

piątek, 22 marca 2019 | komentarz specjalny

AC – Eksport motorem wzrostów

Pozycjonowanie: równoważ | cena bieżąca: 48,50 PLN

ACG PW; ACGP.WA | Przemysł, Polska

Opracowanie: Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09

Wyraźne wzrosty sprzedaży eksportowej w 2018 roku (+34% r/r) przełożyły się na rekordowe wyniki finansowe, które okazały się być wyższe od naszych prognoz oraz od celów Zarządu zapisanych w programie motywacyjnym (50,6 mln PLN EBITDA w 2018 roku). Naszym zdaniem w 2019 roku spółka kontynuować będzie wzrost obrotów dzięki pozyskaniu nowych klientów eksportowych oraz prowadzonej rozbudowie zakładu w Białymstoku. Obecnie na lata 2019-20 AC na naszych prognozach notowane jest na zbliżonych wskaźnikach P/E i EV/EBITDA co spółki porównywalne. Spółkę wyróżnia wysoka stopa wypłacanej dywidendy (6,2% DYield'19; od IPO spółka wypłaciła w dywidendzie cenę emisyjną) oraz niskie zadłużenie (0,0x DN/EBITDA). Podnosimy nasze prognozy dla AC, ale w związku ze wzrostem kursu akcji (+17% od wydania pozytywnej rekomendacji w lis'18) obniżamy nasze pozycjonowanie do równoważ.

Wyniki 2018 napędzone eksportem...

W 2018 r. sprzedaż AC wzrosła r/r o 22% (237,4 mln PLN). Szacujemy, że krajowa sprzedaż segmentu autogazu wzrosła jedynie o 3,5%, podczas gdy sprzedaż zagraniczna o spektakularne 38,3% r/r: Europa (w tym Rosja) +40% do 75 mln PLN, Azja +20% do 42 mln PLN, pozostałe +57% do 14,5 mln PLN (gł. Meksyk, Brazylia). Dynamiczny wzrost sprzedaży zestawów do haków holowniczych (+34% r/r do 23,9 mln PLN) był z kolei efektem ekspansji zagranicznej Ramedera, jedynego odbiorcy produktów AC (niemiecka spółka pod koniec 2016 r. przejęła France Attelage, francuskiego lidera internetowej sprzedaży haków, co przełożyło się na wzrost zamówień w roku ubiegłym).

AC w 2018 r. osiągnęło 58,9 mln PLN (+24,4% r/r) wyniku EBITDA, co z nadwyżką pozwoliło zrealizować cel z programu motywacyjnego (EBITDA'18 na poziomie 50,6 mln PLN, a EBITDA'19 55,6 mln PLN). Przepływy operacyjne wyniosły

Skrócony rachunek zysków i strat AC na lata 2016-2021

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	184,9	194,4	237,4	266,8	297,2	327,3
EBITDA	44,5	47,3	58,9	66,3	72,9	78,6
marża	24,1%	24,3%	24,8%	24,9%	24,5%	24,0%
EBIT	37,4	39,4	49,6	55,8	62,2	67,6
Zysk netto	30,2	30,7	39,0	44,8	49,9	54,5
P/E	15,6	15,4	12,2	10,7	9,7	8,9
EV/EBITDA	10,6	10,1	8,1	7,3	6,7	6,2
P/BV	5,2	4,9	4,2	3,8	3,4	3,1
DPS (PLN)	5,00	2,70	2,50	3,00	3,50	4,00
DYield	10,3%	5,6%	5,2%	6,2%	7,2%	8,2%

Źródło: AC, prognozy Dom Maklerski mBanku

Wskaźniki wyceny porównawczej AC na lata 2018-2020

	P/E			EV/EBITDA			DYield		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Maksimum	6,1	6,5	6,3	2,3	2,5	2,3	0,0%	0,0%	0,0%
Minimum	25,6	15,8	12,8	17,8	8,8	8,3	13,8%	7,2%	7,1%
Mediana	10,5	10,4	9,2	6,8	7,5	6,5	2,3%	2,4%	2,7%
AC	12,2	10,7	9,7	8,1	7,3	6,7	5,2%	6,2%	7,2%
premia (dyskonto)	15%	3%	6%	19%	-2%	3%			

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Zmiana prognoz AC na lata 2019-20

Zmiana prognoz	2019P	2020P
Przychody	+10,4%	+17,4%
EBITDA	+9,8%	+15,6%
Zysk netto	+12,0%	+22,1%

Źródło: Dom Maklerski mBanku

50,7 mln PLN, spółka wypłaciła 24,5 mln PLN dywidendy (2,50 PLN DPS), a rok zakończyła z minimalnym poziomem gotówki netto (0,4 mln PLN).

... i podobnie będzie w latach kolejnych

W 2019 r. AC zakończy dwuletni program inwestycyjny (wydatki netto 20 mln PLN w 2018 r., 22 mln PLN w 2019 r.) i w efekcie zwiększy swoje moce produkcyjne o ok. 25%. Zakładamy, że przychody spółki w 2019 r. wzrosną do poziomu 266,8 mln PLN (+12,4% r/r), głównie dzięki dalszej ekspansji na rynkach zagranicznych m.in.: Chiny, Rosja, Ukraina, Meksyk, Brazylia, Irak, Indie, kraje bałkańskie oraz afrykańskie. W segmencie haków holowniczych zakładamy zwiększony wolumen zamówień ze strony Ramedera w związku z jego dalszą ekspansją – w grudniu 2018 niemiecki podmiot poinformował o zakupie czeskiego internetowego sprzedawcy haków ELSA GROUP s.r.o.

W naszych prognozach zakładamy nieznaczny spadek marży brutto na sprzedaży związany ze wzrostem sprzedaży zestawów z własną mechaniką (części mechaniczne posiadają zdecydowanie niższą rentowność niż elektroniczne), inflacją kosztów pracy oraz inflacją kosztów surowcowych.

Oczekujemy, że w 2019 r. spółka poprawi wynik EBITDA o 12,7% do poziomu 66,3 mln PLN, a zysk netto do 44,8 mln PLN. Zakładamy utrzymanie dywidendowego charakteru spółki i wskaźnik wypłaty na poziomie ok. 80% zysku netto, co przełoży się na dywidendę z zysków lat 2019-20 w wysokości 3,50-4,00 PLN (7,2-8,2% DYield).

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 22 marca 2019 o godzinie 08:27.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 22 marca 2019 o godzinie 08:27.

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

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2019-03-22	2018-11-30
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	48,50	41,50

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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