

Oczekując mocnych wyników w 4Q20

Kupuj podtrzymane, Cena docelowa: PLN13.3

Podtrzymujemy „Kupuj” dla Auto Partner (AP) i przed publikacją wyników za 4Q20P wyznaczamy dla niej nową 12-m cenę docelową 13,3 zł wobec 12,2 zł wcześniej. Patrząc na wzrost zysku na akcję (2019–22P CAGR: 11%) i jakość (pre lease ROCE: 27%), uważamy, że wycena AP jest atrakcyjna z P/E na 2021P na poziomie 9,4x. AP powinien też znacznie zmniejszyć dług netto / EBITDA w 2020P do zaledwie 0,4x i powrócić w 2021 r. do wypłacania dywidendy (stopa dywidendy w 2021P: 0,9%). Wyniki 1-3Q2021 r. potwierdziły, że spółce AP sprzyjają (1) odporność rynku napraw samochodowych na pandemię COVID-19, (2) kontrola nad kosztami operacyjnymi oraz (3) strukturalny wzrost marży brutto w branży części samochodowych. Sądzymy, że czynniki te utrzymają się przynajmniej w średnim terminie. Spodziewamy się również, że AP będzie w dalszym ciągu zwiększać swój udział w rynku z 9,2% w 2019 r. do 11,0% w 2022P. W krótkim terminie zakładamy, że 4Q20P również okaże się dla spółki dobrym okresem, w którym według naszych szacunków powinna ona odnotować wzrost zysku netto o 92% r/r.

IV kw. 2020P powinien być dobry dla dystrybutorów części samochodowych; oczekujemy tu wzrostu łącznej sprzedaży o 13% i wzrostu łącznego zysku netto o 77% r/r. Branża powinna skorzystać na utrzymującej się dynamice na rynku napraw samochodowych i braku presji na koszty, co powinno pomóc spółkom w znacznej poprawie przychodów i pozytywnie wpłynąć na dźwignię operacyjną. Szacujemy, że w 4Q20P spółka Auto Partner odnotowała sprzedaż na poziomie 432 mln zł (+17% r/r), zysk EBITDA w wysokości 42 mln zł (+71% r/r) i zysk netto sięgający 27,8 mln zł (+92% r/r). Spodziewamy się, że na wyniki za 4Q20P wpłynie wzrost marży brutto o 132 p.b. do 29,0% (125 mln zł, +17% r/r) połączony z pozytywnymi efektami dźwigni operacyjnej (spadek kosztów operacyjnych/sprzedaż o 1 p.p. do 20,6%). Rozwijający się rynek napraw samochodowych, utrzymująca się zdolność AP do zwiększania udziału w rynku i brak presji na koszty powinny być głównymi czynnikami odpowiadającymi za tak dobre wyniki. Zakładamy również, że wartość długu netto będzie na poziomie kilkunastu milionów.

Solidne prognozy na rok 2021P. W wywiadzie dla PAP wiceprezes spółki przedstawił prognozę na rok 2021P, w której zasygnalizował szybszy wzrost sprzedaży niż 13% r/r w 2020P i podobną marżę netto mieszczącą się w przedziale między 5,1% z 2018 r. i 6,4% z 2020P. Spodziewamy się w 2021P sprzedaży wynoszącej 2,0 mld zł (+23% r/r) i zysku netto sięgającego 125 mln zł (6,1% marży).

Zmiany w prognozie. Z uwagi na nieco wyższe marże bardzo nieznacznie (o 1%) podnieśliśmy nasze wcześniejsze prognozy dla zysku netto w latach 2020–22P.

Głównym **czynnikiem ryzyka** dla naszych prognoz jest większa od oczekiwań presja na marżę w 2021 roku.

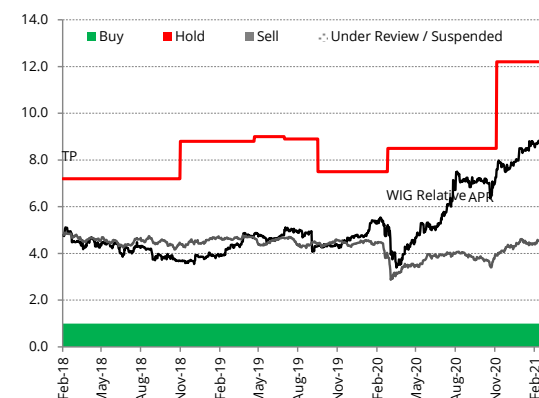
Wycena i czynniki ryzyka. Połączenie wyceny metodą DCF (14,8 zł) i wyceny porównawczej (11,8 zł), do których przypisaliśmy jednakowe wagi, pozwoliło nam ustalić 12-miesięczną cenę docelową akcji spółki na poziomie 13,3 zł (potencjał wzrostu o 48%).

Auto Partner: Prognozy finansowe*

PLNmnn	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	915	1 155	1 479	1 663	2 040	2 385
EBITDA	62	90	104	165	185	197
EBIT	55	81	84	143	161	171
Zysk netto	35	59	59	106	123	134
C/Z (x)	18,8	9,1	9,9	9,8	9,4	8,6
EV/EBITDA(x)	13,2	8,2	7,8	7,0	5,9	5,2
Stopa	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	1,0%	1,2%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie, wskaźniki 2017-19 na podstawie średnich rocznych cen akcji

Rekomendacja	Kupuj
Waga portfolio	-
Cena (PLN, 24 marzec 2021)	8,94
Cena docelowa (PLN, 12M)	13,3
Kapitalizacja (PLN mln)	929
Free float (%)	50,0
Liczba akcji (mln)	131



Wykres porównuje cenę akcji spółki do notowań indeksu WIG.

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

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

	2020P			2021P			2022P		
	nowa	Poprz.	zmiana	nowa	Poprz.	zmiana	nowa	Poprz.	zmiana
Sprzedaż	1663	1663	0%	2040	2040	0%	2385	2385	0%
EBITDA	167	165	1%	187	185	1%	200	197	1%
EBIT	144	143	1%	163	161	1%	174	171	1%
Zysk netto	107	106	1%	125	123	1%	135	134	1%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie

Główne założenia

Fig. 2. Auto Partner: Główne założenia

PLNm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Sprzedaż	355	425	519	705	915	1,155	1,479	1,663	2,040	2,385
zmiana		20%	22%	36%	30%	26%	28%	12%	23%	17%
Polska	280	347	423	549	663	770	910	964	1,122	1,264
zmiana		24%	22%	30%	21%	16%	18%	6%	16%	13%
Export	75	78	96	157	252	385	569	698	918	1,121
zmiana		4%	23%	63%	61%	53%	48%	23%	31%	22%
logistyka (tys. m ²)	41	48	52	68	87	89	104	105	116	119
zmiana		16%	9%	31%	28%	2%	17%	1%	10%	3%
sprzedaż/śred. m ² (kPLN)	9,6	9,6	10,4	11,8	11,8	13,2	15,4	15,9	18,5	20,3
chnng.		0%	9%	13%	0%	12%	17%	4%	16%	10%
Zysk brutto	96	112	130	181	242	307	387	477	574	659
marża	26,9%	26,3%	25,1%	25,7%	26,4%	26,6%	26,2%	28,7%	28,2%	27,7%
Koszty sprzedaży	40	53	65	86	113	133	173	189	235	274
jako % sprzedaży	11,4%	12,4%	12,6%	12,2%	12,4%	11,5%	11,7%	11,4%	11,5%	11,5%
Logistyka	15	20	26	35	51	73	101	113	143	172
jako % sprzedaży	4,2%	4,7%	5,1%	5,0%	5,6%	6,3%	6,9%	6,8%	7,0%	7,2%
Koszty zarządu	7	8	6	10	14	18	25	30	34	40
jako % sprzedaży	2,0%	2,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%
Koszty operacyjne	66	85	103	136	185	224	299	332	411	486
jako % sprzedaży	18,5%	20,0%	19,8%	19,3%	20,2%	19,4%	20,2%	19,9%	20,2%	20,4%
Pozostałe koszty oper.	0	-3	-2	-1	-2	-2	-4	-1	0	0
EBIT	30	24	25	44	55	81	84	144	163	174
marża	8,4%	5,6%	4,9%	6,3%	6,0%	7,0%	5,7%	8,7%	8,0%	7,3%
Amortyzacja	3	4	5	5	7	9	20	22	24	26
jako % sprzedaży	1,0%	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,8%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
EBITDA	33	28	30	49	62	90	104	167	187	200
zmiana	55,1%	-16,6%	8,6%	62,7%	26,5%	44,6%	15,9%	60,3%	12,3%	6,9%
marża	9,4%	6,5%	5,8%	6,9%	6,8%	7,8%	7,0%	10,0%	9,2%	8,4%

Źródło: Dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Wycena

Fig. 3. Auto Partner: Podsumowanie wyceny

PLN na akcję	Nowa	Stara	Zmiana
Wycena DCF	14,8	14,5	1,8%
Wycena porównawcza (oparta na 2020-2022P)*	11,8	9,9	18,9%
Cena docelowa **	13,3	12,2	8,7%

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * średnia cena wyliczona na podstawie wyceny porównawczej (PLN11,0) i średnio cyklicznej (PLN12,5), ** 50% DCF, 50% wyceny porównawczej

DCF

Fig. 4. Auto Partner: WACC

Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Zdelewarowana beta	1,0
Beta lewarowana	1,17
ERP	5,0%
Koszt kapitału własnego	8,8%
Stopa wolna od ryzyka	3,0%
Premia za dług	1,0%
Stopa podatkowa	19,0%
Koszt długu	3,2%
% długu	17%
% kapitału własnego	83%
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	2 040	2 385	2 670	2 711	2 738	2 765	2 793	2 821	2 849	2 878
EBIT	163	174	188	184	179	174	168	163	158	152
Podatek	34	36	39	38	37	36	35	34	33	32
NOPAT	129	137	148	145	141	137	133	129	125	120
Amortyzacja	19	21	23	26	29	31	31	31	30	29
Zmiany w kapitale obrotowym	49	43	20	8	5	5	5	5	5	5
Nakłady kapitałowe	23	27	30	30	30	30	30	31	31	32
Wolne przepływy pieniężne	76	88	123	133	135	133	129	124	119	113
WACC*	7,9%									
PV FCF 2019-2028P	775									
Wzrost terminalny	2,5%									
TV	2,197									
PV TV	1,029									
Całkowita wartość p-stwa	1,805									
Dług netto	67									
Obecna wartość KW	1,738									
Liczba akcji (mln)	131									
Miesięczna	4									
Bieżąca wartość (PLN)	1,772									
Bieżąca wartość na akcję (PLN)	13.5									
12M cena docelowa (PLN)	14.8									
Wzrost przychodów	22,7%	16,9%	12,0%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Wzrost FCF	-27,2%	15,9%	39,1%	8,8%	1,2%	-1,5%	-2,5%	-4,2%	-4,4%	-4,7%
Marża NOPAT	6,3%	5,8%	5,6%	5,4%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%
Capex/Przychody	1,1%	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)	2020P	C/Z 2021P	2021P	DY 2021P
MEKONOMEN	116,4	770	9,5	8,7	8,4	116,4
INTER CARS	339,0	1,239	13,2	12,2	11,7	339,0
Średnia			11,3	10,4	10,1	
Auto Partner	8,5	295	8,9	8,2	7,5	8,5
prem./dysk.			-21%	-21%	-25%	
Implik. cena			10,8	10,8	11,4	
Średnia cena			11,0			

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)	
	2020P	2021P	2020P	2021P
Zysk netto & EBITDA (PLNm)	125	135	187	200
Docelowy mnożnik (x)*	11,7	11,7	8,9	8,9
Cena na akcję (PLN)	11,2	12,1	12,7	14,2
Średnia implikowana cena (PLN)	12,5			

Źródło: szacunki Santander Biuro Maklerskie, * historyczna średnia wskaźników 1Y P/E forward i 1Y EV/EBITDA forward

Prognoza wyników 4Q19

Fig. 8. Auto Partner: prognoza 4Q20

PLNm	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	y/y	q/q
Sprzedaż	293,9	326,7	392,9	391,5	367,9	371,1	396,7	469,5	431,6	17%	-8%
EBITDA	20,9	24,0	21,5	25,0	24,5	24,7	48,6	52,8	42,0	71%	-21%
EBITDA marża	7,1%	7,3%	5,5%	6,4%	6,7%	6,6%	12,2%	11,3%	9,7%	3,1	(1,5)
EBIT	18,6	21,6	19,3	22,3	20,6	19,0	42,9	46,8	36,3	76%	-22%
EBIT marża	6,3%	6,6%	4,9%	5,7%	5,6%	5,1%	10,8%	10,0%	8,4%	2,8	(1,6)
Zysk netto	13,2	15,4	13,3	15,6	14,5	12,7	32,6	36,6	27,8	92%	-24%
Marża netto	4,5%	4,7%	3,4%	4,0%	3,9%	3,4%	8,2%	7,8%	6,4%	2,5	(1,4)

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Prognoza finansowa

Fig. 9. Auto Partner: Rachunek zysków i strat

PLNm	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Sprzedaż	1,155	1,479	1,663	2,040	2,385	2,670
Koszty	848	1,092	1,186	1,466	1,725	1,935
Zysk brutto	307	387	477	574	659	736
Koszty operacyjne, w tym amortyzacja	224	299	332	411	486	548
Zysk ze sprzedaży	83	88	145	163	174	188
Pozostałe przychody oper.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe koszty oper.	0	1	0	0	0	0
Pozostałe zyski/straty	-2	-4	-1	0	0	0
Zysk operacyjny	81	84	144	163	174	188
EBITDA	90	104	167	187	200	217
k. finansowe (zysk)	7	10	9	5	2	1
Wynik brutto	74	74	135	158	171	187
Podatek	16	16	28	33	36	39
Wynik netto	59	59	107	125	135	148
marża brutto	26,6%	26,2%	28,7%	28,2%	27,7%	27,6%
marża EBITDA	7,8%	7,0%	10,0%	9,2%	8,4%	8,1%
marża netto	5,1%	4,0%	6,4%	6,1%	5,7%	5,5%
wzrost sprzedaży	26,2%	28,1%	12,4%	22,7%	16,9%	12,0%
wzrost wyniku brutto	27,0%	26,0%	23,2%	20,5%	14,8%	11,6%
wzrost EBITDA	44,6%	15,9%	60,3%	12,3%	6,9%	8,4%
wzrost zysku netto	68,1%	0,1%	81,7%	17,2%	8,4%	9,1%

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 10. Auto Partner: Bilans

PLNm	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa obrotowe	544	596	621	682	799	944
gotówka	22	26	23	18	75	187
należności	82	101	100	123	143	161
zapasy	435	461	490	534	573	589
pozostałe	5	8	8	8	8	8
Aktywa trwałe	67	136	132	136	142	148
nieruchomości	60	126	118	122	127	132
wart. niematerialne	6	8	12	13	13	14
Inne	2	2	2	2	2	2
Aktywa	611	732	753	819	941	1,092
Zobow. krótkoterminowe	183	203	118	139	159	176
dług	76	102	0	0	-	-
zobowiązania	98	66	91	112	131	147
pozostałe	9	14	4	5	6	7
Zobow. długoterminowe	113	156	156	86	66	66
Dług	110	90	90	20	-	-
leasing fin.	0	61	61	61	61	61
pozostałe	3	5	5	5	5	5
Kapitał własny	315	372	479	593	716	850
Kapitał akcyjny	13	13	13	13	13	13
Kapitał rezerwowy	244	300	359	455	568	690
Zysk netto	59	59	107	125	135	148
Pasywa	611	732	753	819	941	1,092
ROCE skoryg. goodwill	22.3%	20.1%	27.7%	27.3%	25.9%	23.8%
Dług netto	164	166	128	63	-15	-126
Dług netto/EBITDA	1.8	1.6	0.4	0.0	-0.4	-0.9

Źródło: dane spółki, szacunki Santander Biuro Maklerskie

Fig. 11. Auto Partner: rachunek przepływów pieniężnych

PLNm	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
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

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

Equity Research

Kamil Stolarski, CFA, <i>Head of Equity Research Strategy, Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 00	kamil.stolarski@santander.pl
Paweł Puchalski, CFA, <i>Equity Analyst Telecommunications, Metals & Mining, Power</i>	tel. (+48) 22 586 80 95	pawel.puchalski@santander.pl
Tomasz Krukowski, CFA, <i>Equity Analyst Oil&Gas, Pharma & Biotech, CEE Non-Financials</i>	tel. (+48) 22 586 81 55	tomasz.krukowski@santander.pl
Adrian Kyrzcz, <i>Equity Analyst Construction, Real Estate, IT</i>	tel. (+48) 22 586 81 59	adrian.kyrzcz@santander.pl
Tomasz Sokołowski, <i>Equity Analyst Consumer, E-commerce, Gaming</i>	tel. (+48) 22 586 82 36	tomasz.sokolowski@santander.pl
Michał Sopieli, <i>Equity Analyst Industrials, Chemicals, Quantitative Analysis</i>	tel. (+48) 22 586 82 33	michal.sopiel@santander.pl
Stanisław Czerwiński, <i>Equity Analyst Gaming</i>	tel. (+48) 22 534 16 10	stanislaw.czerwinski@santander.pl

Sales & Trading

Kamil Kalemba, <i>Head of Institutional Equities</i>	tel. (+48) 22 586 80 84	kamil.kalemba@santander.pl
Mateusz Choromański, CFA, <i>Head of Sales Securities Broker, Investment Advisor</i>	tel. (+48) 22 586 80 82	mateusz.choromanski@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, 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 jakakolwiek 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 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” („Przeważają” / „Niedoważają” / „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” („Przeważają” / „Niedoważają” / „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” („Przeważają” / „Niedoważają” / „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 zalecenia 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 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 niepełność 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 księgową = (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 znajduje 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.** („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 Emitenta 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 otrzymało 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 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, świadcząc 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.