16%
2019E	55.6	57.7	4%



## 1Q20E prognoza wyników

W dniu 1 kwietnia 2020 r. AC opublikowało wstępne przychody za 1Q2020, które wyniosły 62,4 mln PLN (1,5% mniej r/r). Naszym zdaniem wyniki odzwierciedlały fakt, że wpływ COVID-19 nie był silny w pierwszym kwartale. Korzyści wynikające z procesu automatyzacji częściowo zrównoważyły negatywny wpływ epidemii, przez co postrzegamy przychody w wysokości 62,4 mln PLN jako zadowalające w obecnym otoczeniu makro.

**Systemy sekwencyjnego wtrysku gazu.** Oczekujemy 2% niższych przychodów r/r w segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu, wynoszących 50,5 mln PLN. Naszym zdaniem ten pozytywny wynik wynika z przywrócenia sprzedaży na kazachskim rynku, na którym spółka odnotowała ograniczoną liczbę zamówień w 4Q19 ze względu na pogorszenie jakości gazu ziemnego, a tym samym zmniejszoną potrzebę konwersji. Zakładamy, że sprzedaż na rynku rosyjskim nabiera tempa, a klienci przyzwyczaili się do nowych standardów konwersji samochodów. Poprawa na wymienionych rynkach powinna pozwolić na osiągnięcie o 34% lepszych wyników w ujęciu kwartalnym w segmencie.

**Segment haków holowniczych.** Najprawdopodobniej wyniki nie okażą się pozytywną niespodzianką, głównie z powodu braku nowych wejść na rynki i trwającego spowolnienia w branży motoryzacyjnej. W tym segmencie oczekujemy płaskich wyników r/r.

**EBITDA.** Oczekujemy 14,8 mln PLN EBITDA w 4 kw. 19 (spadek o 17% r/r i wzrostu o 57% kw/kw).

**Zysk netto.** Oczekujemy, że zysk netto AC wyniesie 11 mln PLN (spadek o 11% kw/kw i wzrost o 111% r/r).

**Marże.** Oczekujemy 23,7% marży EBITDA w porównaniu do 28,3% rok temu, głównie z powodu pogorszenia struktury produktowej i niższego udziału części mechanicznych sprzedawanych standardowo z wyższą marżą.

Tabela 8. Prognoza wyników AC w 1Q20

(PLN m)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	yoy	qoq
Przychody	59.1	67.6	58.0	52.8	63.5	57.5	55.2	46.5	62.4	-2%	34%
Sekwencyjne systemy wtrysku gazu	45.5	54.1	46.2	39.6	51.3	46.0	43.3	37.1	50.5	-2%	36%
Podciśnieniowe systemy LPG	1.4	1.1	0.9	0.9	1.2	0.9	1.2	0.7	1.1	-1%	69%
Zestawy do haków holowniczych	5.8	6.1	5.8	6.3	4.5	5.2	7.6	4.3	4.4	-3%	3%
Pozostałe wyroby i usługi	3.0	2.6	2.2	3.2	3.1	2.2	2.2	1.8	3.1	-2%	76%
Towary i materiały	3.5	3.8	3.1	2.9	3.4	3.2	3.2	2.8	3.3	-2%	19%
Zysk brutto	20.4	25.4	22.0	20.1	23.7	20.4	20.0	16.5	22.2	-7%	35%
<b>EBITDA</b>	<b>14.8</b>	<b>18.1</b>	<b>14.6</b>	<b>11.3</b>	<b>17.9</b>	<b>14.6</b>	<b>15.8</b>	<b>9.4</b>	<b>14.8</b>	<b>-17%</b>	<b>57%</b>
EBIT	12.7	15.9	12.3	8.7	15.2	11.8	12.9	6.4	12.5	-17%	96%
Zysk netto	10.4	12.6	9.5	6.5	12.4	9.4	11.1	5.3	11.0	-11%	108%
EBITDA marża	25.1%	26.8%	25.2%	21.4%	28.3%	25.3%	28.6%	20.3%	23.7%	-4.5pp	3.5pp
EBIT marża	21.5%	23.5%	21.2%	16.5%	23.9%	20.5%	23.4%	13.7%	20.1%	-3.9pp	6.3pp
Marża netto	17.6%	18.6%	16.4%	12.3%	19.5%	16.3%	20.2%	11.4%	17.6%	-1.9pp	6.2pp

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## ESG

**Środowisko.** Instalacja nowoczesnych instalacji gazowych oferowanych przez AC, poprzez użycie paliwa alternatywnego, przyczynia się do zmniejszenia szkodliwych emisji gazów i pyłów do atmosfery, a tym samym do poprawy warunków środowiska naturalnego. Działalność firmy nie ma istotnego wpływu na jakość powietrza, wody ani gleby, nie emituje hałasu i pól elektromagnetycznych. W ostatnich latach nie wystąpiły przekroczenia w obszarach określonych w zezwoleniach, a spółka nie spowodowała bezpośrednich uciążliwości dla lokalnej społeczności. W 2019 r. AC podjęło kilka kroków, aby być bardziej przyjaznym dla środowiska, na przykład poprzez zmniejszenie zużycia energii elektrycznej w wyniku zastąpienia świetlówek lampami LED, monitorowanie wyników działań związanych z ograniczeniem zużycia papieru i wprowadzenie zasady segregacji odpadów komunalnych we wszystkich jednostkach organizacyjnych firmy.

**Spółeczna odpowiedzialność.** AC założyło Fundację AC pod koniec kwietnia 2011 r. Podstawowym celem fundacji jest przeprowadzenie warsztatów terapii zajęciowej dla osób niepełnosprawnych. Na początku 2019 r. sformalizowano politykę sponsoringową i umieszczono ją na stronie internetowej firmy. Przykładem działań sponsoringowych jest wsparcie warsztatów z pracownikami, sponsoring drużyny piłkarskiej Ekstraklasy – Jagiellonii Białystok, opieka nad młodymi talentami i sponsoring działań Motoheart, a także współfinansowanie Warsztatów Zimowych Orkiestry WOW dla młodych obiecujących talentów muzycznych. Kolejnym wartym uwagi działaniem jest stworzenie klasy STAG LPG Cup podczas Mistrzostw Samochodowych w Białymstoku oraz kampania społeczna Jestem bezpiecznym kierowcą, która promuje bezpieczeństwo na drodze.

**Ład korporacyjny.** AC zapewnia przejrzystą i ciągłą komunikację ze swoimi pracownikami i akcjonariuszami. Prezes i wiceprezes (CFO) są zaangażowani w działalność firmy od samego początku, przy czym posiadają znaczny udział w kapitale zakładowym spółki. Firma regularnie spotyka się z inwestorami, a zarząd jest w stałym kontakcie z akcjonariuszami. Firma wyznacza cele EBITDA na najbliższe dwa lata i dzieli się nimi z inwestorami, co pomaga w ocenie efektywności działalności firmy. Program opcji menedżerskich opiera się na ustalonych celach, więc premie są bezpośrednio związane z wynikami firmy. Ponieważ spółka jest notowana na GPW, przedstawiła przejrzystą politykę dywidendową, z regularnym 80% DPR.

Podsumowując, mamy pozytywną opinię na temat odpowiedzialności środowiskowej i społecznej AC oraz zaangażowania w działania związane z zachowywaniem ładu korporacyjnego.

## Podsumowanie wyceny

Wyceniamy AC przy pomocy dwóch metod, stosując wagę 50% do naszej wyceny opartej na modelu DCF i wagę 50% do wyceny opartej na modelu DDM

Na podstawie naszych prognoz uzyskujemy wartość godziwą wynoszącą 40,8 PLN na akcję, która jest powyżej aktualnej ceny rynkowej i implikuje zalecenie KUPUJ.

**Tabela 9. Podsumowanie wyceny AC**

<b>AC, podsumowanie wyceny</b>	
<b>I Metoda: DCF</b>	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	41.4
Waga	50%
<b>II Metoda: DDM</b>	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	40.2
Waga	50%
<b>Wartość godziwa (PLN na akcję)</b>	<b>40.8</b>

*Source: Company, IPOPEMA Research*

## Model DCF

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału zostały ustalone przy użyciu stopy wolnej od ryzyka i dodaniu premii za ryzyko w wysokości 5,0% w każdym roku prognozy. Jednocześnie konsekwentnie zakładamy nielewarowaną betę równą 1, stosujemy stawkę podatkową w wysokości 19%. Zakładamy płaskie kursy walut w naszym modelu - USD/PLN na poziomie 3,80 i EUR/PLN na poziomie 4,30.

Tabela 10. AC DCF 2020E-2024E

DCF (PLN m)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal
Stopa wzrostu przychodów	-5.5%	4.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.0%
Przychody	211	219	223	227	231	235
Marża brutto	33%	35%	36%	36%	37%	0%
Koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne	39	41	43	45	47	0
<b>EBIT</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>40</b>
Marża EBIT	15%	17%	17%	17%	16%	17%
Efektywna stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>NOPAT</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>32</b>
+ Amortyzacja	12	13	14	13	14	14
<b>EBITDA</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>54</b>
- CAPEX	-14	-14	-14	-14	-14	-14
- Zmiany w kapitale obrotowym	3	0	-1	-1	-1	-1
	0					
<b>FCF</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
Wartość rezydualna						471
<b>WACC</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.5%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>312</b>
NPV FCF	117					
+ Wartość bieżąca wartości rezydualnej	312					
<b>Majątek operacyjny firmy =</b>	<b>428</b>					
+ Środki pieniężne	2					
<b>Wartość spółki =</b>	<b>431</b>					
- Dług =	-22					
- Wypłacona dywidenda =	0					
<b>Wartość kapitału własnego =</b>	<b>409</b>					
Liczba akcji (m)	10					
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN)</b>	<b>41.4</b>					

		Kluczowe założenia				
		CAGR przychodów 2019E-2024E				2.3%
		Średnia marża EBIT w latach 2019E-2024E				16.2%
		Premia za ryzyko rynkowe				5.0%
		Beta				1.00
		Stopa wzrostu w okresie rezydualnym				1.0%
		Średni WACC w latach 2019E-2024E				7.6%

Source: IPOPEMA Research

Zmiany WACC lub stopy wzrostu rezydualnego +/- 0.5pp, zmieniają wycenę spółki w metodzie DCF o ok. +/- 6% w obu przypadkach.

Tabela 11. Wrażliwość wyceny DCF na zmiany marży EBIT i stopy wzrostu rezydualnego

		WACC w okresie rezydualnym						
		9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
Rezydualna stopa zwrotu	0.5%	34.0	35.5	37.2	39.2	41.4	44.1	47.2
	1%	35.5	37.2	39.2	41.4	44.0	47.2	50.9
	1.5%	37.2	39.1	41.4	44.0	47.2	50.9	55.5

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Wycena DDM

Zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową po zakończeniu intensywnego programu CAPEX przy silnym bilansie, ale ze względu na wyjątkowo trudne otoczenie makro ograniczy tegoroczną wypłatę o połowę. Po roku 2020 zakładamy dość konserwatywny długoterminowy wskaźnik DPR na poziomie 80%. Nasze założenie przekłada się na DPS w wysokości 1,5 PLN w 2020E (4,2% DY) i 2,0 PLN (5,6% DY) w 2021E.

W modelu DDM zastosowaliśmy założenia analogiczne do modelu DCF w odniesieniu do kosztu kapitału i nielewarowanej bety.

Tabela 12: AC DDM 2020E-2024E

AC: DDM	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal
<b>DPS (PLN)</b>	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>
Stopa wolna od ryzyka	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta nielewarowana	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
Beta lewarowana	1.05	1.02	1.02	1.02	1.02	
Koszt kapitału własnego	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	
Stopa dyskontowa	0.95	0.88	0.82	0.77	0.71	
Zdyskontowany DPS (PLN)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.7	
<b>Suma zdyskontowanych DPS w okresie progr</b>	<b>8.7</b>					
Wzrost rezydualny						1.0%
Rezydualny koszt kapitału własnego						7.6%
<b>Wartość bieżąca wartości rezydualnej (PLN)</b>						<b>31.5</b>
<b>Wartość godziwa (PLN ps)</b>						<b>40.2</b>

Źródło: IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Według naszych prognoz AC handlowane jest na wskaźniku EV/EBITDA na rok 2020 na poziomie 8,2x z 20% premii wobec spółek porównawczych, co według nas jest uzasadnione, biorąc pod uwagę zdolność spółki do wypłacania dywidendy dwukrotnie wyższej niż średnia konkurencji.

Tabela 13: AC wycena porównawcza 2020E-2022E

Spółka	Ostatnia cena	Kapitał izacja EUR m	P/E			EV/EBITDA			DY	ND/EBITD A	ZN CAGR	EBITDA CAGR	EBITDA marża
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E					
LANDI RENZO SPA	EUR 0.4	46	na	16.9	7.0	4.4	2.8	2.6	1.0%	0.3	na	na	10.5%
SOGEFI	EUR 0.9	110	14.1	12.5	10.8	8.0	7.4	na	0.0%	0.2	na	31.8%	8.3%
GLOBAL PMX CO LTD	TWD 131.5	33,251	11.8	7.8	na	na	na	na	5.1%	0.2	14.2%	10.7%	26.4%
ALTRA INDUSTRIAL MOTION CORP	USD 19.0	1,143	12.2	11.5	na	7.1	6.7	na	3.6%	na	na	na	18.2%
ALUMETAL SA	PLN 37.0	126	12.3	22.8	12.8	6.2	7.6	6.3	5.4%	0.0	na	na	6.4%
BORYSZEWSA	PLN 3.7	194	10.7	9.8	na	6.9	6.6	na	0.0%	0.3	-2.0%	-2.6%	6.4%
<b>Mediana</b>			<b>12.2</b>	<b>12.0</b>	<b>10.8</b>	<b>6.9</b>	<b>6.7</b>	<b>4.5</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.2</b>	<b>6.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.4%</b>
AC	36.0	83	14.3	12.1	12.0	8.2	7.2	7.0	4.3%	0.0	9.3%	8.6%	20.5%
premia/dyskonto do mediany spółek porównywalnych			17%	1%	10%	20%	8%	57%					
<b>Implikowana cena (PLN)</b>			<b>30.6</b>	<b>35.6</b>	<b>32.4</b>	<b>29.8</b>	<b>33.2</b>	<b>22.9</b>					

Źródło: IPOPEMA Research

## Zmiany w prognozach

Tabela 15. Zmiany w prognozach

PLNm	2020E Nowa	2020E Poprzednia	Diff. %	2021E Nowa	2021E Poprzednia	Diff. %	2022E Nowa	2022E Poprzednia	Diff. %
Przychody	210.5	273.8	-23.1%	219.3	278.5	-21.3%	222.9	282.7	-21.1%
EBITDA	43.3	62.9	-31.2%	49.7	64.2	-22.6%	51.1	65.3	-21.8%
Zysk netto	25.0	41.7	-40.1%	29.5	42.6	-30.7%	29.8	42.9	-30.4%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Prognozy finansowe

Tabela 15. Rachunek zysków i strat AC 2016-2024E

Rachunek zysków i strat (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Przychody</b>	<b>185</b>	<b>194</b>	<b>237</b>	<b>223</b>	<b>211</b>	<b>219</b>	<b>223</b>	<b>227</b>	<b>231</b>
(%)	0%	5%	22%	-6%	-5%	4%	2%	2%	2%
Koszty wytworzenia sprzedanych produktów	119	125	149	142	140	142	143	145	146
<b>Zysk brutto</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>88</b>	<b>81</b>	<b>70</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>82</b>	<b>85</b>
Koszty sprzedaży i marketingu	17	19	23	20	22	23	24	25	26
Koszty administracyjne	13	13	16	16	18	18	19	20	21
Inne koszty/przychody operacyjne	2	2	0	2	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
zmiana r/r (%)	0%	5%	26%	-7%	-33%	18%	1%	2%	1%
<b>EBITDA</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>
zmiana r/r (%)	0%	6%	24%	-2%	-25%	15%	3%	0%	2%
Koszt/przychód finansowy	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0
<b>Przychody przed opodatkowaniem</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>
Podatek dochodowy	8	7	9	8	6	7	7	8	8
<b>Zysk netto</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>38</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>31</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>3.06</b>	<b>3.11</b>	<b>3.95</b>	<b>3.87</b>	<b>2.51</b>	<b>2.96</b>	<b>2.99</b>	<b>3.05</b>	<b>3.08</b>
	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Wskaźniki rentowności</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Marża brutto	35.6%	35.9%	37.0%	36.2%	33.4%	35.4%	35.8%	36.3%	36.7%
Marża EBITDA	24.1%	24.3%	24.8%	25.9%	20.5%	22.7%	22.9%	22.5%	22.6%
Marża EBIT	20.2%	20.3%	20.9%	20.8%	14.8%	16.7%	16.6%	16.6%	16.4%
Marża netto	16.3%	15.8%	16.4%	17.1%	11.9%	13.5%	13.4%	13.4%	13.3%
ROE	33.6%	31.8%	34.9%	33.3%	20.1%	22.1%	21.3%	20.7%	20.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 16. Bilans AC 2016-2024E

Bilans (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>59</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>116</b>
Zapasy	37	35	51	51	48	48	49	50	51
Należności	14	19	18	16	15	16	16	16	16
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3	18	5	2	17	16	26	35	45
Inne aktywa obrotowe	5	4	3	4	4	4	4	4	4
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>90</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>99</b>	<b>97</b>	<b>94</b>	<b>92</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	63	65	80	92	93	91	89	87	85
Aktywa niematerialne	3	4	5	6	5	4	4	3	3
Inne aktywa trwałe	6	5	5	4	4	4	4	4	4
<b>Aktywa</b>	<b>131</b>	<b>150</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>183</b>	<b>191</b>	<b>200</b>	<b>208</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>90</b>	<b>96</b>	<b>112</b>	<b>115</b>	<b>124</b>	<b>134</b>	<b>140</b>	<b>147</b>	<b>153</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>16</b>	<b>33</b>	<b>13</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
Inne zobowiązanie długoterminowe	16	33	13	30	29	16	16	16	16
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>21</b>	<b>14</b>	<b>27</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>30</b>
Zobowiązanie z tytułu dostaw i usług	11	6	14	8	8	8	8	8	8
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	7	24	4	22	21	8	8	8	8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	4	-17	8	-8	-5	9	10	12	13
<b>Pasywa</b>	<b>131</b>	<b>150</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>183</b>	<b>191</b>	<b>200</b>	<b>208</b>
Wartość księgowa na akcję (PLN)	9	10	11	12	12	13	14	15	15
Dług netto	3	7	0	19	4	-8	-18	-27	-37
Dług netto / EBITDA	0.1x	0.1x	0.0x	0.3x	0.1x	-0.2x	-0.3x	-0.5x	-0.7x
<b>Wskaźniki bilansowe</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
Wskaźnik płynności bieżącej	2.8	5.4	2.8	3.3	3.5	3.3	3.5	3.7	3.9
Wskaźnik płynności szybkiej	1.1	3.0	1.0	1.0	1.5	1.4	1.7	1.9	2.2
Dług / aktywa	5%	16%	3%	12%	11%	4%	4%	4%	4%
Dług / kapitał własny	8%	25%	4%	19%	17%	6%	6%	6%	5%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 17. Rachunek przepływów pieniężnych AC 2016-2024E

Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Zysk netto	30	31	39	38	25	30	30	30	31
Amortyzacja	7	8	9	11	12	13	14	13	14
Inne (w tym zmiana KON)	0	-7	2	-8	7	4	3	3	3
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>37</b>	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>48</b>
Wydatki inwestycyjne	-8	-10	-22	-24	-14	-14	-14	-14	-14
Inne	-3	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-22</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>
Zmiana zadłużenia	7	17	-20	17	-1	-13	0	0	0
Dywidendy	-48	-26	-24	-39	-15	-20	-24	-24	-24
Inne	1	1	2	1	0	0	0	0	0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-41</b>	<b>-8</b>	<b>-42</b>	<b>-20</b>	<b>-16</b>	<b>-33</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>
Stan środków na początek okresu	18	3	18	5	2	17	16	26	35
Zmiana środków pieniężnych	-15	15	-13	-2	14	-1	10	9	9
<b>Stan środków na koniec okresu</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>45</b>
DPS (PLN)	5.0	2.7	2.5	3.9	1.5	2.0	2.4	2.4	2.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 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. Piękna 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/gpwa>. 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, wyraźnych 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 rozpowszechniana 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 wahanom, 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 dyskontowania 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 niedowartościowany. Co więcej, wiodące wielokrotności (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. nie sporządzała rekomendacji dotyczących 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:

NIŁ - 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
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	pomiędzy (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

02/08/2019	BUY	PLN 53.0	PLN 46.6	Piotr Jusiński
------------	-----	----------	----------	----------------