

Boom w branży

Kupuj podtrzymane, Cena docelowa: PLN16,5

Podtrzymujemy „Kupuj” dla Auto Partner (APR) i przed publikacją wyników za 2Q21P wyznaczamy dla niej nową 12-m cenę docelową 16,5 zł wobec poprzedniej na poziomie 13,3 zł. Patrząc na wzrost zysku na akcję (2019–22P CAGR: 18%) i jakość (ROCE: 34%), uważamy, że wycena APR jest wciąż atrakcyjna z P/E na 2021P na poziomie 10,1x. Lata 2020-21 są prawdziwym boomem w branży handlu częściami samochodowymi. Skumulowane zyski dla APR oraz Inter Cars (CAR) podwoją się do 667 mln zł. vs. 2019, zwroty na kapitale urosły do 28% (ROCE) vs. 17% oraz zadłużenie spadło do 0,4x z 2,0x (dług netto/EBITDA), bazując na naszych prognozach. Pozostaje pytanie jak długo to potrwa. Uważamy, że 2022P, powinien przynieść dalszą, ale niższą dynamikę poprawy wyników w APR. Uważamy, że to będzie bardziej problem wysokiej bazy aniżeli cykliczne spowolnienie. Oczekujemy, że APR poprawi sprzedaż o 16% r/r, skoryg. EBITDA o 12% y/y (marża w dół o 31bps r/r do 9,7%) i skoryg. zysk netto o 7% r/r (marża w dół o 10bps r/r do 6,7%) w 2022P. Nie wskazujemy top pick w branży, ponieważ uważamy, że zarówno APR i CAR (Kupuj, TP PLN495) są notowane z niskimi wskaźnikami 2021E/22E P/E 10,1x/8,9x i 10,5x/9,4x, odpowiednio porównując do historycznych średnich 12,2x (APR) and 15,0x (CAR).

Prognoza 2kw.21. Kwartał powinien być dobry dla APR; oczekujemy wzrostu sprzedaży i skoryg. zysku netto (o 2,5 mln zł. pomocy państwowej do kosztów pracy) o 47%/36% r/r. APR powinien dalej korzystać z utrzymującego się wzrostu rynku napraw samochodowych i korzystnych warunków rynkowych (wyższe średnie ceny sprzedaży oraz brak presji kosztowej). Pomimo że uważamy, że skoryg. marża netto nie osiągnie rekordowego poziomu z zeszłego roku (8,2%), wciąż pozostanie na wysokim poziomie 7,6% w 2kw.21P. Oczekujemy, że AP odnotuje sprzedaż na poziomie 583 mln zł (+47% r/r), skoryg. EBITDA w wysokości 63 mln zł (+27% r/r) i skoryg. zysk netto sięgający 44,0 mln zł (+36% r/r). Spodziewamy się, że marża brutto spadnie o 250 p.b. do 27,8% (162 mln zł, +35% r/r) z powodu wysokiej bazy z 2kw.20 (marża 30,3%, +577p.b. r/r). Oczekujemy pozytywnych efektów dźwigni operacyjnej (spadek kosztów operacyjnych/sprzedaż o 1,3 p.p. r/r do 17,6%) skorygowanych o 2,5 mln zł. dofinansowania do kosztów pracy. Zakładamy również, że wartość długu netto będzie na poziomie kilkunastu milionów. Oczekujemy, że tempo poprawy zysku netto powinno zwolnić do kilku procent r/r w 2H21P.

Zmiany w prognozie. Znacząco podnosimy prognozę zysku EBITDA oraz netto w 2021-23P z powodu wyższych niż oczekiwania marż. Prognoza sprzedaży urosła o 4%/3%/5% w 2021-23P, odpowiednio.

Głównym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz jest nagłe zatrzymanie wzrostu rynku części samochodowych oraz większa od oczekiwań presja na marże w 2022 roku.

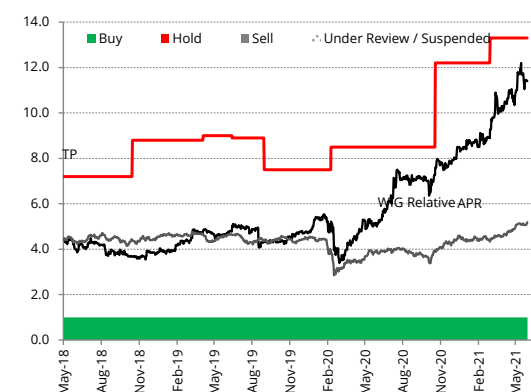
Wycena i czynniki ryzyka. Podnosimy cenę docelową do 16,5 zł z powodu wyższych prognoz finansowych. Cenę docelową ustalamy za pomocą DCF (17,9 zł; 50% waga) i wyceny porównawczej (15,1 zł; 50% waga). Ta zawiera (1) wycenę średniocykliczną 15,5 zł (opartą na 12,2x/9,5x docelowym P/E i EV/EBITDA oraz zysku netto/EBITDA w 2021/22P; zgodnie z 5Y średnimi wskaźnikami opartymi na hist. wynikach AP) i (2) wycenę opartą o spółki porównywalne (14,7 zł na bazie średniego 2021-23E P/E 11,8x).

Auto Partner: Prognozy finansowe*

PLNmnn	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	1 155	1 479	1 670	2 118	2 451	2 812
EBITDA	90	104	174	211	237	263
EBIT	81	84	150	197	210	234
Zysk netto	59	59	111	145	164	184
C/Z (x)	8,6	10,5	9,4	10,1	8,9	8,0
EV/EBITDA(x)	7,5	8,1	6,8	7,2	6,1	5,0
Stopa	0,0%	0,4%	0,0%	0,9%	1,3%	1,3%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, wskaźniki 2018-20 na podstawie średnich rocznych cen akcji

Rekomendacja	Kupuj
Cena (PLN, 28 czerwca 2021)	11,15
Cena docelowa (PLN, 12M)	16,5
Kapitalizacja (PLN mln)	1,465
Free float (%)	50,0
Liczba akcji (mln)	131



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

Główni akcjonariusze	% głosów
K. Gorecka	26,8%
A. Gorecki	22,9%
PZU OFE	8,9%
NN OFE	6,3%
Aegon OFE	6,3%

Źródło: GPW

Opis spółki

Auto Partner jest 3 największym dystrybutorem części samochodowych w Polsce.

Analitik

Tomasz Sokolowski, Analityk Akcji

+48 22 586 82 36 tomasz.sokolowski@santander.pl

Zmiany prognoz

Fig. 1. Auto Partner: podsumowanie prognozy

	2021P			2022P			2023P		
	nowa	Poprz.	zmiana	nowa	Poprz.	zmiana	nowa	Poprz.	zmiana
Sprzedaż	2,118	2,040	4%	2,451	2,385	3%	2,812	2,670	5%
EBITDA	211	187	13%	237	200	18%	263	214	23%
EBIT	197	163	21%	210	174	21%	234	185	26%
Zysk netto	145	125	16%	164	135	22%	184	146	26%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Główne założenia

Fig. 2. Auto Partner: Główne założenia

PLNm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	425	519	705	915	1,155	1,479	1,670	2,118	2,451	2,812
zmiana	20%	22%	36%	30%	26%	28%	13%	27%	16%	15%
Polska	347	423	549	663	770	910	963	1,165	1,299	1,434
zmiana	24%	22%	30%	21%	16%	18%	6%	21%	12%	10%
Export	78	96	157	252	385	569	707	953	1,152	1,378
zmiana	4%	23%	63%	61%	53%	48%	24%	35%	21%	20%
logistyka (tys. m ²)	47	51	67	80	83	97	101	109	118	119
zmiana	16%	9%	31%	19%	4%	18%	3%	8%	8%	1%
sprzedaż/śred. m ² (kPLN)	9,8	10,7	12,0	12,5	14,3	16,4	16,9	20,2	21,6	23,8
chng.	0%	9%	13%	4%	14%	15%	3%	20%	7%	10%
Zysk brutto	112	130	181	242	307	387	477	582	661	756
marża	26,3%	25,1%	25,7%	26,4%	26,6%	26,2%	28,5%	27,5%	27,0%	26,9%
Koszty sprzedaży	53	65	86	113	133	173	185	221	255	313
jako % sprzedaży	12,4%	12,6%	12,2%	12,4%	11,5%	11,7%	11,1%	10,4%	10,4%	11,1%
Logistyka	20	26	35	51	73	101	110	132	158	165
jako % sprzedaży	4,7%	5,1%	5,0%	5,6%	6,3%	6,9%	6,6%	6,2%	6,5%	5,9%
Koszty zarządu	8	6	10	14	18	25	29	31	38	44
jako % sprzedaży	2,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,5%	1,5%	1,6%
Koszty operacyjne	85	103	136	185	224	299	325	383	451	522
jako % sprzedaży	20,0%	19,8%	19,3%	20,2%	19,4%	20,2%	19,4%	18,1%	18,4%	18,6%
Pozostałe koszty oper.	-3	-2	-1	-2	-2	-4	-2	-2	0	0
EBIT	24	25	44	55	81	84	150	197	210	234
marża	5,6%	4,9%	6,3%	6,0%	7,0%	5,7%	9,0%	9,3%	8,6%	8,3%
Amortyzacja	4	5	5	7	9	20	24	24	27	30
jako % sprzedaży	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,8%	1,4%	1,4%	1,1%	1,1%	1,1%
EBITDA	28	30	49	62	90	104	174	221	237	263
zmiana	-16,6%	8,6%	62,7%	26,5%	44,6%	15,9%	67,3%	27,2%	7,1%	11,3%
marża	6,5%	5,8%	6,9%	6,8%	7,8%	7,0%	10,4%	10,4%	9,7%	9,4%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Fig. 3. Auto Partner: Podsumowanie wyceny

PLN na akcję	Nowa	Stara	Zmiana
Wycena DCF	17,9	14,8	20,8%
Wycena porównawcza (oparta na 2021-2023P)*	15,1	11,8	27,9%
Cena docelowa **	16,5	13,3	24,0%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * średnia cena wyliczona na podstawie wyceny porównawczej (PLN14,7) i średnio cyklicznej (PLN15,5), ** 50% DCF, 50% wyceny porównawczej

DCF

Fig. 4. Auto Partner: WACC

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Zdelewarowana beta	1,0
Beta lewarowana	1,2
ERP	5,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za dług	1,0%
Stopa podatkowa	19,0%
Koszt długu	3,2%
% długu	20%
% kapitału własnego	80%
WACC	7,9%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 5. Auto Partner: DCF

PLNm	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Sprzedaż	2,118	2,451	2,812	2,853	2,882	2,910	2,940	2,969	2,999	3,029
EBIT	197	210	234	227	219	211	203	195	186	178
Podatek	38	41	46	44	43	41	40	38	36	35
NOPAT	158	169	188	183	177	170	164	157	150	143
Amortyzacja	18	20	22	25	28	30	31	31	30	29
Zmiany w kapitale obrotowym	75	59	42	9	6	6	5	6	6	6
Nakłady kapitałowe	11	27	31	31	32	32	32	33	33	33
Wolne przepływy pieniężne	90	102	138	168	167	163	157	149	141	133
WACC*	7,9%									
PV FCF 2019-2028P	931									
Wzrost terminalny	2,5%									
TV	2,638									
PV TV	1,238									
Całkowita wartość p-stwa	2,169									
Dług netto	82									
Obecna wartość KW	2,087									
Liczba akcji (mln)	131									
Miesięczna	6									
Bieżąca wartość (PLN)	2,169									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	16,6									
12M cena docelowa (PLN)	17,9									
Wzrost przychodów	26,8%	15,8%	14,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wzrost FCF	-15,8%	13,6%	34,5%	21,9%	-0,4%	-2,6%	-3,5%	-5,0%	-5,4%	-5,8%
Marża NOPAT	7,5%	6,9%	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	5,6%	5,3%	5,0%	4,7%
Capex/Przychody	0,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 6. Auto Partner: Wycena porównawcza

Nazwa	Cena	Kap. (USD)	2021P	C/Z 2022P	2023P	DY 2021P
MEKONOMEN	138,1	918	10,7	9,7	9,1	2,8%
LKQ CORP	49,3	14,974	15,7	14,6	14,5	0,0%
INTER CARS	397,0	1,520	10,5	9,4	11,7	0,4%
Average			12,3	11,2	11,7	1,1%
Auto Partner	11,2	388	10,1	8,9	8,0	0,9%
prem./disc.			-18%	-21%	-32%	-14%
Cena za akcję			13,6	14,1	16,5	
Średnia (PLN)			14,7			

Źródło: Bloomberg, Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 7. Auto Partner: wycenia w oparciu o średnio cykliczne mnożniki

	C/Z(x)		EV/EBITDA(x)	
	2021P	2022P	2021P	2022P
Zysk netto & EBITDA (PLNm)	145	164	211	237
Docelowy mnożnik (x)*	12,2	12,2	9,5	9,5
Cena na akcję (PLN)	13,5	15,3	15,3	17,8
Średnia implikowana cena (PLN)	15,5			

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza wyników 2-4kw 2021

Fig. 8. Auto Partner: prognoza 2-4Q21

PLNm	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	y/y	q/q	3Q21P	4Q21P
Sprzedaż	367,9	371,1	396,7	469,5	433,1	475,7	582,6	47%	22%	562,8	496,3
EBITDA	24,5	24,7	48,6	52,8	47,7	54,7	65,2	34%	19%	55,8	45,4
EBITDA marża	6,7%	6,6%	12,2%	11,3%	11,0%	11,5%	11,2%	-1,1	-0,3	9,9%	9,1%
Adj. EBITDA	26,3	25,1	49,4	52,3	48,7	47,2	62,7	27%	33%	55,8	45,4
EBIT	20,6	19,0	42,9	46,8	41,6	48,6	59,0	38%	21%	49,6	39,1
EBIT marża	5,6%	5,1%	10,8%	10,0%	9,6%	10,2%	10,1%	-0,7	-0,1	8,8%	7,9%
Zysk netto	14,5	12,7	32,6	36,6	29,1	37,8	46,3	42%	23%	38,7	30,2
Marża netto	3,9%	3,4%	8,2%	7,8%	6,7%	7,9%	7,9%	-0,3	0,0	6,9%	6,1%
Adj. Zysk netto	15,4	12,7	32,6	36,6	29,1	31,7	44,3	36%	40%	38,7	30,2

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza finansowa

Fig. 9. Auto Partner: Rachunek zysków i strat

PLNm	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	1,155	1,479	1,670	2,118	2,451	2,812
Koszty	848	1,092	1,194	1,536	1,790	2,057
Zysk brutto	307	387	477	582	661	756
Koszty operacyjne, w tym	233	319	348	408	478	552
amortyzacja	9	20	24	24	27	30
Zysk ze sprzedaży	83	88	152	198	210	234
Pozostałe przychody oper.	0	0	1	0	0	0
Pozostałe koszty oper.	0	1	1	0	0	0
Pozostałe zyski/straty	-2	-4	-2	-2	0	0
Zysk operacyjny	81	84	150	197	210	234
EBITDA	90	104	174	221	237	263
k. finansowe (zysk)	7	10	12	7	6	5
Wynik brutto	74	74	138	190	204	229
Podatek	16	16	27	37	40	45
Wynik netto	59	59	111	153	164	184
marża brutto	26.6%	26.2%	28.5%	27.5%	27.0%	26.9%
marża EBITDA	7.8%	7.0%	10.4%	10.4%	9.7%	9.4%
marża netto	5.1%	4.0%	6.6%	7.2%	6.7%	6.5%
wzrost sprzedaży	26.2%	28.1%	12.9%	26.8%	15.8%	14.7%
wzrost wyniku brutto	27.0%	26.0%	23.3%	22.0%	13.7%	14.3%
wzrost EBITDA	44.6%	15.9%	67.3%	27.2%	7.1%	11.3%
wzrost zysku netto	68.1%	0.1%	89.0%	37.7%	7.4%	12.1%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 10. Auto Partner: Bilans

PLNm	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa obrotowe	544	613	643	790	927	1,103
gotówka	22	26	21	90	153	270
należności	82	118	130	164	190	218
zapasy	435	461	481	525	574	604
pozostałe	5	8	10	10	10	10
Aktywa trwałe	67	136	147	140	148	157
nieruchomości	60	126	132	125	132	140
wart. niematerialne	6	8	13	13	14	15
Inne	2	2	2	2	2	2
Aktywa	611	749	790	930	1,075	1,260
Zobow. krótkoterminowe	183	220	216	224	243	263
dług	76	102	77	77	77	77
zobowiązania	98	83	91	115	133	153
pozostałe	9	14	22	6	6	7
Zobow. długoterminowe	113	156	91	84	64	64
Dług	110	90	27	20	-	-
leasing fin.	0	61	57	57	57	57
pozostałe	3	5	7	7	7	7
Kapitał własny	315	372	483	622	768	932
Kapitał akcyjny	13	13	13	13	13	13
Kapitał rezerwowy	244	300	359	457	591	735
Zysk netto	59	59	111	153	164	184
Pasywa	611	749	790	930	1,075	1,260
ROCE skoryg. goodwill	22.3%	20.1%	30.4%	33.7%	29.5%	27.3%
Dług netto	164	166	139	63	-19	-137
Dług netto/EBITDA	1.8	1.6	0.5	0.0	-0.3	-0.7

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 11. Auto Partner: rachunek przepływów pieniężnych

PLNm	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	22	15	117	104	122	160
Zysk netto	59	59	107	125	135	148
Amortyzacja	9	20	17	19	21	23
Zmiany w kapitale obrotowym:	-54	-77	-2	-46	-41	-18
Zapasy	-73	-29	-29	-44	-39	-16
Należności	-19	-20	1	-23	-21	-17
Zobowiązania	38	-29	26	21	19	16
pozostałe, netto	9	14	-9	1	1	1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5	-13	-14	-23	-27	-30
Inwestycje w aktywa trwałe i niematerialne	-5	-13	-14	-23	-27	-30
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe, netto	0	0	0	0	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-12	2	-106	-86	-38	-19
Zmiana w długoterminowych pożyczkach	2	15	0	-70	-20	0
Zmiana w krótkoterminowych pożyczkach	0	0	-102	0	0	0
Zmiana w kapitale własnym	1	1	0	0	0	0
Dywidendy	0	-3	0	-11	-12	-14
Inne, netto	-16	-12	-5	-5	-5	-6
Zmiana gotówki, netto	5	4	-3	-5	57	111

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
bm.santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@santander.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@santander.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@santander.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@santander.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@santander.pl

Departament Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych
Strategia, Finanse*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrz, *Analityk Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analityk Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce, Gry*

Michał Sopieli, *Analityk Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analityk Akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Stanisław Czerwiński, *Analityk Akcji
Gry*

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU DOKUMENTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE DOKUMENTU

Niniejszy materiał został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie, przy al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 000008723, NIP: 896-000-56-73, kapitał zakładowy 1.021.893.140 zł, w całości wpłacony. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa, NIP 521-340-29-37.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Materiał ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania rekomendacji na podstawie umów o świadczenie usług.

Autorem dokumentu jest Santander Biuro Maklerskie. Prawa autorskie do niniejszego opracowania przysługują Santander Bank Polska. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody Santander Bank Polska jest zabronione.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy dokument, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym dokumencie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Podmioty powiązane z Santander Bank Polska mogą, w zakresie dopuszczalnym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). Santander Biuro Maklerskie może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

Niniejsza rekomendacja jest aktualna na moment jej sporządzenia i może się zmienić w czasie.

Santander Biuro Maklerskie mógł wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie dokumenty będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego dokumentu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Punkt widzenia wyrażony w raportach odzwierciedla osobistą opinię Analityka na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych.

Źródłem danych są GPW, PAP, Reuters, Bloomberg, EPFR, GUS, NBP, Santander Biuro Maklerskie, Akcje.net, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność.

Niniejszy dokument nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy dokument jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać rozpowszechnione, publikowane oraz dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego dokumentu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten dokument są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy dokument może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami Santander Biuro Maklerskie.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Informacja „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) – oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs spółki w ciągu miesiąca może zachować się lepiej/gorzej/neutralnie w stosunku do indeksu WIG20.

W przypadku zamieszczenia przy poszczególnych spółkach informacji „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedoważaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczeniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight”/„Underweight”/„Neutral” („Przeważaj”/„Niedoważaj”/„Neutralne”) nie spełniają powyższego wymogu. Ponadto w zależności od okoliczności mogą stanowić podstawę do podjęcia różnych (także o przeciwnych kierunkach) zachowań inwestycyjnych dla poszczególnych inwestorów.

Mid-caps – zamieszczenie spółki w portfelu mid-cap oznacza, iż w ocenie autorów niniejszego dokumentu kurs danej spółki może zachować się w ciągu jednego miesiąca lepiej niż indeks WIG20. Dodawanie i zdejmowanie spółek z listy odbywa się ze względu na wymogi rotacji spółek na liście.

Zmian wag dla spółek, które już wcześniej znajdowały się w portfelu, nie należy pojmować jako zaleceń inwestycyjnych. Zmiany te mają na celu wyłącznie wyrównanie łącznej wagi wszystkich spółek do 100%.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję

EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto

PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków

EPS - zysk na akcję

CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu

FCF - wolne przepływy pieniężne

BV - wartość księgowa

ROE - zwrot na kapitale własnym

P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści materiału.

Przy sporządzaniu niniejszego dokumentu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metod porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodarana). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej – wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych znajdują się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Santander Biuro Maklerskie nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie wskazuje termin sporządzenia rekomendacji, a rozpowszechnienie rekomendacji następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

Wszystkie ceny instrumentów finansowych, które zostały wymienione w rekomendacji odpowiadają kursom, po jakim danego dnia nastąpiła ostatnia transakcja, na danym instrumencie finansowym, chyba, że wskazano inaczej.

Wykresy dot. zmian cen akcji zawarte w raporcie obejmują wykresy liniowe dziennych cen na zamknięcie w okresie jednego roku. Informacje dotyczące dłuższego okresu (maksymalnie 3 lata) dostępne są na życzenie.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU TEGO DOKUMENTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

UJAWNIEŃ

Niniejszy raport zawiera rekomendacje dotyczące spółki/spółek: **Auto Partner S.A., Inter Cars S.A.** („Emitent”).

W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Niniejszy dokument nie został ujawniony Emitentowi.

Członkowie władz Emitenta lub osoby im bliskie mogą być członkami władz Santander Bank Polska lub głównego akcjonariusza - Banco Santander S.A.

Osoba / Osoby zaangażowane w przygotowanie raportu lub bliskie im osoby mogą pełnić funkcję w organach Emitenta, lub zajmować stanowiska kierownicze w tym podmiocie lub mogą być stroną umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie pełni rolę animatora emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i z tego tytułu posiada instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.

Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Santander Biuro Maklerskie jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Auto Partner S.A. w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tego tytułu spółce Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe do niniejszego raportu.

Santander Biuro Maklerskie w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy otrzymał wynagrodzenie z tytułu świadczenia usług na rzecz Emitenta. Usługi te obejmowały pełnienie roli animatora emitenta.

W oparciu o postanowienia umowy z Giełdą Papierów Wartościowych S.A., której Santander Biuro Maklerskie jest stroną, w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzania rekomendacji dotyczących Auto Partner S.A., w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”.

Emitent może posiadać akcje Santander Bank Polska.

Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z Emitentem.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie sporządzania niniejszej rekomendacji, akcji Emitenta instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym dokumencie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnym dwunastu miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz Emitenta, jak również będzie nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Santander Biuro Maklerskie nie jest stroną żadnej umowy – z wyjątkiem umów brokerskich z klientami, w wykonaniu, których Santander Biuro Maklerskie sprzedaje i kupuje akcje Emitenta na zlecenie swoich klientów - której świadczenie byłoby zależne od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym dokumencie.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy dokument może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.