piątek, 30 listopada 2018 | komentarz specjalny

AC – Autogaz ma się dobrze

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 41,50 PLN

ACG PW; ACGP.WA | Przemysł, Polska

Opracowanie: Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09

AC jest beneficjentem rosnącej dysproporcji cen benzyny/LPG, przez co wprowadzenie opłaty emisyjnej i innych dotacji dla rozwoju paliw ekologicznych pozytywnie przekłada się na popyt na produkty firmy. Spółka z sukcesem zwiększa obroty generowane na rynkach zagranicznych dzięki wciąż utrzymującej się konkurencyjnej pozycji kosztowej i skutecznej polityce handlowej. Szacujemy, że przychody AC w 2018 r. wzrosną o 18% (dynamiczny rozwój kierunków eksportowych), a wynik EBITDA o 21% (utrzymywanie dyscypliny kosztowej). W latach 2019-20 oczekujemy spowolnienia wzrostu do średniorocznego poziomu +5% dla wyniku EBITDA (konserwatywne założenia odnośnie utrzymania tempa ekspansji oraz inflacja przede wszystkim płac i surowców). AC ponosi relatywnie niewielkie koszty energii elektrycznej – przy scenariuszu 32% wzrostu kosztów energii w taryfie B oraz 5% wzrostu płac, wynik EBITDA'19 spada jedynie o 3,9% (dolny kwartyl spadku wśród analizowanych przez nas spółek przemysłowych). Potencjalnym zagrożeniem dla spółki jest konflikt na linii Rosja-Ukraina (relatywnie duży udział obu krajów w eksporcie), jednakże eskalacja z 2014 r. nie przełożyła się na znaczącą zmianę w sytuacji na tych rynkach. Niewątpliwym atrybutem AC jest wysoka konwersja EBITDA na przepływy gotówki i realizowana od lat polityka dywidendowa. W latach 2019-20 zakładamy wypłatę co najmniej 2,80 PLN i 3,00 PLN na akcję (DYield 6,7-7,2%). Spółka notowana jest z 6% premią do grupy porównawczej na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA, jednakże wysoki DYield (~6,7% vs. ~2,6% peersy) uzasadniałby znacznie wyższą wycenę niż na powyższych wskaźnikach. AC praktycznie nie korzysta z finansowania zewnętrznego. Naszym zdaniem obecna kondycja bilansu i dobre perspektywy na nadchodzące kwartały pozwoliłyby na zwiększenie zadłużenia nawet do 2x EBITDA, co wówczas pozwoliłoby na wypłatę nawet 30% ponadczasowego DYield. Rozpoczynamy wydawanie pozycjonowania inwestycyjnego dla spółki AC z zaleceniem przeważaj.

Profil spółki

AC SA jest producentem instalacji gazowych, elektroniki samochodowej oraz dystrybutorem części motoryzacyjnych. Firma działa od ponad 30 lat i jest największym liderem instalacji gazowych w Polsce. Ponad 60% przychodów spółki pochodzi z eksportu. AC ma swoją siedzibę w Białymstoku, gdzie zlokalizowany jest także zakład produkcyjny, centrum badawczo-rozwojowe oraz firmowy warsztat. Spółka zatrudnia ok. 800 osób (obcokrajowcy to ok. 5%). Od 2008 r. stanowisko prezesa zarządu pełni pani Katarzyna Rutkowska, a także 4 z 5 członków Rady Nadzorczej. W 2011 r. AC zadebiutowało na GPW.

Segmenty operacyjne i geograficzne

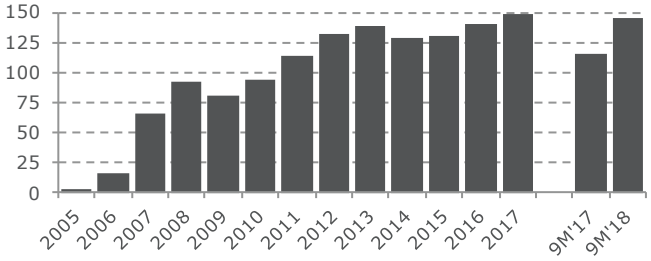
Podstawowym przedmiotem działalności AC jest produkcja podzespołów i systemów samochodowych instalacji gazowych sprzedawanych pod marką STAG. Spółka produkuje kompletne (z wyłączeniem zbiorników) systemy do LPG/CNG, tj. elementy elektroniczne (sterownik, wiązki, czujniki i przełączniki) oraz mechaniczne (reduktor, listwy wtryskowe i wielozawory). AC nie produkuje zbiorników na paliwo, które są elementami niskomarżowymi (elementy elektroniczne są produktem dużo bardziej marżowym niż elementy mechaniczne). **Segment instalacji autogaz w 9M'18 odpowiadał za 79% przychodów spółki**. Szacujemy, że około 85% instalacji gazowych sprzedawanych przez AC przeznaczonych jest do LPG, a pozostałe 15% do CNG.

Akcjonariat spółki AC

Akcjonariusz	Udział w kapitale	Aktualizacja
PKO BP Bankowy OFE	9,13%	2018-09-07
WIM Sp. z o.o.	7,74%	2018-09-07
WASKULIT FIZ (Altus TFI)	7,22%	2018-05-25
Dariusz Kowalczyk sp. z o.o.	5,61%	2018-09-07
NN OFE	5,29%	2018-09-07
December Plus sp. z o.o.	4,72%	2018-05-25
PZU OFE	4,00%	2018-05-26
Aegon OFE	2,63%	2017-12-29
Union Investment TFI	1,50%	2018-06-30
NN TFI	1,32%	2018-06-30
Pozostali	50,85%	

Źródło: stooq.pl, AC, Dom Maklerski mBanku

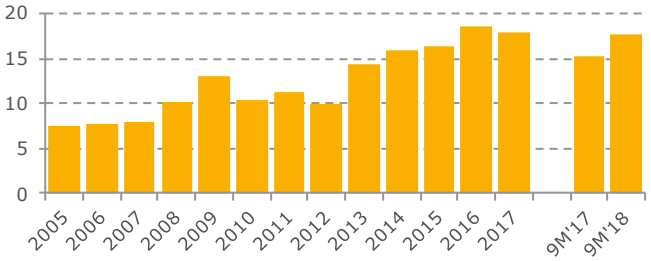
Sprzedaż segmentu instalacji gazowych (mln PLN)



Źródło: AC, Dom Maklerski mBanku

Drugim istotnym segmentem operacyjnym są zestawy do haków holowniczych. Od połowy lat 90-tych spółka współpracuje z niemieckim partnerem (Rameder, europejski lider w sprzedaży haków holowniczych) produkując dla niego na wyłączność wiązki elektryczne wraz z modułami elektronicznymi. **Segment haków holowniczych w 9M'18 stanowił 10% sprzedaży AC.** Aktualna umowa z Rameder obowiązuje do końca 2021 r. i zakłada roczne obroty nie mniejsze niż 4,5 mln EUR ze wzrostami z roku na rok (4-letnia umowa; wcześniej obowiązywały umowy na lata 2013-15: zamówienia 3,0-3,8 mln EUR rocznie, a następnie 2016-18: 4,3-5,0 mln EUR rocznie).

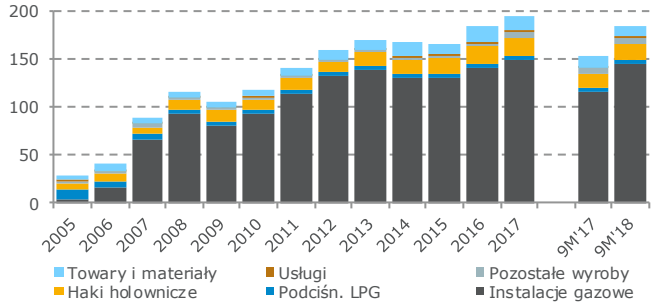
Sprzedaż segmentu haków holowniczych (mln PLN)



Źródło: AC, Dom Maklerski mBanku

Spółka obecna jest również w obszarze podciśnieniowych systemów LPG (zasysanie gazu bez ingerencji w sterownik), jednak jest to rozwiązanie starsze technologicznie, wychodzące z zastosowania. Pozostała działalność obejmuje głównie dystrybucję części i akcesoriów motoryzacyjnych, których AC nie jest producentem, i spółka stara się je zastępować własnymi produktami (o wyższej marżowości).

Przychody AC według segmentów (mln PLN)



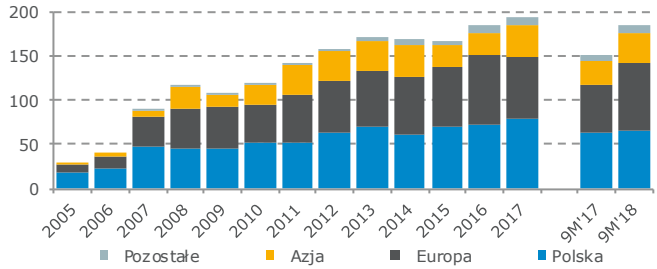
Źródło: AC, Dom Maklerski mBanku

AC sprzedaje swoje produkty do ponad 50 krajów. W Polsce spółka jest liderem instalacji gazowych z ponad 50% udziałem rynkowym. **W 9M'18 rynek polski odpowiadał za 35,5% przychodów AC** (w latach ubiegłych udział Polski oscylował wokół 40%).

Białostocka firma z sukcesami konkuruje z globalnymi liderami z Włoch, tj. z Landi Renzo (ponad 30% światowego rynku; włoska firma istniejąca od 1954 r., z przychodami z LPG/CNG na poziomie 160 mln EUR rocznie) i BRC (w 2009 r. kupiło argentyńskie Tomasetto Achille), sprzedając swoje produkty na rynkach Europy Zachodniej, w tym również we Włoszech (swego rodzaju „kolebce" autogazu w Europie). AC szacuje, że na świecie jeździ ponad 4 mln pojazdów z instalacją STAG. **W 9M'18 eksport stanowił 64,5% przychodów** (~60% w latach ubiegłych) i był kierowana do krajów Europy (m.in. Niemcy, Rosja, Ukraina, Bałkany, Rumunia, Grecja, Włochy, Czechy, Hiszpania, Litwa, Łotwa), Azji (m.in. Kazachstan, Uzbekistan, Indie, Chiny, Bangladesz, republiki postradzieckie) oraz na pozostałe kontynenty (m.in. Brazylia, Meksyk, Algieria). O wysokiej jakości i światowym uznaniu może świadczyć fakt, że zdarzają się przypadki podrabiania instalacji gazowych AC przez chińskie firmy.

Relatywnie duży udział w eksporcie spółki stanowią Rosja oraz Ukraina, co stwarza potencjalne ryzyko w przypadku zaognienia się konfliktu pomiędzy tymi krajami. Jednakże, w roku 2014 r. (wybuch wojny w Donbasie) AC nie odczuło drastycznego spadku sprzedaży, co w pewnym stopniu można tłumaczyć swego rodzaju „antycyklicznością" – produkty spółki, uogólniając, przede wszystkim obniżają koszty transportu, przez co stają się relatywnie bardziej istotne dla klientów znajdujących się w gorszej sytuacji materialnej. Ponadto, instalacja gazowa zwiększa możliwości co do eksploatacji pojazdów w momencie ograniczonej dostępności paliw (napęd na dwa rodzaje paliwa) oraz wydłużają zasięg samochodów po jednorazowym tankowaniu.

Przychody AC geograficznie (mln PLN)



Źródło: AC, Dom Maklerski mBanku

Sprzedaż wyrobów i towarów prowadzona jest przede wszystkim za pośrednictwem stałych partnerów handlowych – dystrybutorów części samochodowych. W Polsce AC współpracuje z kilkunastoma dystrybutorami. W przypadku instalacji gazowych pośrednicy oferują je następnie warsztatom montującym, które docierają do odbiorcy końcowego. Sprzedaż zagraniczna prowadzona jest najczęściej w oparciu o umowy z pojedynczymi lokalnymi dystrybutorami. Spółka posiada także spółkę zależną w Peru, która zajmuje się dystrybucją wyrobów na terenie tego kraju.

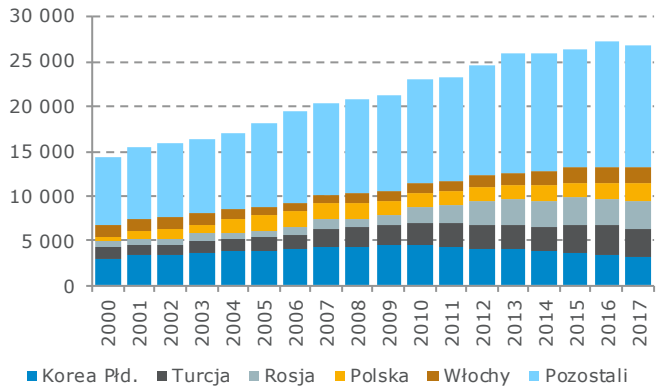
Już przy IPO AC informowało o chęci rozwoju bezpośredniej współpracy z producentami samochodów (fabryczne instalacje OEM). Spółka początkowo uczestniczyła jedynie w pilotażowym programie zerokilometrowego montażu fabrycznego dla Hyundaia z 2011 r., a aktualnie ma miejsce już stała współpraca z fabryką producenta zlokalizowaną w Indiach, w której fabrycznie montowane są instalacje CNG produkcji AC np. do modelu Hyundai Xcent Prime. W ramach segmentu instalacji OEM spółka aktualnie stara się nawiązać współpracę z chińskimi producentami oraz rozszerzyć dotychczasowe relacje z koreańskim Hyundaiem.

Rynek LPG

Głównym produktem spółki AC są instalacje gazowe. LPG (*liquefied petroleum gas*) to gazowa mieszanina przede wszystkim propanu i butanu. Około 40% światowej produkcji powstaje przy rafinacji ropy naftowej, a 60% powstaje przy wydobyciu ropy i gazu ziemnego. LPG poddane niewielkiemu ciśnieniu lub schłodzeniu przekształca się w ciecz, co znacząco ułatwia transport i przechowywanie. Gaz znajduje zastosowanie m.in. w: przemyśle, rolnictwie, energetyce, transporcie, ciepłownictwie, gotowaniu.

W 2017 r. światowa konsumpcja LPG do celów transportowych (tzw. autogaz) wyniosła 26,8 mln ton. Wykorzystanie LPG w celach transportowych w całym zużyciu LPG znacząco różni się pomiędzy poszczególnymi krajami: od 1,7% w Indiach, 30% w Rosji, 37% w Korei Południowej, 47% we Włoszech, ok. 75% w Turcji i Polsce, po 93% na Ukrainie. Większość światowego zużycia autogazu skupione jest na kilku rynkach: **pięciu największych konsumentów odpowiada za 49% światowego popytu** (Korea, Turcja i Rosja po 12%, Polska 7%, Włochy 6%), zaś 10 największych konsumentów za 70% (dodatkowo Ukraina, Tajlandia, Meksyk, Chiny, Japonia). W ciągu ostatnich 10 lat największy wzrost zużycia autogazu miał miejsce w Rosji, Ukrainie oraz Turcji, a największy spadek – w Korei Płd., Japonii i Australii.

Najwięksi konsumenci autogazu na świecie (tys. t)



Źródło: WLPGA, Dom Maklerski mBanku

Światowa Organizacja LPG (*World LPG Association, WLPGA*) szacuje, że **w 2017 r.** na świecie zarejestrowanych było ponad **27 mln pojazdów na gaz. LPG najpopularniejsze jest w Turcji**, gdzie zarejestrowanych jest 4,6 mln samochodów z instalacją gazową (ok. 40% krajowej floty pojazdów osobowych), a ponad 10 tys. stacji paliw pozwala na zatankowanie LPG (ok. 2/3 wszystkich stacji w kraju). Po około 3 miliony samochodów na LPG zarejestrowanych jest w **Polsce** (ok. 12% floty; 6,3 tys. stacji z LPG) i **Rosji** (ok. 6% floty; 4,9 tys. stacji). **Ukraina, Indie, Włochy, Korea Płd.** mają zarejestrowanych po ponad 2 miliony pojazdów na LPG. Wysoki udział samochodów z LPG we flocie występuje na Ukrainie (30%), co jest efektem niskich kosztów konwersji, 50% dyskonta w cenie autogazu do benzyny oraz dużej ilości stacji tankowania (3,8 tys.). Na większości rynków analizowanych przez WLPGA **w ostatnich 5 latach flota pojazdów na autogaz rosła ok. +5% rocznie**. **Tendencja spadkowa występuje w Korei Płd.** (szczyt w liczbie pojazdów w 2010 r. ~2,5 mln aut; po dziesięcioleciach państwowych zachęt dla LPG wprowadzony był ogólny zakaz sprzedaży osobom fizycznym pojazdów osobowych na autogaz oraz konwersji nowych aut – efekt poprawy ekologiczności nowoczesnych silników benzynowych/diesla oraz chęć maksymalizacji wpływów budżetowych z podatków paliwowych; obecnie poluźniona polityka wobec LPG), **Niemczech** (szczyt 2012 r. ~520 tys.; sentyment zmieniła niepewność co do kontynuacji zachęt rządowych, a obecnie rosnąca popularność samochodów elektrycznych) oraz w **Tajlandii** (szczyt 2014 r. ~1,17 mln; po puczu wojskowym z 2014 r. zmiana polityki z promowania LPG do promowania etanolu produkowanego lokalnie).

Liczba zarejestrowanych pojazdów zasilanych LPG (tys. szt.), ich udział w krajowej flocie pojazdów osobowych oraz liczba stacji tankowania LPG w 2017 r.

Kraj	Liczba pojazdów z LPG	Krajowy udział	Liczba stacji LPG
Turcja	4 617	40%	10 297
Polska	**3 082**	**12%**	**6 287**
Rosja	3 000	6%	4 900
Ukraina	2 500	30%	3 800
Indie	2 320	7%	1 300
Włochy	2 309	5%	3 979
Korea Płd.	2 122	10%	2 037
Tajlandia	1 065	6%	1 450
Bułgaria	505	13%	2 800
Niemcy	421	1%	7 100
Świat	**27 136**	**2%**	**78 267**

Źródło: WLPGA, ACEA, Statistics Canada, Dom Maklerski mBanku

Praktycznie na każdym rynku **LPG jest tańsze od benzyny** i **diesla**. Wynika to przede wszystkim z różnych kosztów produkcji i transportu paliw oraz z różnicowania obciążeń podatkowych (akcyza, opłaty dodatkowe, VAT) nakładanych przez poszczególne państwa, zazwyczaj w celu promowania zużycia wybranych paliw (ekologia, lobbing) oraz zarządzania wpływami budżetowymi. W przeważającej liczbie krajów analizowanych przez WLPGA autogaz kosztuje około połowę mniej od benzyny i diesla. Jedynie w USA LPG jest droższe, jednak konsumenci niektórych stanów mogą stosować odliczenia podatkowe co efektywnie obniża koszt końcowy. Autogaz w USA jest niepopularny dla osób fizycznych ze względu na bardzo wysoki koszt instalacji gazowej oraz porównywalne ceny paliw z dystrybutora. Relatywnie niski w wielu krajach koszt autogazu w porównaniu do paliw konwencjonalnych jest jedną z kluczowych kwestii wspierającą opłacalność korzystania z instalacji gazowej.

Udział podatków w cenie paliwa oraz stosunek detalicznej ceny LPG do cen benzyny i ON

		Udział zagregowanych podatków w cenie		Detaliczna cena LPG w porównaniu do	
Kraj	LPG	benzyna	diesel	benzyna	diesel
USA	19,3%	20,6%	21,7%	104,1%	105,3%
Turcja	37,1%	59,8%	53,5%	71,9%	81,8%
Japonia	18,4%	49,8%	36,4%	66,8%	79,4%
Kanada	16,7%	34,8%	30,2%	62,5%	65,0%
UK	40,3%	65,9%	64,9%	58,1%	56,8%
Chiny	11,5%	37,5%	39,2%	58,0%	79,0%
Australia	27,4%	40,3%	40,1%	55,9%	55,5%
Korea	35,8%	59,1%	50,3%	55,4%	64,4%
Rosja	15,3%	35,8%	30,6%	55,2%	57,8%
Serbia	48,8%	60,2%	59,2%	54,4%	51,7%
Grecja	48,0%	66,0%	52,0%	54,0%	64,6%
Francja	29,0%	64,6%	61,1%	53,8%	60,2%
Indie	-	-	-	52,2%	63,0%
Hiszpania	22,4%	55,2%	50,7%	51,7%	57,2%
Meksyk	13,8%	13,8%	13,8%	50,3%	52,8%
Litwa	46,7%	55,7%	49,6%	48,5%	53,2%
Ukraina	24,2%	37,7%	29,9%	48,1%	53,2%
Bułgaria	36,2%	52,1%	49,3%	46,9%	47,5%
Czechy	32,9%	59,7%	54,5%	45,8%	47,1%
Polska	**41,2%**	**55,1%**	**51,7%**	**45,2%**	**46,9%**
Włochy	41,3%	68,5%	62,7%	41,4%	45,8%
Portugalia	42,0%	63,2%	56,2%	41,1%	48,4%
Holandia	46,8%	67,6%	57,8%	40,8%	51,8%
Niemcy	32,7%	63,7%	55,8%	40,1%	46,7%
Tajlandia	-4,9%	46,2%	32,7%	32,5%	43,8%

Źródło: WLPGA; *w Tajlandii ujemny podatek na LPG oznaczał subsydiowanie sprzedaży; podatki w porównaniu za wolumen paliwa

Opłacalność instalacji gazowych

Główną kwantyfikowalną przewagą samochodowych instalacji gazowych dla konsumentów końcowych są oszczędności kosztowe. Wskaźnikiem określającym opłacalność stosowania autogazu jest tzw. *payback period* (lub *breakeven distance*), czyli **okres zwrotu nakładów poniesionych na instalację gazową**. WLPGA przyjmuje, że aby zachęcić klienta końcowego do wybrania autogazu **okres zwrotu powinien być krótszy niż 2-3 lata dla pojazdów użytkowych** (ciężarówki autokary, ciągniki, etc.), a **dla samochodów osobowych** (prywatnych) jeszcze **krótszy**. Na długość okresu zwrotu wpływają przede wszystkim:

- koszt konwersji – cena instalacji aftermarket lub nadwyżka w cenie samochodu z fabryczną instalacją OEM,
- różnica w cenie pomiędzy gazem a benzyną/olejem napędowym,
- stopień wykorzystywania pojazdu (przebieg roczny).

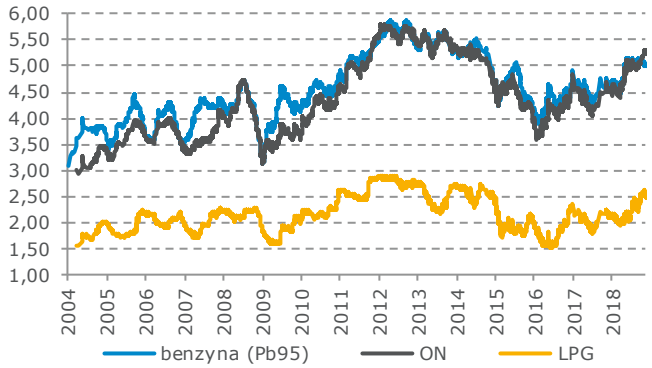
Koszt instalacji aftermarket uzależniony jest od stopnia jej zaawansowania oraz od typu silnika, do którego jest przeznaczona. W uproszczeniu można przyjąć, że najłatwiej i najtaniej jest wyposażyć wolnossący silnik benzynowy z pośrednim wtryskiem paliwa. W Polsce, dla klienta indywidualnego koszt dobrej jakości instalacji LPG do silników benzynowych wynosi około: z pośrednim wtryskiem paliwa 2600 PLN (do 4-cylindrowego silnika; typ instalacji najczęściej sprzedawany przez AC), z bezpośrednim wtryskiem 4000 PLN, a z podwójnym wtryskiem 6000 PLN. Instalacje do pojazdów osobowych z silnikiem diesla to koszt ok. 3000 PLN, a do pojazdów użytkowych z silnikiem diesla to ok. 10-11 tys. PLN. Na świecie koszt instalacji gazowej aftermarket waha się od 500 USD (kraje rozwinięte) do nawet 4000 USD (USA; mocno regulowany i specyficzny rynek). W niektórych krajach konwersja jest dodatkowo dofinansowywana przez państwo.

Na świecie dostępnych jest ok. 140 modeli samochodów z **instalacją OEM**, a w Polsce ok. 20 modeli. Różnica w cenie pojazdu między LPG a benzynowym odpowiednikiem waha się w Polsce mniej więcej od 1750 PLN (Skoda Fabia) do 6500 PLN (Opel Mokka X). Nadwyżka cen LPG/benzyna

maleje z roku na rok ze średniego światowego poziomu ponad 1000 USD. W Indiach jest to jedynie ok. 400 USD, a we Francji i Holandii ceny silników LPG/benzyna/olej napędowy są porównywalne.

Podstawowa korzyść ekonomiczna z bieżącej eksploatacji pojazdu uzyskiwana jest na koszcie paliwa. **W Polsce autogaz jest ponad dwukrotnie tańszy od benzyny/ON**.

Cena benzyny, ON oraz LPG w Polsce (PLN/l)

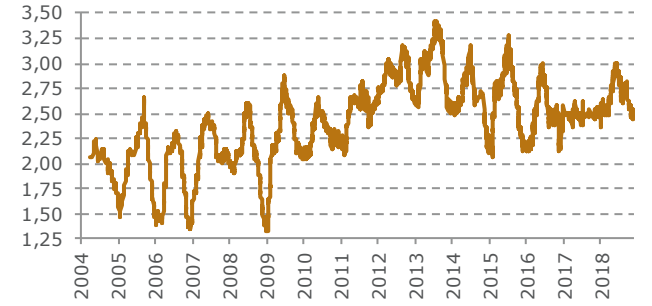


Źródło: MRC Tychy, Dom Maklerski mBanku

Na przestrzeni 15 lat różnica w cenie między benzyną 95 a LPG minimalnie wynosiła 1,32 PLN (początek 2009 r., przy cenie benzyny 3,16 PLN/l, LPG 1,84 PLN/l), zaś maksymalnie 3,41 PLN/l (w lipcu 2013 r.; 5,59 i 2,18 PLN/l).

Z danych historycznych dostrzegalna jest sezonowość roczna: mniej więcej w czerwcu osiągalny jest roczny szczyt („wakacyjny" wzrost cen benzyny), by na koniec roku spaść do minimum (wzrost ceny LPG wykorzystywanego w celach grzewczych). Jedynie rok 2017 był okresem w miarę stabilnej różnicy na poziomie 2,50 PLN (ceny benzyny/ON na wakacje 2017 spadły). Obecnie różnica w cenie wynosi 2,56 PLN/l.

Różnica między ceną benzyny a LPG w Polsce (PLN/l)



Źródło: MRC Tychy, Dom Maklerski mBanku

Od początku 2019 r. ceny benzyny i oleju napędowego wzrosną o **opłatę emisyjnej w wysokości 0,08 PLN/l** (netto). Opłata emisyjna nie dotyczy LPG, a zatem podwyżka powinna teoretycznie zwiększyć różnicę w cenach paliw. 15% wpływów budżetowych z opłaty zostanie przeznaczone na finansowanie działalności Funduszu Niskoemisyjnego Transportu (zarządzanego przez NFOŚiGW). Fundusz ten wspierać będzie szeroko rozumiany rozwój rynku biopaliw ciekłych, biokomponentów oraz LPG/CNG, w tym m.in.: rozwój infrastruktury do sprzedaży autogazu, pomoc dla wytwórców gazu, wsparcie promocji środków transportu na gaz, wsparcie ośrodków badań, etc.

Minusem wykorzystywania autogazu jest wyższe zużycie paliwa o ok. 15-20% względem silnika benzynowego. Niemal każdy pojazd oprócz LPG i tak zużywa niewielkie ilości benzyny (podczas zimnego rozruchu czy dynamicznej jazdy). Silniki z bezpośrednim wtryskiem paliwa podczas jazdy na autogazie korzystają z systemu dotrysku paliwa i zużywają dodatkowo ok. 1-3l paliwa na 100km (istnieją instalacje gazowe bez dotrysku paliwa dla tych silników, jednak ich koszt to ok. 8-10 tys. PLN). Wykorzystanie LPG zwiększa zużywanie się elementów mechanicznych (większe tarcie w związku z wykorzystaniem paliwa w stanie gazowym, a nie ciekłym, wyższa temperatura spalania propanu-butanu w stosunku do benzyny, etc.). W przypadku silników diesla autogaz zazwyczaj nie w całości zastępuje wykorzystanie oleju napędowego (nawet jedynie ok. 40-50% zużycia oleju jest zastępowane przez LPG), co znacząco wydłuża okres zwrotu i zniechęcająco wpływa na skłonność do konwersji pojazdów osobowych z dieslem na LPG.

Poniżej przedstawiamy **uproszczoną symulację opłacalności wykorzystania instalacji gazowej** przez osobę fizyczną w Polsce w zależności od rocznego przebiegu pojazdu (5-20 tys. km – dystans pokonywany przez prawie połowę Polaków przebadanych w 2016 r. przez IBRiS).

Okres zwrotu z instalacji gazowej w zależności od przebiegu rocznego

Przebieg roczny	Oszczędności roczne LPG/Pb95	Okres zwrotu instalacji (lat)
5 000 km	779 PLN	3,3
10 000 km	1 558 PLN	1,7
15 000 km	2 337 PLN	1,1
20 000 km	3 115 PLN	0,8

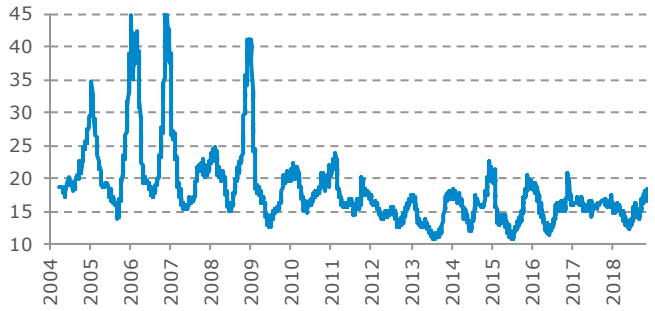
Źródło: Dom Maklerski mBanku; założenia: koszt instalacji 2600 PLN, spalanie pierwotne 10l/100km (spalanie autogaz +20% powiększone o 1l Pb95 na 100km), cena benzyny 5,04 PLN/l, cena ON 2,48 PLN/l

Z badania IBRiS wynika, że **30% Polaków przejeżdża rocznie 10-20 tys. km**. Dla takiego przebiegu **zamontowanie instalacji gazowej zwraca się po 20-10 miesiącach**. Przy przebiegu rocznym na poziomie 5 tys. km autogaz zwraca się dopiero po ok. 3,3 roku. 23% Polaków przejeżdża rocznie mniej niż 5 tys. km rocznie i dla nich opłacalność instalacji z naszych założeń jest znikoma. Zwracamy uwagę, że w zależności od przyjętych założeń okres zwrotu będzie się zmieniał:

- wydłużał wraz ze wzrostem początkowego kosztu instalacji/ spadkiem przebiegu/spalania/różnicy między Pb95-LPG,
- skracał wraz ze spadkiem początkowego kosztu instalacji/ wzrostem przebiegu/spalania/różnicy między Pb95-LPG.

Na wykresie poniżej przedstawiamy porównanie jak kształtował się dystans niezbędny do przejechania, aby instalacja gazowa się zwróciła w zależności od historycznej różnicy w cenach benzyny 95 oraz LPG w Polsce. Kalkulacja przeprowadzona dla pojazdu o spalaniu bazowym 10l/100km.

Historyczny dystans (tys. km) po którego przejechaniu na dany moment instalacja gazowa się zwracała w Polsce



Źródło: Dom Maklerski mBanku; założenia: koszt instalacji 2600 PLN, spalanie pojazdu benzynowego 10l/100km, spalanie autogaz +20% bazowego powiększone o 1l Pb95 na 100km

Dystans (tys. km) po którego przejechaniu instalacja gazowa zwraca się w zależności od różnicy w cenie pomiędzy bieżącą ceną Pb95 a LPG

Pb95-LPG (PLN)	spalanie 10l/100km	spalanie 6l/100km
2,00	24,6	57,2
2,56	**16,7**	**35,4**
2,66*	15,8	33,2
3,00	13,3	27,2

Źródło: Dom Maklerski mBanku; założenia: koszt instalacji 2600 PLN, cena LPG 2,48 PLN/l, cena Pb95 powiększona o różnicę z tabeli, spalanie autogaz +20% bazowego powiększone o 1l Pb95 na 100km; *aktualna różnica + opłata emisyjna

Przy obecnych cenach paliw (różnica na poziomie 2,56 PLN/l) i przyjętych ww. założeniach **zamontowanie instalacji gazowej zwraca się po przejechaniu 16,7 tys. km** (dla pojazdu spalającego 10l/100km). Pojazd z bazowym spalaniem 6l/100km wymaga przejechania 35,4 tys. km.

Zmniejszenie różnicy w cenach paliw do 2,00 PLN (spadek ceny benzyny, LPG na stałym poziomie) **zwiększa dystans niezbędny do przejechania o 48-62%.**

Wzrost różnicy cen paliw do 3,00 PLN (wzrost ceny benzyny, LPG na stałym poziomie) **powoduje skrócenie odległości niezbędnej dla opłacalności instalacji gazowej o 20-23%.**

Wprowadzenie opłaty emisyjnej (+0,08 PLN/l netto do ceny benzyny) **zwiększa opłacalność zamontowania instalacji gazowej o 5-6%** – dystans zwrotu z inwestycji zmniejsza się o 0,9 tys. km (dla 10l/100km) i 2,2 tys. km (6l/100km).

WLPGA dokonało szerokiej analizy porównawczej opłacalności użytkowania pojazdów z silnikiem benzynowym, diesla oraz z instalacją gazową dla 25 różnych krajów wyznaczając poziom dystansu po jakiego przejechaniu samochód na autogaz jest bardziej opłacalny od benzynowego odpowiednika. **W około połowie krajów koszt zamontowania instalacji gazowej** aftermarket czy też zakup pojazdu z instalacją OEM **zwraca się po przejechaniu mniej niż 40 tys. km**. Najszybciej instalacja gazowa staje się opłacalna **w Indiach** – niski koszt instalacji oraz różnice w cenach paliw powodują, że **już po 13 tys. km bardziej opłacalne jest korzystanie z autogazu** niż z silnika benzynowego. **W Polsce, Grecji, Litwie, Tajlandii, we Włoszech i na Ukrainie wystarczy przejechać poniżej 25 tys. km**, aby instalacja aftermarket się zwróciła. Praktycznie **nieopłacalne są instalacje gazowe w Australii, Kanadzie, Japonii i USA**, co wynika przede wszystkim z wysokiego kosztu instalacji. Specyficzna sytuacja panuje w Korei Południowej, w której osoby fizyczne praktycznie nie mogły kupić instalacji aftermarket oraz pojazdów z fabryczną instalacją OEM (one z kolei były dostępne dla komercyjnych zastosowań – taxi, wypożyczalnie samochodów). W styczniu i czerwcu 2017 r. prawo zostało zmienione i umożliwiono szerszy handel pojazdami z instalacją gazową (co rozwinęło handel używanymi taksówkami i samochodami z wypożyczalni, sprzedaż pojazdów rekreacyjnych).

W praktycznie **każdym kraju pojazd LPG jest bardziej opłacalny od pojazdu z silnikiem diesla** bez względu na pokonywany dystans. Wynika to z wyższej premii, którą trzeba zapłacić za pojazd z dieslem od premii za pojazd z instalacją OEM (lub kosztu instalacji aftermarket).

Dystans po jakim zwraca się koszt instalacji LPG aftermarket/OEM w poszczególnych krajach (tys. km)*

	Instalacja aftermarket		Instalacja OEM	
	benzyna	diesel	benzyna	diesel
Indie	13	0	13	0
Bułgaria	14	0	46	0
Polska	**18**	**0**	**22**	**0**
Grecja	18	0	26	0
Litwa	19	0	24	0
Tajlandia	19	0	b.d.	b.d.
Włochy	23	0	17	0
Ukraina	25	0	31	0
Portugalia	27	0	15	0
Meksyk	28	0	b.d.	b.d.
Czechy	29	0	29	0
Chiny	31	-	59	-
Niemcy	37	0	33	0
Hiszpania	37	0	44	0
Serbia	44	0	44	0
Rosja	45	0	56	0
Francja	49	0	35	0
Turcja	51	0	105	0
UK	58	0	b.d.	b.d.
Holandia	59	0	14	0
Korea	85	-	0	0
Australia	108	0	b.d.	b.d.
Japonia	149	-	171	-
Kanada	200	-	b.d.	b.d.
USA	-	-	-	-

*Porównanie opracowane przez WLPGA. Za punkt odniesienia posłużył koszt użytkowania pojazdu z silnikiem benzynowym. Organizacja uwzględniła różnice w koszcie paliwa, spalaniu, premii za pojazd z silnikiem diesla, dopłaty rządowe, ulgi podatkowe. „0" oznacza, że instalacja gazowa jest opłacalna od początku użytkowania pojazdu; „-" – instalacja nigdy nie jest opłacalna; b.d. – brak danych dotyczących kosztu/dostępności gazowych instalacji OEM.
Źródło: WLPGA (*Autogas Incentive Policies Report, 2018)*

Aspekt ekologiczny

Oprócz pobudek ekonomicznych, korzystanie z paliwa gazowego może też być spowodowane dbałością o środowisko. W zależności od zespołu badawczego różne wyniki są prezentowane, jednak przyjmuje się, że zarówno **propan-butan (LPG), jak i gaz ziemny (CNG) są paliwami niskoemisyjnymi.** Przykładowo, według badań słowackich naukowców (*Tasic, Pogorevc & Brajlih*, 2011 r.) spalanie LPG w porównaniu do benzyny powoduje niższą emisję gazów cieplarnianych: dwutlenku węgla (CO_2) o 10%, tlenku węgla (CO) o 30%, węglowodorów (HC) o 30%, zaś tlenków azotu (NO_X) o 41%. (wartości dla pojazdu używanego w cyklu miejskim). Cyklicznie aktualizowane europejskie standardy emisji spalin (EURO) sukcesywnie wymuszają na producentach silników większą dbałość o ekologię i zmniejszanie poziomu emisji gazów cieplarnianych i cząstek stałych (PM), co zwiększa „ekologiczną" konkurencyjność paliw konwencjonalnych wobec autogazu.

Europejskie normy emisji spalin (EURO) dla samochodów osobowych (g/km)

Standard (rok wpr.)	benzyna/LPG/CNG			diesel		
	CO	NO_X	PM	CO	NO_X	PM
EURO1 (1992)	2,72	0,97	-	2,72	0,97	0,14
EURO2 (1996)	2,2	0,5	-	1,0	0,9	0,08
EURO3 (2000)	2,3	0,15	-	0,66	0,5	0,05
EURO4 (2005)	1,0	0,08	-	0,5	0,25	0,025
EURO5 (2009)	1,0	0,06	0,0045	0,5	0,18	0,0045
EURO6 (2014)	1,0	0,06	0,0045	0,5	0,08	0,0045

Źródło: ACEA, Dieselnet.com, Dom Maklerski mBanku

Zgodnie z europejskimi wytycznymi silniki wysokoprężne (diesel) mają dopuszczalną wyższą emisję tlenków azotu, ale niższą tlenku węgla w porównaniu do silników z zapłonem wymuszonym (benzyna, LPG, CNG). Aktualizacja norm EURO6 (od września 2018 r. obowiązuje EURO6d-TEMP) nie zmieniła dopuszczalnych poziomów emisji spalin, ale urealniła sposób testowania pojazdów (wprowadzenie tzw. *RDE, Real Driving Emissions*). Wcześniej samochody przechodziły jedynie badania laboratoryjne (*WLTP*), a obecnie muszą także zaliczyć testy „normalnego" sposobu użytkowania pojazdu (*RDE* to 90-120 minut jazdy po mieście w 3 etapach z prędkościami <60km/h, 60-90km/h oraz >90km/h, każdy etap co najmniej 16 km trasy). Zmiany mają wykazać realną emisję oraz uniemożliwić problem wykryty przy tzw. *dieselgate* – producenci wyposażali pojazdy w oprogramowanie wykrywające test laboratoryjny i na jego czas zmieniały charakterystykę pracy silnika znacząco obniżając emisję spalin. Najnowsze badania ACEA (270 samochodów, test wg wytycznych RDE) wykazały, że nowoczesne silniki diesla emitują o 85% mniej tlenków azotu niż silniki diesla spełniające normę EURO5, zaś najlepsze jednostki nawet o 95-99% mniej NO_X. Większość przetestowanych pojazdów spełnia także normy EURO, które wejdą w życie dopiero w 2020 r. Wyśrubowane normy emisyjności gazów cieplarnianych zwiększają relatywną ekologiczność silników (w tym przede wszystkim diesla), jednak wciąż nie zmienią faktu, że przy spalaniu LPG/CNG powstaje mniej zanieczyszczeń powietrza niż ze spalania paliw konwencjonalnych, a producenci de facto nie obniżają poziomu emisji zanieczyszczeń z samego procesu spalania benzyny czy oleju napędowego, lecz montują coraz bardziej wyrafinowane i technologicznie zaawansowane systemy oczyszczania spalin. **Zespół doradczy ONZ** ds. Zmian Klimatu (IPCC) **klasyfikuje LPG jako gaz nie powodujący efektu cieplarnianego** (relatywnie niska produkcja CO_2 przy spalaniu LPG i relatywnie wysoka zawartość energetyczna na kilogram paliwa). **Aspekt ekologiczny jest jedną z głównych przyczyn promowania przez rządy poszczególnych krajów korzystania z LPG/CNG.**

Prognoza wyników

Zakładamy, że przychody spółki w 4Q'18 wzrosną r/r o 7,7% i wyniosą 45,2 mln PLN. Na koniec roku oczekujemy 229,8 mln PLN (+18,2% r/r). Dynamiczny wzrost w tym roku osiągnięty będzie głównie dzięki znaczącej poprawie eksportu instalacji gazowych do krajów byłego ZSRR oraz Chin i Indii. Oczekujemy, że również w kolejnych latach sprzedaż instalacji gazowych do tych kierunków będą odpowiadały za większość rozwoju spółki. W naszych prognozach zakładamy dalszy wzrost sprzedaży zestawów do haków holowniczych (realizowanej na wyłączność do niemieckiej spółki Rameder, która stawia na rozwój na rynkach m.in. Francji i Czech), jednakże ze względu na założone przez nas umocnienie kursu PLN do EUR w przyszłych latach, wpływ segmentu na wzrost raportowanych przychodów AC będzie niewielki. Oczekujemy zmniejszenia dynamiki wzrostu przychodów do poziomu 5,1-4,8% rocznie, co przełoży się na 241,6 mln PLN i 253,2 mln PLN sprzedaży w latach 2019-20. Szansą na dużo dynamiczniejszy rozwój AC pozostają przede wszystkim bardzo chłonne rynki Chin, Indii, Brazylii, Meksyku, Rosji, Ukrainy czy też relatywnie nowe kraje eksportowe (Afryka – przede wszystkim Algieria, oraz Bliski Wschód – np. Irak).

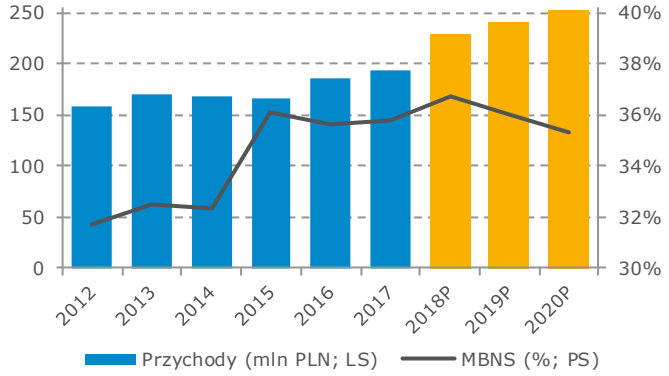
Prognoza wyników AC w 4Q'18 i w latach 2018-20

(mln PLN)	4Q'18P	4Q'17	zmiana	'17	'18P	'19P	'20P
Przychody	45,2	41,9	7,7%	194,4	229,8	241,6	253,2
ZBNS	16,6	15,4	7,8%	69,6	84,4	87,0	89,4
marża	36,7%	36,7%		35,8%	36,7%	36,0%	35,3%
EBITDA	9,8	9,5	3,5%	47,3	57,4	60,4	63,0
marża	21,7%	22,6%		24,3%	25,0%	25,0%	24,9%
EBIT	7,4	7,4	0,2%	39,4	48,3	49,8	50,7
Zysk netto	5,9	5,3	11,3%	30,7	38,4	40,0	40,8

Źródło: Dom Maklerski mBanku

Po stronie kosztowej w nadchodzących latach oczekujemy utrzymania się presji płacowej, inflacji kosztów surowców oraz wzrostu kosztów w związku z rosnącą skalą działalności przedsiębiorstwa (m.in. rozwój rynków eksportowych). W efekcie zakładamy spadek marży brutto na sprzedaży na koniec 2018 r. do poziomu 36,7% oraz 36,0% i 35,3% w kolejnych dwóch latach. AC relatywnie niewiele wydaje na energię elektryczną (ok. 1 mln PLN rocznie), także czynnik ten nie wpłynie w znaczącym stopniu na koszty działalności przedsiębiorstwa.

Prognoza przychodów oraz marży brutto na sprzedaży spółki AC w latach 2018-20

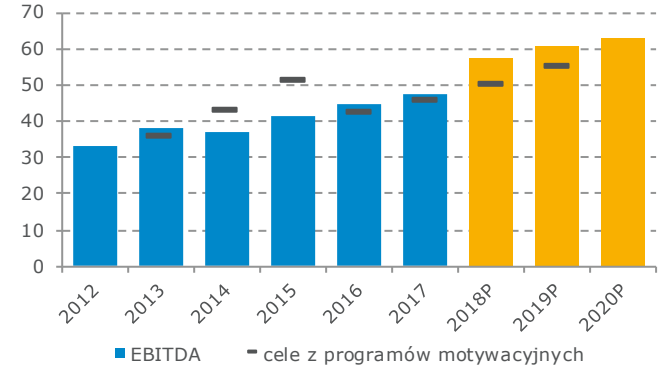


Źródło: Dom Maklerski mBanku

Oczekujemy, że wyśmienita koniunktura w eksporcie instalacji gazowych i haków holowniczych, które spółka odnotowała w tym roku, przełoży się na 21,3% wzrost wyniku EBITDA spółki do poziomu 57,4 mln PLN na koniec 2018 r. Szacujemy, że w latach 2019-20 wynik EBITDA wzrośnie odpowiednio o 5,3% i 4,3% do poziomów 60,4 mln PLN oraz 63,0 mln PLN. Oczekiwane przez nas wyniki gwarantują wypełnienie podstawowych celów finansowych programu motywacyjnego przyjętego na lata 2018-19 zakładającego osiągnięcie wyniku EBITDA na poziomie odpowiednio 50,6 mln PLN i 55,6 mln PLN.

W analizowanym przez nas scenariuszu wzrostu kosztów energii (32% w taryfie B) oraz wzrostu płac (5%), wynik EBITDA'19 ze względu na te czynniki jest pomniejszony o jedynie 3,9% – dolny kwartyl spadku wyniku ze względu na inflację kosztów wśród analizowanych przez nas spółek przemysłowych.

Prognoza wyniku EBITDA spółki AC w latach 2018-20 oraz podstawowe cele finansowe zawarte w programach motywacyjnych (mln PLN)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Inwestycje, koszty finansowania

Spółka aktualnie realizuje program inwestycyjny na który składają się rozbudowa białostockiej nieruchomości pełniącej funkcje zakładu produkcyjnego, magazynu i budynku administracyjnego, a także zakup nowych urządzeń i automatyzacja procesu produkcji. Zakładamy, że oddanie nieruchomości do użytkowania będzie miało miejsce w przyszłym roku (częściowo w 2Q, a częściowo w 4Q). Łącznie wydatki inwestycyjne w 2018 r. powinny wynieść 20 mln PLN i taką samą wartość w roku 2019. W 2020 r. zakładamy powrót wydatków inwestycyjnych do poziomu odtworzeniowego. Warto nadmienić, że spółka korzysta z dotacji (unijnych oraz rządowych), które w latach 2018-19 powinny wynieść co najmniej 5 mln PLN.

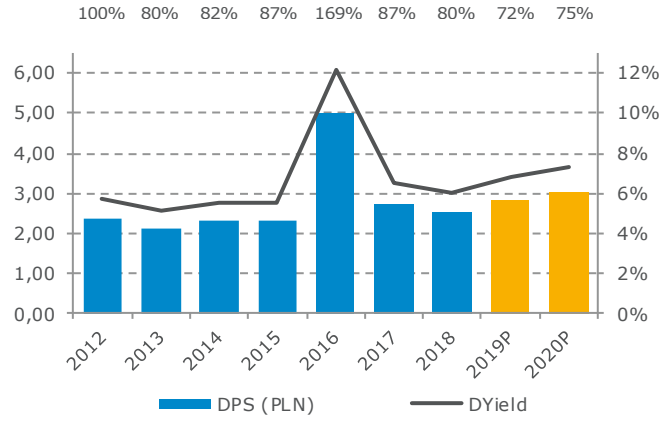
AC do prowadzenia działalności bieżącej posiada podpisane dwie umowy odnawialnych limitów kredytowych: do kwoty 33 mln PLN (ING BSK) i do 30 mln PLN (PKO BP). Obie umowy dotyczą obsługi w walutach PLN/EUR/USD. Spółka praktycznie nie korzysta z długoterminowego finansowania kredytowego, a historycznie koszty obsługi zadłużenia bieżącego były niewielkie. Oczekujemy kontynuacji tak prowadzonej polityki w przyszłości oczekujemy. Na koniec 2017 r. spółka zaraportowała dług netto w wysokości 6,7 mln PLN (zobowiązania kredytowe w wysokości 24,4 mln PLN, środki pieniężne 17,7 mln PLN), jednakże na koniec 3Q'18 zadłużenie netto spadło już do 1 mln PLN (zobowiązania finansowe 9,2 mln PLN, środki pieniężne 8,3 mln PLN). Zakładamy, że na koniec 2018 roku spółka utrzyma niski poziom zadłużenia netto (na poziomie ok. 2,5 mln PLN). W związku z realizacją programu inwestycyjnego szacujemy tymczasowy wzrost długu netto w przyszłym roku do poziomu ok. 6 mln PLN, a w roku 2020 powrót do wartości kilku mln PLN. Wskaźnik długu netto do wyniku EBITDA w każdym roku utrzymuje się blisko zera.

Spółka dywidendowa

Spółka regularnie wypłaca dywidendę akcjonariuszom, a od 2012 roku wskaźnik wypłaty dywidendy nie spadł poniżej poziomu 80%. W 2016 roku AC wypłaciło z zysków zatrzymanych dodatkową dywidendę w wysokości 2,50 PLN na akcję i łączny wskaźnik wypłaty wyniósł w tym roku 169% (2,50 PLN + 2,50 PLN dodatkowa dywidenda). W naszych prognozach zakładamy utrzymanie przez spółkę dywidendowego charakteru. Ze względu na aktualnie prowadzone zwiększone inwestycje, w latach 2019 i 2020 oczekujemy nieznacznego tymczasowo obniżenia wskaźnika wypłaty do poziomu 72-75%, co przekłada się na DPS 2,80 PLN/akcję i 3,00 PLN/akcję (DYield 6,7-7,2%).

Przy utrzymaniu wskaźnika wypłaty na dotychczasowym poziomie ok. 80%, dywidenda wypłacona w latach 2019-20 mogłaby wynieść 3,10 PLN oraz 3,20 PLN na akcję, co przełożyłoby się DYield'19-20 w wysokości 7,5-7,8%.

DYield, wskaźnik wypłaty oraz prognoza dywidendy na akcję w latach 2019-20*



Źródło: Dom Maklerski mBanku; *dywidenda wypłacana z zysków roku poprzedniego

mBank Dom Maklerski

Prognozy finansowe dla spółki AC w latach 2018-20

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	**166,7**	**184,9**	**194,4**	**229,8**	**241,6**	**253,2**
zmiana	-1,3%	10,9%	5,2%	18,2%	5,1%	4,8%
Sekwencyjne systemy wtrysku gazu	130,7	140,2	148,7	181,4	193,2	204,7
Podciśnieniowe systemy LPG	4,8	5,1	4,7	4,4	4,3	4,2
Zestawy do haków holowniczych	16,4	18,5	17,9	20,6	20,9	21,1
Pozostałe wyroby	0,8	2,4	7,4	8,6	9,0	9,5
Usługi	1,9	2,3	2,6	2,0	2,1	2,1
Towary i materiały	12,1	16,4	13,2	12,8	12,2	11,6
Amortyzacja	6,5	7,1	7,9	9,1	10,6	12,3
Zużycie materiałów i energii	87,7	91,3	95,0	114,6	122,9	131,3
Usługi obce	5,7	7,4	8,4	9,9	10,4	10,9
Wynagrodzenia i świadczenia prac.	26,6	32,6	36,1	39,7	41,7	43,8
Zysk brutto na sprzedaży	**60,2**	**65,8**	**69,6**	**84,4**	**87,0**	**89,4**
marża (%)	36,1%	35,6%	35,8%	36,7%	36,0%	35,3%
zmiana r/r	10,3%	9,3%	5,8%	21,2%	3,1%	2,7%
EBITDA	**41,7**	**44,5**	**47,3**	**57,4**	**60,4**	**63,0**
marża (%)	25,0%	24,1%	24,3%	25,0%	25,0%	24,9%
zmiana r/r	12,9%	6,8%	6,3%	21,3%	5,3%	4,3%
EBIT	**35,2**	**37,4**	**39,4**	**48,3**	**49,8**	**50,7**
marża (%)	21,1%	20,2%	20,3%	21,0%	20,6%	20,0%
zmiana r/r	15,6%	6,4%	5,3%	22,5%	3,2%	1,7%
Zysk brutto	**35,5**	**37,7**	**37,9**	**47,6**	**49,3**	**50,4**
zmiana r/r	12,4%	6,2%	0,5%	25,6%	3,6%	2,1%
Zysk netto	**28,6**	**30,2**	**30,7**	**38,4**	**40,0**	**40,8**
zmiana r/r	12,6%	5,5%	1,6%	25,0%	4,1%	2,1%
(mln PLN)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
Dług netto	-17,8	3,5	6,6	2,5	6,0	4,0
DN/EBITDA	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Kapitały własne	105,2	89,9	96,4	111,2	123,4	134,3
	2015	**2016**	**2017**	**2018**	**2019P**	**2020P**
Cena (PLN)	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5
Liczba akcji (mln szt.)	9,7	9,7	9,7	9,8	9,9	10,0
P/E	14,0	13,3	13,1	10,6	10,3	10,2
EV/EBITDA	9,2	9,1	8,7	7,1	6,9	6,6
P/BV	3,8	4,5	4,2	3,7	3,3	3,1
DPS (PLN)	2,30	5,00	2,70	2,50	2,80	3,00
DYield	5,5%	12,0%	6,5%	6,0%	6,7%	7,2%

Źródło: AC, Dom Maklerski mBanku

Spółki porównawcze

Do analizy porównawczej wybraliśmy szeroką grupę producentów światowych komponentów automotive (głównie elementów mechanicznych) oraz wybrane spółki przemysłowe z Polski.

Na bazie naszych prognoz dla AC oraz konensusu prognoz dla pozostałych spółek, AC notowane jest z 6% premią do grupy porównawczej uwzględniając wskaźniki P/E i EV/EBITDA na lata 2018-20. Dużo korzystniej wygląda porównanie biorąc pod uwagę dywidendę – średni DYield dla grupy porównawczej w latach 2018-20 to 2,6%, podczas gdy AC płaci średnio dwa i pół razy więcej, ok. 6,7%. Uwzględnienie wskaźnika DYield uzasadniałoby znacznie wyższą wycenę niż jedynie na P/E i EV/EBITDA.

Spółką o najbardziej porównywalnej charakterystyce do AC jest włoski producent instalacji gazowych **Landi Renzo**, posiadający 30% światowego rynku i z przychodami z segmentu LPG/CNG na poziomie 160 mln EUR rocznie (80% sprzedaży spółki). Landi Renzo w swojej strategii 2018-22 zakłada 6% CAGR przychodów z automotive i dynamiczny wzrost marży EBITDA do 19% w 2022 r. (w 9M'18 marża na poziomie 13,8%). Na bazie naszych prognoz AC jest notowane z dyskontem do Landi Renzo na wskaźniku P/E na lata 2018-19 oraz z dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA w 2018 r. W latach kolejnych spółka notowana jest z premią do włoskiego konkurenta. Od 2011 r. włoska spółka w ogóle nie płaci dywidendy.

Sogefi – włoski producent części automotive (gł. systemy filtracji silnika i kabiny, oraz elastyczne elementy zawieszenia).

Altra Industrial Motion – amerykański producent części do przenoszenia napędu (sprzęgła, przekładnie, łożyska, hamulce).

PCS Machine Group – tajlandzki holding produkujący części automotive (gł. metalowe części silnika i napędu).

Aisan Industry – japoński producent części automotive: (gł. wtryskiwacze, zawory silnika, gaźniki i kanistry). Spółka jest powiązana z Toyota Motor Corp i prowadzi zakłady produkcyjne w USA i Chinach.

Teikoku Piston Ring – japoński producent części automotive (gł. pierścienie tłokowe, tuleje cylindrowe i spiekane produkty do samochodów, maszyn budowlanych i samolotów).

Guoxuan High-Tech – chiński producent baterii litowych przeznaczonych do elektrycznych pojazdów użytkowych, osobowych, elektrowni.

Hangzhou XZB – chiński producent części automotive (gł. klapy zaworowe, sprężyny zaworowe, podnośniki hydrauliczne, popychacze).

Jiangsu Xinquan Automotive Trim – chiński producent części automotive (gł. wewnętrzne i zewnętrzne elementy wykończeniowe, formy, deski rozdzielcze, kokpity, osłony drzwi, kolumn). Spółka zajmuje się także importem i eksportem towarów i technologii.

PWR Holdings – australijski producent części do chłodzenia pojazdów (gł. grzejniki, chłodnice oleju, intercoolery i akcesoria).

Analiza porównawcza

Spółka	Kraj	MCap	P/E			EV/EBITDA			DYield		
		(mln EUR)	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Landi Renzo	Włochy	127	24,6	11,6	8,4	7,6	6,3	5,4	0,0%	0,0%	0,0%
Sogefi	Włochy	184	5,9	4,2	3,5	2,3	2,1	1,9	2,2%	2,8%	3,1%
Altra Industrial Motion	USA	1 790	11,0	9,4	10,9	17,6	8,0	-	2,1%	2,1%	0,0%
PCS Machine Group	Tajlandia	287	15,7	14,7	13,1	8,9	7,8	-	5,5%	5,8%	6,7%
Aisan Industry	Japonia	401	10,5	7,9	7,3	2,7	2,9	2,7	3,6%	3,8%	4,2%
Teikoku Piston Ring	Japonia	741	7,8	7,6	7,3	-	-	-	2,0%	2,0%	2,0%
Guoxuan High-Tech	Chiny	1 747	15,7	14,5	13,1	10,2	9,4	7,8	0,9%	1,4%	1,1%
Hangzhou XZB	Chiny	254	16,8	13,1	10,7	-	-	-	1,1%	1,8%	2,4%
Jiangsu Xinquan	Chiny	482	11,3	8,7	6,9	-	-	-	2,6%	3,2%	3,7%
PWR	Australia	227	33,3	24,7	20,3	20,8	16,6	13,7	1,8%	2,4%	2,9%
Alumetal	Polska	162	7,9	8,6	7,8	6,7	6,6	6,0	6,5%	8,9%	8,2%
Boryszew	Polska	263	8,4	7,4	-	7,0	6,5	-	0,0%	1,8%	0,0%
Grupa Kęty	Polska	751	12,3	12,2	11,2	8,5	8,2	7,7	7,2%	6,1%	6,4%
Mangata Holding	Polska	107	8,9	10,3	9,7	6,4	6,4	6,1	13,0%	6,2%	4,9%
Sanok	Polska	179	11,8	10,6	9,3	5,8	5,5	5,5	10,5%	6,3%	7,1%
Stalprodukt	Polska	294	6,5	5,0	4,9	2,8	2,2	1,8	0,9%	1,5%	1,5%
Maksimum			5,9	4,2	3,5	2,3	2,1	1,8	0,0%	0,0%	0,0%
Minimum			33,3	24,7	20,3	20,8	16,6	13,7	13,0%	8,9%	8,2%
Mediana			**11,2**	**9,8**	**9,3**	**7,0**	**6,5**	**5,8**	**2,2%**	**2,6%**	**3,0%**
AC	Polska	95	10,6	10,3	10,2	7,1	6,9	6,7	6,0%	6,7%	7,2%
vs. grupa			-5,0%	4,9%	10,1%	2,1%	6,2%	15,0%			
vs. Landi Renzo			-56,8%	-11,6%	21,7%	-6,3%	9,1%	24,5%			

Źródło: Bloomberg, prognozy Dom Maklerski mBanku dla AC SA

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:
EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:
Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.
Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie zostało w celach informacyjnych przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 listopada 2018 o godzinie 08:23.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 listopada 2018 o godzinie 08:23.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:
DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.
Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.
Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.
Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki AC.

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk

aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk

mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl