

Wehikuł dywidendowy zasilany autogazem

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla AC od zalecenia KUPUJ ustalając wartość godziwą na poziomie 53.0 PLN na akcję, co implikuje 14% potencjału wzrostowego. Nasze pozytywne nastawienie do AC opiera się na atrakcyjnym stosunku cen autogazu do benzyny/diesla, promocji LPG jako paliwa ekologicznego dającej solidne podstawy wzrostom popytu na systemy autogazu w poszczególnych krajach świata, ekspansji zagranicznej Ramedera oraz konkurencyjnej pozycji kosztowej spółki, zwłaszcza po uruchomieniu 25% dodatkowych mocy produkcyjnych w 4Q19. W naszej ocenie pozwoli to utrzymać politykę wypłaty 80% zysku netto owocującej ponad 6-procentową coroczną stopą dywidendy.

Stabilny wzrost globalnego popytu

AC ma szansę z powodzeniem zwiększać obroty generowane na rynkach zagranicznych korzystając z atrakcyjnego stosunku cen autogazu do benzyny, stabilnego wzrostu zużycia LPG jak i światowej floty pojazdów szczególnie na rynkach wschodzących oraz coraz częstsze postrzeganie autogazu jako paliwa ekologicznego prowadzącego do różnych form subsydiowania go w poszczególnych krajach. Ponadto wierzymy w stabilizację regulacyjną na rynku rosyjskim po ponownym wprowadzeniu ustawy dotyczącej rejestracji skonwertowanych pojazdów w lipcu 2020 roku i tylko przejściowy spadek przychodów w 3/4Q19 oraz we wzrastającą kontrybucję Ramedera do wyników począwszy od 2020 r.

Ograniczanie presji płacowej

Do końca 2019 roku AC zakończy dwuletni program inwestycyjny, dzięki czemu zwiększy swoje moce produkcyjne o 25% w segmentach systemów LPG i zestawów do haków holowniczych. Zakładamy, że automatyzacja ograniczy wzrost płac w spółce ze względu zmniejszenie ilości nadgodzin ciężących w 2018 roku oraz potencjalnie ograniczy poziom zatrudnienia, a także pozwoli zoptymalizować koszty surowców poprzez częściowe przezbrownienie linii produkcyjnych.

Profil dywidendowy pozostanie utrzymany

AC regularnie wypłaca dywidendy na poziomie co najmniej 80% zysku netto, co przekłada się na około. 6% DY. Konserwatywnie zakładamy, że wysoka konwersja gotówkowa EBITDA pozwoli AC utrzymać charakter dywidendowy w długim okresie z DPR na poziomie 80%, co przekłada się na 2,9 PLN DPS w 2020E (6,1% DY) i 3,4 DPS (7,2% DY) w 2021E.

Prognozujemy, że EBITDA AC wyniesie 55 mln PLN w roku 2019 i 63 mln PLN w 2020E (wzrost o 13%). Zgodnie z naszymi prognozami AC jest notowane na mnożniku EV/EBITDA 8.7x na rok 2019E i 7.6x na rok 2020E z uzasadnioną premią do spółek z grupy porównawczej, biorąc pod uwagę zdolność do wypłacania ponad trzykrotnie wyższych dywidend niż średnia oferowana przez konkurencję.

Tabela 1: Podsumowanie danych finansowych

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody (PLN m)	185	194	237	244	274	279
EBITDA (PLN m)	45	47	59	56	63	64
EBIT (PLN m)	37	39	50	45	52	53
Zysk netto (PLN m)	30	31	39	36	42	43
EPS (PLN)	3.06	3.11	3.95	3.60	4.22	4.31
DPS (PLN)	5.00	2.70	2.50	3.94	2.88	3.38
EV/EBITDA (x)	5.2	7.4	6.0	8.7	7.6	7.3
P/E (x)	7.5	11.1	9.1	12.9	11.0	10.8

Source: Spółka, IPOPEMA Research

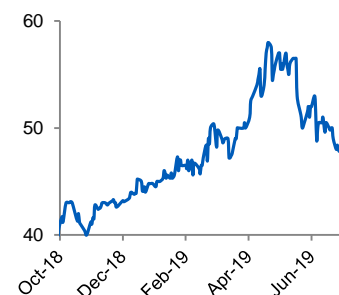
AC KUPUJ

Raport inicjujący

FV PLN 53.0

Potencjał wzrostu 14%

Cena bieżąca na 2 sierpnia 2019 PLN
46.60



Wskaźniki	2019E	2020E
Marża EBITDA	23%	23%
Marża EBITDA	18%	19%
ROE	33%	34%
ND/EBITDA	0.5	0.2

Podstawowe

Liczba akcji (m)	9.9
Kapitalizacja (PLN m)	458
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.4
12M śr. Dzienny obrót (€ m)	0.01
52W Max / Min	54.5/36.2
Udział w WIG (%)	0.1
Reuters	ACGP.WA
Bloomberg	ACG.PW

Stopa zwrotu

1M	-12.4%
3M	-5.6%
12M	19.0%

Akcjonariat

OFE PKO Bankow y	9.1%
WIM Sp. z o.o	7.7%
WASKULIT FIZ	7.2%
Dariusz Kow alczyk	5.6%
Pozostali	70.3%

Analityk

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

Spis treści

Spis treści	2
Teza inwestycyjna	3
Systemy autogazu z szansami na całym świecie	3
Rynek rosyjski i inne kraje CIS	6
Rynek bałkański	7
Rynki afrykańskie	8
Ameryka, Europa Zachodnia i Azja	8
Inne perspektywiczne rynki	9
Wtrysk bezpośredni może wspierać wyniki spółki	10
Zakończenie programu CAPEXowego	11
Potencjalne zagrożenia jako szanse	11
Wzrost Ramedera nieco spowolni - zestawy do haków holowniczych	12
Wzrost wynagrodzeń równoważony cięciami kosztów surowcowych	12
Outlook na sektor	14
Systemy autogaz	14
Instalacje CNG	19
Spółki porównawcze	20
Dywidendy i program motywacyjny	21
EBITDA i CAPEX	22
Podsumowanie wyceny	23
Model DCF	23
Model DDM	25
Wycena porównawcza	25
Prognozy finansowe	27
Czynniki ryzyka	29

Teza inwestycyjna

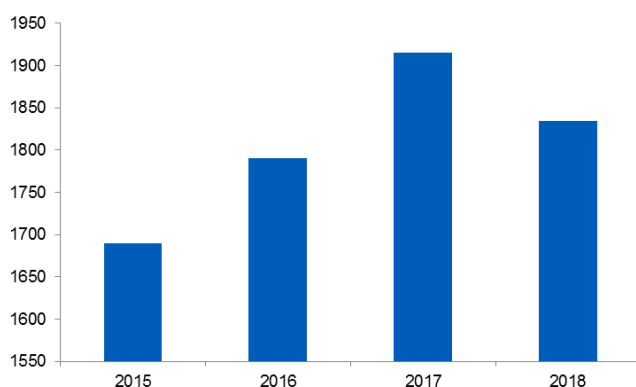
Systemy autogazu z szansami na całym świecie

Systematyczny wzrost AC bazuje na wykorzystaniu możliwości związanych z eksportem wysokiej jakości systemów LPG na coraz to nowsze rynki światowe. Zwiększone zainteresowanie importem w poszczególnych krajach opiera się na różnego rodzaju zachętach związanych z upowszechnianiem LPG jako paliwa ekologicznego, oszczędnościami płynącymi ze stosowania dla kierowców, jak i dużą dostępnością surowca. Rozsądna polityka handlowa w połączeniu z konkurencyjną pozycją kosztową i tym samym udane wejście na nowe rynki będzie kluczem do sukcesu w obliczu nasyconego rynku polskiego, gdzie udział spółki przekracza obecnie 50%.

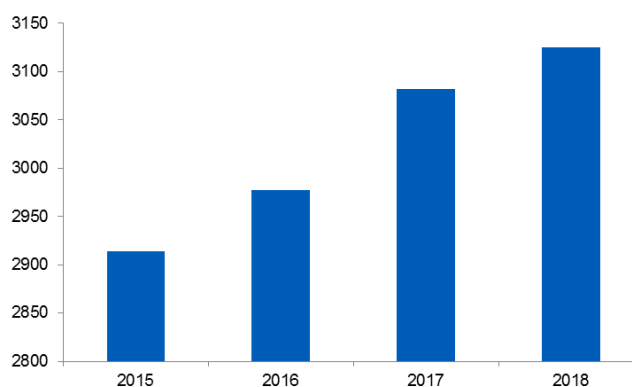
Polska jest największym rynkiem autogazu w Unii Europejskiej i czwartym co do wielkości na świecie po Korei, Turcji i Rosji. Flota pojazdów, które mogą jeździć na LPG, przekroczyła 3,1 mln – stanowi ponad 15% samochodów osobowych w Polsce. Większość pojazdów napędzanych autogazem to konwersje, szczególnie popularne w regionie łódzkim i lubelskim.

Podaż LPG jest podzielona między Rosję (ok. 75%), Litwę (7%) i Białoruś / Kazachstan (oba z ok. 5% udziałem). Polska jest ważnym rynkiem dla swojego kluczowego dostawcy, dzięki skali popytu i braku trudności logistycznych przy dostawach. Sprzedaż autogazu w Polsce rośnie w znaczącym tempie od 2013 roku, osiągając ok. 6-7% CAGR konsumpcji do 2017 roku, głównie dzięki atrakcyjnej cenie surowca. W 2018 r. łączna sprzedaż gazu wyniosła 1 835 tys. ton (spadek o 4,2% r/r). Spodziewamy się nieznacznego wzrostu tego wyniku ze względu na nasylenie rynku połączone z zachowaniem znacznych korzyści wynikających z konwersji. Jednocześnie liczba stacji autogazu w Polsce w 2018 roku wzrosła o 18% r/r, ale w rzeczywistości statystyki te mogą być wypaczone przez wprowadzony obowiązek zgłaszania ich przez właścicieli stacji i zakładamy tylko kilkadziesiąt nowych stacji w omawianym okresie. Większość z nich to firmy rodzinne, a wprowadzanie możliwości tankowania LPG na coraz większej ilości stacji sieciowych jest odpowiedzią na stabilny popyt. Ponadto liczba samochodów opalanych autogazem wciąż rośnie, ale w zwolnionym tempie. Według polskiego Stowarzyszenia LPG, liczba aut napędzanych gazem autogaz wzrosła o 1,7% r/r do 3 135 tys. ton w 2018 r. w porównaniu do 3,5% r/r w 2017 r.

Wykres 1: Sprzedaż autogazu w Polsce (tys. ton)



Wykres 2: Liczba aut zasilanych LPG w Polsce (tys.)



Źródło: POGP 2018, IPOPEMA Research

Sprzedaż pojazdów OEM z fabrycznie zamontowanym autogazem w ostatnich latach odnotowała wzrost, ponieważ liczba modeli OEM dostępnych na rynku zwiększyła się, włączając liderów - Dacie, Skodę, Hyundai-Kię, Opla czy Renault. Uważamy, że Polska będzie nadal ważnym rynkiem dla tych graczy, a zatem liczba pojazdów z rynku OEM będzie rosła.

Zakładamy, że dalszy rozwój tego rynku, rosnąca liczba samochodów napędzanych autogazem (ale w wolniejszym tempie) oraz liczba stacji LPG w połączeniu z silną pozycją AC pozwoli na dalszy 1% CAGR przychodów ze sprzedaży w ciągu dwóch najbliższych lat na rynku krajowym, co dodatkowo będzie wspierane przez polski zwyczaj konwersji szczególnie starszych samochodów i korzystnej relacji cen autogazu do benzyny w dłuższym okresie. Wynik wspierac będą także nowe nominacje na nietypowe konwersje, jak w przypadku hybrydowych taksówek w Warszawie.

Globalna konsumpcja autogazu utrzymywała stabilne tempo wzrostu, osiągając szczyt w wysokości 27,1 mln w 2016 roku, choć rok później spadła do 26,8 mln ton – był to pierwszy spadek konsumpcji od lat 90-tych. Jednakże flota autogazu nadal rośnie do ponad 27,1 mln pojazdów napędzanych autogazem na całym świecie. Udział pięciu krajów - Korei, Turcji, Rosji, Polski i Włoch stanowi około połowę globalnego zużycia. W poszczególnych krajach udział ten znacznie się różni - od 0,1% w Stanach Zjednoczonych, ponad 10% rynku motoryzacyjnego w Bułgarii, Korei, Polsce i Turcji aż do około jednej piątej rynku na Ukrainie. Ogromne rozbieżności wynikają przede wszystkim z różnic w politykach dotyczących sposobów subsydiowania różnego rodzaju paliw.

Według WLPGA globalne zużycie autogazu ma nadal rosnąć, osiągając szczyt ponad 31 mln ton w 2030 r. - około 18% więcej niż w 2017 roku oparty na stałym wzroście floty pojazdów, zwłaszcza w Europie. Udział autogazu w globalnej flocie pojazdów w dłuższym terminie pozostaje stały i ma wynosić ok. 2% do 2030 roku. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne, aby założenie to wywarło znaczną presję na wzrost międzynarodowych cen autogazu.

Dodatkowe zwiększenie globalnego popytu możliwe byłoby także przy większym wsparciu ze strony rządów, producentów pojazdów i samego przemysłu LPG. Sposoby potencjalnego wsparcia to m.in.:

- zniechęcanie do stosowania oleju napędowego jako paliwa mniej przyjaznego dla środowiska np. poprzez wyższe opodatkowanie i innego rodzaju polityki rządowe
- wzmocnienie relacji producentów systemów LPG z producentami samochodów w celu opracowania większej liczby silników mogących być zasilane przez LPG
- wspomnianie o pojazdach zasilanych autogazem, oprócz pojazdów elektrycznych, w kontekście marketingu proekologicznego

AC działa obecnie na ponad 20 rynkach zagranicznych z istotnym wpływem na wyniki firmy. W większości z nich rządy wprowadziły już **polityki zachęt** dla użytkowników autogazu, co wspiera dobry outlook na eksport na te rynki w przyszłości, poza typowymi ekonomicznymi przyczynami konwersji (zwłaszcza w krajach nie wprowadzających subsydiów itp.).

Tabela 1: Podsumowanie zachęt do stosowania autogazu na rynkach eksportowych AC

Kraj	Zwolnienie z podatku paliwowego lub akcyza niższa niż co najmniej o połowę w stosunku do benzyny/ON	Zwolnienie z podatków od konwersji/rejestracji/opłat drogowych	Dotacje/ulgi podatkowe na konwersje	Nakazy dotyczące zakupu pojazdów flotowych
Bulgaria	✓			
Kanada	✓			✓
Chiny	✓			✓
Francja	✓	✓		
Włochy	✓	✓	✓	
Korea	✓		✓	✓
Meksyk	✓			
Holandia	✓	✓		
Polska	✓			
Rosja	✓			
Serbia	✓			
Hiszpania	✓		✓	
Ukraina	✓			

Źródło: *Autogas incentive policies report 2018 WLPGA, IPOPEMA Research*

Istnieje również wiele innych sposobów promowania autogazu jako ekologicznego paliwa, które mogą być szeroko rozpowszechnione między krajami eksportowymi AC. W naszym modelu zakładamy, że poziom światowych subsydiów dla autogazu pozostanie na poziomie zbliżonym do obecnego, ale będzie podlegał regularnym zmianom w poszczególnych krajach.

Tabela 2: Typologia możliwych polityk rządowych w celu promowania autogazu jako paliwa alternatywnego

Finansowe	Regulacyjne	Pozostałe
Podatek akcyzowy i drogowy/rejestracyjny/zwolnienie z podatku od sprzedaży pojazdów	Obowiązki w wymogi zakupu dla floty publicznej/prywatnej	Kampanie świadomości społecznej i rozpowszechnianie autogazu
Dotacje/ulgi podatkowe na konwersje	Normy dotyczące urządzeń do tankowania i konwersji pojazdów	Dobrowolne umowy z producentami OEM na opracowanie pojazdów zasilanych gazem
Zwolnienie z opłat za parkowanie / opłaty drogowo	Spójne przepisy zdrowotne i ekologiczne	Rządowe użytkowanie pojazdów zasilanych gazem
Szybka amortyzacja dla komercyjnych nabywców autogazu	Wyłączenie od ograniczeń jazdy w centrach miast	Finansowanie prac badawczo-rozwojowych nad pojazdami opalonymi gazem

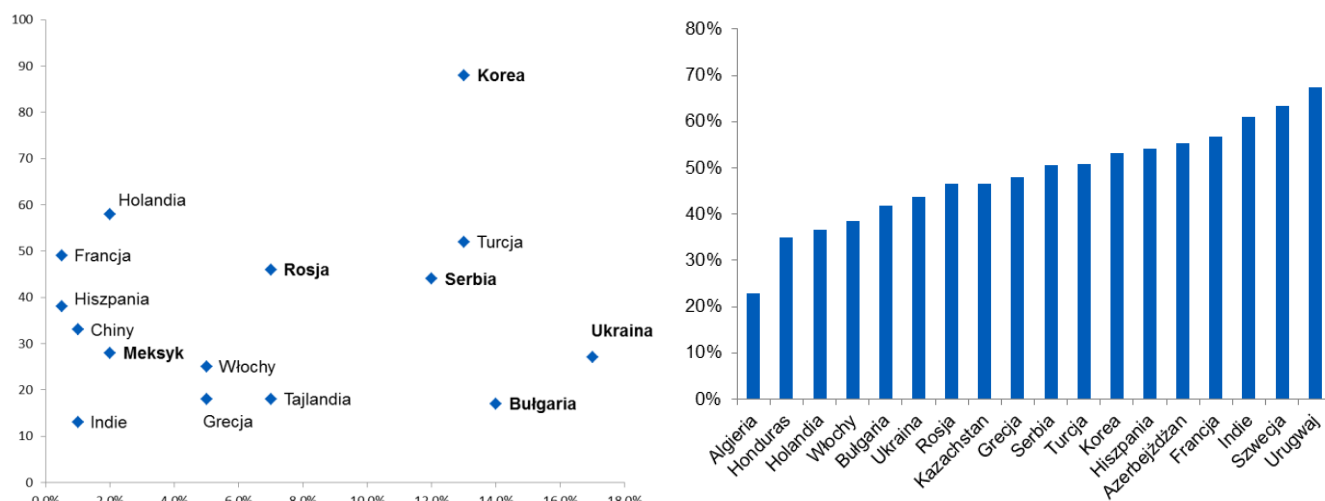
Źródło: *Autogas incentive policies report 2018 WLPGA, IPOPEMA Research*

Oprócz prowadzonej polityki zachęt, najbardziej skorelowane z penetracją rynku autogazu są **względy ekonomiczne** mierzone np. dystansem potrzebnym do zwrotu instalacji i cenie autogazu w stosunku do benzyny.

Szanse na wzrost są generalnie wyższe w krajach, w których próg rentowności w stosunku do benzyny jest najniższy. Bazując na tym czynniku oraz obecności firmy w większości krajów, w których konwersja jest najbardziej opłacalna dla kierowców, potencjalnego wzrostu udziału w rynku można spodziewać się szczególnie w Grecji, Tajlandii, Chinach (rynek OEM), Hiszpanii, Francji, Holandii i Indiach. W większości krajów badanych przez WLPGA, dystans potrzebny do zwrotu instalacji wynosi poniżej 50 000 km co przekłada się na około trzyletni okres jazdy. Ukraina i Bułgaria (kraje z wysokim udziałem sprzedaży AC) mają jeden z najniższych dystansów zwrotu oraz jedne z najwyższych wskaźników penetracji rynku przez autogaz – rzędu 13%. Niemniej jednak nie postrzegamy ich jako w pełni nasycone i nadal widzimy pole do dalszego rozwoju spółki, w szczególności biorąc pod uwagę atrakcyjne marże.

Najkorzystniejszą relacją autogazu do benzyny wypada w Algierii, którą postrzegamy jako jeden z najbardziej perspektywicznych rynków dla AC, jednakże obarczonych znacznymi ryzykami. Cena autogazu stanowi tam mniej niż 25% ceny benzyny. Bułgaria, Ukraina i Rosja - rynki z wysokim udziałem sprzedaży AC są pod tym względem daleko w tyle. Po przeciwnej stronie osi pod względem konkurencyjności autogazu plasują się Urugwaj, Szwecja i Indie - kraje z niewielkim udziałem autogazu w paliwach samochodowych, a także zupełnie nieperspektywiczne pod kątem potencjalnego rozwoju AC.

Wykres 2: Udział konsumpcji autogazu w paliwach vs Wykres 3: Średnia cena autogazu jako % średniej ceny dystans „breakeven” w stosunku do benzyny (tys. km / %)* benzyny (%)



Źródło: IPOPEMA Research, GlobalPetrolPrice.com * Pogrubiono rynki eksportowe AC z udziałem ponad 2% przychodów

Ponadto postrzegamy **poziom wzrost PKB** w poszczególnych krajach jako ważny wskaźnik dla przyszłego wykorzystania autogazu, a tym samym większych szans eksportowych. Najprostszą korelacją związaną z wykorzystaniem autogazu wynika z wielkości globalnej gospodarki i całkowitej odległości pokonywanej przez pojazdy drogowe. Większość wzrostu transportu drogowego ma miejsce i nadal będzie występować w gospodarkach wschodzących Azji, Afryki i Ameryki Łacińskiej. W tych krajach aktywność gospodarcza rozwija się w szybkim tempie, różnica w dochodach w stosunku do gospodarek rozwiniętych zawęża się, co jest z kolei czynnikiem wzrostu **floty pojazdów drogowych**. Według Międzynarodowej Agencji Energetycznej udział pojazdów liczony na 1000 osób wzrośnie o 76% ze 159 w 2015 roku do 280 w 2050 roku. Jednocześnie nie uważamy, aby tempo poprawy zużycia paliwa tj. spadek zużycia paliw samochodowych, był wystarczająco szybki, aby zrównoważyć wzrost popytu na mobilność. Według inicjatywy Global Fuel Economy Initiative średnie zużycie paliwa poprawiło się o około 1,2% rocznie w latach 2005–2015, a w tym samym okresie zużycie paliwa na świecie wzrosło o ponad 2,0% rocznie.

Biorąc pod uwagę wymienione wyżej czynniki zakładamy stabilny wzrost rynku LPG, szczególnie na rynkach wschodzących, stosując różne oczekiwane stopy wzrostu przychodów w poszczególnych krajach w zależności od ich specyfiki.

Rynek rosyjski i inne kraje CIS

Największym znakiem zapytania dla AC, z jednocześnie istotnym wpływem na przychody (szczególnie biorąc pod uwagę potencjalny ogromny rynek docelowy - około 4 mln samochodów napędzanych autogazem przy relatywnie wysokich marżach dla spółki) są przychody z **Rosji**, gdzie AC ma umowę z dystrybutorem – Gaspartem na dostawy swoich produktów, odpowiadającą za 11,4% w 2018 r.

W 2Q19 w Rosji weszła w życie ustawa dotycząca nowych zasad rejestracji samochodów po konwersji na autogaz. Ustawa wymaga dodatkowych testów dopuszczających do ruchu samochody konwertowane na gaz przeprowadzanych w akredytowanych laboratoriach (tylko 17 działało w Rosji zgodnie z danymi na 14 czerwca 2019 roku) oraz nowych zasad wydawania zezwoleń na rejestrację samochodów przez policję drogową. Biorąc pod uwagę fakt, że nowe regulacje zostały wprowadzone niespodziewanie i przedwcześnie, naszym zdaniem całkowicie wstrzymały one sprzedaż AC do Rosji w 2Q19 i według naszych szacunków obciążąły wynik o 6 mln PLN.

Ponieważ rynek i administracja rosyjska nie były przygotowane na zmiany zasad legalizacji pojazdów, ogłoszono odroczenie nowych przepisów w zakresie badań w akredytowanych laboratoriach do 17 lipca 2020 roku w celu właściwego przygotowania bazy laboratoriów. Zgodnie z rosyjskim prawem przepisy te nie są wiążące od 14 lipca 2019 roku, przez co teoretycznie powinny jedynie nieznacznie wpłynąć na wyniki 3Q19. Niemniej jednak zakładamy, że niepewność dotycząca zmian prawnych może spowodować przejściowe spowolnienie sprzedaży do Rosji o 25% r/r w 3Q19E i nadal obciążać wyniki spółki. Spodziewamy się z kolei lekkiego odbicia sprzedaży kwartał później, biorąc pod uwagę oczekiwaną stabilizację na rynku w dłuższym terminie i konieczność uzupełnienia zapasów przez dystrybutora. Szacujemy, że w obecnej chwili proces rejestracji pojazdów odbywa się już w normalnym tempie, jednak jest jeszcze za wcześnie, aby stwierdzić, czy w tym roku nastąpi bardzo dynamiczny wzrost zainteresowania instalacjami, biorąc pod uwagę miniony szok regulacyjny.

W dłuższej perspektywie bierzemy pod uwagę niepewność dotyczącą innych potencjalnych zmian polityki i sytuacji rynkowej tuż po wejściu w życie ustawy w lipcu 2020 r. Zakładamy tym samym 5-procentowy spadek przychodów z Rosji w 2020 roku i stopniową jednocyfrową poprawę wyniku po tym okresie. Oczekujemy wówczas powrotu do stabilizacji regulacyjnej przy rosnącym udziale pojazdów zasilanych gazem, atrakcyjnym okresie zwrotu i znacznym zużyciu gazu ziemnego. Jako dodatkowy pozytywny driver uważamy stanowisko Władimira Putina na rzecz popularyzacji CNG jako ekologicznego paliwa wśród Rosjan, co może znacząco zwiększyć wyniki AC ze sprzedaży systemów do konwersji na CNG w dłuższym terminie. Uważamy również, że okres roczny będzie wystarczający na przeprowadzenie konsultacji w sprawie zmian prawnych z dostawcami systemów LPG, akredytację laboratoriów i być może budowę nowych, jeśli okaże się to konieczne. W innym przypadku potencjalny wpływ na sprzedaż firmy może być znacznie bardziej negatywny.

Jeśli chodzi o Rosję, dodatkowo warto podkreślić, że sprzedaż kwartalna podlega znacznym wahaniom. Biorąc pod uwagę aspekty logistyczne, wartość jednego zamówienia może przekraczać 5 mln PLN, a zmiany w harmonogramie powodują istotne wahania w wynikach kwartalnych. Taka sytuacja miała miejsce już w roku 2018, kiedy w 1H18 dokonano 70% rocznego obrotu elektroniką w kierunku rosyjskim z powodu budowania zapasów przez dystrybutora pod drugą połowę roku. Z kolei w tym roku dotychczasowa sprzedaż była relatywnie niska, nawet bez uwzględnienia wpływu rosyjskich regulacji, które zgodnie z naszą wiedzą nie były wcześniej ogłaszane, a zatem znane dystrybutorom. W obecnej sytuacji daje to dodatkową nadzieję na solidne wyniki przynajmniej w 4Q19.

Rynek ukraiński wydaje się być mniej narażony na zmiany polityczne. LPG odpowiada za ponad 17% rynku paliw samochodowych w tym kraju dzięki bardzo atrakcyjnej relacji cen benzyny do autogazu (średnio ok. 40% ceny benzyny) i bardzo niskiemu, średnio mniej niż dwuletniemu okresowi zwrotu. AC ma podpisaną umowę z dystrybutorem - Auto Gas Global Trading Ukraina, który wygenerował 10,7% przychodów w 2018 roku. Uważamy, że udział ten ma szansę rosnąć o 2% r/r w nadchodzących latach. Silny popyt i zwiększona rozpoznawalność wysokojakościowych produktów STAG daje pewną przestrzeń dla wzmocnienia konkurencji z włoskimi producentami, którzy zdecydowanie dominują pod względem eksportu na Ukrainę, szczególnie pod segmentem konkurencyjnych cenowo części mechanicznych.

W **Kazachstanie** systemy LPG są popularne w podobnym stopniu co na Ukrainie. Specyfika rynków **Uzbekistanu**, **Armenii** i **Azerbejdżanu** jest podobna. Według naszych obliczeń kraje te stanowią ponad 15% przychodów firmy. Nie widzimy jednak ogromnego potencjału na tych rynkach, biorąc pod uwagę obecny poziom ich penetracji, zwłaszcza w przypadku Kazachstanu. Zakładamy wzrost wyników o 1% w Uzbekistanie, Armenii i Azerbejdżanie ze względu na oczekiwaną zwiększoną sprzedaż części mechanicznych do tych krajów.

Rynek bałkański

Uważamy, że **rynki bałkańskie** są potencjalnie bardziej atrakcyjne pod kątem eksportu produktów potrzebnych do konwersji. Kraje te cechują się niewielkim dystansem breakeven autogazu do benzyny (zwłaszcza w Bułgarii, gdzie odległość ta jest najmniejsza). Ponadto dużą zaletą tych rynków w porównaniu z byłymi republikami radzieckimi jest profesjonalny proces homologacji i rządowe regulacje dotyczące korzystania z autogazu, stąd widzimy na nich

potencjalną przestrzeń do poszerzenia oferty zachęt. Co więcej, rynki te są relatywnie zamożne. Tamtejsi dystrybutorzy importują produkty wysokiej jakości, które są sprzedawane przez AC z wyższą marżą. Dodatkowo, liczba konwersji w samochodach bez przebiegu wyraźnie wzrasta, co stanowi atrakcyjne pole do rozwoju dla AC. Szacowany przez nas udział firmy w Rumunii/Bułgarii/Bośni/Serbii ogółem wynosi około 8% i uważamy, że może on rosnąć o ok. 3% w ciągu dwóch najbliższych lat.

Rynki afrykańskie

Jeszcze bardziej perspektywnym rynkiem wydaje się być **Afryka**, całkowicie niepodatna na rozwój pojazdów elektrycznych, ale z niezwykle atrakcyjną relacją autogazu do benzyny (zwłaszcza w Algierii, gdzie autogaz stanowi około 20% ceny benzyny) i potencjalnymi zachętami wprowadzanymi przez poszczególne rządy. Perspektywy te nie są tajemnicą dla globalnych graczy, którzy przymierzają się do wejścia na afrykańskie rynki w nadchodzących kwartałach (np. Vitol). Pierwsze produkty AC zostały w ostatnim czasie wysłane do RPA i Kenii. Potencjalnymi rynkami są również Nigeria i Algieria. W pierwszym przypadku uwagę należy jednak zwrócić na stosunkowo nieatrakcyjny stosunek ceny benzyny do autogazu, lecz zakładamy, że zostanie on poszerzony, ponieważ subsydia wspierające zużycie benzyny mogą zostać zniesione już w 2020 roku. W drugim przypadku zauważalna jest silna pozycja Naftala, spółki zależnej Sonatrach. Dostawy produktów AC do Algierii są planowane na 2H19, co może być związane z trendem konwersji diesla na LPG obserwowanym w tym kraju począwszy od maja tego roku. Podobnie jak w przypadku Nigerii wierzymy w 10% wzrost przychodów z Algierii dopiero od 2020 roku, kiedy to oczekujemy podpisania nowych umów. Obecnie wzrost zahamowany jest przez poważne problemy polityczne, co w naszym odczuciu wpłynie na eksport AC do tego kraju i spowoduje tegoroczny jednocyfrowy spadek przychodów. Po roku 2020E wierzymy w rozwój firmy na tym kontynencie, zakładając 5% CAGR przychodów.

Ameryka, Europa Zachodnia i Azja

Brazylia i Meksyk są najważniejszymi krajami z perspektywy AC w rejonie amerykańskim, z których według naszych szacunków oba mają około 2% udziału w przychodach. Spodziewamy spadku sprzedaży firmy w Brazylii z powodu ostatnich wydarzeń politycznych – wprowadzenia subsydiów na benzynę przez oskarżonego o korupcję prezydenta. Cena autogazu (etanolu) wzrosła w 1H19 o 40% , przez co popularne dotąd konwersje stały się nieatrakcyjne. Z drugiej strony sprzedaż w Meksyku powinna odrabiać z nawiązką straty w Brazylii z powodu zauważalnego rozpoczęcia przejścia z systemów sekwencyjnych na podciśnieniowe w 2019 roku. Zakładamy neutralny łączny wpływ zmian w sprzedaży na obu rynkach w dłuższej perspektywie.

Hiszpanię traktujemy jako wyjątek wśród krajów Europy Zachodniej - kraj potencjalnie atrakcyjny dla AC pod kątem eksportu. Konwersje na LPG nie są na ogół popularne w krajach rozwiniętych (poza Włochami) ze względu za zamożność tamtejszych społeczeństw, ale też rosnącą popularyzacją pojazdów elektrycznych kosztem zasilania gazem. Wiele rynków, takich jak rynek niemiecki, jest również nieatrakcyjne dla AC ze względu na wysokie opłaty ponoszone na homologację systemów sekwencyjnych dla poszczególnych marek/modeli. **Rynek włoski**, gdzie okres zwrotu systemu jest bardzo atrakcyjny dzięki wielu zachętom rządowym (podatek paliwowy i podatki od konwersji/rejestracji/zwolnienia z opłat drogowych, a także dotacje/ulgi podatkowe na konwersję) jest zdominowany przez producentów krajowych i nie widzimy na nim szans rozwojowych. W Hiszpanii rynek jest otwarty dla nowych graczy, rząd wprowadza dotacje/atrakcyjne kredyty na konwersje i rozważa przy tym inne zachęty, a dystans potrzebny do zwrotu kosztów instalacji w stosunku do benzyny jest nadal atrakcyjny.

W Azji **rynek koreański** jest specyficzny ze względu na znaczny udział samochodów OEM z fabryczną instalacją LPG. Dystans breakeven jest bardzo długi (ponad 88 tys. km), ale LPG jest postrzegane jako paliwo samochodowe przyjazne dla środowiska, dlatego popularne są różne formy subsydiowania - granty/ulgi podatkowe na konwersje, wiele zachęt podatkowych, a nawet obowiązek zakup pojazdów flotowych z autogazem, które to programy są wspierane przez rząd.

Dlatego też relacja autogaz/benzyna jest prawie tak samo atrakcyjna jak w Polsce, a rynek jest bardzo perspektywiczny pod względem rozwoju innowacyjnych produktów, szczególnie dla producentów OEM. Początkowo AC brało udział tylko w pilotażowym programie fabrycznego montażu instalacji LPG dla zerokilometrowej floty Hyundai'a w 2011 roku, a obecnie współpracuje z fabryką tego producenta w Indiach. Jednak głównym problemem wpływającym na rozwój tego segmentu jest trudna logistyka i technologiczne przewagi krajów azjatyckich. Z tego powodu niezwykle trudno jest spełnić tamtejsze wymagania jakościowe i technologiczne, co byłoby zbyt kosztowne dla AC w przypadku zamówień na małe ilości, ponieważ wymaga to różnorodnych testów instalacji LPG/CNG w określonych modelach pojazdów (np. budowy/regulacji dodatkowych pomieszczeń/garaży). Dlatego też nie zakładamy wzrostu na tym rynku w obecnym roku (ze względu na brak nowych znaczących kontraktów na horyzoncie) i stabilny wzrost o 2% w nadchodzących latach.

Tabela 3: Szacunki założeń dotyczących wzrostu przychodów AC na poszczególnych rynkach (%)

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Polska	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rosja	-30%	-5%	7%	5%	5%	5%
Ukraina	2%	2%	2%	2%	2%	0%
Korea Południowa	0%	1%	2%	2%	2%	2%
Meksyk	5%	5%	3%	0%	0%	0%
Kazachstan	0%	0%	0%	2%	2%	2%
Uzbekistan	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Kraje bałkańskie	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Hiszpania	0%	5%	2%	2%	2%	2%
Azerbejdżan, Armenia	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Kraje afrykańskie	-2%	10%	5%	5%	5%	5%
Brazylia	-5%	-5%	-5%	0%	0%	0%
Inne państwa	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: IPOPEMA Research

Inne perspektywiczne rynki

Wśród innych istotnych z punktu widzenia AC krajów znajdują się **Tajlandia** (obecnie szacujemy około 1 mln PLN przychodów), **Chiny** i **Kanada** - kraje które wprowadziły kilka rodzajów subsydiów, w tym zachęty do zakupu pojazdów flotowych na gaz. W pierwszym przypadku ujemny podatek na LPG oznaczał subsydiowanie jego sprzedaży i jedną z najniższych odległości breakeven na świecie (mniej niż 20 tys. km). Niemniej jednak rynek wydaje się być nasycony i nie widzimy na nim miejsca na wzrost sprzedaży. Z drugiej strony widzimy znaczny potencjał na rynkach kanadyjskim i chińskim, którego nie uwzględniamy w naszych prognozach. W Kanadzie atrakcyjność rynku oparta jest na wysokim poziomie spalania paliw samochodowych ze względu na duże odległości i specyfikację popularnych w tym kraju aut. W Chinach rynek jest tKW bardzo interesujący, lecz z wysokimi wymaganiami dotyczącymi emisji spalin. Nie bierzemy również pod uwagę wzrostu przychodów wynikającego z potencjalnej sprzedaży systemów RNG w Brazylii i możliwych szans na rozwój w segmencie ciągników rolniczych zasilanych LPG na Białorusi (kraj ten nie przestrzega przepisów OECD, które nie zezwalają takim pojazdom na jazdę tak skonwertowanym pojazdom po drogach publicznych). Potencjalne oszczędności dla użytkowników są ogromne, a nowa umowa zawarta przez AC mogłaby być sporym pozytywnym zaskoczeniem.

W zakresie podciśnieniowych instalacji LPG zakładamy pogłębienie ostatnich spadków (-9% w 2017 r/r, -10% w 2018 r/r i -14% w 1Q19 r/r). Tego typu systemy uważamy za przestarzałe, w

większości przypadków sprzedawane z niskimi marżami (około 10%). Tym samym oczekujemy, że spółka będzie utrzymywała ich sprzedaż jedynie jako ofertę uzupełniającą, głównie na Ukrainie/w Rosji, gdzie samochody umożliwiające konwersję na systemy podciśnieniowe wciąż są dość popularne wśród mniej zamożnej części społeczeństwa.

W przypadku towarów i materiałów oferta AC składa się przede wszystkim z akcesoriów i części samochodowych. Naszym zdaniem spółka nie ma szans konkurować z graczami takimi jak Intercars, więc prawdopodobnie potraktuje ten segment jako ofertę uzupełniającą, w szczególności dla mniejszych warsztatów, w związku z czym zakładamy w nim płaskie przychody.

Wtrysk bezpośredni może wspierać wyniki spółki

Zakładamy, że przejście z systemów wtrysku pośredniego do bezpośredniego nie będzie znacząco obciążać wyników AC w nadchodzących latach. Głównymi wadami systemów wtrysku bezpośredniego są wyższe koszty instalacji LPG i większa ilość benzyny wykorzystywanej do uruchomienia samochodu, a zatem dłuższy okres zwrotu instalacji.

Niemal wszystkie silniki benzynowe były zasilane pośrednio do około 2004 roku, co może sugerować, że ogólne zainteresowanie konwersją będzie stopniowo zmniejszane ze względu na fakt, że konwersja samochodów wyprodukowanych po 2004 roku (tj. w większości z wtryskiem bezpośrednim) jest mniej opłacalna dla kierowców. Nie zakładamy jednak, że znacząco spowolni to popyt na systemy AC w najbliższych latach z następujących powodów:

- Obecny udział systemów wtrysku bezpośredniego szacujemy na bardzo niski (mniej niż 5%), szczególnie w krajach mniej zamożnych, co znacząco wpływa na cenę instalacji ze względu na **wysokie marże dla monterów takich systemów**, a nie w wyniku wysokich cen komponentów (które de facto są zbliżone do tych stosowanych dotychczas w systemach wtrysku pośredniego). Naszym zdaniem przejście na systemy z wtryskiem bezpośrednim będzie stopniowe, w przyszłości ich produkcja będzie rosła, a cena montażu zostanie odpowiednio dostosowana. Ostatecznie luka cenowa pomiędzy jednym i drugim typem instalacji powinna znacząco się zmniejszyć.
- Osiągnięcie korzyści skali i obniżenie kosztów komponentów będzie możliwe zwłaszcza po wprowadzeniu innowacyjnego modelu **STAG 500** w 2020 roku - nowego systemu bezpośredniego wtrysku paliwa bez dodatkowego dotrysku benzyny. Jeden z włoskich konkurentów nie odniósł sukcesu przy wprowadzaniu podobnego systemu ze względu na błędy projektowe, choć sam projekt był tak pożądanym przez dystrybutorów, że doczekał się kopii w kilku krajach. Cenę początkową systemu STAG 500 szacujemy na 5500 – 6000 PLN - prawie dwukrotnie mniej niż systemy oferowane wcześniej przez konkurencję ze względu na różnice technologiczne i inny stan skupienia przetwarzanej materii. Projekt AC jest stosunkowo prosty pod względem konstrukcji, przez co zakładamy jego wprowadzanie w przyszłości z coraz niższą ceną (efekt skali), wraz ze spadającą popularnością systemów wtrysku pośredniego. Według naszych założeń umożliwi to skrócenie okresu konwersji przy tego typu systemach do ok. 2 lat, co przy zakładanej redukcji kosztów produkcji pozwala stać się interesującą alternatywą dla klientów zainteresowanych typowymi systemami sekwencyjnymi.
- Istnieje również duże pole do ulepszeń pod kątem **kalibracji** systemów z wtryskiem bezpośrednim dla kolejnych modeli samochodów, co w przyszłości powinno zwiększyć ich osiągi, a tym samym atrakcyjność dla kierowców w porównaniu ze starszymi systemami nie oferującymi tak dobrych parametrów w jeździe na gazie.

Ogólnie rzecz biorąc, postrzegamy powyższą zmianę jako szansę, a nie tylko jako ryzyko. Większy udział wysokomarżowych systemów sekwencyjnego wtrysku bezpośredniego (szczególnie innowacyjnego STAG 500) pozwoli AC zredukować spadek marży w obliczu przesunięcia znacznej części sprzedaży w kierunku części mechanicznych cechujących się niższymi marżami. Dlatego też zakładamy marżę EBITDA na poziomie 22-23% w okresie prognozy wobec 25% w 2018 roku.

Zakończenie programu CAPEXowego

Do końca 2019 roku AC zakończy dwuletni program inwestycyjny (wydatki netto w wysokości 21 mln zł w 2018 r, 23 mln zł w 2019) i w rezultacie zwiększy swoje moce produkcyjne o 25% w segmencie systemów LPG i zestawów do haków holowniczych.

Pod koniec marca tego roku AC zakończyło pierwszy etap inwestycyjny - budowę hali wtryskowej tworzyw sztucznych i narzędziowni. Do końca roku AC zakończy modernizację i rozbudowę hali produkcyjnej, magazynu i części administracyjnej. Nowe rozwiązania przyniosą szereg oszczędności:

- Nowe moce **ograniczą liczbę nadgodzin** - w 2018 roku AC było zmuszone do regularnego płacenia dodatkowych wynagrodzeń za nadgodziny i pracę w weekendy w obliczu zaskakująco wysokiego popytu. Problem zostanie w pełni rozwiązany.
- Automatyzacja i perspektywa **potencjalnego ograniczenia zatrudnienia** w segmencie systemów LPG/CNG, wspierająca w obliczu trwającej presji na wzrost płac.
- Nowe moce będą wspierać **wytwarzanie nowych produktów** (sterowniki, wtryskiwacze, reduktory dla poszczególnych marek/modeli), wiązek elektrycznych sprzedawanych przez integratora na rynkach OEM oraz obsługiwane nowych nominacji np. w segmencie ekspresów do kawy, innych produktów i usług.
- Brak konieczności **wynajmu magazynu**, jak miało to miejsce w 2018 roku.

Zdolności produkcyjne będą stopniowo zwiększane do końca roku (częściowo miało to miejsce już w 1Q/2Q19). Zakładamy wykorzystanie nowych zdolności produkcyjnych na poziomie 7% w 1H19 oraz docelowo pełną użycie dodanych 25% w obliczu momentami brakujących zdolności produkcyjnych w 2018 roku.

Potencjalne zagrożenia jako szanse

Segment innych produktów i usług postrzegamy jako pole do znacznego rozwoju AC. Dotychczas wyniki segmentu opierały się na wiązkach elektrycznych, częściach do ekspresów do kawy, superchargerach, charakteryzujących się umiarkowanymi perspektywami rozwoju, ale stabilnym popytem.

Widzimy nadzieję na wysokie wzrosty produktów wysokomarżowych w kolejnych latach (zakładamy marże wyższe niż na typowej elektronice). Jednakże ze względu na brak potwierdzonych sukcesów AC w tego typu produkcji, konserwatywnie zakładamy 3% CAGR w tym segmencie, przy braku wzrostu w tym roku z powodu utraty kontraktu z jednym ze znaczących partnerów.

Naszym zdaniem wzrost będzie w szczególności opierał się na akcesoriach do pojazdów elektrycznych, takich jak systemy zarządzania akumulatorami BMS przygotowywanych pod większe zamówienia z rynku OEM. Zakres projektu obejmuje projektowanie, produkcję i komercjalizację uniwersalnego systemu do zarządzania akumulatorami litowo-jonowymi (48 V), na początku dla rynku skuterów elektrycznych, jachtów, wózków widłowych i robotów przemysłowych, w przyszłości być może także dla elektrycznych pojazdów. Rozpoczęcie komercjalizacji produktów planowane jest na 2H19.

Nie widzimy szansy na rozpoczęcie współpracy z producentami samochodów elektrycznych w Europie Zachodniej ze względu na zbyt małą skalę produkcji spółki i zaawansowanie stosowanych w tamtejszych rozwiązaniach technologicznych. Jednocześnie nie postrzegamy **pojazdów elektrycznych** jako realnego zagrożenia dla globalnej liczby konwersji w nadchodzących latach. Sprzedaż pojazdów elektrycznych osiągnęła rekordowy poziom 3 mln pojazdów w 2017 roku. Wedle szacunków IEA ich liczba może wzrosnąć do 100 milionów w 2030 roku. Jednakże długi czas ładowania, niewielki dystans możliwy do pokonania na jednym ładowaniu zapowiada według nas powolny rozwój tego segmentu. Ponadto wskaźnik nasycenia rynku pojazdami elektrycznymi zależeć będzie od dalszych obniżek cen pojazdów, poprawienia osiągnięć, rozbudowania infrastruktury ładowania i wspierania zakupu rządowymi dotacjami.

Wszystko to z pewnością zajmie wiele lat ze względu na potrzebę ogromnych nakładów. Dlatego też nie postrzegamy rozwoju pojazdów elektrycznych jako realnego zagrożenia dla globalnej liczby konwersji w nadchodzących latach.

W kontekście trwającego **spowolnienia w branży motoryzacyjnej**, nie widzimy znaczących zagrożeń dla działalności spółki ze względu na sprzedaż produktów przede wszystkim na rynku wtórnym i samą specyfikę tej sprzedaży. Największy wpływ odczuwalny będzie w wynikach Ramedera, którego produkty trafiają głównie na rynek pierwotny. Z drugiej strony spowolnienie powinno zadziałać pozytywnie – determinować będzie poszukiwanie oszczędności osiągniętych dzięki konwersji na systemy LPG.

Produkty sprzedawane przez firmę są w pewnym stopniu „**antycykliczne**” – obniżają one koszty transportu, co czyni je relatywnie istotnymi dla klientów w gorszej sytuacji finansowej. Ponadto instalacja gazowa zwiększa możliwości eksploatacji pojazdów w czasie ograniczonej dostępności paliw (możliwość jazdy na obu rodzajach paliwa), jak w przypadku wybuchu wojny w Donbasie w 2014 roku, który nie wpłynął negatywnie na sprzedaż AC na Ukrainie.

Wzrost Ramedera nieco spowolni - zestawy do haków holowniczych

Od ponad 25 lat AC współpracuje z niemieckim partnerem Rameder, europejskim liderem w sprzedaży haków holowniczych, produkując na jego zamówienie wiązki elektryczne z modułami elektronicznymi do haków holowniczych. Segment ten staje się coraz ważniejszy dla spółki, osiągając rekordowy wzrost w 2018 roku sięgający 34% r/r.

Rekordowa sprzedaż nie traktowana jest przez nas jako zapowiedź dalszego dwucyfrowego wzrostu w tym segmencie także w roku 2019. Naszym zdaniem segment jest najbardziej podatny na spowolnienie w branży automotive (wpływa także na segment samochodów ciężarowych, co bezpośrednio przekłada się na spowolnienie tempa wzrostu sprzedaży przyczep i naczep), gdyż Rameder jako jedyny podmiot współpracujący z AC sprzedaje swoje produkty głównie na rynek pierwotny.

W grudniu 2018 r. niemiecki podmiot poinformował o zakupie czeskiego sprzedawcy internetowego - ELSA GROUP, co prawdopodobnie zwiększyło wolumen zamówień w 4Q18 pod kątem uzupełnienia zapasów. Odbieramy to jako główny powód wzrostu aż o 131% r/r w 4Q18 w segmencie haków holowniczych. Uważamy jednak, że gorsze wyniki w 1Q19 obrazują tylko chwilowe znaczne osłabienie (-22% r/r w 1Q19) i oczekujemy 10% zmniejszenia przychodów segmentu w 2019 roku. Uważamy, że wyniki za 3Q/4Q19 okażą się płaskie r/r, głównie z powodu braku nowych przejęć na rynkach zagranicznych.

W następnych latach zakładamy powrót do 5-procentowej ścieżki wzrostu napędzanej wejściami przez Ramedera na nowe perspektywiczne rynki, dodatkowo wzmocnione wprowadzeniem nowych mocy produkcyjnych, które według naszych założeń dodadzą 4% capacity w tym roku i 13% w roku 2020. Ponadto od 2020 roku zakładamy zwiększone wolumeny zamówień, zwłaszcza po pomyślnym wejściu przez spółki dystrybucyjne na rynek szwedzki (małe ilości nowego produktu, który ma zostać wprowadzony na ten rynek od 3Q19, zostały już wysłane) i możliwe przejęcie kolejnej spółki w Czechach w 2020.

Wzrost wynagrodzeń równoważony cięciami kosztów surowcowych

Koszty wynagrodzeń stanowią 20% kosztów AC. Wywarły one znaczny wpływ na rentowność AC w 2018 roku, kiedy koszty sprzedaży wzrosły o 21% r/r, a ogólne koszty administracyjne wzrosły o 17% r/r. Wzrost ten wynikał z nieoczekiwanego zwiększenia liczby zamówień i konieczności płacenia dodatkowych wynagrodzeń za nadgodziny i pracę w weekendy, a także zatrudniania części pracowników za pośrednictwem agencji pracy.

W 2019 roku i 2020 roku zakładamy średni wzrost kosztów pracy o 9,5% ze względu na pozytywne efekty redukcji zatrudnienia dzięki procesom automatyzacji. Zmniejszenie kosztów wspierać będzie fakt niepokonania tegorocznego celu z programu motywacyjnego, a tym samym braku znaczących premii dla zarządu i dyrektorów, w przeciwieństwie do roku poprzedniego.

Zwracamy uwagę, że w kosztach SG&A uwzględniono wydatki na badania i rozwój, co wpływa na skokowość zmian tej pozycji. Obecnie, z powodu zakończenia intensywnego programu inwestycyjnego, nie zakładamy zwiększenia tego typu wydatków.

Uważamy również, że AC będzie w stanie ponownie przenieść rosnące koszty pracy przynajmniej częściowo na swoich klientów. Co więcej nawet w 2018 r. marża EBITDA wzrosła o 1 punkt procentowy do 25%, pomimo wspomnianego powyżej wzrostu kosztów spowodowanego wyceną programu motywacyjnego.

Surowce używane przez AC można podzielić na trzy sekcje: komponenty elektroniczne (procesory, układy scalone, diody, kondensatory, tranzystory, rezystory, warystory, termistory), tworzywa sztuczne i ich pochodne (PCV, PA, PBT, ABS, PPS, PC, PE, POM, PP) i pręty metalowe (aluminium, mosiądz, stal, miedź). Stanowią ok. 60% całkowitych kosztów. Kontrakty na dostawy są długoterminowe, podpisywane z renomowanymi dostawcami np. z Włoch, USA. Widzimy pewne pole do obniżenia cen w niektórych segmentach, zwłaszcza w częściach mechanicznych, dzięki zwiększonym zdolnościom produkcyjnym i większej liczbie zamówień w 2018 roku, a tym samym lepszej pozycji negocjacyjnej. Najbardziej wymagające negocjacje będą dotyczyć dedykowanych procesorów, co może skutkować pewnym wzrostem kosztów związanych z ich zakupem.

Zakładamy też, że dzięki zakończeniu programu inwestycyjnego firma będzie mogła zoptymalizować koszty produkcji, przeobrażając linie produkcyjne na produkty, za które płacono dostawcom zbyt wysokie marże w ostatnich latach. Szacujemy wzrost kosztów surowców na 6% w tym roku, biorąc pod uwagę zwiększoną wydajność, wzrost kosztów materiałów i procesy automatyzacji. W 2020 r. zakładamy wzrost kosztów materiałów o 14% (przy zwiększonym wolumenie produkcji).

Biorąc pod uwagę stosunkowo niskie zużycie energii przez firmę (3049 MWh w 2018), co stanowi ok. 1% całkowitych kosztów, oczekujemy wzrostu kosztów energii jedynie o około 0,8 mln PLN przy założeniu nieco wyższego zużycia energii r/r.

Outlook na sektor

AC jest liderem w Polsce i rozpoznawalnym na świecie producentem nowoczesnych systemów autogazu LPG i CNG pod marką STAG do silników benzynowych i wysokoprężnych, producentem podzespołów elektronicznych i wiązek elektrycznych, w tym zestawów do haków holowniczych oraz dystrybutorem części samochodowych. Firma zatrudnia około 825 osób, ma siedzibę w Białymstoku i miała swój debiut na GPW w 2011 roku.

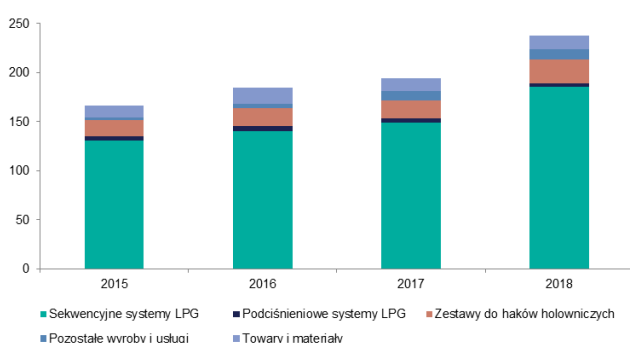
Segment instalacji do autogazu stanowi ok. 80% przychodów firmy (81% w 1Q19 i 78% w 2018) i cechuje się wyraźną tendencją wzrostową (25% r/r w 2018 i 6% r/r w 2017). Drugim pod względem znaczenia segmentem operacyjnym są zestawy do haków holowniczych. Segment ten stanowi około 10% przychodów firmy (7% w 1Q19 i 10% w 2018) przy rekordowym wzroście w 2018 r. 34% r/r.

Udział przychodów z eksportu stopniowo rośnie i staje się głównym fundamentem sukcesu firmy. W 2018 roku ponad 65,7% przychodów pochodziło z eksportu, w tym 64% z krajów europejskich (w tym z Rosji), a 27% z Azji. Największy udział w przychodach firmy stanowi Rosja i Ukraina (udziały powyżej 10%). Wzrost eksportu w 2018 roku jest przede wszystkim efektem rosnącej sprzedaży instalacji gazowych w krajach byłego ZSRR dzięki rozpowszechnianiu autogazu jako paliwa atrakcyjnego pod względem ekonomicznym i ekologicznym.

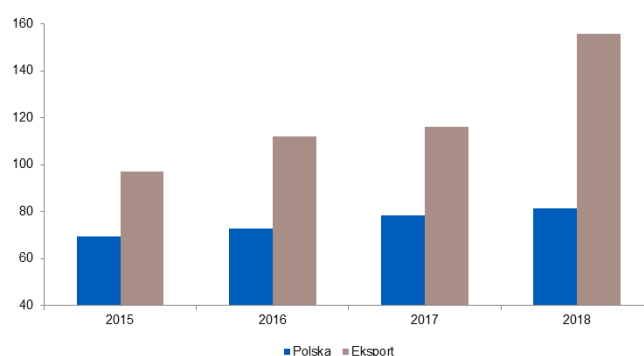
Najwyższe marże osiągane są na produktach opartych na know-how firmy, takich jak sterowniki. Najniższe są osiągane na częściach mechanicznych - wtryskiwaczach i reduktorach. Systematyczne rozszerzanie zakresu własnych komponentów mechanicznych firmy może z jednej strony przyczynić się do erozji marży, ale z drugiej umożliwia większą sprzedaż kompletnych systemów autogazu, a także wymianę towarów dotychczas importowanych na własne produkty. Dlatego też uważamy, że docelowa sprzedaż produktów mechanicznych będzie powoli wzrastać do 50%.

Firma systematycznie wzmacnia sprzedaż w niemal wszystkich kierunkach eksportu, szczególnie w Rosji, na Ukrainie i w Meksyku. Ostatecznie spółka osiągnęła 22% wzrost przychodów w 2018 roku (25% r/r w systemach sekwencyjnego wtrysku gazu).

Wykres 4: Przychody w podziale na segmenty (PLN m)



Wykres 5: Przychody w podziale na kraje (PLN m)



Źródło: AC, IPOPEMA Research

Systemy autogaz

Autogaz to nazwa płynnego gazu samochodowego (LPG) składającego się przeważnie z propanu i butanu (od 30% do 99% mieszanki propanu). LPG uzyskuje się jako produkt rafinacji ropy naftowej albo z gazu ziemnego (ponad 60% globalnej podaży LPG, ale udział ten znacznie

się różni w poszczególnych regionach i krajach). LPG charakteryzuje się wysoką zawartością energii na tonę w porównaniu z większością innych produktów ropopochodnych i gazem ziemnym. Jego zaletami są czystość, bezpieczeństwo, praktyczność, przystępność cenowa, przenośność i wysoka dostępność.

Najpopularniejszym rozwiązaniem wśród systemów autogazu jest wtrysk sekwencyjny, w którym każdy wtryskiwacz jest sterowany niezależnie i ma niezależnie obliczony moment pracy, czasami także dawkę paliwa, zazwyczaj oddzielnie dla każdego cylindra. Drugi rodzaj to typ grupowy, w którym wtryskiwacze są połączone grupami i kontrolowane zależnie od siebie.

Ponadto istnieją dwa główne typy systemów autogazu pod względem rodzaju i rozmieszczenia wtryskiwaczy paliwa - kluczowe dla wyboru klienta ze względu na różnice w koszcie zakupu i eksploatacji. **Wtrysk pośredni**, w którym paliwo jest wtryskiwane do kolektora dolotowego tuż przed zaworami wlotowymi, jest prostszy i tańszy w projektowaniu. Główną zaletą jest fakt, że podczas cyklu wtryskiwacz ma stosunkowo długi czas na dostarczenie odpowiedniej ilości paliwa, a gdy silnik jest ciepły, paliwo ma czas na odparowanie. Problem polega na tym, że silnik jest zimny, co powoduje, że benzyna nie zawsze jest całkowicie spalana. Zjawisko to może zwiększyć spalanie i pogorszyć czystość spalin. Prawie wszystkie silniki benzynowe były zasilane pośrednio do około 2004 roku, oprócz silników wysokoprężnych. Średni koszt takich instalacji wynosi około 3000 PLN.

Systemy bezpośredniego wtrysku są wolne od wspomnianej powyżej wady – droga paliwa jest znacznie skrócona dzięki dyspersji paliwa bezpośrednio do komory spalania. Oznacza to jednak znacznie gorsze warunki pracy wtryskiwaczy - wysokie ciśnienie i ekstremalne temperatury podczas zapłonu mieszanki, co jest przyczyną zasadniczej różnicy - wtryskiwacze benzynowe nie są wyłączane podczas pracy na LPG. Tego typu parametry spalania przekładają się na większą moc i mniejsze zanieczyszczenie. Np. instalacja STAG 400 DPI jest wyposażona we wtryskiwacze gazu umieszczone w kolektorze ssącym, podobnie jak w instalacji do wtrysku pośredniego. Sterownik LPG steruje również wtryskiem benzyny, więc komputer musi wykonywać bardziej zaawansowane obliczenia co do ilości koniecznego dotrysku gazu i benzyny w tym samym czasie. Wymaga to dokładnego ustawienia systemu - dlatego koszt instalacji dobrej jakości jest wyższy niż w przypadku wtrysku pośredniego i można go oszacować średnio na 4500 PLN. Drugą wadą jest jednoczesne spalanie benzyny i gazu - stosunek spalania benzyny do spalania gazu wynosi około 1 do 4 (2 litry benzyny na 8 litrów LPG).

Na europejskim rynku **OEM** znajduje się obecnie około 70 modeli z oryginalną instalacją LPG - najczęściej oferowanych przez Opla (9), Dacie (6), Fiata i Suzuki (5 sztuk). W Polsce klienci mogą wybierać spośród około 40 modeli. Na przykład w przypadku Corsy 1.4 90 KM instalacja LPG kosztuje dodatkowe 3 000 PLN, Astra IV Sedan 1,4 Turbo 140 HP LPG (+ 3 400 PLN) i Crossland X LPG (+ 5 000 PLN). Ponadto czasami producenci OEM proponują wersje autogazowe w tej samej cenie co wersje benzynowe (np. we Francji i Holandii), aby przyciągnąć klientów.

Najważniejsze **wady** instalacji LPG to:

- **Wyższe koszty konserwacji** - Temperatura panująca w komorze spalania podczas pracy na LPG jest wyższa niż w przypadku benzyny. Dlatego mechanicy zalecają częstszą wymianę świec, przewodów zapłonowych i zaworów. Wyższe temperatury spalania gazu mogą również powodować nieprawidłowe działanie tłoka. Kosztowne usterki dotyczą jednak zazwyczaj aut dla których nie zaleca się konwersji na LPG lub w przypadku nieprawidłowego montażu instalacji.
- **Wymiana / legalizacja butli** - Po 10 latach konieczny będzie zakup nowego zbiornika lub przedłużenie legalizacji - koszt około 300 - 800 PLN.
- **Wyższy koszt kontroli technicznej / ubezpieczenia** - dla samochodu z układem LPG/CNG kosztuje ona 162 PLN. Ubezpieczyciel może również zaproponować wyższą składkę niż w przypadku samochodu zasilanego benzyną.
- **Ograniczenia na parkingach podziemnych** - zabronione jest często wjeżdżanie do takich obiektów samochodami zasilanymi gazem ze względu na fakt, że w przypadku nieszczelności instalacji, propan-butan, jako gaz cięższy od powietrza, może osiadać na powierzchni parkingu, a tym samym stwarzać niebezpieczeństwo wybuchu.
- **Utrata wnętrza na koło zapasowe** - zwykle jest tam zainstalowany zbiornik gazu.

Do głównych **zalet** instalacji LPG należą:

- **Oszczędności** – mierzone tak zwanym okresem zwrotu lub wskaźnikiem pokonanej odległości potrzebnej do przekroczenia progu rentowności w stosunku do benzyny, pokazującej okres zwrotu kosztów poniesionych na instalację gazową.
- **Aspekty ekologiczne** - znacznie niższa emisja gazów cieplarnianych niż w przypadku pojazdów napędzanych benzyną lub olejem napędowym. Aspekty te są ważne zwłaszcza w świetle dyrektyw wydawanych przez Unię Europejską. Emisje NOx (tlenków azotu) - najważniejszego z regulowanych gazów pod względem jakości powietrza - są znacznie niższe niż dla benzyny, a zwłaszcza oleju napędowego. Rakotwórcze emisje cząstek stałych nie występują w przypadku autogazu, ale pozostają poważnym problemem dla pojazdów z silnikiem wysokoprężnym. Spalanie LPG nie emituje cząstek PM10 i PM2.5, dlatego Grupa Doradcza ds. Klimatu ONZ (IPCC) klasyfikuje LPG jako gaz nie będący gazem cieplarnianym. Ponadto LPG pochodzący z zakładów przetwarzania gazu ziemnego emituje około 10% mniej CO2 niż rafinerie ropy naftowej.
- **Brak znaczącej utraty mocy** - w przeciwieństwie do powszechnej opinii, spadek mocy wynosi tylko około 4 procent, czego przeciętny kierowca nie odczuwa podczas jazdy.
- **Większy zakres odległości** - Gdy kończy się jeden rodzaj paliwa, istnieje możliwość przełączenia na drugi.

Podstawową korzyścią ekonomiczną dla użytkowników LPG jest oszczędność na różnicy między gazem, a benzyną/olejem napędowym. Koszt LPG dostarczanego do stacji paliw jest zwykle niższy niż koszt benzyny lub oleju napędowego, co implikuje różnice w cenach na rynkach międzynarodowych.

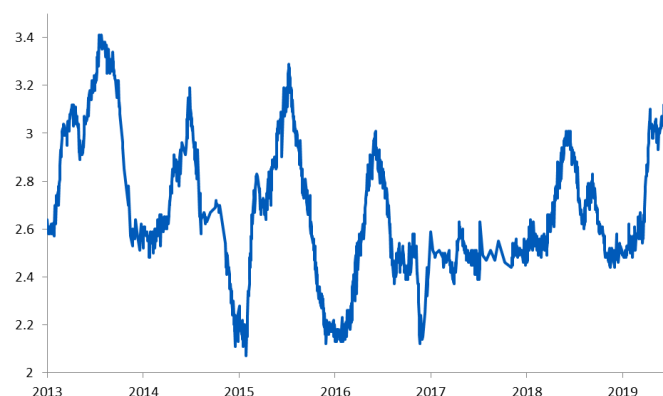
Czynnikami wspierającym wyniki firmy są wobec tego wysokie **cenę ropy naftowej**, a zatem drogie paliwa konwencjonalne, co sprzyja konwersji samochodów na LPG. W naszej opinii przedstawiony poniżej korzystny spread pozostanie utrzymany w dłuższym terminie, biorąc pod uwagę m.in. relatywnie większe globalne rezerwy gazu ziemnego niż ropy naftowej.

W Polsce wynosi on w dłuższym terminie około 2,0. W ciągu ostatnich kilku lat różnica między PB95, a LPG różnica nigdy nie spadła poniżej tego poziomu, osiągając minimalnie 2,07 w styczniu 2015 roku i maksimum na poziomie 3,41 w lipcu 2013 roku. Wymienione skrajności odzwierciedlają sezonowość kształtowania się spreadu. Roczny szczyt jest zwykle osiągany w czerwcu z powodu „wakacyjnego” wzrostu cen benzyny. Spadek często obserwowany jest pod koniec roku ze względu na wzrost ceny LPG wykorzystywanego do celów grzewczych. Obecnie spready ponownie są wspierające, co więcej bardziej niż w 2018 roku, kiedy AC pobiła z nawiązką swoje cele z programu motywacyjnego.

Wykres 6: Cena LPG/PB95/PB98/diesla (PLN/l)



Wykres 7: Spread LPG-benzyna w Polsce (PLN/l)



Źródło: WLPGA, Liquid Gas Europe 2018, IEA, MC Tychy, IPOPEMA Research

Wśród ważnych czynników, które miały wpływ na ceny LPG w przeszłości są regulacje rządowe. Nowe regulacje wspierające rynek autogazu zostały wprowadzone 1 stycznia 2019 roku - dodatkowa opłata w wysokości 0,08 PLN/litr paliwa, z której wpływy zasilają Fundusz Transportu Niskoemisyjnego. Ponadto od 1 stycznia 2020 roku Międzynarodowa Organizacja Morska (IMO) będzie egzekwować nowe normy emisji mające na celu ograniczenie zanieczyszczeń emitowanych przez statki - rewolucja żegluga może wywołać zauważalny wzrost popytu na olej napędowy w nadchodzących miesiącach, a tym samym wzrost jego cen i korzystne dla AC zwiększenie spreadu między olejem napędowym, a LPG.

Nie widzimy istotnych powodów utraty stabilności omawianego spreadu w kontekście wzrastającej roli aspektów ekologicznych oraz:

- **Podaż LPG przewyższy popyt w nadchodzących latach** - najnowszy raport IEA World Energy Outlook przewiduje, że podaż LPG wzrośnie o około 20% między 2016, a 2040 rokiem.
- **Ewentualne przekierowanie LPG do innych zastosowań końcowych** - łatwość zastąpienia LPG w podstawowych zastosowaniach petrochemicznych przez inne surowce, takie jak etan i destylat, co w przypadku dalszego przejścia na transport alternatywny doprowadzi do większej dostępności produktu.
- **Elastyczność nowoczesnych procesów rafinacji** – daje potencjał do zwiększenia podaży w przyszłości.

W naszych analizach kosztów oddzielnie uwzględniamy sekwencyjne systemy wtrysku bezpośredniego i pośredniego. Bierzymy pod uwagę trzy scenariusze: podstawowy, pozytywny i negatywny. Jako stałą dla wszystkich trzech scenariuszy, w przypadku systemów bezpośredniego wtrysku, zakładamy:

- **Zużycie benzyny na 100 km (dotrysk benzyny)** – Zależne od rodzaju samochodu, typu i marki instalacji gazowej. Konserwatywnie zakładamy dodatkowe zużycie 1 litra benzyny na 100km.
- **Dodatkowe koszty przeglądów technicznych** - Przegląd samochodu z instalacją gazową jest droższy o 63 PLN.
- **Koszt serwisowe + ewentualne dodatkowe naprawy** - W naszych obliczeniach uwzględniamy typowy koszt usługi w wysokości 100 PLN na każde 10 000 km oraz dodatkowy koszt potencjalnej wymiany części, tj. 50 PLN za wymianę filtra fazy lotnej i filtra gazu co 10 000 km / 30 000 km i odpowiednio 250 PLN na inne naprawy co 50 000 km.

Zmiennymi w naszych kalkulacjach są:

- **Cena PB95** - w scenariuszu negatywnym/ podstawowym/ pozytywnym zakładamy cenę odpowiednio 5,70 PLN/5,20/4,90 PLN dla PB95.
- **Cena LPG** - W scenariuszu negatywnym/podstawowym/ pozytywnym zakładamy cenę odpowiednio 3,60 PLN/2,50/1,50 za litr, co odpowiada założeniu minimalnego spreadu PB95 vs LPG w ciągu ostatnich pięciu lat / średniego spreadu za ostatnie pięć lat / maksymalnego spreadu za ostatnie 5 lat.
- **Zużycie benzyny** - W scenariuszu negatywnym/podstawowym/pozytywnym zakładamy zużycie benzyny na poziomie odpowiednio 6/10/15 litrów na 100 km.
- **Różnica między zużyciem benzyny i LPG** - Konserwatywnie zakładamy większe zużycie LPG niż benzyny dla scenariusza negatywnego, 20% dla scenariusza podstawowego i 15% dla scenariusza pozytywnego, podczas gdy zazwyczaj zakres wynosi od 15-20%.
- **Roczny przebieg** - w scenariuszu negatywnym / podstawowym / pozytywnym przebieg wynosi 5000 km/20 000 km/50 000 km. Nasze założenia oparte są na ankiecie Instytutu Badań Rynku i Społeczności. Według badania 23% Polaków osiągnęło średni roczny przebieg poniżej 5000 km, a dla 18% respondentów średni przebieg wyniósł 5 000-10 000 km. Najbardziej popularny zasięg to 10 000–20 000 km, dla 30% Polaków. Aż 11% respondentów osiąga przebieg ponad 50 000 km rocznie.

- **Koszt instalacji LPG wraz z montażem** – Cenę średniej jakości instalacji szacujemy na 4500 PLN w podstawowym scenariuszu. Dla pozytywnego scenariusza przyjmujemy cenę 3500 PLN i 6000 PLN dla scenariusza negatywnego (co w rzeczywistości oznacza rządsze naprawy ze względu na wyższą jakość instalacji).
- **Planowany czas pracy samochodu po konwersji** – Im dłuższy, tym konwersja jest bardziej opłacalna dla kierowcy. W scenariuszu pozytywnym zakładamy 10 lat eksploatacji samochodu po konwersji, 6 lat w scenariuszu podstawowym i 3 lata w scenariuszu negatywnym.

W efekcie w scenariuszu podstawowym osiągamy roczne oszczędności w wysokości 2 150 PLN, co gwarantuje okres zwrotu znacznie krótszy niż 2 lata - średni czas oczekiwania przez kierowców świadczący o opłacalności konwersji. Zgodnie z naszymi założeniami łączne poniesione koszty dodatkowe wyniosą 5 730 PLN, ale różnica między kosztami PB95, a LPG w okresie 6 lat wyniesie 22 889 PLN. Zysk kierowcy w przypadku konwersji wyniesie 12 659 zł.

Tabela 4: Oszczędności na instalacji LPG dla silników z bezpośrednim wtryskiem paliwa

	PB95 (PLN)	LPG (PLN)	Spalanie benzyny na 100km (l)	Roczny przebieg (km)	Koszt instalacji (PLN)	% zużycia LPG w stosunku do benzyny	Czas używania auta po konwersji	Okres zwrotu (miesiące)	Roczna oszczędność (PLN)	Miesięczne oszczędności (PLN)	Oszczędności jako % poniesionych kosztów	Koszt LPG + benzyna na 100km (PLN)
Scenariusz negatywny	5.70	3.60	6	5,000	6,000	25%	3 years	218	-2,070	-175	-	28.0
Scenariusz bazowy	5.20	2.50	10	20,000	4,500	20%	6 years	14	2,110	176	20%	33.3
Scenariusz pozytywny	4.90	1.50	15	50,000	3,500	15%	10 years	2	18,000	1,500	48%	33.0

Źródło: IPOPEMA Research, Landi Renzo

Zastosowaliśmy analogiczne dane do obliczenia oszczędności kosztów w przypadku systemów z wtryskiem pośrednim. Kluczowymi różnicami, która powodują, że starszy typ instalacji LPG jest nieco bardziej opłacalny, są:

- **Koszt instalacji LPG wraz z montażem** - Średnią jakość instalacji szacujemy średnio na 3 500 PLN. Dla pozytywnego scenariusza przyjmujemy cenę 2 500 PLN i 5 000 PLN dla scenariusza negatywnego.
- **Koszt podróży 100 km napędzany LPG** - różnica wynika z większej ilości benzyny używanej do uruchomienia samochodu. W podstawowym scenariuszu dla instalacji LPG z wtryskiem bezpośrednim koszt LPG + wtrysk wtórny benzyny na 100 km (PLN) wynosi 30 PLN. W przypadku instalacji LPG z wtryskiem pośrednim koszt jest o około 10% wyższy i wynosi 33,3 PLN.

W podstawowym scenariuszu roczne oszczędności wynoszą 2 950 PLN, co oznacza bardzo atrakcyjny dla kierowców okres zwrotu wynoszący 9 miesięcy. Zgodnie z naszymi założeniami łączne koszty dodatkowe wyniosą 5.730 PLN, ale różnica między kosztami PB95, a LPG w okresie 6 lat wyniesie 26 928 PLN. Zysk kierowców w przypadku konwersji wyniesie 17 698 PLN.

Tabela 5: Oszczędności na instalacji LPG dla silników z pośrednim wtryskiem paliwa

	PB95 (PLN)	LPG (PLN)	Spalanie benzyny na 100km (l)	Roczny przebieg (km)	Koszt instalacji (PLN)	% zużycia LPG w stosunku do benzyny	Czas używania auta po konwersji	Okres zwrotu (miesiące)	Roczna oszczędność (PLN)	Miesięczne oszczędności (PLN)	Oszczędności jako % poniesionych kosztów	Koszt LPG + benzyna na 100km (PLN)
Scenariusz negatywny	5.70	3.60	6	5,000	5,000	25%	3 years	154	-1,700	-140	-	27.0
Scenariusz bazowy	5.20	2.50	10	20,000	3,500	20%	6 years	9	2,950	245	28%	33.3
Scenariusz pozytywny	4.9	1.5	15	50000	2500	15%	10 years	1	21,300	1800	59	25.9

Źródło: IPOPEMA Research, Landi Renzo

Naszym zdaniem nie ma istotnych powodów do znacznego spadku rentowności konwersji LPG. Utrzymanie bieżących parametrów środowiska makro przedstawionych w scenariuszu podstawowym sprawia, że konwersja LPG jest bardzo opłacalna (krótszy niż 2 lata okresu zwrotu), zarówno w przypadku systemów wtrysku bezpośredniego, jak i pośredniego. Nawet jeśli spread LPG/benzyna zawęziłby się do 2,3 (blisko historycznego minimum osiągniętego w znacznie innym środowisku makro), konwersja spełnia warunki rentowności w podstawowym scenariuszu zarówno dla systemów wtrysku bezpośredniego, jak i pośredniego.

Tabela 6: Wrażliwość okresu zwrotu dla systemów bezpośredniego/pośredniego wtrysku w podstawowych scenariuszach (miesiące) na spread LPG/benzyna (PLN)

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

Źródło: IPOPEMA Research, Landi Renzo

Okres zwrotu jest w podobnym stopniu wrażliwy na zakładany dystans roczny. W przypadku systemów z bezpośrednim wtryskiem roczna odległość dla naszych założeń rentowności jest wyższa i wynosi około 12 000 km. W przypadku systemów wtrysku pośredniego odległość progowa wynosi mniej niż 9 000 km. Zgodnie z WLPGA, w Polsce próg rentowności wynosi 18 000 km - około rok jazdy w przypadku konwersji i 22 000 km dla samochodu fabrycznego.

Tabela 7: Wrażliwość okresu zwrotu dla systemów bezpośredniego/pośredniego wtrysku w podstawowych scenariuszach (miesiące) na roczny przebieg (km)

	30000	25000	20000	15000	10000
Systemy wtrysku bezpośredniego	10	12	14	19	26
Systemy wtrysku pośredniego	6	8	9	13	19

Źródło: IPOPEMA Research, Landi Renzo

Instalacje CNG

Głównym składnikiem sprężonego gazu ziemnego (CNG) stanowiącego ponad 90% jest bardziej przyjazny dla środowiska metan. Spalanie CNG powoduje zmniejszenie emisji CO₂ o 25%, węglowodorów o prawie 90%, a tlenków azotu o 50% w stosunku do LPG. Dlatego CNG staje się coraz bardziej popularne na całym świecie, zwłaszcza w dużych miastach i pojazdach użytkowych. Na przykład w niektórych krajach tylko pojazdy z instalacją CNG uprawniają ich właścicieli do korzystania z określonych przywilejów (np. wjazd do centrów miast). Główną wadą wykorzystania CNG jako paliwa jest fakt, że zajmuje dużo miejsca w samochodzie, pomimo ograniczonego zasięgu (pozostaje w **stanie gazowym**).

Dla uproszczenia możemy założyć, że dla typowego samochodu kompaktowego koszt paliwa jest 2-2,5 razy niższy niż w przypadku używania LPG. Potrzebne jest jednak zainwestowanie we własny kompresor - co najmniej 10 000 PLN lub znalezienie stacji CNG, co obecnie w Polsce jest zadaniem wymagającym. Dodatkowo poniesiemy koszty energii elektrycznej - mała sprężarka do użytku domowego musi pracować przez około 8-10 godzin, aby zatankować samochód. Co 10 000 godzin sprężarka wymaga przeglądu, a koszt nie jest tak niski, jak w przypadku instalacji LPG ze względu na niską popularność samych systemów. Tym samym średni okres zwrotu

kosztów instalacji CNG jest średnio około 3 razy dłuższy niż w przypadku analogicznych parametrów dla instalacji LPG.

Inne kluczowe różnice dotyczące konkurencyjności CNG w stosunku do autogazu przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 8: Konkurencyjność CNG względem autogazu

	CNG	Autogaz
Cena paliwa dla użytkownika końcowego	Kierowany kosztem hurtowym dostarczanego gazu ziemnego do głównych ośrodków popytu	Kierowany międzynarodową ceną LPG (która wynika z cen ropy)
Koszt infrastruktury do tankowania	Ze względu na większą kompresję, koszty infrastruktury do tankowania są zazwyczaj wyższe niż 10 000 USD	Podobnie jak w przypadku benzyny
Koszt konwersji pojazdu	Znacznie wyższy, częściowo dlatego, że potrzebny jest większy zbiornik	Waha się od 300 do kilku tysięcy USD w zależności od rodzaju samochodu, rodzaju konwersji i warunków na lokalnym rynku
Łatwość tankowania	Trwa dłużej, paliwo nie zawsze jest dostępne w e wszystkich obszarach, ponieważ musi być podłączone do rurociągu	Szybkie i szeroko dostępne

Źródło: IPOPEMA Research, *Autogas incentive policies report 2018 WLPGA*

Według naszych szacunków przychody z instalacji CNG stanowią kilka % przychodów AC w segmencie autogazu. Dalszy rozwój tego segmentu upatrujemy wyłącznie w rozwoju pojazdów użytkowych. **Rynek rosyjski** wydaje się być najbardziej perspektywiczny ze względu na znaczne złoża gazu, zamiary Gazpromu dotyczące obniżenia cen na LNG. Dwucyfrowego wzrostu rynku, mając na uwadze potencjał znacznej podaży, należy się spodziewać także w innych krajach **byłego Związku Radzieckiego**. W **Indiach** zużycie autogazu jest niewielkie, stanowi 0,5% całkowitej sprzedaży paliw. Jednak zużycie CNG, które jest mocno promowane w większych miastach, wynosi około 4% i oczekuje się, że będzie stopniowo wzrastać w przyszłości np. poprzez przymusowe zasilanie rikszy CNG ze względów **ekologicznych**. W Europie coraz więcej krajów wprowadza zachęty wspierające wykorzystanie CNG, szczególnie w celach komercyjnych. W **Czechach** dostępne są zachęty na zakup autobusów publicznych, pojazdów komunalnych i samochodów osobowych dla flot rządowych działających na CNG. We **Francji** toczy się debata na temat całkowitego zwolnienia z początkowego podatku rejestracyjnego za wykorzystanie CNG w pojazdach. W **Portugalii** rząd wprowadził przepisy ułatwiające stosowanie prawa przyjętego w 2013 roku, zezwalające pojazdom CNG na korzystanie z podziemnych parkingów. Zmiany te dają pole do dalszego rozwoju w tym segmencie.

Spółki porównawcze

Landi Renzo SpA jest światowym liderem z udziałem w rynku międzynarodowym, który przekracza 30% w sektorze części samochodowych i alternatywnych systemów zasilania dla systemów LPG i CNG. Firma ma strukturę przychodów podobną do AC, oferując pełne systemy LPG (pod marką Landi Renzo), komponenty i systemy do urządzeń do konwersji CNG i LPG (pod markami Lovato, Landi Renzo, EmmeGas i AEB Alternative Fuel Electronics), odpowiadające za 80% sprzedaży.

We wrześniu 2017 r. Landi Renzo opublikowało strategię na lata 2018–2022. Firma wierzy we wzrost znormalizowanej marży EBITDA z poziomu 14% do 19% w okresie strategii, wynikający przede wszystkim z osiągnięcia pozycji lidera w segmencie M&HD i off-road. Dotychczasowa znormalizowana marża EBITDA wyniosła odpowiednio 2,6%, 6,4% i 13,4% w latach 2016/2017/2018. **CAGR** sektora motoryzacyjnego spółka szacuje na **6%** dzięki ekspansji w wyżej wymienionych segmentach. Spółka wypłacała dywidendy tylko w latach 2008-2011. Wśród innych spółek z grupy porównawczej znajdują się: Sogefi, Altra Industrial Motion Corp, Aisan Industry, - producenci części samochodowych i pomp, systemów wtrysku paliwa samochodowego.

Dywidendy i program motywacyjny

Jedną z głównych zalet AC jest fakt, że nieprzerwanie od 2012 r. spółka regularnie wypłaca akcjonariuszom dywidendę z minimalnym wskaźnikiem DPR 80%. Rekordową dywidendę wypłacono w 2016 roku, kiedy NWZ podjęło uchwałę o przeznaczeniu zysków z lat ubiegłych na wypłatę dodatkowej dywidendy w wysokości 2,50 zł, czyli łącznie 5,00 DPS (173% DPR). Z kolei w roku 2019, Rada Nadzorcza spółki zmieniła wcześniejszą rekomendację dotyczącą podziału zysku z 3,00 PLN na akcję do 3,94 PLN na akcję (100% DPR).

Zakładamy, że spółka utrzyma swój charakter dywidendowy i zakładamy dość konserwatywnej długoterminowej polityki 80% DPR, co przekłada się na **2,9 PLN DPS w 2020E (6,1% DY) i 3,4 DPS (7,2% DY) w 2021E**.

Obecny program jest powiązany z wynikami finansowymi za 2018 i 2019 i zostanie wdrożony do końca 2021 r. Osoby uprawnione będą miały prawo subskrybować, z wyłączeniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, 196 000 akcji zwykłych na okaziciela (warunkowe podwyższenie kapitału na podstawie warrantów) za 11,0 PLN. Cena zostanie zapłacona przez posiadaczy warrantów w terminach wskazanych przez Radę Nadzorczą w latach 2020 i 2021. Posiadacze będą zobowiązani do posiadania akcji przez 2 lata lub uzyskania zgody Rady Nadzorczej na sprzedaż pod potencjalną karą w wysokości 300% ceny emisyjnej akcji.

Warte podkreślenia jest, że AC pokonał już swoje cele wyznaczone w programie motywacyjnym dla 2018 roku, a nawet przekroczył docelową EBITDA zarówno dla roku 2018, jak i 2019. Tak dobre wyniki osiągnięto w obliczu stosunkowo niesprzyjających cen ropy naftowej i znacznego wzrostu kosztów wynagrodzeń.

Zakładamy jednak, że ze względu na kłopotliwy eksport do Rosji w 2Q19 i 3Q19 spółka jedynie zbliży się do tegorocznego celu i osiągnie 55,5 mln PLN EBITDA. Kolejne cele w programie zostaną ustalone w 2020 roku.

Wykres 8: DPS i DY w latach 2014-2020E (PLN/%)

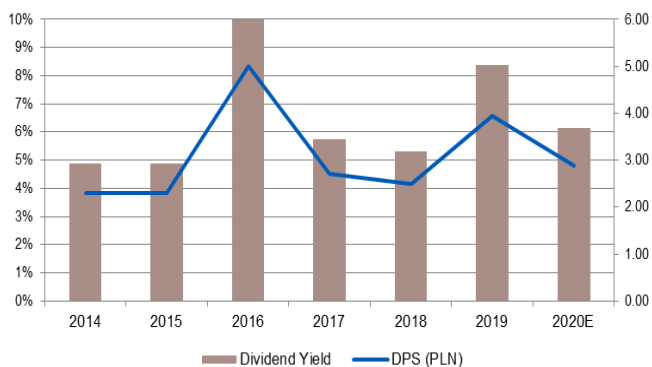


Tabela 9: Program motywacyjny AC

Rok	Cel z programu motywacyjnego	EBITDA	Różnica %
2014	43.2	36.9	-15%
2015	51.8	41.7	-20%
2016	43.0	44.5	4%
2017	46.0	47.3	3%
2018	50.6	58.9	16%
2019E	55.6	55.5	0%

Źródło: AC, IPOPEMA Research

EBITDA i CAPEX

Większość zmian w EBITDA AC wynika ze zmian popytu na systemy LPG w poszczególnych krajach, stabilności spreadu LPG/benzyna i dalszego rozwoju Ramedera w segmencie zestawów do haków holowniczych, podczas gdy koszty kształtują się zależnie od cen surowców (60%), wynagrodzeń (20%) i energii.

Spodziewamy się, że **EBITDA** spółki spadnie o 6% r/r do 55 mln PLN w 2019 roku, następnie wzrośnie o 13% r/r do 61 mln PLN w 2020 roku. Tegoroczny wynik będzie obciążony kłopotliwymi regulacjami w Rosji, co naszym zdaniem obniży EBITDA z tego kraju o ok. 30% r/r, mniejszą liczbę zamówień od Ramedera spowodowaną chwilowym zatrzymaniem ekspansji zagranicznej i spowolnieniem w branży motoryzacyjnej, a także spodziewanym dalszym wzrostem wynagrodzeń, kosztów energii i surowców. Dodatkowo oczekujemy wzrostu tegorocznej amortyzacji do poziomu 11 mln PLN o 1,5 mln.

Z kolei od 2020 roku po wprowadzeniu nowych mocy i zakończeniu procesów automatyzacji oczekujemy stabilizacji kosztów w połączeniu ze zwiększoną liczbą zamówień z Afryki, krajów bałkańskich, Hiszpanii i Meksyku, powrotu do ścieżki wzrostu Ramedera w obliczu dalszej ekspansji zagranicznej oraz lepszych wyników w segmencie innych produktów (m.in. projekt BMS), a także w systemach konwersji CNG. Wzrost oczekujemy przede wszystkim na rynkach, na których AC czuje się konkurencyjne wobec włoskich producentów, widząc przewagę zarówno po stronie kosztów zakupu surowców, jak i jakości oferowanych produktów.

Od 2021 roku oczekujemy stabilnego wzrostu przychodów w oparciu o rozsądną politykę handlową i zwiększony eksport do obecnych klientów w Rosji, Korei Południowej (OEM), krajach bałkańskich i Afryce, a także na nowych rynkach, kontynuacji współpracy z Ramederem i wprowadzenie nowych produktów dla pojazdów elektrycznych w połączeniu z kontrolą wynagrodzeń i kosztów surowców oraz w korzystanie z możliwości przenoszenia ich na klientów.

Pod kątem kształtowania się cyklu konwersji gotówki, spodziewamy się wzrostu należności z powodu wejścia na bardziej ryzykowne rynki (np. Afryka) oraz nieco wyższego poziomu zapasów w celu potencjalnej sprzedaży na nowych rynkach i wydłużonych terminów dostaw w segmencie komponentów elektronicznych.

Po wprowadzeniu nowych mocy oczekujemy wzrostu udziału części mechanicznych (o marżach często poniżej 10%). Będzie on skutkował spadkiem marży operacyjnej, ponieważ marże na jednostkach elektrycznych są znacznie wyższe niż na mechanice. Dlatego też zakładamy spadek **marży EBIT** z obecnego poziomu 21% do 18% w 2019 roku i do ok. 19% w dłuższym okresie.

Do końca roku AC zakończy **dwuletni program CAPEX**, który obejmuje rozbudowę zakładu produkcyjnego, budynku magazynowo-administracyjnego, a także zakup nowego sprzętu i automatyzację procesu produkcyjnego. Szacowane przez spółkę wydatki w 2018 roku miały wynieść 32 mln PLN, lecz ostatecznie nie przewyższyły nawet 24 mln PLN. W tym roku założenie wynosiło około 22 mln PLN i uważamy, że CAPEX spółki będzie zbliżony do tego poziomu (23 mln PLN). Zakładamy również, że AC skorzystała z dotacji unijnych i rządowych oraz dotacji w wysokości ok. 5 mln w okresie dwóch lat. Od 2020 roku zakładamy, że CAPEX będzie nieco wyższy niż poziom amortyzacji wynoszący około 13 mln PLN w związku z systematycznym rozwojem oferty produktowej.

Zakładamy, że spółka utrzyma atrakcyjny wskaźnik DN/EBITDA w okresie prognozy, osiągający maksymalny poziom 0,5x w 2019 roku i stopniowo obniżający się do poziomu pozycji gotówkowej netto w 2023 roku. Spółka nie korzysta z finansowania długoterminowego, a dzięki dobrej zdolności kredytowej koszty obsługi bieżącego zadłużenia są niskie (zakładamy marżę poniżej 100 pb).

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.

Zgodnie z naszymi prognozami, AC będzie w stanie w najbliższych latach wypłacać dywidendę ze stopą dywidendy na poziomie ok. 7%. Dlatego też stosujemy wagę 50% do metody wyceny DDM. Ponadto prezentujemy wycenę spółki w odniesieniu do międzynarodowych spółek porównawczych, lecz nie uwzględniamy jej w naszej wycenie.

Na podstawie naszych prognoz uzyskujemy wartość godziwą wynoszącą 53,0 PLN na akcję, która jest powyżej aktualnej ceny rynkowej i implikuje zalecenie KUPUJ.

Tabela 10: Podsumowanie wyceny

AC, podsumowanie wyceny	
I Metoda: DCF	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	52.0
Waga	50%
II Metoda: DDM	
Wartość godziwa (PLN na akcję)	54.1
Waga	50%
Wartość godziwa (PLN na akcję)	53.0

Źródło: AC, IPOPEMA Research

Model DCF

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału zostały ustalone przy użyciu stopy wolnej od ryzyka i dodaniu premii za ryzyko w wysokości 5,0% w każdym roku prognozy. Jednocześnie konsekwentnie zakładamy nielewarowaną betę równą 1, stosujemy stawkę podatkową w wysokości 20% w oparciu o płatności podatkowe z ostatnich lat. Zakładamy płaskie kursy walut w naszym modelu - USD/PLN na poziomie 3,80 i EUR/PLN na poziomie 4,30.

Tabela 11: AC wycena DCF 2019E-2024E

DCF (PLN m)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal
Stopa wzrostu przychodów	2.6%	12.4%	1.7%	1.5%	1.6%	1.5%	1.0%
Przychody	244	274	279	283	287	291	296
Marża brutto	36%	35%	35%	36%	36%	36%	
Koszty sprzedaży, ogólne i administracyjne	42	43	45	47	50	52	
EBIT	45	52	53	53	54	54	50
Marża EBIT	18%	19%	19%	19%	19%	19%	17%
Efektyn na stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPAT	36	42	42	43	43	43	40
+ Amortyzacja	11	11	11	12	13	14	13
EBITDA	56	63	64	65	67	67	63
- CAPEX	-23	-13	-13	-13	-13	-13	-13
- Zmiany w kapitale obrotowym	-11	-2	-1	-1	-1	-1	-1
FCF	12	37	39	41	42	43	39
Wartość rezydualna							576
WACC	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
Wartość bieżąca FCF	12	34	33	31	30	28	384
NPV FCF	168						
+ Wartość bieżąca w wartości rezydualnej	384						
Majątek operacyjny firmy =	553						
+ Środki pieniężne	5						
Wartość spółki =	557						
- Dług =	-4						
- Wyplacona dywidenda =	-39						
Wartość kapitału własnego =	514						
Liczba akcji (m)	10						
Wartość godziwa na akcję (PLN)	52.0						

Kluczowe założenia

CAGR przychodów 2019E-2024E	3.6%
Średnia marża EBIT w latach 2019E-2024E	18.8%
Premia za ryzyko rynkowe	5.0%
Beta	1.00
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	1.0%
Średni WACC w latach 2019E-2024E	7.9%

Źródło: IPOPEMA Research

Zmiany WACC lub stopy wzrostu rezydualnego +/- 0.5pp, zmieniają wycenę spółki w metodzie DCF o ok. +/- 4% w obu przypadkach.

Tabela 12: Wrażliwość wyceny DCF na zmiany WACC i stopy wzrostu rezydualnego

		WACC w okresie rezydualnym						
		9.3%	8.8%	8.3%	7.8%	7.3%	6.8%	6.3%
Rezydualna stopa zwrotu	0.5%	43.1	44.9	47.0	49.3	52.0	55.0	58.7
	1%	44.9	47.0	49.3	52.0	55.0	58.7	62.9
	1.5%	47.0	49.3	51.9	55.0	58.6	62.9	68.1

Źródło: IPOPEMA Research

Zmiana marży EBIT o +/- 1%, zmienia wycenę spółki w metodzie DCF o ok. +/- 3%.

Tabela 13: Wrażliwość wyceny DCF na zmiany marży EBIT i stopy wzrostu rezydualnego

		Marża EBIT w okresie rezydualnym						
		14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%
Rezydualna stopa zwrotu	0.5%	42.7	44.9	47.1	49.3	51.5	53.7	55.9
	1%	44.9	47.3	49.6	52.0	54.3	56.6	59.0
	1.5%	47.4	50.0	52.5	55.0	57.6	60.1	62.6

Źródło: IPOPEMA Research

Model DDM

Założeniem AC jest wypłacanie 80% zysku netto, a od 2012 roku wskaźnik DPR nie spadł poniżej tego poziomu. Zakładamy, że spółka utrzyma swój charakter dywidendowy, zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt, że nawet podczas trwającego dwa lata programu inwestycyjnego spółka wypłacała odpowiednio 80% i 100% swoich zysków.

Założenie to przekłada się na DPS w wysokości 2,9 PLN w 2020E i 3,4 PLN w 2020E. W dłuższej perspektywie szacujemy całkowity potencjał DPS w okresie rezydualnym na poziomie 4,2 PLN. W modelu DDM zastosowaliśmy założenia analogiczne do modelu DCF w odniesieniu do kosztu kapitału i nielewarowanej bety.

Tabela 14: Wycena DDM 2019E-2024E

AC: DDM	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Terminal
DPS (PLN)	2.9	3.4	3.5	3.5	3.5	4.2
Stopa w olna od ryzyka	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	
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	1.04	1.01	1.01	1.01	1.01	
Koszt kapitału własnego	8.0%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	
Stopa dyskontowa	0.90	0.83	0.77	0.72	0.67	
Zdyskontowany DPS (PLN)	2.6	2.8	2.7	2.5	2.3	
Suma zdyskontowanych DPS w okresie prognozy	12.9					
Wzrost rezydualny						1.0%
Rezydualny koszt kapitału własnego						7.9%
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (PLN)						41.1
Wartość godziwa (PLN ps)						54.1

Source: IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Do wyceny porównawczej wybraliśmy szeroką grupę globalnych producentów komponentów motoryzacyjnych, głównie mechanicznych.

Na podstawie naszych prognoz AC tradowane jest na lata 2019 i 2020 roku na wskaźniku EV/EBITDA odpowiednio 8,7x i 7,6x, co odpowiada 43% i 45% premii w stosunku do spółek porównywalnych. Premię tę postrzegamy jako uzasadnioną, biorąc pod uwagę zdolność firmy do długoterminowego płacenia dywidendy, która jest niemalże trzy razy wyższa niż średnia oferowana przez spółki porównywalne.

Tabela 15: Wycena porównawcza 2018E-2024E

Spółka	Ostatnia cena	Kapitalizacja akcja	P/E			EV/EBITDA			DY	ND/EBITDA	ZN CAGR	EBITDA CAGR	EBITDA marża
			EUR m	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E					
LANDI RENZO SPA	EUR 1.0	112	12.5	8.6	8.0	6.1	5.2	4.4	0.0%	1.8	24.7%	7.4%	14.0%
SOGEFI	EUR 1.2	142	11.3	7.7	5.9	2.6	2.4	2.2	1.7%	1.8	38.5%	5.9%	11.5%
AISAN INDUSTRY CO LTD	JPY 704.0	373	8.2	7.6	7.0	2.6	2.6	1.9	3.9%	0.4	8.7%	4.3%	9.6%
XIN POINT HOLDINGS LTD	HKD 1.5	173	3.2	2.8	2.6	na	na	na	9.3%	na	11.3%	12.1%	27.3%
PWR HOLDINGS LTD	AUD 4.2	258	29.9	25.1	20.5	19.6	16.2	13.0	2.4%	-0.4	20.6%	21.2%	33.4%
ALUMETAL	PLN 37.2	134	10.1	9.8	8.9	7.5	7.1	6.5	7.1%	1.5	6.2%	7.1%	5.9%
BORYSZEW	PLN 4.5	249	na	na	na	na	na	na	2.2%	2.7	5.0%	-1.5%	7.0%
Mediana			10.7	8.2	7.5	6.1	5.2	4.4	2.4%	1.6	11.3%	7.1%	11.5%
AC	46.6	107	12.9	11.0	10.8	8.7	7.6	7.3	6.2%	0.5	9.4%	7.5%	22.8%
premia/dyskonto do mediany spółek porów alnych			21%	35%	44%	43%	45%	64%					
Implikowana cena (PLN)			38.4	34.6	32.3	31.9	31.7	28.1					

Źródło: IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 16: Rachunek zysków i strat 2016-2024E

Rachunek zysków i strat (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	185	194	237	244	274	279	283	287	291
(%)		5%	22%	3%	12%	2%	2%	2%	1%
Koszty w ytworzenia sprzedanych produktów	119	125	149	157	178	180	182	184	186
Zysk brutto	66	70	88	87	95	98	101	103	106
Koszty sprzedaży i marketingu	17	19	23	25	25	27	28	29	31
Koszty administracyjne	13	13	16	17	18	19	19	20	21
Inne koszty/przychody operacyjne	2	2	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	37	39	50	45	52	53	53	54	54
zmiana r/r (%)		5%	26%	-10%	16%	2%	1%	1%	0%
EBITDA	45	47	59	56	63	64	65	67	67
zmiana r/r (%)		6%	24%	-6%	13%	2%	2%	2%	1%
Koszt/przychód finansowy	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Przychody przed opodatkowaniem	38	38	48	45	52	53	54	54	54
Podatek dochodowy	8	7	9	9	10	11	11	11	11
Zysk netto	30	31	39	36	42	43	43	43	43
EPS (PLN)	3.06	3.11	3.95	3.60	4.22	4.31	4.34	4.39	4.40
Wskaźniki rentowności	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża brutto	35.6%	35.9%	37.0%	35.5%	34.8%	35.3%	35.6%	36.0%	36.3%
Marża EBITDA	24.1%	24.3%	24.8%	22.8%	23.0%	23.1%	23.1%	23.2%	23.2%
Marża EBIT	20.2%	20.3%	20.9%	18.4%	19.0%	19.0%	18.9%	18.7%	18.5%
Marża netto	16.3%	15.8%	16.4%	14.6%	15.2%	15.3%	15.2%	15.1%	14.9%
ROE	33.6%	31.8%	34.9%	32.8%	34.3%	32.5%	30.7%	29.1%	27.6%

Źródło: AC, IPOPEMA Research

Tabela 17: Bilans 2016-2024E

Bilans (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Aktywa obrotowe	59	76	77	99	92	88	97	107	117
Zapasy	37	35	51	57	60	61	62	63	64
Należności	14	19	18	22	23	23	23	24	24
Środki pieniężne i ekwiwalenty	3	18	5	16	6	0	8	17	26
Inne aktywa obrotowe	5	4	3	4	3	3	3	3	3
Aktywa trwałe	72	74	90	100	102	104	105	105	105
Rzeczowe aktywa trwałe	63	65	80	90	93	95	97	97	97
Aktywa niematerialne	3	4	5	5	5	4	3	3	3
Inne aktywa trwałe	6	5	5	5	5	5	5	5	5
Aktywa	131	150	166	199	194	191	201	212	222
Kapitał własny	90	96	112	108	122	131	140	149	158
Zobowiązania długoterminowe	16	33	13	50	30	17	17	17	17
Inne zobowiązanie długoterminowe	16	33	13	50	30	17	17	17	17
Zobowiązania krótkoterminowe	21	14	27	27	27	28	29	30	31
Zobowiązanie z tytułu dostaw i usług	11	6	14	13	15	15	15	16	16
Kredyty i pożyczki krótkoterminowe	7	24	4	41	21	8	8	8	8
Inne zobowiązania krótkoterminowe	4	-17	8	-28	-9	4	5	6	7
Pasywa	131	150	166	199	194	191	201	212	222
Wartość księgową na akcję (PLN)	9	10	11	11	12	13	14	15	16
Dług netto	3	7	0	25	15	8	0	-9	-18
Dług netto / EBITDA	0.1x	0.1x	0.0x	0.5x	0.2x	0.1x	0.0x	-0.1x	-0.3x
Wskaźniki bilansowe	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Wskaźnik płynności bieżącej	2.8	5.4	2.8	3.7	3.4	3.1	3.3	3.5	3.8
Wskaźnik płynności szybkiej	1.1	3.0	1.0	1.6	1.2	1.0	1.2	1.5	1.7
Dług / aktywa	5%	16%	3%	21%	11%	4%	4%	4%	4%
Dług / kapitał własny	8%	25%	4%	38%	17%	6%	6%	6%	5%

Źródło: AC, IPOPEMA Research

Tabela 18: Rachunek przepływów pieniężnych 2016-2024E

Rachunek przepływów pieniężnych (PLN m)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Zysk netto	30	31	39	36	42	43	43	43	43
Amortyzacja	7	8	9	11	11	11	12	13	14
Inne (w tym zmiana KON)	0	-7	2	-8	-1	0	0	0	0
Przepływy z działalności operacyjnej	37	32	51	38	52	54	55	56	57
Wydatki inwestycyjne	-8	-10	-22	-23	-13	-13	-13	-13	-13
Inne	-3	1	0	1	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-11	-9	-22	-22	-13	-13	-13	-13	-13
Zmiana zadłużenia	7	17	-20	37	-20	-13	0	0	0
Dywidendy	-48	-26	-24	-39	-28	-33	-34	-34	-35
Inne	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-41	-9	-44	-2	-48	-46	-34	-34	-35
Stan środków na początek okresu	18	3	17	2	16	6	0	8	17
Zmiana środków pieniężnych	-15	14	-15	14	-10	-6	8	9	9
Stan środków na koniec okresu	3	17	2	16	6	0	8	17	26
DPS (PLN)	5.0	2.7	2.5	3.9	2.9	3.4	3.5	3.5	3.5

Źródło: AC, 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 podażowej 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/gpwpa. Prawa autorskie do dokumentu przysługują GPW. Z tytułu przygotowania dokumentu IPOPEMA Securities S.A. będzie otrzymywała od GPW wynagrodzenie, na warunkach określonych w umowie zawartej pomiędzy IPOPEMA Securities S.A. a GPW.

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

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, 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 rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

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

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

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

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
 Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
 LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
 NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
 Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez łączne przychody bankowe.
 ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.
 ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.
 EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.
 EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i amortyzacją.
 EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę występujących akcji).
 Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.
 Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w pewnym okresie czasu.
 CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.
 BVPS - wartość księgową na akcję, wartość księgową 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	między (włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	poniżej 0%

IPOPEMA Research (Apr 1 – Jun 30, 2019)		
	Number	%
Buy	6	40%
Hold	6	40%
Sell	3	20%
Total	15	100%

Historia ratingu – AC				
5.08.2019	Kupuj	PLN 53.00	PLN 46.60	Piotr Jusiński