

## Auto Partner

PROGRAM WSPARCIA POKRYCIA ANALITYCZNEGO GPW - inicjacja

Bloomberg: APR.PW, Reuters: APR.WA

CEE Equity Research

Dystrybucja części samochodowych, Polska

9 lipca 2019, 08:15 CET

## Atrakcyjnie wyceniony wzrost

Kupuj. Cena docelowa 8,9 zł

Wydajemy rekomendację Kupuj dla Auto Partner z ceną docelową 8,9 zł za akcję. Uważamy, że 1) korzystne otoczenie rynkowe, 2) ciągle mała skala implikująca przestrzeń do wzrostu w Polsce i CEE, 3) efektywny logistyka, 4) relatywnie słaba konkurencja (poza Inter Cars) sprawia, że Auto Partner będzie dalej zwiększał udziały rynkowe do 11% w 2021P. Prognozujemy dalszy dynamiczny wzrost wyników finansowych z średniorocznym wzrostem przychodów oraz zysku na akcję odpowiednio na poziomie 21%/22% w 2018-21P. W tym świetle uważamy, że niskie wskaźniki 2019P P/E i EV/EBITDA na poziomie 8,6x i 7,2x są nieuzasadnione.

**Strategia.** Niezmiennie od czasów IPO głównymi celami strategicznymi spółki pozostają dalsze wzmocnienie pozycji rynkowej w Polsce oraz CEE poprzez wzrost organiczny. Korzystne otoczenie makro wspiera spółkę w realizacji tego celu. Poza tym spółka w ramach rozwoju biznesu podejmuje wysiłki dążąc do wyższej rentowności, poszerzania portfolio produktowego oraz integrując niezależne warsztaty w grupie MaxSerwis.

**Prognozy finansowe.** Zakładamy, że Auto Partner będzie kontynuował dynamiczny wzrost przychodów w nadchodzących latach korzystając ze sprzyjającego otoczenia makro oraz efektywnego modelu logistycznego. Prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na 21,4% w latach 2018-21E. Zakładamy płaską marżę brutto na poziomie 26,7% oraz niewielką presję kosztową wynikającą z rozbudowy logistyki. Powinno to pozwolić na dynamiczny wzrost wyniku netto średniorocznie o 22%.

**Ryzyka.** Do głównych czynników ryzyka zaliczamy: 1) coraz bardziej zaawansowane technologie w motoryzacji stanowiące wyzwanie dla rozwoju niezależnych warsztatów samochodowych, 2) ryzyko konsolidacji rynku niezależnych warsztatów samochodowych oraz 3) potencjalna ekspansja zagranicznych dystr. części samochodowych w Polsce oraz ekspansja producentów części zamiennych.

**Wycena.** Średnia wycena metodą DCF i porównawczą implikuje cenę docelową 8,9 zł/ak. (86% potencjał wzrostu).

## Auto Partner: Podsumowanie finansowe

PLN mln	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	705	915	1 155	1 426	1 722	2 066
EBITDA	49	62	90	109	124	152
EBIT	44	55	81	99	114	140
Zysk netto	34	35	59	73	84	106
C/Z (x)	14,1	18,8	9,1	8,6	7,4	5,9
EV/EBITDA(x)	11,8	12,9	7,6	7,2	6,4	5,0
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,6%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rekomendacja **KUPIJ**

Cena (PLN, 5 lipiec 2019)	4,79
Cena docelowa (PLN, 12M)	8,9
Kapitalizacja (PLN mln)	627
Free float (%)	50,0
Liczba akcji (mn)	131

Główni akcjonariusze	% głosów
K. Górecka	27,1%
A. Górecki	23,1%
PZU OFE	9,1%
NN OFE	9,0%
Aegon OFE	5,6%
Santander TFI	5,2%

Źródło: Dane spółki

## 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

## Czynniki wzrostu i ryzyka

### Czynniki wzrostu

Do głównych założeń strategicznych Auto Partner należy dalsze umacnianie pozycji rynkowej zarówno w Polsce jak i na rynkach zagranicznych:

#### Dalszy wzrost skali działania

Auto Partner posiada aktualnie 86 filii w Polsce i jedną zagraniczną w Czechach. Auto Partner planuje dalszy wzrost biznesu poprzez m.in. rozbudowę i usprawnianie sieci dystrybucji, co obejmuje zarówno tworzenie własnych oddziałów i regionalnych centrów logistyczno-magazynowych (planowane jedno w zachodniej Polsce w 2020) oraz dalszą ekspansję zagraniczną (sprzedaż z magazynów w Polsce oraz plan uruchomienia kolejnych filii na terenie Łotwy i Czech). Spółka planuje do 10 nowych otwarć w ciągu kilku najbliższych lat głównie w Polsce, aczkolwiek sprzedaż zagraniczna z roku na rok zyskuje coraz większą skalę.

#### Korzystne otoczenie makroekonomiczne

Auto Partner powinien korzystać ze sprzyjającego otoczenia makroekonomicznego w Polsce. Do najważniejszych faktów, które wspierając biznes Auto Partner można zaliczyć:

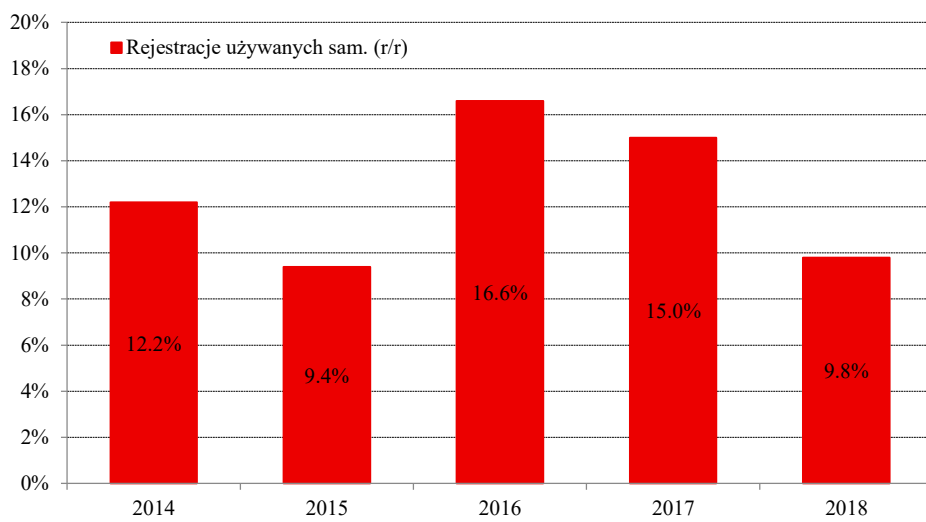
1. Ogłoszone ostatnio **rozszerzenie socjalnego wsparcia** w ramach zbliżających się wyborów parlamentarnych, które powinno dalej umocnić pozytywne trendy które wspierają rynek napraw samochodów. Tak jak to miało miejsce w przypadku wdrożenia pierwszego programu '500+', tym razem również istnieje szansa, że znaczna część pieniędzy która zostanie rozdana w ramach nowych programów socjalnych może zostać przeznaczona na zakup nowego, używanego lub remont starego samochodu. Warto zauważyć, że pomimo bardzo wysokiego wzrostu liczby pierwszych rejestracji samochodów używanych w latach 2016-18 do 928k w 2018r. (większość pochodzi z importu), ta liczba ciągle rośnie w 2019 (+1.9% YTD). Warto również zaznaczyć, że ponad 54% to samochody ponad 10 letnie. To wszystko powinno wspierać Auto Partner w realizacji jego strategicznego celu, którym jest dalszy wzrost skali biznesu.

Rys. 1. Program socjalny warty około c.PLN34bn rocznie

PLN mln	Scenariusz bazowy		Scenariusz max.	
	2019	2020	2019	2020
Rozszerzenie 500+	9,2	18,5	9,2	18,5
13 emerytura	10,2	-	10,2	10,5
Zniesienie PIT dla młodych	-	2,5	1,2	2,5
PIT 17%	-	8,0	3,0	8,0
Wyższa kwota wolna od podatku	1,7	3,5	1,7	3,5
Wsparcie transportu lokalnego	-	1,0	0,5	1,0
<b>Suma brutto</b>	<b>21,1</b>	<b>33,5</b>	<b>25,8</b>	<b>44,0</b>
Podatek	3,0	4,0	4,0	6,0
<b>Suma netto (PLN bn)</b>	<b>18,1</b>	<b>29,5</b>	<b>22,0</b>	<b>38,0</b>
Suma netto (% GDP)	0,8%	1,3%	1,0%	1,6%

Źródło: Santander Bank Polska

**Rys. 2. Auto Partner: Wzrost rejestracji używanych samochodów w Polsce**

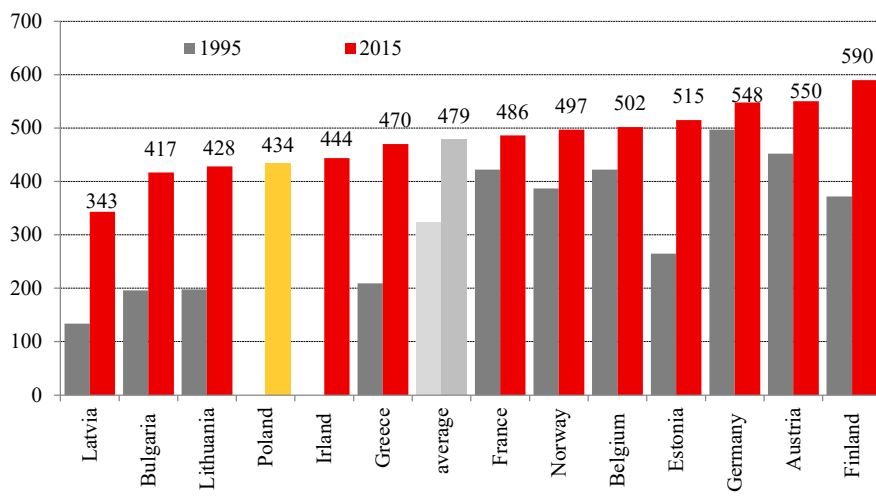


Źródło: PZPM, Santander Biuro Maklerskie

## 2. Flota samochodów powinna dalej rosnać

Pomimo faktu, że polska flota pojazdów nadal rośnie i dogania Europę pod względem nasycenia rynku, Polska wciąż pozostaje w tyle. Stwarza to przestrzeń do dalszego rozwoju floty samochodowej w Polsce, co również dobrze wróży wzrostowi popytu na części samochodowe.

**Rys. 3. Auto Partner: Liczba samochodów na 1 000 mieszkańców – Polska vs. Europa**



Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## 3. Konwergencja wydatków na utrzymanie samochodu z Europą Zach.

Samochód jest drugim co do wielkości wydatkiem w budżecie przeciętnego obywatela w Europie. Według danych opublikowanych przez Stowarzyszenie Dystrybutorów i Producentów Części Samochodowych Polacy wydają około jednej drugiej na naprawy samochodów w porównaniu do Europy Zach. Przeciętny Polak wydaje około 497 EUR na naprawy samochodów, w porównaniu do 860 EUR w przypadku średniej w Europie Zach. (Niemcy, Francja, U.K. i Hiszpania). Wynika to z faktu, że usługi naprawy są tańsze niż w krajach

zachodnich oraz samochody są mniej zaawansowane co przekłada się na niższe ceny części zamiennych. W długim terminie, wraz z bogaceniem się polskiego społeczeństwa istnieje szansa na stopniową konwergencję zaawansowania technologicznego parku samochodowego pomiędzy Polską a krajami Europy Zachodniej co powinno pozytywnie wpływać na wzrost rynku napraw samochodów.

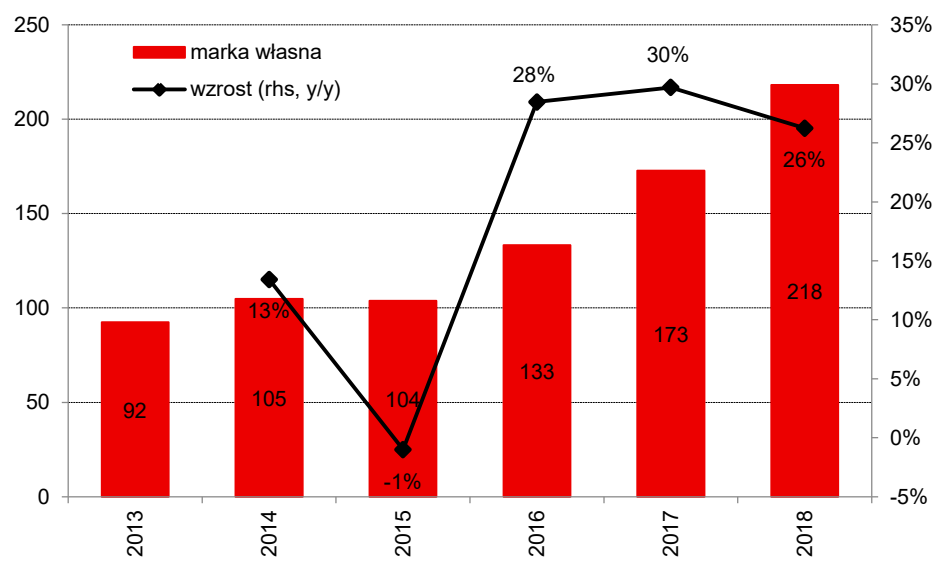
### Dywersyfikacja produktu

Celem Auto Partner jest dalsza dywersyfikacja produktowa poprzez rozszerzanie asortymentu oferowanych przez Grupę części zamiennych. Spółka będzie głównie pracowała nad poszerzeniem oferty produktów dla japońskich samochodów i motocykli, czyli asortymentów które są relatywnie nowe w ofercie spółki. Pomoże to firmie osiągnąć bardziej kompleksowe pokrycie zapotrzebowania klientów.

### Koncentracja na zwiększeniu rentowności

Celem Auto Partner jest zwiększenie rentowności poprzez dalszy rozwój własnej marki MAXGEAR oraz stopniowym wdrażaniu nowych marek własnych o różnym pozycjonowaniu, cenie, w tym marce premium.

Rys. 4. Auto Partner: Sprzedaż marki własnej w latach 2013-18  
W PLN mln



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

### Rozwój sieci niezależnych warsztatów samochodowych (MaxSerwis)

Auto Partner dynamicznie rozwija sieć niezależnych warsztatów samochodowych o zasięgu ogólnopolskim pod nazwą MaxSerwis, która obecnie liczy ok. 200 warsztatów. Auto Partner zapewnia zrzeszonym warszatom preferencyjne ceny, leasing urządzeń wyposażenia warsztatu, dostęp do specjalistycznej wiedzy technicznej i najnowocześniejszych rozwiązań w zakresie naprawy pojazdów, dostęp do części samochodowych pochodzących z oferty czołowych światowych dostawców. W zamian zyskuje lojalnych klientów, którzy zobowiązują się zamawiać w większości produkty z Auto Partner.

## **Czynniki ryzyka**

### **Coraz bardziej zaawansowane technologie w przemyśle motoryzacyjnym**

Rosnące wykorzystanie złożonych systemów i komponentów w nowoczesnych samochodach wymaga większej wiedzy i lepiej wyposażonych warsztatów samochodowych, co może stanowić wyzwanie w rozwoju niezależnych warsztatów samochodowych. Z drugiej strony Unia Europejska ostatnio wprowadziła przepisy, których celem jest zapewnienie niezależnym i autoryzowanym warszatom naprawczym równego dostępu do know-how.

### **Rosnące ryzyko konsolidacji rynku**

Rosnące wymagania sprzętowe oraz dostęp do niezbędnego know-how, może stać się katalizatorem procesów konsolidacyjnych wśród niezależnych warsztatów samochodowych, co z kolei może doprowadzić do wyższej koncentracji rynku i zmniejszenia liczby jego uczestników. Każde znaczące przyspieszenie tych tendencji mogłoby zaostrzyć konkurencję między różnymi dystrybutorami części samochodowych. Poza tym, rośnie konkurencja ze strony autoryzowanych stacji serwisowych. Autoryzowane stacje serwisowe zaczynają obsługiwać właścicieli samochodów, których gwarancja właśnie wygasła. Klientom tym oferowane są preferencyjne ceny, co może zmusić niezależnych dystrybutorów do obniżenia marży.

### **Ryzyko wejścia zagranicznych dystrybutorów części samochodowych**

Polski rynek dystrybucji części samochodowych jest zdominowany przez rodzime firmy. Zarówno wielkość rynku jak i perspektywy jego wzrostu, mogą skusić zagranicznych inwestorów do inwestycji na krajowym rynku poprzez przejęcie już istniejącego gracza co mogłoby doprowadzić z kolei do zwiększenia presji konkurencyjnej.

### **Ryzyko ekspansji producentów części zamiennych na rynku dystrybucji**

Przejęcie niezależnych dystrybutorów przez producentów części spowodowałoby dużą zmianę modelu dystrybucji. Mogłoby to ograniczyć sprzedaż do konkurencyjnych dystrybutorów, co mogłoby znacznie ograniczyć ich pozycję konkurencyjną.

## **Ogólna sytuacja makroekonomiczna**

Biznes Auto Partner zależy od zmian sytuacji makroekonomicznej w krajach w których działa. Takie zmienne jak wzrost PKB, stopa bezrobocia i sentyment konsumentów wpływają na popyt na części samochodowe.

Oprócz ryzyka rynkowych należy również zwrócić uwagę na ryzyka charakterystyczne dla spółki. Zaliczamy do nich:

### **Ryzyko negatywnych zmian w zasadach premiowania**

Premie od dostawców części zamiennych stanowią znaczny udział w wynikach spółki. Każda zmiana polityki bonusowej mogłaby spowodować zauważalne pogorszenie wyników firmy.

## Ryzyko walutowe

Około 63% zakupów firmy i tylko 18% jej sprzedaży jest denominowanych w walutach obcych (13% w EUR i 5% w CZK), co powoduje ekspozycję netto na deprecjację PLN. Również około 51% całkowitych zobowiązań handlowych Auto Partner denominowane jest w EUR i USD, co powoduje ekspozycję na straty / zyski walutowe. Auto Partner obejmuje ok. 20% ekspozycji walutowej netto poprzez nabywanie instrumentów pochodnych, głównie kontraktów terminowych.

## Wycena

Rys. 5. Auto Partner: Podsumowanie wyceny

PLN na akcję	Nowa
Wycena DCF	10,9
Wycena porównawcza (oparta na 2019-2021P)*	6,9
<b>Cena docelowa **</b>	<b>8,9</b>

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \* średnia cena wyliczona na podstawie wyceny porównawczej (5,4 zł) i średnio cyklicznej (8,4 zł), \*\*50% DCF, 50% wyceny porównawczej

## Wycena DCF

Główne założenia prognoz finansowych:

- Zakładamy, że Auto Partner będzie kontynuował dynamiczny wzrost przychodów w nadchodzących latach korzystając ze wzrostu wartości branży napraw samochodów w Polsce oraz efektywnego modelu logistycznego (częste i szybkie dotarcie do klienta w czasie poniżej 1,5h) skutecznie konkurując z liderem Inter Cars oraz odbierając udziały rynkowe pozostałym graczom. Poza tym zakładamy, że Auto Partner będzie kontynuował rozwój zagranicą. Prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na 21,4% w latach 2018-21E, z czego zagranica będzie się rozwijała w tempie 30,0% zaś Polska 16,6%;
- Zakładamy stabilną marżę brutto na poziomie 26,7%. Uważamy, że wzrost skali działalności (lepsze ceny) będzie wyrównywał konieczne do dynamicznego wzrostu oddawanie marży na wsparcie partnerów w ramach inwestycji w kanał sprzedaży;
- Zakładamy spadek marży EBITDA o 14pb/41pb do 7,6% i 7,2% odpowiednio w latach 2019-20P co ma związek z kosztami stałymi które pojawiają się wraz z inwestycjami w nowe magazyny (rozbudowa magazynu w Bieruniu w 2019r) oraz magazyn lokalny w Polsce Zach. w 2020r. Po tym okresie oczekujemy wzrostu o 14pb do 7,4% w 2021P. Uważamy, że inwestycje w logistykę, które w pierwszym okresie obciążą koszty spółki, w długim okresie wzmocnią system logistyczny pozwalając na zdobywanie nowych udziałów rynkowych;
- Zakładamy, że inwestycje w nowe magazyny będą realizowane głównie poprzez nakłady w kapitał oborowy, gdyż spółka zdecyduje się na długoterminowy leasing aktywów aniżeli inwestycje w aktywa trwałe;
- Zakładamy normalizację dynamicznego wzrostu wyników finansowych w latach 2018-21P na poziomie około 2%;
- **Na bazie opisanych założeń, model DCF implikuje 12-mies. cenę na poziomie 10,9 zł za akcję.**

Rys. 6. Auto Partner: Główne założenia w 2014-21P

PLN mln	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Sprzedaż</b>	<b>425</b>	<b>519</b>	<b>705</b>	<b>915</b>	<b>1 155</b>	<b>1 426</b>	<b>1 722</b>	<b>2 066</b>
zmiana r/r	20%	22%	36%	30%	26%	23%	21%	20%
Polska	347	423	549	663	770	899	1 050	1 219
zmiana r/r	24%	22%	30%	21%	16%	17%	17%	16%
export*	78	96	157	252	385	528	672	847
zmiana r/r	4%	23%	63%	61%	53%	37%	27%	26%
pow. logistyczna (k sqm)	48	52	68	87	89	106	118	124
zmiana r/r	16%	9%	31%	28%	2%	19%	11%	5%
sprzedaż/śr. metr (PLN tys.)	9,6	10,4	11,8	11,8	13,2	14,7	15,4	17,1
zmiana r/r	0%	9%	13%	0%	12%	12%	5%	11%
<b>Zysk brutto</b>	<b>112</b>	<b>130</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	<b>307</b>	<b>381</b>	<b>460</b>	<b>552</b>
marża	26,3%	25,1%	25,7%	26,4%	26,6%	26,7%	26,7%	26,7%
k. sprzedaży	53	65	86	113	133	163	197	229
jako % sprzedaży	12,4%	12,6%	12,2%	12,4%	11,5%	11,4%	11,4%	11,1%
k. logistyki	20	26	35	51	64	87	115	142
jako % sprzedaży	4,7%	5,1%	5,0%	5,6%	5,6%	6,1%	6,7%	6,9%
k. zarządu **	8	6	10	14	18	19	23	28
jako % sprzedaży	2,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	1,3%	1,3%	1,4%
Amortyzacja	4	5	7	9	9	10	11	13
jako % sprzedaży	0,9%	0,9%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
<b>Koszty operacyjne</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>139</b>	<b>188</b>	<b>227</b>	<b>279</b>	<b>346</b>	<b>412</b>
jako % sprzedaży	20,0%	20,2%	19,7%	20,6%	19,6%	19,5%	20,1%	19,9%
pozostałe przychody oper.	-3	-2	-1	-2	-2	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>42</b>	<b>53</b>	<b>80</b>	<b>102</b>	<b>114</b>	<b>140</b>
marża	5,6%	4,9%	6,0%	5,8%	7,0%	7,2%	6,6%	6,8%
<b>Skoryg. EBITDA*</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>90</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>153</b>
marża	6,5%	5,8%	6,9%	6,8%	7,8%	7,9%	7,3%	7,4%

Źródło: Dane spółki, Santander Biuro Maklerskie, \* Czechy, Słowacja, Austria, Lotwa, Ukraina, Austria, Niemcy i Węgry, \*\* skoryg. o PLN5,5mln kosztów programu motywacyjnego w latach 2019-21P

Rys. 7. Auto Partner: Wycena DCF

PLNmnn	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Sprzedaż</b>	<b>1 426</b>	<b>1 722</b>	<b>2 066</b>	<b>2 165</b>	<b>2 223</b>	<b>2 256</b>	<b>2 279</b>	<b>2 301</b>	<b>2 324</b>	<b>2 348</b>
EBIT	99	114	140	144	145	143	144	144	144	144
Podatek	21	24	30	30	30	30	30	30	30	30
<b>NOPAT</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	<b>111</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>114</b>
Amortyzacja	9	10	11	13	14	16	17	18	18	18
Zmiany w kapitale obrotowym	64	89	64	44	33	9	6	5	5	5
Nakłady kapitałowe	12	15	18	18	18	18	18	18	18	19
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>	<b>11</b>	<b>-4</b>	<b>41</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>102</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>107</b>
WACC*	7,8%									
PV FCF 2019-2028P	432									
Wzrost terminalny	2,5%									
TV	2 089									
PV TV	984									
<b>Calkowita wartość przedsiębiorstwa</b>	<b>1 416</b>									
Dług netto	164									
<b>Obe cna wartość KW</b>	<b>1 252</b>									
Liczba akcji (mn)	131									
Miesięczna	7									
<b>Bieżąca wartość (PLN)</b>	<b>1 309</b>									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	10,0									
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>	<b>10,9</b>									
Wzrost przychodów	23,5%	20,7%	20,0%	4,8%	2,7%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wzrost FCF	0,3%	n.a.	n.a.	58,7%	20,4%	30,8%	4,9%	1,1%	0,4%	-0,6%
Marża NOPAT	5,5%	5,2%	5,4%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%
Capex/Przychody	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zmiany w KO/Przychody	4,5%	5,2%	3,1%	2,0%	1,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \* WACC 7,8% oparta jest na 9,3% kosztu kapitału własnego (3,0% stopy wolnej od ryzyka, 5,0% premii za ryzyko kapitałowe i 1,27 lewarowanej bety), 3,2% kosztu długu po opodatkowaniu i 33% KO/KW

## Wycena porównawcza

Wyceniliśmy Auto Partner porównując go do 1) średniego wskaźnika P/E oraz EV/EBITDA na lata 2019-21P dla porównywalnych spółek europejskich oraz amerykańskich i 2) średnio cyklicznego wskaźnika P/E oraz EV/EBITDA od początku notowań Auto Partner na GPW. Poza tym w naszej analizie porównujemy Auto Partner do rodzimego konkurenta oraz wiodącego dystrybutora części samochodowych na rynkach CEE Inter Cars.

## Porównanie marż oraz wzrostu

Auto Partner generuje średnią marżę brutto na poziomie 26,7% co jest poziomem niższym zarówno od spółek europejskich (28,6%) oraz amerykańskich (35,7%). Porównując marżę EBITDA Auto Partner na poziomie 7,4% należy zauważyć, że jest ona podobna w odniesieniu do spółek europejskich (7,7%) zaś niższa niż w spółkach amerykańskich (9,1%). Porównanie marży netto wygląda korzystnie dla spółki, gdyż jest ona (5,0%) wyższa niż w przypadku spółek europejskich (3,1%) zaś podobna do spółkach amerykańskich (5,3%).

Auto Partner jest jedną z najszybciej rozwijających się spółek w branży obok LKQ i Mekonomen z prognozowanym średniorocznym wzrostem przychodów na poziomie 21% oraz zysku netto 22%. Poza tym Auto Partner jest najbardziej efektywną spółką z branży z wysokim zwrotem na zaangażowanym kapitale (ROCE) na poziomie 22%.

Porównując Auto Partner do Inter Cars, spółka nie tylko osiąga wyższą marżę EBITDA oraz netto ale również o wiele szybciej się rozwija oraz notuje znacznie wyższe zwroty na zaangażowanym kapitale. Naszym zdaniem głównymi przyczynami takiego stanu rzeczy są: 1) model biznesowy polegający na większym korzystaniu z własnych filii a nie agentów, 2) koncentracja na handlu częściami do samochodów osobowych (głównie niemieckich), 3) podejście 'asset light' do aktywów logistycznych oraz biurowych, które są wynajmowane a nie posiadane na własność co pozwala zaangażować cały dostępny kapitał w działalność operacyjną a nie jest zamrażany w działalności deweloperskiej oraz 4) wciąż mała skala, która pozwala spółce rosnać zarówno w Polsce jak i zagranicą.

Biorąc powyższe pod uwagę, uważamy, że dwucyfrowe dyskonta (średnio 29%) w porównaniu do średniej spółek europejskich i amerykańskich oraz Inter Cars (średnio 35%) za nieuzasadnione. Uważamy, że wskaźniki dla Auto Partner powinny być wyższe. Uważamy, że ich średnio cykliczne średnie wartości na poziomie 14.0x dla P/E oraz 10.8x dla EV/EBITDA za bardziej właściwe.

**Średnia cena wyliczona na podstawie wyceny porównawczej (5,4 zł) i średnio cyklicznej (8,4 zł) implikuje cenę docelową na poziomie 6,9 zł za akcję.**



Rys. 8. Auto Partner: Wycena porównawcza

Spółka	Cena	Kap.			P/E			EV/EBITDA			DY	PEG 3YCAG R
		(USD)	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2019P		
ADVANCE AUTO	156,6	11,347	19,1	16,5	14,2	10,7	9,5	8,9	0,2%	1,5		
GENUINE PARTS	104,6	15,266	17,7	16,9	16,2	12,0	10,9	0,0	2,9%	5,8		
UNI-SELECT	12,4	401	16,8	13,9	12,8	7,4	6,5	7,1	2,9%	n.a.		
LKQ CORP	27,1	8,552	11,4	10,2	9,7	10,1	9,1	8,3	0,0%	1,5		
<b>Średnia - U.S.</b>			<b>16,2</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>6,1</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,9</b>		
MEKONOMEN	77,1	464	7,0	6,5	6,2	2,9	2,8	2,7	4,2%	0,5		
LOOKERS	0,5	251	4,3	4,1	3,9	3,2	2,9	3,1	8,2%	3,8		
<b>Średnia - Europa</b>			<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2%</b>	<b>2,1</b>		
<b>Średnia *</b>			<b>11,0</b>	<b>9,8</b>	<b>9,1</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,5</b>		
Inter Cars	203	757	11,9	10,9	9,8	9,6	8,9	8,1	0,3%	1,2		
<b>Auto Partner</b>	<b>4,8</b>	<b>160</b>	<b>8,6</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,0</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,4</b>		
prem./disc.			-21.8%	-24.5%	-35.2%	9.1%	8.5%	11.1%	91,0%	-84,7%		
Cena na akcję			6,1	6,4	7,4	4,2	4,3	4,2				
<b>Średnia(PLN)</b>			<b>5,4</b>									

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie, \* 50% Europa, 50% U.S.

Rys. 9. Auto Partner: porównanie marż

Spółka	marża brutto			marża EBITDA			marża netto			DN/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
ADVANCE AUTO	44,5%	45,0%	45,7%	10,8%	11,7%	12,5%	6,0%	6,5%	7,2%	(0,0)	(0,2)	(0,3)
GENUINE PARTS	32,1%	32,1%	32,2%	7,7%	7,8%	n.a.	4,4%	4,5%	4,4%	1,8	1,2	n.a.
UNI-SELECT	32,7%	32,8%	n.a.	6,8%	7,2%	6,2%	1,7%	1,9%	2,5%	4,1	3,4	3,6
LKQ CORP	38,7%	39,0%	39,0%	10,4%	11,0%	11,1%	5,9%	6,2%	6,4%	3,7	3,2	3,0
<b>średnia U.S.</b>	<b>35,7%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>
MEKONOMEN	46,3%	46,7%	46,7%	13,3%	13,4%	13,4%	4,9%	5,3%	5,4%	3,0	2,6	2,1
LOOKERS	10,6%	10,7%	10,8%	2,0%	2,0%	2,1%	0,9%	1,0%	1,0%	0,8	0,5	0,3
<b>średnia Europa</b>	<b>28,5%</b>	<b>28,7%</b>	<b>28,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>2,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
Inter Cars	28,8%	28,9%	29,0%	4,7%	4,6%	4,7%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8	2,6	2,2
<b>Auto Partner</b>	<b>26,7%</b>	<b>26,7%</b>	<b>26,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 10. Auto Partner: porównanie wzrostu

Spółka	Sprzedaż		EBITDA		zysk netto		ROCE adj. goodwill		
	CAGR'18/21P		CAGR'18/21P		CAGR'18/21P		2019P	2020P	2021P
ADVANCE AUTO		2,4%		9,3%		12,4%	11,8%	12,1%	12,9%
GENUINE PARTS		3,4%		0,0%		3,1%	12,8%	12,9%	12,9%
UNI-SELECT		2,0%		-2,0%		-5,7%	4,7%	5,4%	5,6%
LKQ CORP		38,7%		39,0%		39,0%	10,4%	11,0%	11,1%
<b>średnia U.S.</b>		<b>2,9%</b>		<b>4,6%</b>		<b>7,7%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,0%</b>
MEKONOMEN		17,4%		33,2%		15,4%	6,8%	9,4%	9,7%
LOOKERS		3,4%		1,0%		1,1%	10,8%	9,4%	9,2%
<b>średnia Europa</b>		<b>10,4%</b>		<b>17,1%</b>		<b>8,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>
Inter Cars		9,7%		8,7%		9,7%	13,1%	13,3%	13,1%
<b>Auto Partner</b>		<b>21,4%</b>		<b>19,2%</b>		<b>21,6%</b>	<b>21,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>22,3%</b>

Źródło: Bloomberg, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 11. Auto Partner: wycenia w oparciu o średnio cykliczne mnożniki

	P/E(x)		EV/EBITDA(x)	
	2019P	2020P	2019P	2020P
Zysk netto & EBITDA (PLNmm)	73	84	109	124
Docelowy mnożnik (x)*	14,0	14,0	10,8	10,8
Cena na akcję (PLN)	7,8	9,0	7,7	8,9
<b>Średnia implikowana cena (PLN)</b>	<b>8,4</b>			

Źródło: Santander Biuro Maklerskie, \* historyczna średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA

## Model biznesowy i strategia

Auto Partner jest 3 największym dystrybutorem części samochodowych w Polsce. Spółka jest wyspecjalizowanym operatorem logistycznym, którego działalność koncentruje się na dystrybucji części zamiennych do samochodów bezpośrednio od producentów do użytkowników końcowych. Auto Partner stanowi platformą sprzedaży głównie kanałami elektronicznymi oraz logistyki dostaw części zamiennych w trybie *just-in-time* do rozproszonych klientów, do których należą przede wszystkim warsztaty oraz sklepy motoryzacyjne. AP działa w oparciu o zintegrowane narzędzia informatyczne, które zarządzają dystrybucją z centrum dystrybucyjnego w Bieruniu o powierzchni ponad 40 tys. m<sup>2</sup>, nowego centrum logistyczno-dystrybucyjnego w Pruszkowie o powierzchni 8,5 tys. m<sup>2</sup>, sieci ponad 80 oddziałów wyposażonych łącznie w dodatkową powierzchnię magazynową ok. 48 tys. m<sup>2</sup> oraz siatki transportowej umożliwiającej dostawę do klienta końcowego z częstotliwością 3-5 razy dziennie. AP współpracuje z prawie 180 dostawcami części zamiennych, zarówno IAM (Independent Aftermarket), jak i OES (Original Equipment Services), i oferuje około 200 000 SKU.

Rys. 12. Auto Partner – udziały rynkowe

nazwa	
Inter Cars	30,0%
Moto-Profil	9,0%
Auto Partner	8,2%

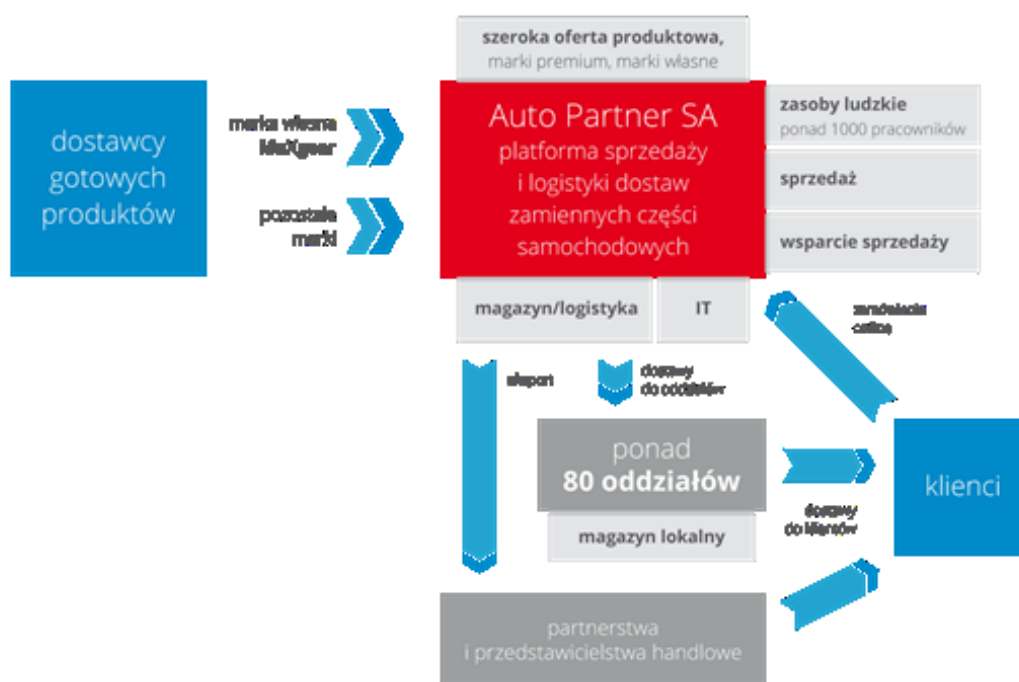
Źródło: Santander Biuro Maklerskie

Rys. 13. Auto Partner – sieć filii i magazynów



Źródło: dane Spółki, Santander Biuro Maklerskie

Rys. 14. Auto Partner – Biznes model na wykresie

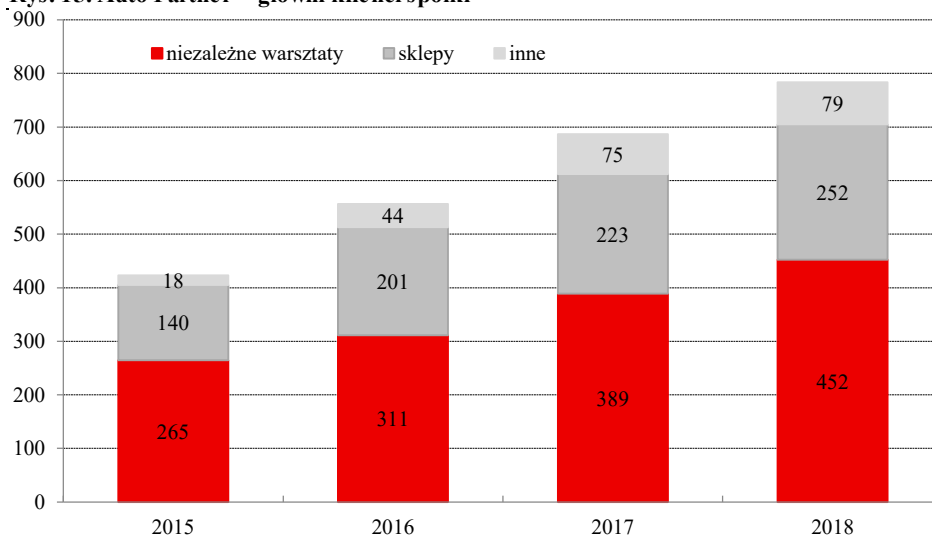


Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## Klienci

AP sprzedaje części samochodowe głównie do dwóch kluczowych klientów: niezależnych serwisów samochodowych i sklepów samochodowych. Niezależne serwisy samochodowe są strategiczną grupą docelową firmy, generującą obecnie około 59% całkowitych przychodów spółki.

Rys. 15. Auto Partner – główni klienci spółki



Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

W Polsce działa prawie 19 500 IAM, w większości na Mazowszu, Śląsku i Wielkopolsce. Ich bezwzględna liczba spada w ciągu ostatnich kilku lat, ale te które pozostają na rynku przejmują ich obrót jako, że stają się coraz bardziej konkurencyjne. Nowoczesne, dobrze wyposażone warsztaty samochodowe z diagnostyką komputerową zyskują udział w rynku. Trend ten był widoczny także na bardziej rozwiniętych rynkach. Na przykład Niemcy odnotowały spadek liczby niezależnych warsztatów naprawczych z 23 958 do 20 400 w latach 1997–2006, a więc średnio o 400 warsztatów rocznie. W Polsce w latach 2012–2013 liczba ta spadła o 100 warsztatów. Mimo to, według szacunków, obecnie jest więcej specjalistów mechaników pracujących w nowoczesnych warsztatach.

Około 90% polskich kierowców korzysta z usług niezależnych warsztatów samochodowych. Niezależne warsztaty samochodowe są stosunkowo bardziej popularne w Polsce niż w Europie Zachodniej, gdyż wielu kierowców po prostu nie jest gotowych zapłacić wyższych cen w sieciach. Polski rynek niezależnych warsztatów samochodowych jest bardzo rozdrobniony. Podczas gdy prawie 90% niemieckich warsztatów samochodowych to sieci, w Polsce liczba ta wynosi zaledwie 30%. Dalsza konsolidacja w sieci będzie stopniowo następowała.

## Główne produkty

Grupa Auto Partner współpracuje z ponad 180 dostawcami części zamiennych w obszarze tzw. rynku aftermarket, jak również dostawcami OEM z całego świata. Oferta Grupy obejmuje blisko 200 000 referencji, co przekłada się na ponad 6 mln części zamiennych w magazynie centralnym oraz drugie tyle w magazynach zlokalizowanych w filiach w Polsce. Grupa jest jedynym w Polsce dystrybutorem produktów renomowanych firm NK, ALCO, MaXgear, Quaro, RYMEC, Unior, ROOKS i Triscan, w ramach których oferuje produkty ze wszystkich grup asortymentowych.

Rys. 16. Auto Partner: główne kategorie produktowe

PLN mln	2013	2014	2015	2016	2017	2018
zawieszenie	77	80	94	125	156	196
wzrost	14,7%	3,2%	18,2%	32,4%	24,8%	26,2%
eksploatacja/materiały	41	57	73	89	110	139
wzrost	134,7%	36,8%	28,2%	22,2%	23,5%	26,2%
silnik (eksploatacja)	51	61	72	93	101	139
wzrost	4,5%	20,3%	18,7%	28,8%	8,1%	37,7%
napęd	47	53	63	93	110	150
wzrost	18,1%	11,9%	19,6%	47,4%	17,8%	36,8%
hamulce	42	48	59	85	137	162
wzrost	31,3%	16,3%	21,8%	43,9%	61,8%	17,8%
elektryka	31	43	47	68	91	104
wzrost	18,5%	35,7%	11,6%	42,8%	35,0%	13,6%
filtry	24	31	38	50	55	81
wzrost	7,0%	28,3%	23,3%	31,2%	8,9%	47,3%
silnik (remonty)	22	27	35	51	73	92
wzrost	6,5%	25,0%	26,7%	48,0%	43,0%	26,2%
hydraulika	7	8	10	17	27	23
wzrost	25,4%	15,0%	35,6%	59,5%	63,9%	-15,8%
inne	13	18	26	35	55	69
wzrost	34,5%	41,6%	47,7%	31,5%	58,6%	26,2%

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## Pozycja rynkowa i przewagi konkurencyjne

W ostatnich latach Auto Partner zwiększył swój udział w rynku do 8,0% w 2018 r. z 3,0% w 2007 r. co daje mu trzecią pozycję na rynku. Ten sukces zawdzięcza wielu przewagom konkurencyjnym, które również okazują się być skutecznymi barierami wejścia dla nowych graczy. Do najważniejszych zaliczamy:

- Szeroki zakres oferty obejmujący większość głównych dostawców części zamiennych, w tym strategiczne relacje z kilkoma dostawcami, na podstawie których Auto Partner działa jako jedyny dystrybutor w Polsce. Każdy nowy gracz na rynku wymagałby kilku lat budowania marki i skali, aby stworzyć podobny portfel dostawców. Dostawcy głównych marek podejmują decyzje biznesowe na podstawie rzeczywistego i oczekiwanego rocznego obrotu, który dystrybutor może zagwarantować. Osiągnięcie zadowalającego poziomu sprzedaży oznacza, że dystrybutor musi posiadać szeroką sieć sprzedaży i odpowiednie zdolności magazynowania. Auto Partner posiada wszystkie te cechy;
- Marka własna MAXGEAR uruchomiona w 2006 roku pozwala spółce na rozwój sprzedaży wysokomargowej i pełną kontrolę całego procesu produkcyjnego i polityki cenowej;
- Auto Partner ma nowoczesną, w pełni skomputeryzowaną infrastrukturę magazynową, która jest wynikiem wielu lat rozwoju;
- Auto Partner posiada obecnie 86 oddziały, z których większość działa na podstawie modelu własności firmy, co pozwala w pełni wdrożyć procesy i politykę sprzedaży. Dzięki tej infrastrukturze grupa kapitałowa jest w stanie zapewnić dostawę towarów od 3 do 5 razy dziennie do każdego klienta w całej Polsce. Budowa podobnej infrastruktury dla nowego gracza byłaby kwestią przynajmniej kilku do kilkunastu lat systematycznego rozwoju;
- Stabilny wysoki 59% udział niezależnych warsztatów samochodowych w strukturze klientów. Auto Partner tworzy również własną sieć współpracujących warsztatów w ramach MaxSerwis;

## Akcjonariat

Większościowym akcjonariuszem Auto Partner są Państwo Górecy, którzy są założycielami spółki. Kontrolują 50.2% kapitału spółki. Istotnymi akcjonariuszami są również akcjonariusze finansowi w tym fundusze emerytalne PZU oraz Nationale-Nederlanden. Struktura własnościowa Auto Partner cechuje się wysokim free-float wynoszącym 49.8%.

Rys. 17. Auto Partner: Akcjonariat

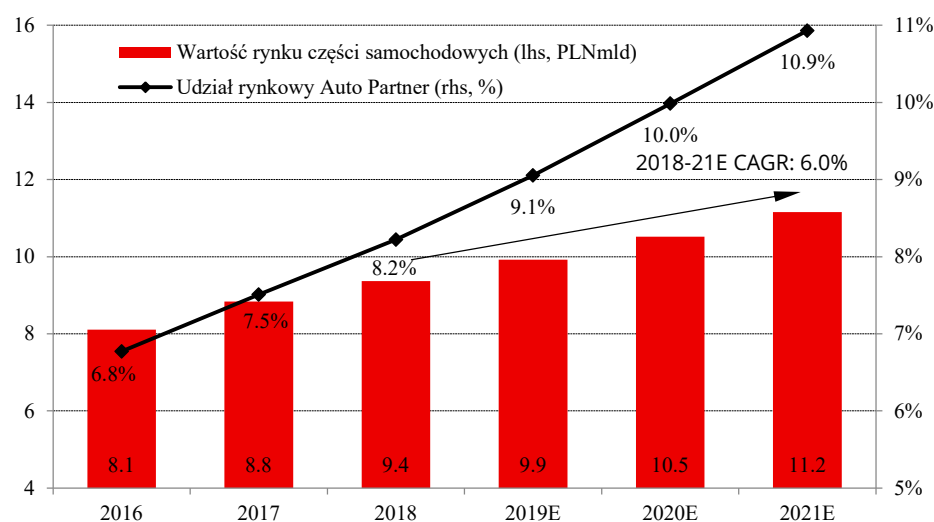
Akcjonariat	Liczba akcji	% w kapitale
K. Gorecka	35 060 681	27,1%
A. Gorecki	29 883 577	23,1%
PZU OFE	11 779 950	9,1%
NN OFE	11 650 500	9,0%
Aegon OFE	7 249 200	5,6%
Santander TFI	6 698 877	5,2%
Pozostali	27 127 215	21,0%
<b>Total</b>	<b>129 450 000</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## Rynek

Szacujemy wielkość polskiego rynku części samochodowych (bez uwzględnienia opon) na około 9.3mld PLN. W trakcie IPO, Auto Partner szacował swój udział rynkowy na około 6% w rynku części samochodowych (bez uwzględnienia opon) w roku 2015. Wysokość udziału rynkowego Auto Partner wynosiła około 8% w roku 2018, co by implikowało średnioroczny wzrost rynku części zamiennych do samochodów osobowych na 10% w latach 2015-18. Koresponduje to z znacznym przyspieszeniem importu używanych samochodów do Polski po wdrożeniu pierwszego programu '500+'. Uważamy, że rynek na którym działa Auto Partner będzie rósł w średniorocznym tempie 6% w najbliższych latach.

Rys. 18. AP – Polski rynek części samochodowych



Źródło: dane spółki, Santander Biuro Maklerskie

## Kwartalne wyniki finansowe

Rys. 19. Auto Partner: Wyniki kwartalne

PLNm	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	y/y	q/q
Sprzedaż	201,7	237,7	235,7	240,4	253,9	303,4	303,7	293,9	<b>326,7</b>	29%	11%
EBITDA	16,9	16,8	17,3	11,0	21,1	23,9	23,8	20,9	<b>24,0</b>	14%	15%
marża EBITDA	8,4%	7,1%	7,3%	4,6%	8,3%	7,9%	7,8%	7,1%	<b>7,3%</b>	(96)	22
Skoryg. EBITDA	15,9	18,1	17,9	11,5	19,7	25,6	25,1	21,2	<b>23,5</b>	20%	11%
EBIT	15,5	15,2	15,5	9,1	19,0	21,7	21,6	18,6	<b>21,6</b>	14%	16%
marża EBIT	7,7%	6,4%	6,6%	3,8%	7,5%	7,2%	7,1%	6,3%	<b>6,6%</b>	(86)	29
Zysk netto	10,0	9,9	10,5	4,5	12,9	16,7	15,9	13,2	<b>15,4</b>	20%	17%
marża zysku netto	5,0%	4,2%	4,4%	1,9%	5,1%	5,5%	5,2%	4,5%	<b>4,7%</b>	(35)	25
skoryg. zysk netto	10,4	11,8	11,6	6,6	12,9	17,2	16,4	12,9	<b>14,9</b>	16%	16%

Źródło: dane Spółki, Santander Bank Polska

## Prognozy finansowe

Rys. 20. Auto Partner: Rachunek zysków i strat

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Sprzedaż</b>	<b>519</b>	<b>705</b>	<b>915</b>	<b>1 155</b>	<b>1 426</b>	<b>1 722</b>	<b>2 066</b>
Koszty	388	524	673	848	1 045	1 262	1 514
<b>Zysk brutto</b>	<b>130</b>	<b>181</b>	<b>242</b>	<b>307</b>	<b>381</b>	<b>460</b>	<b>552</b>
<b>Koszty operacyjne, w tym</b>	<b>102</b>	<b>136</b>	<b>185</b>	<b>224</b>	<b>282</b>	<b>346</b>	<b>411</b>
k. sprzedaży	65	86	113	133	163	197	229
k. logistyki	26	35	51	64	87	115	142
k. zarządu	6	10	14	18	23	24	28
amortyzacja	4	5	7	9	9	10	11
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>28</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>83</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>140</b>
Pozostałe przychody oper.	0	0	0	0	-	-	-
Pozostałe koszty oper.	0	1	1	0	-	-	-
Pozostałe zyski/straty	(2)	(1)	(1)	(2)	0	-	-
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>26</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>81</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>140</b>
<b>EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>90</b>	<b>109</b>	<b>124</b>	<b>152</b>
k. finansowe (zysk)	6	1	11	7	7	7	7
<b>Wynik brutto</b>	<b>21</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>92</b>	<b>107</b>	<b>134</b>
Podatek	4	9	9	16	19	23	28
<b>Wynik netto</b>	<b>16</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>59</b>	<b>73</b>	<b>84</b>	<b>106</b>
marża brutto	25,1%	25,7%	26,4%	26,6%	26,7%	26,7%	26,7%
marża EBITDA	5,8%	6,9%	6,8%	7,8%	7,6%	7,2%	7,4%
marża netto	3,2%	4,9%	3,8%	5,1%	5,1%	4,9%	5,1%
wzrost sprzedaży	22%	36,0%	29,7%	26,2%	23,5%	20,7%	20,0%
wzrost wyniku brutto	16%	39,2%	33,3%	27,0%	24,1%	20,7%	20,0%
wzrost EBITDA	9%	62,7%	26,5%	44,6%	21,2%	14,3%	22,4%
wzrost zysku netto	8%	111,1%	1,1%	68,1%	24,4%	15,7%	25,1%

Źródło: Dane Spółki, Santander Bank Polska

Rys. 21. Auto Partner: Bilans

PLN mln	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>198</b>	<b>301</b>	<b>447</b>	<b>544</b>	<b>629</b>	<b>731</b>	<b>857</b>
gotówka	11	11	17	22	28	18	53
należności	27	41	63	82	101	122	146
zapasy	160	249	363	435	495	586	653
pozostałe	0	0	4	5	5	5	5
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>34</b>	<b>42</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>81</b>
nieruchomości	27	35	52	60	62	66	72
wart. niematerialne	6	5	5	6	6	7	7
Inne	1	2	2	2	2	2	2
<b>Aktywa</b>	<b>232</b>	<b>342</b>	<b>506</b>	<b>611</b>	<b>699</b>	<b>806</b>	<b>938</b>
<b>Zobow. krótkoterminowe</b>	<b>79</b>	<b>102</b>	<b>207</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>227</b>	<b>257</b>
dług	31	37	131	69	69	69	69
zobowiązania	43	59	62	98	121	146	175
leasing fin.	3	4	7	8	8	8	8
pozostałe	2	2	7	9	4	5	5
<b>Zobow. długoterminowe</b>	<b>77</b>	<b>80</b>	<b>44</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>
Dług	69	68	27	90	90	90	90
leasing fin.	8	11	16	19	19	19	19
pozostałe	0	1	2	3	3	3	3
<b>Kapitał własny</b>	<b>76</b>	<b>161</b>	<b>255</b>	<b>315</b>	<b>385</b>	<b>467</b>	<b>568</b>
Kapitał akcyjny	9	12	13	13	13	13	13
Kapitał rezerwowy	50	115	207	244	300	369	450
Zysk netto	16	34	35	59	73	84	106
<b>Pasywa</b>	<b>232</b>	<b>342</b>	<b>506</b>	<b>611</b>	<b>699</b>	<b>806</b>	<b>938</b>
ROCE skoryg. goodwill	20,0%	22,4%	20,5%	22,3%	21,5%	21,1%	22,3%
Dług netto	100	108	164	164	158	168	133
Dług netto/EBITDA	3,3	2,2	2,6	1,8	1,5	1,4	0,9

Źródło: Dane Spółki, Santander Bank Polska

**Rys. 22. Auto Partner: Rachunek przepływów pieniężnych**

<b>PLN mln</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>
<b>Przeływy operacyjne</b>	<b>6</b>	<b>-45</b>	<b>-79</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>8</b>	<b>56</b>
Zysk netto	16	34	35	59	73	84	106
Amortyzacja	4	5	7	9	9	10	11
<b>Zmiany w kapitale obrotowym:</b>	<b>-20</b>	<b>-86</b>	<b>-133</b>	<b>-54</b>	<b>-57</b>	<b>-87</b>	<b>-62</b>
Zapasy	-31	-89	-118	-73	-60	-91	-66
Należności	-2	-14	-23	-19	-19	-21	-24
Zobowiązania	12	16	8	38	23	25	29
pozostałe, netto	6	2	12	9	-5	1	1
<b>Przeływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>-16</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>
Inwestycje w aktywa trwałe i niemater.	-4	-5	-13	-5	-12	-15	-18
Inwestycje długoterminowe	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe, netto	9	4	-3	0	0	0	0
<b>Przeływy z działalności finansowej</b>	<b>-6</b>	<b>45</b>	<b>101</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
Zmiana w długoterminowych pożyczkach	1	5	51	2	0	0	0
Zmiana w krótkoterminowych pożyczkach	-8	0	0	0	0	0	0
Zmiana w kapitale własnym	1	49	58	1	0	0	0
Dywidendy	0	0	0	0	-3	-3	-4
Inne, netto	0	-9	-9	-16	0	0	0
<b>Zmiana gotówki, netto</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>-10</b>	<b>35</b>

*Zródło: Dane Spółki, Santander Bank Polska*



# Santander Bank Polska

17 Jana Pawła II  
00-854 Warszawa  
fax. (+48) 22 586 81 09

## Equity Research Department

Kamil Stolarski, Head of Equity Research <i>Strategy, Banks, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst</i> <i>Telecommunications, Metals &amp; Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Grzegorz Balcerski, <i>Securities Broker, Investment Adviser</i> <i>Equity Analyst, Games, Industrials, Health Care</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	grzegorz.balcerski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst</i> <i>CEE, Oil&amp;Gas</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst</i> <i>Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokółowski, <i>Equity Analyst</i> <i>Pharma, Retail</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst</i> <i>Industrials, Oil&amp;Gas, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl

## Sales & Trading Department

<b>Kamil Kalemba, Head of Institutional Equities</b>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Robert Chudala	tel. (+48) 22 586 85 14	robert.chudala@santander.pl
Alex Kamiński	tel. (+48) 22 586 80 63	alex.kaminski@santander.pl
Błażej Leśków, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 83	blazej.leskow@santander.pl
Michał Stępkowski, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 85 15	michal.stepkowski@santander.pl
Marek Wardzyński, <i>Securities Broker</i>	tel. (+48) 22 586 80 87	marek.wardzynski@santander.pl

## 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 w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr. KRS 000008723, NIP: 896-000-56-73, wysokość kapitału zakładowego 1.020.883.050 zł, wysokość kapitału wpłaconego 1.020.883.050 zł. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-030 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 2017 r., poz. 1768 – 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 2018 r. poz. 512 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417 – 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, dla tego 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 dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z Emitentem, świadcząc usługi na rzecz lub pośrednicząc 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 znajdujące się na stronie [www.bm.santander.pl](http://www.bm.santander.pl) 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” / „Niedowóżaj” / „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” / „Niedowóżaj” / „Neutralne”) - informacja ta nie powinna być traktowana jako zalecenie inwestycyjne dotyczące danego instrumentu finansowego.

System rekomendacyjny Santander Biuro Maklerskie opiera się na wyznaczaniu cen docelowych i ich relacji do ceny bieżącej instrumentów finansowych. Zawarte w niniejszym materiale informacje „Overweight” / „Underweight” / „Neutral” („Przeważaj” / „Niedowóżaj” / „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 inwestycyjnego. 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 korzystał 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 za liczy 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 metody 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 wyce na może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczydzie 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 wylicza na 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 jej 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 pokrywania znajduje się pod adresem: <https://bm.santander.pl/global-statistics.html>.

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](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 instrumentem 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.** („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 ale jest stroną umowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji dla Emitenta w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” organizowanego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

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 Emitenta, 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 zależy 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.