



Data sporządzenia: 23.11.2016 r.

Ticker: APR

ISIN: PLATPRT00018

CENA DOCELOWA: 4,96 zł

Pozytywna ocena spółki

Od momentu debiutu akcje Auto Partner zyskały już ponad 90% na wartości. Tak duże zainteresowanie udziałami dystrybutora części samochodowych jest powiązane m. in. z wysoką dynamiką raportowanej sprzedaży oraz dobrymi perspektywami na najbliższe lata. Naszym zdaniem w kolejnych kwartałach wyniki finansowe Auto Partner utrzymają dotychczasowe tempo wzrostu, czego rynek jeszcze w pełni nie zdyskontował, dlatego wydajemy rekomendację KUPUJ z ceną docelową: 4,96 PLN.

Na tle pozostałych dystrybutorów części samochodowych akcje Auto Partner wykazują ok. kilkunastoprocentowe dyskonto. Największa różnica obserwowana jest na mnożniku cena/zysk, którego rynkowa mediana jest o ponad 40% większa od Spółki. Zwracamy jednak uwagę, że porównywalne podmioty są największymi graczami na światowym rynku (ich mediana kapitalizacji jest ponad 90 razy większa niż Auto Partner), w związku z czym tak duża różnica w wycenie jest częściowo uzasadniona.

W trzecim kwartale przychody Auto Partner wyniosły 187,0 mln PLN (+32,0% r/r), a zysk brutto ze sprzedaży 47,8 mln PLN (+26,6% r/r), co pozwoliło na wygenerowanie marży na poziomie 25,6%. Pomimo dynamicznie rozwijającej się sieci filii (w 3Q'16 powstało 6 nowych filii, a w 2016 r. 12 vs 2 nowe filie w 3Q'15 i 8 w całym 2015 r.) Spółce udało się utrzymać koszty sprzedaży i magazynowania w relacji do sprzedaży na niezmiennym poziomie r/r (17,8%). Każda nowa filia wymaga nakładów na towar oscylujących wokół 1-2 mln PLN. Dodatkowo ponoszone są koszty związane m. in. z zatrudnieniem pracowników, czy utrzymaniem samego lokalu. Mimo to Spółce udało się osiągnąć wysoką rentowność prowadzonej działalności – zysk EBITDA wzrósł o 39,3% r/r do 13,9 mln PLN (marża EBITDA 7,4%; +0,4 p. proc r/r). Poprawie uległy również wyniki na poziomie netto (9,0 mln PLN, +69,3% r/r) – marża netto wzrosła o 1,1 p. proc do 4,8%.

W 4Q'16 spodziewamy się przychodów na poziomie ok. 170 mln PLN (26,5% r/r) oraz zysku brutto na sprzedaży w wysokości 43,9 mln PLN (+31,4%). Dzięki m. in. niższym kosztom zarządu oraz kosztom magazynowania wzrost do 6,0% powinna zanotować marża EBITDA (4,0% w 4Q'15) przekładając się na zysk w wysokości 11,3 mln PLN. Prognozujemy, że wynik netto w ostatnim kwartale wyniesie 7,1 mln PLN (+104,3% r/r). W 2017 r. spodziewamy się niższej dynamiki przychodów, co będzie efektem wolniejszego rozwoju sieci filii. Naszym zdaniem sprzedaż wyniesie 827,4 mln PLN (+20,0% r/r), a zysk EBITDA 56,0 mln PLN (+9,8% r/r). Prognozujemy, że wynik netto w 2017 r. będzie na poziomie 39,4 mln PLN (+16,7% r/r).

Auto Partner zajmuje się dystrybucją części do samochodów osobowych. Spółka w ostatnim czasie rozszerzyła portfolio swoich produktów o elementy do pojazdów marek azjatyckich i motocykli. Obecnie sprzedaż jest realizowana za pośrednictwem 70 filii (na koniec 2015 r. było ich 58). Wg. obecnych planów rozwoju celem Spółki jest posiadanie 80 filii, co naszym zdaniem zostanie osiągnięte już w 2017 r. Powierzchnia magazynowa, którą dysponuje Auto Partner wynosi 50 tys. mkw., z czego 20 tys. mkw. przypada na centralny magazyn zlokalizowany w Bieruniu, natomiast pozostałe 30 tys. mkw. jest dostępne oddziałach (średnia powierzchnia magazynowa w oddziale wynosi 300-1 000 mkw.). Część pozyskanych z oferty publicznej środków zostanie wykorzystana na utworzenie dwóch regionalnych centrów dystrybucyjno-magazynowych, które mają zostać otwarte już w 1H'17. Magazyn w

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody	425,1	518,6	689,5	827,4	959,8	1 084,6
zmiana r/r (%)	19,8%	22,0%	32,9%	20,0%	16,0%	13,0%
EBITDA	27,7	30,1	51,0	56,0	64,8	73,4
EBIT	24,3	26,2	46,4	52,5	60,9	69,2
marża EBIT	5,7%	5,1%	6,7%	6,3%	6,3%	6,4%
Zysk netto	15,1	16,3	33,8	39,4	46,3	52,9
marża netto	3,6%	3,2%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%
P / E	32,2	29,8	14,4	12,3	10,5	9,2
EV/EBITDA	20,8	19,1	11,3	10,3	8,9	7,8
DPS	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Podstawowe informacje

Kurs (23/11/2016)	4,20
Wycena metodą DCF	4,79
Wycena porównawcza	5,13
Cena docelowa	4,96

Opis spółki

Grupa Auto Partner pełni funkcję wyspecjalizowanego podmiotu logistycznego, którego podstawowym obszarem działalności jest organizacja dystrybucji części zamiennych do samochodów bezpośrednio od producentów do odbiorców końcowych. Grupa jest importerem i dystrybutorem części do samochodów osobowych i dostawczych w obszarze rynku części zamiennych.

Informacje ogólne

Liczba akcji (mln szt.)	117,0
Kapitalizacja (mln PLN)	491,4
Dług netto (mln PLN)	89,05
EV (mln PLN)	598,8
Średnia dzienna wartość obrotów 1M (tys. PLN)	255,2

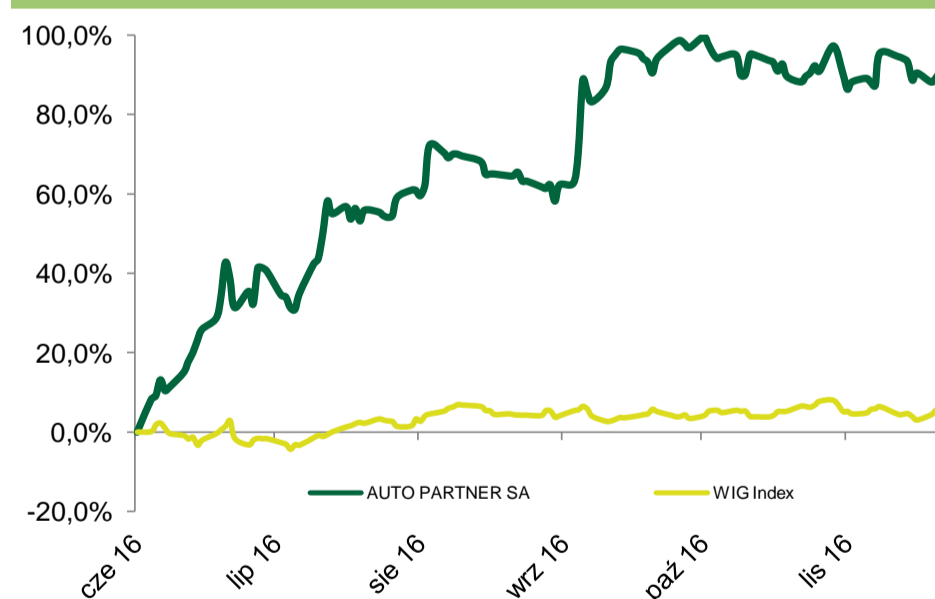
Notowania

Max cena 12M	4,39
Min cena 12M	2,2
Stopa zwrotu 1M	-0,9%
Stopa zwrotu 3M	16,0%
Stopa zwrotu 12M	90,9%

Akcjonariat

	% akcji	% głosów
1. Aleksander Górecki	35,9%	35,9%
2. Katarzyna Górecka	29,9%	30,0%
3. OFE Aegon	5,7%	5,7%
4. TFI PZU Asset Management SA	4,8%	4,8%
5. Pozostali	23,7%	23,6%

Notowania 6M



Poprzednie zalecenia:

brak

Analityk: Krzysztof Choromański
nr telefonu: 22 507 52 92
adres e-mail: krzysztof.choromanski@bgzbnpparibas.pl



Pruszkowie (powierzchnia 7 tys. mkw.) pozwoli na efektywne obsługiwane filii znajdujących się rynku warszawskim. Dodatkowo dzięki dogodnemu położeniu możliwe będzie zaopatrywanie pozostałych filii z rejonu centralnej Polski. Poza obsługą oddziałów zlokalizowanych na południu kraju powiększony o 19 tys. mkw. hub w Bieruniu będzie pełnił rolę dystrybutora na rynki zagraniczne. Szacowany koszt powyższych inwestycji będzie zbliżony do 25 mln PLN, z czego 20 mln PLN będzie stanowił towar. Następnym prawdopodobnym kierunkiem rozwoju Auto Partner jest region Poznania, gdzie za jakiś czas mogłoby się znaleźć kolejne centrum magazynowo - dystrybucyjne, które pozwoliłoby zwiększyć sprzedaż na tym obszarze.

Wszystkie obecnie posiadane filie znajdują się w Polsce. Pierwszy zagraniczny oddział powstanie w Czechach, najprawdopodobniej w przyszłym roku. Pomimo, że dobrze wygląda sprzedaż w Niemczech, z powodu wysokich kosztów Auto Partner nie planuje obecnie zakładać tam filii. Ponadto w kręgu zainteresowań Spółki znajdują się jeszcze rynki: słowacki, litewski czy łotewski. Sprzedaż zagraniczna jest obecnie obsługiwana przez magazyn w Bieruniu, a dostawy do sklepów i warsztatów są realizowane w nocy. Auto Partner posiada 60 filii własnych i 10 franczyzowych. Decyzja w jakiej formule będzie prowadzona filia zależy od jej potencjału sprzedażowego. W przypadku filii, których sprzedaż miesięczna nie przekroczy 1 mln PLN bardziej korzystne dla Spółki jest posiadanie filii franczyzowej, co pozwala ograniczyć koszty przy niższych przychodach. Jeżeli prognozowana sprzedaż miesięczna będzie powyżej 1 mln PLN Auto Partner najczęściej decyduje się na otwarcie filii własnej. Koszt otwarcia nowej filii wynosi do 2-3 mln PLN, z czego większość stanowi zakup towaru, a czas jaki nowa filia własna wymaga aby osiągnąć poziom rentowności to zazwyczaj 12-15 miesięcy.

Wg. ostatnich wypowiedzi Zarządu w 2017 r. Spółka będzie chciała przede wszystkim skupić się na doprowadzeniu do poziomu rentowności filii otwartych w bieżącym roku, co może przełożyć się mniejszy niż 2016 r. wzrost liczby nowych oddziałów. Auto Partner nie wyklucza natomiast większego rozwoju sieci franczyzowej, która wymaga mniejszych nakładów inwestycyjnych, a dzięki prowadzeniu jej przez franczyzobiorcę znacznie upraszcza logistykę. Powyższe działania powinny pozwolić ograniczyć Spółce koszty sprzedaży i magazynowania. Jedną ze sprzedawanych kategorii produktów są marki własne, będące nawet dwa razy bardziej rentowne od marek obcych. Ich sprzedaż jest jednak znacznie trudniejsza w porównaniu do pozostałych produktów. Zanim Auto Partner wprowadzi na rynek części marek własnych, musi wcześniej zbudować odpowiednią pozycję dzięki produktom obcych brandów. Biorąc pod uwagę fakt, iż Spółka jeszcze rozwija własną sieć filii, w naszych prognozach nie zakładamy znaczącego wzrostu udziału marek własnych w sprzedaży w najbliższych latach.

Do tej pory przychody ze sprzedaży krajowej Auto Partner charakteryzowały się wysokim dwucyfrowym tempem wzrostu, co jest w zgodzie z dynamiką całego rynku, a także powyżej lidera rynku – Inter Cars. Należy jednak dodać, że Inter Cars może się pochwalić ponad czterokrotnie większym udziałem rynku. Mimo to dalszy rozwój Auto Partner nadal jest możliwy. Ponieważ żaden odbiorca nie chce się w pełni uzależnić od jednego dostawcy, Spółka często jest wybierana jako kolejny partner obok Inter Cars. Dzięki temu zyskuje przewagę nad pozostałymi mniejszymi dystrybutorami jednocześnie zmniejszając dystans do lidera. Bardziej znaczące zwiększenie udziału w polskim rynku kosztem Inter Cars wydaje się na chwilę obecną niemal nierealne, m. in. z powodu rozbudowanej sieci filii w całym kraju, którą już posiada Inter Cars, a która jest w trakcie rozwoju w przypadku Auto Partner. Głównym odbiorcą towarów są warsztaty, skąd pochodzi 70% przychodów. Dodatkowo sprzedaż jest realizowana do sklepów oraz na rynki zagraniczne. Dostawcami części są zazwyczaj europejscy producenci komponentów samochodowych w przypadku brandów obcych, natomiast jeśli chodzi o elementy sprzedawane pod markami własnymi, są one importowane najczęściej z krajów azjatyckich.

Auto Partner z udziałem ok 6-7% na polskim rynku zalicza się do grona średnich dystrybutorów części. Niekwestionowanym liderem pod tym względem jest Inter Cars, którego udział wynosi ok 30%. Znacznie bardziej wyrównana konkurencja jest na kolejnych miejscach. Drugi co do wielkości dystrybutor części – Groupauto Polska Sp. z o.o. posiada ok 9% udziału w rynku. Różnice pomiędzy kolejnymi podmiotami, do których należy m. in. Auto Partner są już niewielkie, a ich udziały oscylują wokół 8-7%. Wielkość polskiego rynku motoryzacyjnego szacowana jest na ponad 15 mln samochodów osobowych. Tylko w okresie styczeń-październik 2016 zwiększył się on o ponad 1,1 mln aut, z czego 384 tys. stanowiły nowe pojazdy, a 778 tys. samochody importowane. Jeśli chodzi o rejestracje aut sprowadzonych, ich dynamika w 2015 r. wyniosła 5,8% r/r, natomiast w obecnym roku jest to 14,7% r/r. W przypadku struktury wiekowej importowanych pojazdów nadal największą grupę stanowią te najstarsze. W 2015 r. ok 55% zarejestrowanych po raz pierwszy aut używanych miało ponad 10 lat, natomiast w obecnym roku jest to już 63%. Taki trend jest korzystny z punktu widzenia Auto Partner, ponieważ starsze pojazdy mogą wymagać więcej napraw, które są zazwyczaj realizowane w niezależnych warsztatach. Potencjalnym ryzykiem są natomiast proponowane przez rząd zmiany przepisów podatkowych, w wyniku których import używanych samochodów stanie się znacznie droższy, co może się przełożyć na wyraźny spadek dynamiki wzrostu parku samochodowego w Polsce.

Tabela: Wyniki kwartalne Alumetal

	1H 2015	3Q 2015	4Q 2015	2015	1H 2016	3Q 2016	4Q 2016P	2016P
Przychody	242 583	141 647	134 408	518 638	332 522	186 952	170 026	689 500
dynamika r/r				22,0%	37,1%	32,0%	26,5%	32,9%
EBITDA	13 704	9 986	6 425	30 115	25 791	13 909	11 295	50 995
dynamika r/r				8,6%	88,2%	39,3%	75,8%	69,3%
marża EBITDA	5,65%	7,05%	4,78%	5,8%	7,76%	7,44%	6,6%	7,4%
EBIT	11 841	9 008	5 345	26 194	23 480	12 677	10 215	46 372
dynamika r/r				7,6%	98,3%	40,7%	91,1%	77,0%
marża EBIT	4,88%	6,36%	3,98%	5,05%	7,06%	6,78%	6,0%	6,7%
Zysk netto	7 585	5 298	3 455	16 338	17 754	8 970	7 057	33 781
dynamika r/r				8,1%	134,1%	69,3%	104,3%	106,8%
marża netto	3,13%	3,74%	2,57%	3,15%	5,34%	4,80%	4,15%	4,90%

Źródło: Sprawozdania Spółki, BM BGZ BNP Paribas



Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (Free Cash Flow to Firm) FCFF;
- metody porównawczej.

Metoda oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych jest jedną z najbardziej popularnych metod wyceny przedsiębiorstw. Według metody opartej na przepływach pieniężnych, wartość Spółki jest równa sumie (zdyskontowanych odpowiednim ważonym kosztem kapitału) przepływów pieniężnych, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych zostały sporządzone przy zachowaniu następujących założeń:

- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 3,0 %, premię za ryzyko rynkowe przyjmujemy na poziomie 5,5%;
- nominalny koszt kapitału obcego przyjmujemy na poziomie 5%;
- współczynnik beta przyjęliśmy na podstawie relewarowanej bety (czyli uwzględniającej stosunek zadłużenia do wartości kapitałów własnych) przy wskaźniku wyjściowym równym 1;
- wzrost wolnych przepływów po okresie prognozy zakładamy w wysokości 2% w skali roku;
- efektywną stopę podatkową przyjmujemy na poziomie 19%, która od 2018 r. skorygowana jest o tarczę podatkową z tytułu inwestycji na terenie SSE; szacunek nakładów inwestycyjnych w okresie prognozy został oparty o plany inwestycyjne Spółki; dla ostatniego roku prognozy przyjmujemy wydatki inwestycyjne na poziomie amortyzacji;
- nie zakładamy emisji nowych akcji;
- wartość kapitału własnego w estymacji WACC jest wartością rynkową (szacowaną w wycenie DCF);
- wszystkie wartości wyrażone są nominalnie;
- cena akcji została wyliczona na dzień 23.11.2016 r.

Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej. Wartość spółki szacowaliśmy na podstawie popularnych wskaźników P/E (stosunek ceny akcji do zysku spółki na jedną akcję), EV/EBIT (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych dla akcjonariuszy większościowych, długu netto oraz udziałów mniejszościowych spółki do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed oprocentowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFF oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Auto Partner jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie wydajemy zalecenie KUPUJ dla akcji Spółki z ceną docelową 4,96 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1 akcji	waga
metoda DCF	4,79	50%
metoda porównawcza	5,13	50%
wycena Auto Partner	4,96	
obecna cena akcji	4,20	
różnica (%)	18%	

Źródło: BM BGŻ BNP

Tab. Wycena metodą porównawczą

Spółka	Kapitalizacja (mln EUR)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
		2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Dystrybutorzy części samochodowych										
AUTOZONE INC	21 126,6	13,2	12,4	11,9	11,5	10,8	10,3	18,1	17,1	16,2
O'REILLY AUTOMOTIVE INC	24 000,6	15,8	14,5	13,4	14,0	12,7	11,8	24,7	22,5	20,7
GENUINE PARTS CO	13 430,7	13,3	12,6	12,8	11,5	10,8	10,4	20,7	19,6	19,0
ADVANCE AUTO PARTS INC	11 567,5	14,4	13,4	12,4	11,4	10,7	9,8	23,0	21,6	19,2
MEKONOMEN AB	573,5	13,9	11,0	10,2	10,3	8,6	8,1	12,8	10,6	10,0
UNI-SELECT INC	902,0	11,7	10,9	10,6	10,1	9,3	9,1	21,8	20,7	19,9
LKQ CORP	9 456,5	15,4	13,6	12,3	12,5	10,8	10,3	18,0	16,2	14,7
JARDINE CYCLE & CARRIAGE LTD	10 491,9	15,6	14,4	12,8	9,3	8,3	7,5	22,7	19,2	17,2
UNI-SELECT INC	902,0	11,7	10,9	10,6	10,1	9,3	9,1	21,8	20,7	19,9
INTER CARS SA	822,1	14,9	12,6	11,2	12,6	10,7	9,5	16,2	13,6	11,8
MEDIANA	9 974,2	14,2	12,6	12,1	11,5	10,7	9,6	21,3	19,4	18,1
wskaźniki Auto Partner	108,7	10,5	9,2	7,8	9,7	8,5	7,3	12,4	11,1	9,3
Premia/dyskonto do spółek porównywalnych*		-25,9%	-27,1%	-35,8%	-15,8%	-20,2%	-24,6%	-41,7%	-42,8%	-48,8%

Wycena 1 akcji (PLN)

5,13 PLN

Źródło: Bloomberg, prognozy BM BGŻ BNP, *wartość dodatnia oznacza, że spółka jest relatywnie droższa od grupy porównawczej



Tabela: Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	689,5	827,4	959,8	1 084,6	1 182,2	1 264,9	1 340,8	1 407,9	1 450,1	1 479,1
EBIT	46,4	52,5	60,9	69,2	75,7	81,6	86,3	90,3	92,8	94,7
Efektywna st. podatkowa	21%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	36,8	42,5	49,3	56,0	61,3	66,1	69,9	73,2	75,2	76,7
Amortyzacja	3,1	3,5	3,9	4,3	4,7	5,2	5,8	6,4	7,0	7,7
CAPEX	4,2	4,6	5,0	5,5	6,0	6,6	7,3	8,0	8,8	9,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	48,8	50,6	31,6	28,8	28,0	24,4	22,9	20,9	11,4	7,8
FCFF	-13,0	-9,2	16,6	26,0	32,0	40,2	45,4	50,7	62,0	66,9
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,7	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt kapitału własnego	12,6%	11,5%	10,8%	10,4%	10,1%	9,8%	9,7%	9,5%	9,4%	9,3%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
% kapitału własnego	52,3%	59,9%	65,6%	70,4%	74,1%	77,1%	79,5%	81,4%	82,9%	84,1%
% długu	47,7%	40,1%	34,4%	29,6%	25,9%	22,9%	20,5%	18,6%	17,1%	15,9%
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Suma DFCF	150,3									
Wartość rezydualna (TV)	1 050,0									
Zdyskontowana TV	499,5									
Wartość dz. operacyjnej	649,9									
Dług netto	89,1									
Wartość kapitału własnego	560,8									
Liczba akcji (mln)	117,0									
Wartość obecna jednej akcji	4,79 PLN									

Źródło: BM BGŻ BNP

P - prognozy BM BGŻ BNP

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0%	5,20	5,61	6,09	6,67	7,38
	-0,5%	4,66	4,99	5,39	5,85	6,41
	0,0%	4,19	4,47	4,79	5,17	5,62
	0,5%	3,78	4,02	4,29	4,60	4,97
	1,0%	3,43	3,63	3,86	4,12	4,42

Źródło: BM BGŻ BNP

		wzrost FCFF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Beta	1,44	8,47	9,48	10,77	12,49	14,90
	1,59	5,78	6,27	6,87	7,60	8,50
	1,74	4,19	4,47	4,79	5,17	5,62
	1,89	3,15	3,32	3,52	3,74	3,99
	2,04	2,42	2,53	2,66	2,80	2,96

Czynniki ryzyka:

- Ryzyko związane ze zmianą prawa podatkowego – rząd polski zamierza zmienić regulacje dotyczące naliczania akcyzy na sprowadzane do Polski używane samochody. Podniesienie tego podatku mogłoby się przełożyć na spadek importu aut, co znacznie ograniczyłoby wzrost polskiego rynku samochodowego.
- Ryzyko związane z popytem na samochody osobowe – Spółka jest dystrybutorem części głównie do pojazdów osobowych. W przypadku załamania popytu na samochody osobowe, w trudnej sytuacji znajdują się podmioty świadczące usługi wyłącznie w jednym segmencie.
- Ryzyko związane ze zmianami na rynku warsztatów – większość sprzedawanych części przez Auto Partner trafia do niezależnych warsztatów. Coraz bardziej konkurencyjne stają się serwisy autoryzowane (ASO), zwłaszcza jeśli chodzi o obsługę pojazdów po okresie gwarancyjnym, które do tej pory były obsługiwane głównie przez niezależne warsztaty.
- Ryzyko związane z sytuacją gospodarczą w Polsce – zdecydowana większość sprzedaży Spółki pochodzi z rynku polskiego. W przypadku pogorszenia się sytuacji gospodarczej w Polsce, zmniejszeniu może ulec popyt na samochody osobowe, a także na usługi związane z ich naprawą i utrzymaniem.



RZiS (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody ogółem	354,9	425,1	518,6	689,5	827,4	959,8	1 084,6
<i>zmiana r/r</i>		19,8%	22,0%	32,9%	20,0%	16,0%	13,0%
Koszt własny sprzedaży	259,3	313,3	387,7	511,3	613,9	711,2	803,7
Zysk brutto ze sprzedaży	95,6	111,8	130,9	178,2	213,5	248,6	280,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	26,9%	26,3%	25,2%	25,8%	25,8%	25,9%	25,9%
EBIT	30,7	24,3	26,2	46,4	52,5	60,9	69,2
EBITDA	33,2	27,7	30,1	49,5	56,0	64,8	73,4
<i>marża operacyjna</i>	8,7%	5,7%	5,1%	6,7%	6,3%	6,3%	6,4%
Zysk (strata) netto	22,6	15,1	16,3	33,8	39,4	46,3	52,9
<i>marża netto</i>	6,4%	3,6%	3,2%	4,9%	4,8%	4,8%	4,9%

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Cash flow (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy z działalności operacyjnej	-7,8	-2,6	6,5	-6,4	17,7	24,0	33,8
Zysk brutto	28,1	19,1	20,7	42,6	48,7	57,1	65,4
Amortyzacja	2,5	3,4	3,9	3,1	3,5	3,9	4,3
Zmiana kapitału obrotowego	96,6	28,1	20,1	48,8	30,6	31,6	28,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,8	-6,2	5,3	-4,2	-4,6	-5,0	-5,5
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-3,4	-6,2	-3,7	-4,2	-4,6	-5,0	-5,5
Przepływy z działalności finansowej	3,3	8,6	-6,2	-5,4	-5,4	-10,0	-11,8
Dywidenda	-5,2	-32,5	0,0	0,0	0,0	-4,6	-6,4
Odsetki	-2,8	-3,5	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-8,3	-0,2	5,6	-16,0	7,7	8,9	16,5
Środki pieniężne:							
na początek okresu	13,8	5,6	5,4	11,0	-5,0	2,8	11,7
na koniec okresu	5,6	5,4	11,0	-5,0	2,8	11,7	28,2

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

Bilans (mln PLN)	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
AKTYWA	170,3	201,6	232,4	280,2	330,9	383,4	440,2
Aktywa trwałe	37,0	31,8	34,0	35,0	36,0	37,2	38,4
Rzeczowe aktywa trwałe	29,9	23,6	27,0	28,1	29,1	30,3	31,5
Wartości niematerialne	5,9	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Aktywa obrotowe	133,4	169,8	198,4	245,2	294,9	346,2	401,8
Zapasy	106,4	129,4	160,3	214,2	248,9	284,5	317,1
Należności krótkoterminowe	21,4	25,6	27,0	35,9	43,0	49,9	56,4
Środki pieniężne	5,6	5,4	11,0	-5,0	2,8	11,7	28,2
PASYWA	170,3	201,0	232,4	280,2	330,9	383,4	440,2
Kapitał własny	48,0	59,1	76,1	109,8	149,3	190,9	237,5
Kapitał podstawowy	5,4	8,9	9,4	9,4	9,4	9,4	9,4
Kapitał zapasowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk skumulowany	42,6	50,3	66,7	100,4	139,9	181,5	228,1
Zobowiązania i rezerwy	122,4	211,1	189,6	238,0	314,1	323,6	310,5
Zobowiązania długoterminowe	32,4	49,9	77,3	77,3	77,3	77,3	77,3
Zobowiązania krótkoterminowe	89,9	92,0	79,0	93,0	104,3	115,2	125,4
<i>w tym dług odsetkowy</i>	79,6	98,9	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
EPS	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5
DPS	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Dividend yield	1%	7%	0%	0%	0%	1%	1%
BVPS	0,4	0,5	0,7	0,9	1,3	1,6	2,0
P/E	21,1	31,6	29,2	14,1	12,1	10,3	9,0
P/BV	9,9	8,1	6,3	4,3	3,2	2,5	2,0
P/S	1,4	1,1	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBIT	18,5	23,3	21,6	12,2	10,8	9,3	8,2
EV/EBITDA	17,0	20,4	18,8	11,4	10,1	8,7	7,7
EV/S	1,6	1,3	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5

Źródło: BM BGŻ BNP.

P - prognozy BM BGŻ BNP



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	krzysztof.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bm**BGZ**.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

 IPO.bm**BGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf