

AC

Tymczasowe wyhamowanie

Rozczarowujące wstępne wyniki 2 kw. 2020 pokazały, że wpływ koronawirusa na segment autogazu jest silniejszy niż początkowo oczekiwaliśmy. Zakładamy, że wyniki w 3 i 4 kw. 2020 również będą słabsze r/r ze względu na wszechobecne ograniczenia skutkujące niższym importem z rynków zagranicznych produktów oferowanych przez spółkę. Większy popyt na zestawy do haków holowniczych i niedawne pozytywne zmiany na rynku rosyjskim powinny częściowo zrównoważyć gorsze wyniki w dwóch kolejnych kwartałach i spowodować jedynie tymczasowe wyhamowanie wzrostów wyników AC. W związku z tym obniżamy naszą rekomendację dla AC do TRZYMAJ i nieznacznie zwiększamy naszą wartość godziwą z 40,80 PLN do 42,00 PLN na akcję, co oznacza 5% potencjał wzrostu. W oparciu o nasze prognozy, AC jest notowane na P/E 2020E na poziomie 18,8x na 2020 rok oraz na poziomie 10,8x EV/EBITDA 2020, co stanowi odpowiednio 14%/19% premię w stosunku do mediany spółek porównawczych.

Pozytywne zmiany na rynku rosyjskim. Eurazjatycka Komisja Gospodarcza poinformowała, że wprowadzenie przepisów dotyczących rejestracji samochodów z instalacjami gazowymi, potencjalnie negatywne dla AC, zostało przesunięte o kolejny rok do lipca 2021 r. Ponadto rząd zwiększył dotację na konwersję na CNG z 30% do 60% dla średnich przedsiębiorstw i osób prywatnych. Kolejne 30 proc. wydatków dofinansuje Gazprom. Rząd szacuje, że w tym roku w wyniku realizacji programu skonwertowanych zostanie 10-12 tys. aut wobec 15 tys. konwersji w 2019 roku. Zakładamy, że zmiany te wzmocnią pozycję AC na rynku rosyjskim i szacujemy wzrost przychodów z tego rynku z 18 mln zł w 2020 roku do 27 mln zł w 2021 roku i 10-procentowy wzrost w kolejnych latach.

Dywidenda utrzymana. Zarząd AC zarekomendował 1,25 PLN DPS (DY 3,1%), co jest bliskie naszemu wcześniejszemu założeniu 1,5 PLN DPS (50% DPR). Podtrzymujemy nasze oczekiwania, że spółka utrzyma politykę dywidendową, biorąc pod uwagę zakończenie intensywnego programu CAPEX i mocny bilans z dość konserwatywnym długoterminowym 80% DPR po 2020 roku. Nasze założenie przekłada się na 1,7 PLN (4,3% DY) w 2021E.

Prognoza wyników 2Q20E. W segmencie systemów sekwencyjnego wtrysku gazu spodziewamy się niższych przychodów o 59% r/r, wynoszących 18,8 mln PLN, ze względu na niskie ceny benzyny, ograniczenie importu samochodów używanych, zakłócenia w logistyce globalnej, osłabienie lokalnych walut kontrahentów względem EUR i USD oraz ograniczenia mobilności. Pozytywnie zaskoczyć powinny przychody ze sprzedaży wiązek do haków holowniczych w wyniku popularyzacji turystyki samochodowej i podróży kamperem. Oczekujemy, że koszty SG&A spadną o ok. 20% kw/kw. (skrócenie czasu pracy, zawieszenie programu motywacyjnego). W związku z tym prognozujemy 6,3 mln PLN EBITDA w 2 kw. 20 (spadek o 57% r/r i 61% kw./kw.), a zysk netto na poziomie jedynie 3,0 mln PLN (68% r/r i 74% q/q).

Wykres 1. Prognoza wyników AC

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody (PLN m)	185	194	237	223	173	201
EBITDA (PLN m)	45	47	59	58	37	43
EBIT (PLN m)	37	39	50	46	26	30
Zysk netto (PLN m)	30	31	39	38	21	24
EPS (PLN)	3.06	3.11	3.95	3.87	2.12	2.44
DPS (PLN)	5.00	2.70	2.50	3.94	1.25	1.70
EV/EBITDA (x)	5.2	7.6	6.7	8.3	10.8	9.3
P/E (x)	7.5	11.5	10.1	12.1	18.8	16.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spółki przemysłowe

AC

TRZYMAJ

FV PLN 42.00 z PLN 40.80

5% potencjału wzrostu

Cena bieżąca 4 Sierpnia 2020 PLN 40.00

Rekomendacja obniżona



Dane o spółce

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	90.5
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	-2%
3M	5%
12M	-14%

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%

Analitik

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

ACG

KUPUJ

Kapitalizacja EUR 90m

FV PLN 42.00

Potencjał wzrostu +5%

Mnożniki wyceny	2017	2018	2019	2020E	2021E
P/E (x)	11.5	10.1	12.1	18.8	16.4
EV/EBITDA (x)	7.6	6.7	8.3	10.8	9.3
EV/Sales (x)	1.9	1.7	2.2	2.1	1.7
P/BV (x)	3.7	3.5	4.0	2.9	2.7
FCF yield (%)	5.2%	5.9%	5.4%	4.7%	5.4%
DY (%)	7.3%	6.8%	10.6%	3.4%	4.6%

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	2.1	2.4
BVPS (PLN)	9.8	11.3	11.6	12.4	13.1
FCFPS (PLN)	2.9	3.3	3.1	2.0	2.3
DPS (PLN)	2.70	2.50	3.94	1.25	1.70

Zmiana (%)	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody	5.2%	22.1%	-6.2%	-22.2%	15.7%
EBITDA	6.3%	24.4%	-1.9%	-36.0%	15.6%
EBITDA adj.	6.3%	24.4%	-1.9%	-36.0%	15.6%
EBIT	5.3%	25.8%	-6.6%	-43.8%	14.1%
Zysk netto	1.6%	27.1%	-2.1%	-44.6%	14.7%

Wskaźniki fin.	2017	2018	2019	2020E	2021E
Marża brutto (%)	35.9%	37.0%	36.2%	29.4%	32.3%
Marża EBITDA (%)	24.3%	24.8%	25.9%	21.3%	21.3%
Marża EBIT (%)	20.3%	20.9%	20.8%	15.0%	14.8%
Marża netto (%)	15.8%	16.4%	17.1%	12.2%	12.1%
Dług netto / EBITDA (x)	0.14	-0.01	0.34	0.20	-0.08
Dług netto / KW (x)	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0
Dług netto / Aktywa (x)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
ROE (%)	31.8%	34.9%	33.3%	17.1%	18.6%
ROA (%)	20.4%	23.4%	21.8%	11.4%	13.3%
ROIC (%)	32.7%	42.7%	33.9%	18.0%	21.4%

Założenia	2020E	2021E
Wzrost rynków LPG		
Polska	-60%	40%
Rosja	-10%	50%
Ukraina	-20%	15%
Korea Południowa	-20%	15%
Meksyk	-10%	15%
Kazachstan	-20%	10%
Uzbekistan	0%	0%
Kraje bałkańskie	0%	10%
Hiszpania	0%	10%
Azerbejdżan, Armenia	0%	0%
Kraje afrykańskie	-10%	5%
Brazylia	-5%	-5%
Inne kraje	0%	0%

RZIS (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przychody	184.9	194.4	237.4	222.7	173.3	200.5
Koszt własny sprzedaży	119.0	124.6	149.5	142.0	122.4	135.8
Zysk brutto	65.8	69.8	87.9	80.7	50.9	64.8
Koszty sprzedaży	16.8	18.8	22.7	20.2	16.1	19.3
Koszty zarządu	13.5	13.4	15.7	16.4	13.1	15.8
Pozostały wynik operacyjny	1.9	1.8	0.1	2.2	4.4	0.0
EBITDA	44.5	47.3	58.9	57.7	37.0	42.7
EBITDA adj.	42.6	45.5	58.8	55.6	37.0	42.7
EBIT	37.4	39.4	49.6	46.3	26.0	29.7
Wynik finansowy netto	0.3	-1.5	-1.1	0.2	0.1	0.3
Zysk brutto	37.7	37.9	48.4	46.5	26.1	30.0
Podatek dochodowy	7.5	7.2	9.4	8.3	5.0	5.7
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	30.2	30.7	39.0	38.2	21.2	24.3
Zysk netto adj.	30.2	30.7	39.0	38.2	21.2	24.3

BILANS (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Aktywa trwałe	71.8	73.8	89.9	101.6	102.8	100.6
WNiP	3.2	3.6	5.4	5.8	5.1	4.4
Rzeczowe aktywa trwałe	63.1	65.1	79.8	92.0	93.9	92.4
Inne aktywa trwałe	5.5	5.0	4.7	3.8	3.8	3.8
Aktywa obrotowe	59.3	76.3	76.5	73.2	82.3	81.9
Zapasy	36.8	34.9	50.6	50.8	45.1	46.7
Należności handlowe	14.2	19.3	18.0	15.8	19.0	19.2
Srodki pieniężne	3.3	17.7	4.7	2.4	13.9	11.7
Inne aktywa obrotowe	5.1	4.4	3.2	4.3	4.3	4.3
Aktywa	131.1	150.1	166.4	174.8	185.1	182.5
Kapitał własny	89.9	96.4	111.8	114.7	123.4	130.8
Udziały mniejszościowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długotermino	16.2	14.8	22.1	17.9	21.1	23.1
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	21.1	23.1
Zobowiązania krótkotermin	25.0	38.9	32.6	42.2	40.6	28.7
Zobowiązania handlowe	10.7	6.3	14.4	8.2	7.1	8.2
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
Pasywa	131.1	150.1	166.4	174.8	185.1	182.5
Cykl konwersji gotówki (dni)	79	90	83	96	120	105
Gross debt (PLN m)	6.8	24.3	4.3	21.7	21.2	8.2
Net debt (PLN m)	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	-0.1

PRZEPŁYWY PIEN. (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Przepływy operacyjne	37.3	31.5	50.7	41.6	37.6	40.7
Zysk netto	30.2	30.7	39.0	38.2	21.2	24.3
Amortyzacja	7.1	7.9	9.3	11.5	11.0	13.1
Udziały mniejszościowe	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
Zmiany w kapitale obrotowym	-0.8	-5.8	-3.3	-3.8	1.4	-0.7
Inne	0.8	-2.3	3.7	-7.3	0.1	-0.9
Przepływy inwestycyjne	-11.1	-9.1	-21.6	-23.5	-13.0	-13.0
CAPEX	-7.9	-10.3	-21.6	-23.7	-13.0	-13.0
Inne	-3.1	1.2	0.1	0.2	0.0	0.0
Financjalny cash flow	-40.7	-7.7	-42.4	-20.4	-13.0	-29.9
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	-12.4	-16.9
Inne	0.6	1.1	-18.5	0.8	-0.5	-13.0
Zmiana środków pien.	-14.5	14.8	-13.3	-2.4	11.6	-2.2
Srodki pien.na koniec okres	3.3	18.0	4.7	2.3	13.9	11.7

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Spis treści.....	3
Wpływ COVID-19	4
Pozytywne zmiany na rynku rosyjskim	5
Prognoza wyników 2 kw.2020	6
ESG.....	7
Podsumowanie wyceny	8
Model DCF	8
Wycena DDM.....	9
Wycena porównawcza	10
Zmiany w prognozach.....	11
Prognozy finansowe	11
Czynniki ryzyka.....	12

Wpływ COVID-19

Jesteśmy rozczarowani wstępnymi przychodami zaraportowanymi przez AC za 2Q2020, które wyniosły 32,2 mln PLN (spadek o 44% r/r), pokazując, że wpływ pandemii koronawirusa na wyniki jest silniejszy niż początkowo zakładaliśmy. Antycykliczność sprzedaży systemów autogazu zostanie przeważona przez negatywne czynniki, takie jak niskie ceny benzyny, zmniejszenie importu samochodów używanych na poszczególnych rynkach, zakłócenia w logistyce globalnej, osłabienie lokalnych walut partnerów biznesowych w stosunku do EUR i USD oraz wszelkie dystansowanie społeczne wpływające na mobilność.

Do głównych ryzyk, które wciąż dostrzegamy, należą zaburzenia w globalnej logistyce, opóźnianie zamówień w poszczególnych krajach ze względu na lokalne regulacje oraz niższy popyt na rynkach eksportowych ze względu na niechęć do uzupełniania zapasów w obliczu niepewnego popytu. Niektórzy klienci najbardziej dotknięci epidemią mogą również wymagać obniżek cen, które AC prawdopodobnie będzie musiało zaakceptować.

Z drugiej strony widzimy kilka pozytywów. Nadal uważamy, że klienci będą skłonni do konwersji najtańszych samochodów, aby zrezygnować z transportu publicznego w wyniku epidemii, ale odłożyli oni decyzje na trzeci i czwarty kwartał tego roku, co sugeruje, że tak silny spadek wyników jak w 2 kwartale nie będzie już miał miejsca. Uważamy również, że wyniki trzeciego kwartału będą lepsze ze względu na dużą liczbę wyjazdów wakacyjnych samochodami prywatnymi, co może przyczynić się do wzrostu liczby konwersji, a także większą ilość konwersji planowanych wcześniej, ale opóźnionych z powodu panującej pandemii.

Nie widzimy pozytywnego wpływu dużej liczby infekcji we Włoszech na wyniki AC, gdzie firmy nie osłabiły swojej pozycji konkurencyjnej ze względu na wysoki poziom zapasów i niezbyt restrykcyjne podejście do zakazów związanych z pandemią. Dlatego też nie spodziewamy się silnego odbicia liczby konwersji w najbliższych miesiącach, przez co wynik powinien być niższy o 25% r/r w 3 kwartale i jednocyfrowo niższy r/r w 4 kwartale. Następnie spodziewamy się stopniowego odreagowania opartego głównie na rynku polskim i rosyjskim. Spodziewamy się poprawy wyników w segmencie zestawów do haków holowniczych w związku z popularyzacją turystyki samochodowej i podróży kamperem, a tym samym wzrost popytu na tego typu produkty oferowane przez AC.

Prognozujemy 20-procentowy wzrost przychodów segmentu r/r do 26,3 mln zł w 2020 roku i 27,62 mln w 2021 roku. Po stronie kosztów zakładamy spadek kosztów pracy o 20% r/r ze względu na obniżenie wynagrodzeń pracowników biurowych, zawieszenie systemu motywacyjnego opartego na akcjach dla kadry menedżerskiej (rezerwa na ten cel w wysokości 2,5 mln PLN rok temu) oraz rezygnacja z wyjazdów służbowych/targów. Zakładamy również, że spółka nieznacznie ograniczy zbędny CAPEX w 2020 roku do ok. 13 mln zł.

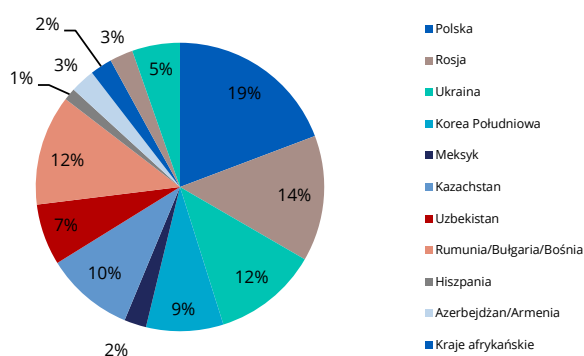
Pozytywne zmiany na rynku rosyjskim

Jak dotąd największym znakiem zapytania dla AC był rynek rosyjski, na który według naszych obliczeń przypada około 12% przychodów spółki. W 2019 roku weszła w życie nowa ustawa o konwersji na autogaz. Nowe przepisy wymagające badań skonwertowanych samochodów w akredytowanych laboratoriach zostały odroczone w czasie do 1 lipca 2020 r. w celu odpowiedniego przygotowania laboratoriów. Obecnie, zarząd Eurazjatyckiej Komisji Gospodarczej przesunął wprowadzenie nowych przepisów dotyczących rejestracji samochodów z instalacją gazową na lipiec 2021 r. ze względu na rozprzestrzenianie się zakażenia koronawirusa.

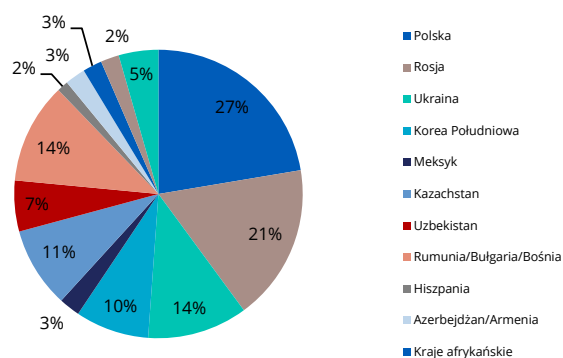
Ponadto rosyjski rząd poparł propozycję ministra energetyki, by podwoić udział dotacji budżetowej na konwersję na CNG z 30 do 60 proc. dla średnich przedsiębiorstw i obywateli. Kolejne 30 proc. wydatków będzie dotować Gazprom; dlatego właściciele samochodów będą musieli zapłacić tylko 10 procent całkowitego kosztu konwersji. Przejście na sprężony gaz ziemny (CNG) obniży wydatki kierowców na paliwo o 60-65 procent, zapewniając oszczędność w wysokości 4-5 mld rubli w ciągu trzech lat. Rosyjski rząd przeznaczy 50 mld rubli na rozwój branży silników zasilanych CNG w latach 2020-2024 - 3,5 mld rubli rocznie na rozbudowę stacji benzynowych i 700 mln rubli na konwersje. Według rządowych szacunków, w tym roku w wyniku realizacji programu na CPG zostanie przekonwertowanych 10-12 tys. aut wobec 15 tys. konwersji w całym 2019 roku. Warto odnotować, że wraz z nadejściem pandemii gwałtownie spadł popyt na tego typu usługi.

Zakładamy, że powyższe zmiany pozwolą wzmocnić pozycję AC na rynku rosyjskim, charakteryzującym się znacznie wyższymi marżami niż polski. Szacujemy około 50% wzrost przychodów w Rosji w 2021 roku vs 2020, z 18 mln zł do 27 mln zł oraz 10-procentowe tempo wzrostu w kolejnych latach. Powinno to pomóc AC w złagodzeniu potencjalnie przedłużającego się spowolnienia na innych rynkach zagranicznych spowodowanego pandemią.

Wykres 2. Szacowana struktura przychodów 2020



Wykres 3. Szacowana struktura przychodów 2021



Zródło: IPOPEMA Research

Prognoza wyników 2 kw.2020

AC opublikuje wyniki za 2 kw. 10 sierpnia 2020 r.

1 lipca 2020 roku AC opublikowało wstępne przychody za 2 kw. 20, które wyniosły 32,2 mln PLN (44% spadek r/r), co oceniamy jako rozczarowujące. Jako główne przyczyny AC wymieniło niskie ceny benzyny, pomimo wciąż korzystnego stosunku cen benzyna/gaz, zmniejszenie importu używanych samochodów, zakłócenia w globalnej logistyce, osłabienie lokalnych walut partnerów biznesowych w stosunku do EUR i USD oraz wszelkie zasady dystansowania społecznego wpływające na mobilność i inne ograniczenia.

Systemy sekwencyjnego wtrysku gazu. W segmencie sekwencyjnego wtrysku gazu spodziewamy się o 59% niższych przychodów r/r na poziomie 18,8 mln PLN. Naszym zdaniem najbardziej negatywny wpływ koronawirusa widoczny będzie na sprzedaży segmentu. Ze względu na ograniczenia spodziewamy się braku nowych zamówień z rynku ukraińskiego i kazachskiego w kwartale (pełne stany magazynowe). Ponadto na poziom zamówień powinny mieć wpływ pewne trudności logistyczne, zwłaszcza na odległych rynkach, takich jak Ameryka Łacińska czy Korea Południowa.

Tym razem pozytywnym zaskoczeniem będą najprawdopodobniej **zestawy dla haków holowniczych**, napędzane głównie wzrostem przychodów ze sprzedaży zestawów elektroniki i wiązek do haków holowniczych w wyniku popularyzacji turystyki samochodowej i podróży kamperem. Oczekujemy, że przychody w tym segmencie będą wyższe o 85% r/r.

SG&A. W związku z zawieszeniem na 2020 r. systemu motywacyjnego opartego na akcjach spółki dla kadry kierowniczej, AC działała z grafikiem pracy zredukowanym o 20% w okresie maj-lipiec z proporcjonalną obniżką wynagrodzeń pracowników (z wyłączeniem wyspecjalizowanych działów w segmencie haków holowniczych). Spodziewamy się, że koszty SG&A spadną ok. 20% kw./kw.

EBITDA. Oczekujemy 6,3 mln PLN EBITDA w 2 kw. 20 (spadek o 57% r/r i 61% q/q).

Pozostałe przychody operacyjne. AC zaksięguje w 2kw.20 dofinansowanie otrzymane z tarczy antykrzysowej w wysokości 2,3 mln zł. Ponadto AC powinno zaksięguwać ok. 0,6 mln w wyniku sprzedaży zbędnych części maszyn w kwartale.

Zysk netto. Oczekujemy, że zysk netto AC wyniesie tylko 3,0 mln PLN (spadek o 68% r/r i 74% kw./kw.) w 2 kw. 20.

Wykres 4. Prognoza wyników AC 2 kw. 2020

(PLN m)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2 kw. 20	yoj	qoq
Przychody	63.5	57.5	55.2	46.5	62.4	32.2	-44%	-48%
Sekwencyjne systemy wtrysku gazu	51.3	46.0	43.3	37.1	49.8	18.8	-59%	-62%
Podciśnieniowe systemy LPG	1.2	0.9	1.2	0.7	1.0	0.5	-42%	-46%
Zestawy do haków holowniczych	4.5	5.2	7.6	4.3	6.8	9.6	85%	41%
Pozostałe wyroby i usługi	3.1	2.2	2.2	1.8	2.2	1.4	-37%	-36%
Towary i materiały	3.4	3.2	3.2	2.8	2.7	1.9	-40%	-29%
Zysk brutto	23.7	20.4	20.0	16.5	22.5	7.3	-64%	-68%
EBITDA	17.9	14.6	15.8	9.4	16.0	6.3	-57%	-61%
EBIT	15.2	11.8	12.9	6.4	13.4	3.6	-69%	-73%
Zysk netto	12.4	9.4	11.1	5.3	11.6	3.0	-68%	-74%
EBITDA marża	28.3%	25.3%	28.6%	20.3%	25.6%	19.4%	-2.6pp	5.3pp
EBIT marża	23.9%	20.5%	23.4%	13.7%	21.5%	11.3%	-2.5pp	7.7pp
Marża netto	19.5%	16.3%	20.2%	11.4%	18.5%	9.2%	-1pp	7.2pp

Zródło: 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 42,0 PLN na akcję, która jest powyżej aktualnej ceny rynkowej i implikuje zalecenie TRZYMAJ.

Tabela 5. Podsumowanie wyceny AC

AC, podsumowanie wyceny	
I Metoda: DCF	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	41.7
Waga	50%
II Metoda: DDM	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	42.3
Waga	50%
Wartość godziwa (PLN na akcję)	42.0

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Model DCF

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału zostały ustalone przy użyciu stopy wolnej od ryzyka w wysokości 2% (vs 2,5% w poprzednim raporcie) 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%.

Tabela 10. AC DCF 2020E-2024E

DCF (PLN m)		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal	
Stopa wzrostu przychodów		-22.2%	15.7%	3.8%	3.0%	3.0%	1.0%	
Przychody		173	201	208	215	221	228	
Marża brutto		29%	32%	34%	35%	37%	0%	
Koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne		29	35	40	42	44	0	
EBIT		26	30	31	34	37	38	
Marża EBIT		15%	15%	15%	16%	17%	17%	
Efektywna stopa podatkowa		19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPAT		21	24	25	27	30	31	
+ Amortyzacja		11	13	14	13	14	14	
EBITDA		37	43	45	47	51	52	
- CAPEX		-13	-13	-14	-14	-14	-14	
- Zmiany w kapitale obrotowym		1	-1	1	1	-2	-2	
FCF		20	23	26	29	28	29	
Wartość rezydualna							481	
WACC		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Wartość bieżąca FCF		19	21	22	22	21	327	
NPV FCF	105							
+ Wartość bieżąca wartości rezydualnej	327							
Majątek operacyjny firmy =	432							
+ Środki pieniężne	2							
Wartość spółki =	434							
- Dług =	-22							
- Wypłacona dywidenda =	0							
Wartość kapitału własnego =	412							
Liczba akcji (m)	10							
Wartość godziwa na akcję (PLN)	41.7							
		WACC w okresie rezydualnym						
		8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
	0.5%	33.5	35.1	37.0	39.2	41.7	44.8	48.4
Rezydualna stopa zwrotu	1%	35.1	37.0	39.2	41.7	44.8	48.4	52.8
	1.5%	37.0	39.2	41.7	44.7	48.4	52.8	58.3

Kluczowe założenia

CAGR przychodów 2019E-2024E	6.3%
Średnia marża EBIT w latach 2019E-2024E	15.4%
Premia za ryzyko rynkowe	5.0%
Beta	1.00
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.0%
Średni WACC w latach 2019E-2024E	7.1%

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena DDM

W dniu 5 maja 2020 roku AC poinformowało, że zarząd zawiesił dotychczasową rekomendację wypłaty dywidendy w wysokości 2,80 PLN, ponieważ nie jest w stanie przewidzieć skutków epidemii. Następnie 29 lipca zarząd zarekomendował 1,25 PLN DPS (3,1% DY), co jest zasadniczo zgodne z naszym wcześniejszym założeniem 1,5 PLN DPS (50% DPR) i odzwierciedla niezwykle trudne otoczenie makroekonomiczne, w jakim funkcjonuje obecnie spółka. Rada Nadzorcza zaaprobowała wniosek zarządu.

Zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową po zakończeniu intensywnego programu CAPEX przy silnym bilansie. Po roku 2020 zakładamy dość konserwatywny długoterminowy wskaźnik DPR na poziomie 80%. Nasze założenie przekłada się na DPS w wysokości 1,7 PLN (4,3% 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
DPS (PLN)	1.2	1.7	1.9	2.0	2.2	2.9
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
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	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	
Stopa dyskontowa	0.95	0.89	0.83	0.78	0.73	
Zdyskontowany DPS (PLN)	1.2	1.5	1.6	1.6	1.6	
Suma zdyskontowanych DPS w okresie progr	7.5					
Wzrost rezydualny						1.0%
Rezydualny koszt kapitału własnego						7.1%
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (PLN)						31.5
Wartość godziwa (PLN ps)						42.3

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

AC jest notowane na P/E 2020E na poziomie 18,8x na 2020 rok oraz na poziomie 10,8x EV/EBITDA 2020, co stanowi odpowiednio 14%/19% premię w stosunku do mediany spółek porównawczych.

Tabela 13: AC wycena porównawcza 2020E-2022E

Spółka	Ostatnia cena	Kapitał izacja EUR m	P/E			EV/EBITDA			DY 2020E	ND/EBITD A 2020E	ZN CAGR 2020-22E	EBITDA CAGR 2020-22E	EBITDA marża 2020E
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E					
LANDI RENZO SPA	EUR 0.7	74	na	na	7.6	4.6	3.2	2.5	0.0%	0.0	na	na	8.8%
SOGEFI	EUR 0.9	110	24.3	18.4	14.6	13.3	11.4	8.9	0.0%	0.3	na	28.8%	9.1%
GLOBAL PMX CO LTD	TWD 167.5	51,312	17.4	14.4	11.8	11.0	9.4	na	4.1%	0.2	28.9%	19.4%	23.0%
ALTRA INDUSTRIAL MOTION CORP	USD 35.5	1,952	15.8	11.8	9.9	7.8	6.6	5.8	0.9%	na	na	na	19.9%
ALUMETAL SA	PLN 37.7	133	na	13.3	12.5	9.4	6.6	6.3	6.1%	0.0	na	na	6.7%
BORYSZEW SA	PLN 3.6	203	14.5	14.6	11.0	8.8	8.7	7.0	0.0%	0.3	na	22.1%	4.7%
Mediana			16.6	14.4	11.4	9.1	7.6	6.3	0.5%	0.2	28.9%	22.1%	9.0%
AC	40.0	90	18.8	16.4	15.9	10.8	9.3	8.9	3.1%	0.0	8.9%	10.0%	21.3%
premia/dyskonto do mediany spółek porównywalnych			14%	14%	39%	19%	22%	41%					
Implikowana cena (PLN)			35.2	35.2	28.7	33.7	32.7	28.3					

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	173.3	210.5	-17.7%	200.5	219.3	-8.6%	208.2	222.9	-6.6%
EBITDA	37.0	43.3	-14.6%	42.7	49.7	-14.0%	44.8	51.1	-12.4%
Zysk netto	21.2	25.0	-15.4%	24.28	29.5	-17.8%	25.1	29.8	-15.7%

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
Przychody	185	194	237	223	173	201	208	215	221
(%)	-	5%	22%	-6%	-22%	16%	4%	3%	3%
Koszty wytworzenia sprzedanych produktów	119	125	149	142	122	136	137	138	140
Zysk brutto	66	70	88	81	51	65	71	76	81
Koszty sprzedaży i marketingu	17	19	23	20	16	19	22	23	25
Koszty administracyjne	13	13	16	16	13	16	18	19	20
Inne koszty/przychody operacyjne	2	2	0	2	4	0	0	0	0
EBIT	37	39	50	46	26	30	31	34	37
zmiana r/r (%)		5%	26%	-7%	-44%	14%	4%	10%	9%
EBITDA	45	47	59	58	37	43	45	47	51
zmiana r/r (%)		6%	24%	-2%	-36%	16%	5%	6%	8%
Koszt/przychód finansowy	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Przychody przed opodatkowaniem	38	38	48	46	26	30	31	34	37
Podatek dochodowy	8	7	9	8	5	6	6	7	7
Zysk netto	30	31	39	38	21	24	25	28	30
EPS (PLN)	3.06	3.11	3.95	3.87	2.12	2.44	2.52	2.78	3.04
Wskaźniki rentowności	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża brutto	35.6%	35.9%	37.0%	36.2%	29.4%	32.3%	34.2%	35.5%	36.7%
Marża EBITDA	24.1%	24.3%	24.8%	25.9%	21.3%	21.3%	21.5%	22.1%	23.2%
Marża EBIT	20.2%	20.3%	20.9%	20.8%	15.0%	14.8%	14.8%	15.8%	16.8%
Marża netto	16.3%	15.8%	16.4%	17.1%	12.2%	12.1%	12.1%	12.9%	13.7%
ROE	33.6%	31.8%	34.9%	33.3%	17.1%	18.6%	18.4%	19.3%	19.9%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 16. Bilans AC 2016-2024E

Bilans (PLN m)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Aktywa obrotowe	59	76	77	73	82	82	92	104	117
Zapasy	37	35	51	51	45	47	48	47	48
Należności	14	19	18	16	19	19	17	18	18
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3	18	5	2	14	12	23	35	46
Inne aktywa obrotowe	5	4	3	4	4	4	4	4	4
Aktywa trwałe	72	74	90	102	103	101	98	96	93
Rzeczowe aktywa trwałe	63	65	80	92	94	92	90	88	86
Aktywa niematerialne	3	4	5	6	5	4	4	3	3
Inne aktywa trwałe	6	5	5	4	4	4	4	4	4
Aktywa	131	150	166	175	185	182	190	200	209
Kapitał własny	90	96	112	115	123	131	136	144	152
Zobowiązania długoterminowe	16	33	13	30	29	16	16	16	16
Inne zobowiązanie długoterminowe	16	33	13	30	29	16	16	16	16
Zobowiązania krótkoterminowe	21	14	27	22	25	27	29	31	32
Zobowiązanie z tytułu dostaw i usług	11	6	14	8	7	8	9	9	9
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	7	24	4	22	21	8	8	8	8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	4	-17	8	-8	-3	11	12	14	14
Pasywa	131	150	166	175	185	182	190	200	209
Wartość księgowa na akcję (PLN)	9	10	11	12	12	13	14	14	15
Dług netto	3	7	0	19	7	-3	-14	-27	-38
Dług netto / EBITDA	0.1x	0.1x	0.0x	0.3x	0.2x	-0.1x	-0.3x	-0.6x	-0.7x
Wskaźniki bilansowe	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Wskaźnik płynności bieżącej	2.8	5.4	2.8	3.3	3.3	3.0	3.2	3.4	3.7
Wskaźnik płynności szybkiej	1.1	3.0	1.0	1.0	1.5	1.3	1.5	1.9	2.1
Dług / aktywa	5%	16%	3%	12%	11%	5%	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	21	24	25	28	30
Amortyzacja	7	8	9	11	11	13	14	13	14
Inne (w tym zmiana KON)	0	-7	2	-8	5	3	5	5	2
Przepływy z działalności operacyjnej	37	32	51	42	38	41	44	46	47
Wydatki inwestycyjne	-8	-10	-22	-24	-13	-13	-14	-14	-14
Inne	-3	1	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11	-9	-22	-24	-13	-13	-14	-14	-14
Zmiana zadłużenia	7	17	-20	17	-1	-13	0	0	0
Dywidendy	-48	-26	-24	-39	-12	-17	-19	-20	-22
Inne	1	1	2	1	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-41	-8	-42	-20	-13	-30	-19	-20	-22
Stan środków na początek okresu	18	3	18	5	2	14	12	23	35
Zmiana środków pieniężnych	-15	15	-13	-2	12	-2	11	13	10
Stan środków na koniec okresu	3	18	5	2	14	12	23	35	46
DPS (PLN)	5.0	2.7	2.5	3.9	1.2	1.7	1.9	2.0	2.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

Niekorzystna relacja cen benzyny do LPG / CNG

Wysokie ceny benzyny/oleju napędowego są głównym powodem zainteresowania konwersją samochodów na autogaz. Potencjalne problemy po stronie podaży na świecie na rynku autogazu/ropy naftowej wynikające na przykład z konfliktów zbrojnych lub porozumień kartelowych mogłyby spowodować znaczne zawężenie relacji cenowej autogazu do benzyny, a tym samym mniejsze zainteresowanie konwersją samochodów na autogaz.

Ryzyko zmian polityki podatkowej dla autogazu

Zaostrzenie polityki podatkowej lub zmniejszenie dotacji na autogaz traktowanego jako alternatywne paliwo ekologiczne spowodowałoby spadek liczby konwersji na LPG. Jako inne potencjalne zagrożenia dostrzegamy brak długoterminowej przewidywalności takich polityk i większy wzrost „ukrytych” podatków na autogaz w stosunku do innych paliw konwencyjnych.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną na kluczowych rynkach

Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej na głównych rynkach (zwłaszcza w Rosji, na Ukrainie i w Kazachstanie) może prowadzić do poszukiwania znacznych oszczędności przez lokalne społeczności, a tym samym do zmniejszenia wydatków na podróże samochodem i niechęć do inwestycji w systemy LPG. Trzy wspomniane rynki łącznie stanowią ponad 30% przychodów firmy.

Ryzyko zmian politycznych i konfliktów zbrojnych

Ponieważ duża część sprzedaży AC jest kierowana do Rosji i na Ukrainę, ryzyko zmian regulacji politycznych jest wysokie. Dodatkowo na eksport do wyżej wymienionych krajów, podobnie jak w przypadku innych rynków (w szczególności Bałkany i kraje Bliskiego Wschodu), mogą wpływać napięcia polityczne, embarga handlowe lub konflikty zbrojne. Według naszych obliczeń ponad 50% przychodów firmy narażone jest na takie ryzyko.

Ryzyko wzrostu cen pracy / surowców

Ponad 65% kosztów AC to koszty surowcowe (elementy elektroniczne, przewody elektryczne, tworzywa sztuczne - PCV, polipropylen, PA, ABS, POM i metale - stal, aluminium, miedź, cyna), mogące podlegać znacznym wahaniom. Koszty pracy według naszych szacunków stanowią 20% kosztów produkcji. Presja na dalszy wzrost płac spowodowałaby pogorszenie wyniku spółki.

Ryzyko zmian kursów walut

Większość przychodów firmy rozliczana jest w EUR i USD. Pomimo dużego udziału zakupów surowców importowanych i znaczącego udziału sprzedaży eksportowej (około 60%), umocnienie PLN w stosunku do EUR i USD stanowi ryzyko dla AC.

Ryzyko konkurencyjnej technologii (w tym pojazdów elektrycznych)

Postrzegamy silniejszą popularyzację samochodów elektrycznych jako ryzyko dla firmy, mimo że może to być także szansa. Uważamy, że znaczny wzrost konkurencyjności samochodów elektrycznych może być spowodowany: faktem, że ceny samochodów elektrycznych będą odpowiadać cenom samochodów tradycyjnych, zostanie zbudowana gęsta sieć infrastruktury ładującej, czas ładowania będzie krótszy, a odległość możliwa do pokonania na jednym ładowaniu będzie podobna do przebytej odległości na jednym zbiorniku paliwa. Takie zmiany w perspektywie kilku lat całkowicie zmieniłyby profil działalności firmy w zakresie instalacji gazowych.

Potencjalna konsolidacja klientów/dystrybutorów

AC sprzedaje swoje produkty głównie przez kilkudziesięciu klientów, w tym autoryzowanych dystrybutorów części samochodowych. Potencjalna konsolidacja dystrybutorów gazu na rynku krajowym, wysoki udział jednego z kierunków eksportowych w przychodach lub zaprzestanie przez jednego ze znaczących zagranicznych dystrybutorów współpracy z AC mogłoby stanowić poważne ryzyko dla dalszych wyników firmy.

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 wahaniami, 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:

NI - 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 (Kwiecień 1 –Czerwiec 20, 2020)

	Liczba	%
Kup	23	55%
Trzymaj	11	26%
Sprzedaj	8	19%
Total	42	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