

**Dane podstawowe (po emisji)**

przedział ceny emisyjnej (zł)	-
wycena DCF (zł)	21,60
wycena porów naw cza	21,35 - 25,89
kapitalizacja (mln zł)*	417,98
EV (mln zł)	501,37
liczba akcji (mln szt.)	22,12
free float	56,5%
free float (mln zł)	236,16

\* przy cenie emisyjnej 18,90 zł

**Akcjonariat (przed emisją) % akcji i głosów**

EB Holding	76,0%
Casting Brake	19,0%
Halberg Holding	5,0%

**Akcjonariat (po emisji) % akcji i głosów**

EB Holding	32,7%
Casting Brake	13,8%
Halberg Holding	2,2%
Pozostali	51,3%

**Akcjonariat (po emisji z dodatkową pulą akcji) % akcji i głosów**

EB Holding	28,3%
Casting Brake	13,4%
Halberg Holding	1,9%
Pozostali	56,5%

**Opis spółki**

Grupa Automotive Components Europe (ACE) jest wyspecjalizowanym dostawcą przemysłu motoryzacyjnego. Działa jako Tier 2, czyli poddostawca elementów dla producentów hamulców (Tier 1), dostarczających je producentom samochodów (tzw. OEM). W skład grupy powstałej w 2006 r. wchodzi luksemburska spółka holdingowa ACE, hiszpańska spółka Fuchosa (mająca 44% udziału w europejskim rynku żeliwnych jarzm do hamulców) oraz polska spółka EBCC (26% udziału w europejskim rynku aluminiowych korpusów zacisków hamulców).

**Perspektywy średnioterminowe**

Okolo 97% przychodów grupy ACE stanowią kontrakty z trzema spółkami (Bosch, Continental Teves i TRW), które kontrolują 80% europejskiego rynku hamulców samochodowych.

Grupa ACE chce przeznaczyć część zebranych w ofercie publicznej środków na dalszy rozwój. W strategii spółki zakłada się, że Fuchosa umocni swoją pozycję na rynku żeliwnych odlewów dla przemysłu samochodowego zarówno przez przejęcia, jak i nowe inwestycje w przejętych podmiotach. Spółka EBCC, będąca drugim producentem w Europie, planuje zwiększenie udziałów w rynku. Grupa ACE planuje wejść w nowe segmenty produktów dla przemysłu samochodowego i zająć pozycję lidera (lub przynajmniej zostać znaczącym graczem) w nowych produktach.

Skonsolidowane przychody pro-forma wyniosły w 2006 r. 79,2 mln euro, z tego przychody ze sprzedaży żeliwnych odlewów stanowiły 54,9%, elementów aluminiowych 41,4%, a przychody z pozostałych produktów 3,7%.

Fuchosa przy stabilnych przychodach osiąga coraz niższe marże, co przekłada się na lekki spadek zysku. Z kolei EBCC notuje wzrost przychodów przy spadających marżach, co oznacza utrzymanie zysków. Niższa rentowność hiszpańskiej spółki wynika przede wszystkim z wyższych kosztów wynagrodzeń i większych wydatków związanych z logistyką. Portfel zamówień spółki Fuchosa jest starszy niż EBCC i tym samym firma jest bardziej narażona na wynikający z zapisów w kontraktach spadek cen.

**Wycena**

Wycena DCF dała wartość 1 akcji ACE na poziomie 21,4 zł. Mieści się ona w przedziale uzyskanym z wyceny porównawczej, a więc 21,37-24,89 zł, przy czym niższa wartość odpowiada porównaniom do spółek zagranicznych.

**Dane finansowe**

mln euro	2004	2005	2006 2. poł.	2006	2007p	2008p	2009p
Sprzedaż	67,68	73,63	79,17	38,54	83,46	106,19	111,43
EBITDA	14,68	16,15	15,34	6,78	18,13	21,67	24,71
EBIT	9,92	11,05	10,26	4,65	11,93	12,97	15,81
Zysk netto	5,78	7,29	6,91	4,06	8,84	9,59	12,09
EPS (euro)	0,29	0,36	0,34	-	0,40	0,43	0,55
DPS (euro)	-	-	-	-	-	-	-
CEPS (euro)	0,53	0,62	0,60	-	0,68	0,83	0,95
P/E	17,36	13,74	14,50	-	12,52	11,53	9,14
P/BV	11,38	6,22	4,30	-	3,20	2,48	1,95
EV/EBITDA	9,03	8,22	8,65	-	7,32	6,12	5,37

p - prognoza DM PKO BP S.A.

**Dom Maklerski PKO BP S.A.**ul. Puławska 15  
02-515 Warszawa  
tel. (0-22) 521-80-00

## Analityk:

**Marcin Deręgowski**

Nadzór merytoryczny:

**Andrzej Powierża**

tel. (0-22) 521-79-41

e-mail: andrzej.powierza@pkobp.pl

Informacje na temat powiązań pomiędzy DM a spółką znajdują się na ostatniej stronie niniejszego opracowania



---

## Spis treści

---

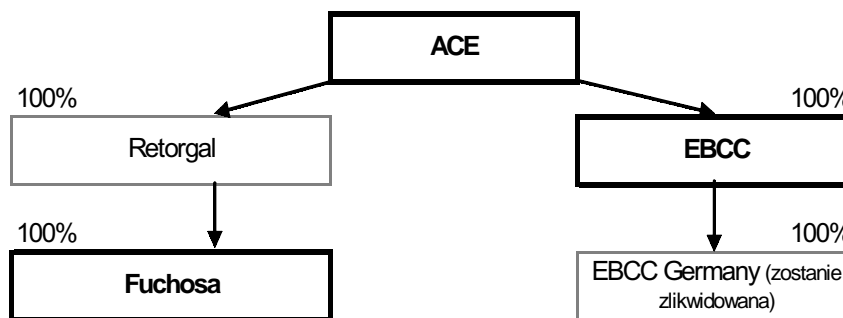
<b>I. Podsumowanie</b>	<b>3</b>
<b>II. Wycena</b>	<b>4</b>
1. Wycena DCF	4
2. Wycena porównawcza	5
<b>III. Emisja, akcjonariat, czynniki ryzyka</b>	<b>6</b>
1. Akcjonariat	6
2. Cel emisji	8
3. Główne czynniki ryzyka	8
<b>IV. Europejski rynek poddostawców dla koncernów motoryzacyjnych</b>	<b>10</b>
1. Specyfika przemysłu samochodowego	10
2. Produkcja samochodów w Europie i jej perspektywy	11
3. Produkcja hamulców	13
<b>V. Grupa ACE</b>	<b>14</b>
1. Historia grupy	14
2. ACE	14
3. EBCC	16
4. Fuchosa	18
5. Strategia i planowane akwizycje	19
6. Sytuacja finansowa	20
7. Prognozy spółki	24
8. Założenia prognoz DM PKO BP	24
<b>VI. Dane finansowe</b>	<b>26</b>



## I. Podsumowanie

Grupa Automotive Components Europe (ACE) jest wyspecjalizowanym dostawcą przemysłu motoryzacyjnego. Działa jako Tier 2, czyli poddostawca elementów dla producentów hamulców (Tier 1), dostarczających je producentom samochodów (tzw. OEM). W skład grupy powstałej w 2006 r. wchodzi luksemburska spółka holdingowa ACE, hiszpańska spółka Fuchosa (mająca 44% udziału w europejskim rynku żeliwnych jarzm do hamulców) oraz polska spółka EBCC (26% udziału w europejskim rynku aluminiowych korpusów zacisków hamulców).

### Struktura grupy ACE



Źródło: spółka, DM PKO BP

Około 97% przychodów grupy ACE stanowią kontrakty z trzema spółkami (Bosch, Continental Teves i TRW), które kontrolują 80% europejskiego rynku hamulców samochodowych. Grupa ACE chce przeznaczyć część zebranych w ofercie publicznej środków na dalszy rozwój. W strategii spółki zakłada się, że Fuchosa umocni swoją pozycję na rynku metalowych jarzm przez przejęcia podmiotów np. w Europie Środkowo-Wschodniej, jak i nowe inwestycje. Spółka EBCC, będąca drugim producentem w Europie, planuje zwiększenie udziałów w rynku. Grupa ACE planuje wejść w nowe segmenty produktów dla przemysłu samochodowego i zająć pozycję lidera (lub przynajmniej zostać znaczącym graczem) w nowych produktach.

Skonsolidowane przychody pro-forma wyniosły w 2006 r. 79,2 mln euro, z tego przychody ze sprzedaży żeliwnych odlewów stanowiły 54,9%, elementów aluminiowych 41,4%, a przychody z pozostałych produktów 3,7%.

Fuchosa przy stabilnych przychodach osiąga coraz niższe marże, co przekłada się na lekki spadek zysku. Z kolei EBCC notuje wzrost przychodów przy spadających marżach, co oznacza utrzymanie zysków. Niższa rentowność hiszpańskiej spółki wynika przede wszystkim z wyższych kosztów wynagrodzeń i większych wydatków związanych z logistyką. Portfel zamówień spółki Fuchosa jest starszy niż EBCC i tym samym firma jest bardziej narażona na wynikający z zapisów w kontraktach spadek cen.

Wycena DCF dała wartość 1 akcji ACE na poziomie 21,4 zł. Mieści się ona w przedziale uzyskanym z wyceny porównawczej, a więc 21,37-24,89 zł, przy czym niższa wartość odpowiada porównaniom do spółek zagranicznych. W naszej ocenie stanowią one lepszą grupę porównawczą z tego względu, że sama ACE jest spółką zagraniczną (dodatkowy czynnik ryzyka dla polskich inwestorów) i działa na rynku europejskim. Ostatecznie dla potrzeb wyliczenia wskaźników rynkowych spółki przyjęliśmy cenę 1 akcji na poziomie 18,9 zł, a więc uwzględniając niewielkie dyskonto z tytułu inwestycji na rynku pierwotnym.



## II. Wycena

### 1. Wycena DCF

W wycenie DCF nie uwzględniono akcji przeznaczonych dla menadżerów EBCC w ramach programu akcji menedżerskich. W ramach programu kierownictwo spółki będzie otrzymywać kwartalnie przez 4 lata opcje na akcje spółki ACE, które będą mogli wykonać po 2009 r., nabywając akcje po cenie z IPO.

Wycena DCF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Prognozowana wartość FCF</b>										
<b>EBIT (mln euro)</b>	12	13	16	17	18	18	19	20	20	21
stopa podatkowa	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
<b>NOPLAT (mln euro)</b>	9	10	12	13	14	14	15	15	16	16
Amortyzacja (mln euro)	6	9	9	6	6	6	6	6	6	6
Nakłady inwestycyjne (mln euro)	24	10	12	8	6	6	6	6	6	6
Zmiana kapitału obrotowego (mln euro)	3	10	2	2	1	1	1	1	1	1
<b>FCF (mln euro)</b>	-12	-1	7	10	13	13	14	14	15	15
<b>Kalkulacja WACC</b>										
Dług/Dług+Kapitał)	44%	36%	29%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Koszt długu po opodatkowaniu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
<b>WACC (w %)</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Wycena</b>										
<b>DFCF (mln euro)</b>	-12	-1	6	7	8	8	8	7	7	6
Suma DFCF (mln euro)	44									
Wartość rezydualna (mln euro)	225									
Zdyskontowana wart. rezyd. (mln euro)	96									
<b>Wartość firmy (mln euro)</b>	<b>140</b>									
Dług netto po emisji (mln euro)	15									
<b>Wartość kapitału własnego (mln euro)</b>	<b>125</b>									
Ilość akcji (mln szt.)	22									
<b>Wycena DCF (euro/1 akcja)</b>	<b>5,65</b>									
<b>Wycena DCF (PLN/1 akcja)</b>	<b>21,37</b>									

Źródło: DM PKO BP

Analiza wrażliwości	Koszt kapitału				
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
0,0%	19,3	19,3	19,2	19,1	19,1
0,5%	20,3	20,3	20,2	20,1	20,1
g 1,0%	21,5	21,4	21,4	21,3	21,2
1,5%	22,8	22,8	22,7	22,6	22,6
2,0%	24,4	24,3	24,3	24,2	24,1

Źródło: DM PKO BP

**2. Wycena porównawcza**

Spółka	Kraj	Ticker	Kapitalizacja (w mln euro)	P/E		EV/EBITDA	
				2007	2008	2007	2008
Montupet	Francja	MON FP	235,33	13,32	10,45	4,29	3,84
Brembo SPA	Włochy	BRE IM	757,34	15,12	12,37	7,24	6,54
Carraro SPA	Włochy	CARR IM	312,48	22,55	17,71	7,23	6,23
CIE Automotive	Hiszpania	CIE SM	992,94	18,15	12,62	8,40	6,63
Martinrea	Kanada	MRE CN	754,62	17,28	13,11	8,23	6,60
Timken Co	USA	TKR US	2375,88	12,90	11,55	5,91	5,21
Georg Fischer	Szwajcaria	FI/N SW	2265,33	14,50	13,80	8,14	7,86
GKN PLC	Wielka Brytania	GKN LN	4127,32	14,70	12,57	7,56	6,90
ElringKlinger	Niemcy	ZIL2 GR	1314,62	22,45	19,38	9,62	8,92
Le Belier	Francja	BELI FP	48,08	16,95	9,93	-	-
mediana				16,04	12,60	7,56	6,60
<b>Implikowana wartość akcji ACE (w euro)</b>				6,41	5,46	5,52	5,79
<b>Implikowana wartość akcji ACE (w PLN)</b>				24,22	20,64	20,86	21,89

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Spółka	Ticker	Kapitalizacja (w mln euro)	P/E		EV/EBITDA	
			2007	2008	2007	2008
Dębica	DBC PW	1330,59	19,20	15,70	9,30	7,80
Inter Groclin	GCN PW	91,19	19,22	15,31	7,13	6,74
Toora Poland	TOR PW	138,95	20,83	13,16	6,65	4,61
JC Auto	JCA PW	46,97	31,01	20,50	11,02	8,97
mediana			20,03	15,51	8,21	7,27
<b>ACE</b>			8,00	6,72	6,06	6,45

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

	euro	zł
<b>Porównawcza do zagranicznych spółek</b>	5,65	21,37
<b>Porównawcza do polskich spółek</b>	6,59	24,89

Źródło: DM PKO BP

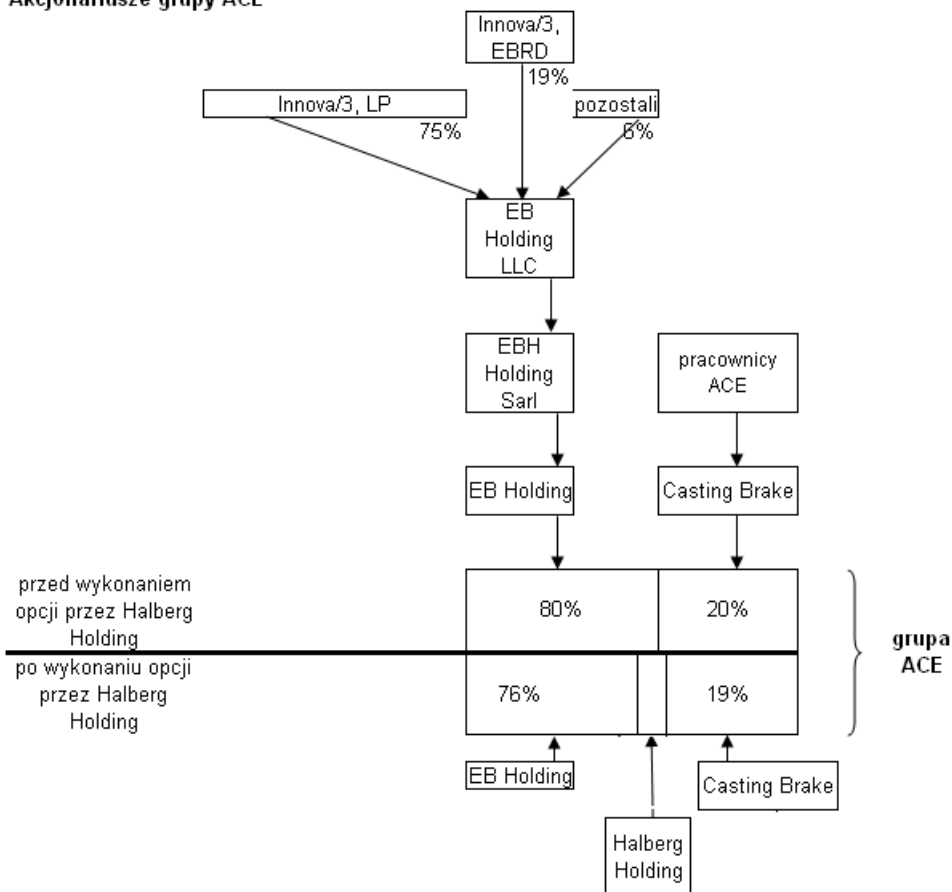
Wycena DCF dała wartość 1 akcji ACE na poziomie 21,4 zł. Mieści się ona w przedziale uzyskanym z wyceny porównawczej, a więc 21,37-24,89 zł, przy czym niższa wartość odpowiada porównaniom do spółek zagranicznych. W naszej ocenie stanowią one lepszą grupę porównawczą z tego względu, że sama ACE jest spółką zagraniczną (dodatkový czynnik ryzyka dla polskich inwestorów) i działa na rynku europejskim. Ostatecznie dla potrzeb wyliczenia wskaźników rynkowych spółki przyjęliśmy cenę 1 akcji na poziomie 18,9 zł, a więc uwzględniając niewielkie dyskonto z tytułu inwestycji na rynku pierwotnym.

### III. Emisja, akcjonariat, czynniki ryzyka

#### 1. Akcjonariat

Akcjonariuszami zarejestrowanej w Luksemburgu spółki ACE jest EB Holding (80%) i Casting Brake (20%).

#### Akcjonariusze grupy ACE



Źródło: spółka, DM PKO BP

EB Holding jest kontrolowany przez Fundusze Innova, a pośrednio 6% należy do innych akcjonariuszy. Udziałowcami Casting Brake są wysokiego szczebla pracownicy grupy ACE. Dotychczas 60% ich akcji objętych było „programem lojalnościowym” (Vesting Scheme), w myśl którego w momencie odejścia ze spółki menadżerowie automatycznie tracą posiadane akcje. Umowa obowiązuje przez 5 lat od 23 lutego 2006 r. i przewiduje w każdym kwartale zmniejszanie liczby akcji objętych programem o 1/20 posiadanych akcji. „Program lojalnościowy” zgodnie z MSR traktowany jest jako program wynagradzania akcjami i w związku z tym obciąża wyniki finansowe spółki. W momencie IPO program wygaśnie, co obciąży spółkę jednorazowym niegotówkowym kosztem w wysokości 376 tys. euro.

Opcję nabycia akcji ACE posiada Halberg Holding i zamierza z niej skorzystać. Holdingowi opcję przekazała jego spółka-matka, Halberg Guss, która była udziałowcem spółki Fuchosa i sprzedała w lutym 2006 r. 98% jej udziałów za 21 mln euro. W ramach rozliczenia m.in. uzyskała prawo nabycia 5% akcji spółki ACE w przypadku wprowadzenia jej akcji do publicznego obrotu.

Po wykonaniu opcji Halberg Holding będzie dysponował 5% akcji, EB Holding będzie miał 76%, a Casting Brake 19% akcji.

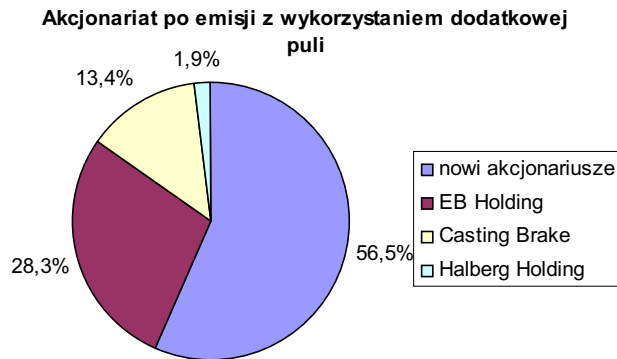
Dotychczasowa liczba akcji spółki ACE wynosi 20 050 100 akcji. W publicznej ofercie spółka zaoferuje 2 065 160 nowych akcji, a dotychczasowi akcjonariusze sprzedadzą do 10 423 316 akcji (9 288 316 w wariantcie podstawowym i dodatkowo 1 135 000, w przypadku wykorzystania Over-allotment Option). Cena emisyjna/sprzedaży akcji zostanie ustanowiona w złotych i będzie równa dla akcji nowych oraz sprzedawanych przez aktualnych akcjonariuszy.



	przed ofertą		po ofercie		po ofercie (z dodatkową pulą)	
	ilość akcji	%	ilość akcji	%	ilość akcji	%
EB Holding	15 238 076	76,0%	7 238 076	32,7%	6 260 504	28,3%
Casting Brake	3 809 519	19,0%	3 047 519	13,8%	2 954 405	13,4%
Halberg Holding	1 002 505	5,0%	476 189	2,2%	411 875	1,9%
<b>dotychczasowi akcjonariusze</b>	<b>20 050 100</b>	<b>100,0%</b>	<b>10 761 784</b>	<b>48,7%</b>	<b>9 626 784</b>	<b>43,5%</b>
sprzedane akcje	-	-	9 288 316	42,0%	10 423 316	47,1%
nowa emisja*	-	-	2 065 160	9,3%	2 065 160	9,3%
<b>nowi akcjonariusze razem</b>	-	-	<b>11 353 476</b>	<b>51,3%</b>	<b>12 488 476</b>	<b>56,5%</b>
<b>SUMA</b>	<b>20 050 100</b>	<b>100,0%</b>	<b>22 115 260</b>	<b>100,0%</b>	<b>22 115 260</b>	<b>100,0%</b>

\* maksymalny wzrost kapitału  
Źródło: spółka, DM PKO BP

Po publicznej ofercie, przy założeniu maksymalnej emisji nowych akcji i skorzystania dodatkowej puli akcji, nowi akcjonariusze posiadać będą 56,5% akcji. Dotychczasowi posiadacze akcji będą mieli następujący udział: EB Holding 28,3%, Casting Brake 13,4%, Halberg Holding (w przypadku skorzystania z opcji) 1,9%. EB Holding i Casting Brake zadeklarowali, że nie sprzedadzą pozostałych akcji przez 12 miesięcy do zakończenia oferty pierwotnej. Tymi samymi ograniczeniami objęty będzie Halberg Holding. Casting Brake będzie mógł sprzedać 5% wszystkich akcji w przypadku odwołania Jose Manuel Corrales z funkcji CEO.



Źródło: spółka, DM PKO BP

W przypadku zakończenia oferty i alokacji akcji do 30 czerwca 2007 r., panowie Zbigniew Pawłucki (prezes EBCC), Marcin Rusiecki (dyrektor finansowy EBCC) i Rolf Maurer (dyrektor sprzedaży w EBCC) otrzymają bonus w wysokości do 150% wartości rocznych dochodów. Bonus zostanie zapłacony przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Dodatkowo dla wymienionych menedżerów przewidziany jest program akcji pracowniczych, obejmujący 1 002 505 akcji. W ramach programu kierownictwo spółki będzie otrzymywać kwartalnie przez 4 lata opcje na akcje spółki ACE, które będą mogli wykonać od 2009 r., nabywając akcje po cenie z IPO. W razie rezygnacji z pełnionej funkcji wygasa prawo do przyszłych opcji, a w przypadku m.in. poważnego zaniedbania obowiązków – menedżer traci opcje za ostatni rok. W przypadku otrzymania i wykorzystania wszystkich opcji przez menedżerów, liczba akcji spółki wzrośnie do 23 117 765.

## 2. Cel emisji

ACE chce pozyskać w wyniku oferty od 11 do 13 mln euro, co po odjęciu kosztów da wpływy netto rzędu 10-12 mln euro (od 37,8 mln zł do 45,36 mln zł, wg kursu 3,78 zł za euro). Zebrane środki spółka zamierza przeznaczyć:

- na spłatę długu wobec Halberg Guss (3 mln euro; po 1,5 mln euro w ramach acknowledgement of debt i vendor note);
- na ekspansję w Europie Środkowej i Wschodniej poprzez przejęcia i łączenie odlewni;
- na inne cele w przyszłości zgodne ze strategią spółki, np na spłatę zadłużenia spółek zależnych, a w przyszłości sfinansowanie akwizycji nowo zaciągniętymi kredytami.



### 3. Główne czynniki ryzyka

Sytuacja finansowa spółki jest ściśle związana z koniunkturą w branży producentów samochodów, a ta z kolei z koniunkturą w światowej gospodarce i przede wszystkim ze wzrostem zamożności społeczeństwa, generującym popyt na nowe samochody. Niższa sprzedaż mogłaby dramatycznie przełożyć się na wyniki finansowe ze względu na stosunkowo wysokie koszty stałe (koszty osobowe i amortyzacja stanowią 30% wszystkich kosztów). Szczęśliwie obecna sytuacja gospodarcza na świecie jest bardzo dobra, co ma szansę przełożyć się na dobrą koniunkturę w branży motoryzacyjnej. Według prognoz PricewaterhouseCoopers Automotive Institute europejska produkcja samochodów ma rosnąć do 2010 r. średnio o 3,2% rocznie. Co więcej, niskie koszty pracy, dogodna lokalizacja, poprawa infrastruktury sprzyja inwestycjom koncernów motoryzacyjnych w Europie Środkowej i Wschodniej, a więc w regionie w którym działa jeden z dwóch zakładów grupy (a docelowo mają działać tu dwa z trzech zakładów).

Niewątpliwym czynnikiem ryzyka jest uzależnienie spółki od trzech odbiorców, na których przypada 98% przychodów spółki. Należy jednak zauważyć, że zrywanie współpracy z dostawcami jest stosunkowo rzadko spotykane w przemyśle motoryzacyjnym i jest mało prawdopodobne, aby na taki krok producenci hamulców zdecydowali się wobec podmiotu mającego tak znaczący udział w rynku jak EBCC (26%) i Fuchosa (44%). Działalność przedsiębiorstw typu Tier 1, Tier 2 i koncernów samochodowych jest ze sobą związana, gdyż poszczególni producenci są od siebie wzajemnie uzależnieni. Co więcej, ze względu na produkowanie przez spółki grupy hamulców do kilkuset modeli samochodów (części EBCC trafiają do 50 modeli, spółki Fuchosa – do 125), ACE jest stosunkowo słabo uzależniona od sukcesu czy porażki pojedynczego modelu. Jednak zagrożeniem dla spółki byłoby wystąpienie poważnych usterek w hamulcu produkowanym przez jednego z jego odbiorców, ponieważ oznaczałoby to zaprzestanie produkowania danego modelu hamulca i przełożyłoby się na gorszą sprzedaż innych wyrobów tego producenta, a tym samym na jego mniejsze zamówienia w spółkach grupy ACE. Wydaje się, że mocne wejście na rynek hamulców nowego producenta (trzej odbiorcy ACE mają obecnie 80% rynku) nie byłoby dużym zagrożeniem dla spółki, ponieważ nowy gracz potrzebowałby sprawdzonych dostawców części, czyli stałby się klientem spółki.

Należy nadmienić, że ewentualne kłopoty każdego z odbiorców byłyby niebezpieczne dla spółki nie tylko ze względu na zagrożenie przyszłych przychodów, ale także z punktu widzenia ryzyka kredytowego (występuje duża koncentracja ryzyka kredytowego).

Działalność spółki koncentruje się w Hiszpanii i Polsce. Przenoszenie produkcji samochodów do Europy Środkowej i Wschodniej sprzyja umacnianiu pozycji EBCC, ale może spowodować większe koszty związane z transportem elementów przez spółkę Fuchosa albo nawet utratę przez nią niektórych klientów. Celem emisji jest sfinansowanie przejęcia nowych odlewni we wschodniej i centralnej Europie, ale istnieje ryzyko niepowodzenia planów akwizycji: do przejęcia może nie dojść albo kupiona spółka może nie spełnić pokładanych w niej oczekiwań. Póki co płace w EBCC są o wiele niższe niż w spółce Fuchosa, co w połączeniu z niższymi kosztami logistyki przekłada się na wyższą rentowność polskiej spółki. Jednak w ostatnich latach można zaobserwować szybsze tempo wzrostu płac w Polsce niż w Hiszpanii. Spółka deklaruje zamiar uzależniania dalszych podwyżek od wzrostu efektywności, ale ze względu na konieczność zatrzymania kluczowych dla EBCC pracowników, może zostać zmuszona do nierespetywania tej zasady. W perspektywie kilku lat może to przełożyć się na zmniejszenie przewagi konkurencyjnej polskich zakładów.

ACE posiada znaczące zadłużenie bankowe, na które składają się zobowiązania zaciągnięte na wykup lewarowany spółek wchodzących obecnie w skład ACE. Według bilansu na koniec 2006 r. wskaźnik zobowiązania/kapitał własny wyniósł 320%. Spółki grupy mają kredyt w wysokości 16 mln euro zaciągnięty w La Caixa, kredyt w wysokości 12 mln euro w Erste Banku oraz są winne 3 mln euro Halberg Holding. Konieczność nagłej spłaty może postawić spółkę w trudnej sytuacji finansowej. Z aktualnego brzmienia umów kredytowych zawartych z bankami wynika możliwość wypowiedzenia obu kredytów bankowych po IPO, ale umowy te są obecnie renegotjowane.

Przedmiotem oferty są akcje spółki ACE, która jest jedynie spółką holdingową i nie prowadzi własnej działalności operacyjnej. Jej przychodem w gruncie rzeczy mogą być jedynie dywidendy od spółek zależnych, co z kolei ogranicza możliwość wypłaty dywidendy przez samą ACE (dywidenda może być wypłacona tylko z zysku jednostkowego ACE). Co więcej, płatność dywidendy przez spółki zależne holdingu podlega ograniczeniom wynikającym z umów kredytowych (EBCC i Retorgal mogą wypłacić dywidendę, gdy dla nich wskaźnik dług netto/EBITDA nie przekroczy 2 - według informacji przekazanych przez spółkę, obecne poziomy tych wskaźników nie blokują wypłaty dywidendy). Dodatkowo należy podkreślić, że spółka ACE zarejestrowana jest w Luksemburgu, a tym samym podlega prawu nieznanemu dobrze polskim inwestorom.



Kolejne ryzyko prawne związane jest z zapisami statutu spółki, który *de facto* gwarantuje EB Holding i Casting Brake zachowanie kontroli nad ACE nawet posiadając niewiele ponad 30% akcji.

Na działalność EBCC wpływa polskie prawo dotyczące ochrony środowiska. Spółka posiada linię do wytopu aluminium, na którą miała odpowiednie zezwolenia. Po fuzji EBCC S.A. ze Indus sp. z o.o. zezwolenie powinno przejść na nową spółkę EBCC sp. z o.o., jednak wojewoda odmówił wyrażenia zgody na takie przejście. Spółka wystąpiła o ponowne przyznanie zezwolenia na wytop aluminium, a ponieważ chodzi o tę samą linię, na którą wcześniej uzyskała zgodę, teoretycznie otrzymanie pozwolenia jest pewne. Póki co jednak spółka nie ma odpowiedniej zgody, a ewentualna odmowna decyzja Inspektora Ochrony Środowiska mogłaby wpłynąć negatywnie na przyszłe wyniki finansowe spółki.

Grupa produkuje elementy z metali i ich cena na światowych rynkach ma wpływ na działalność spółki. Jednak obecnie ACE stara się (w całości lub części) przenieść na klientów efekt zmian kosztów materiałów, a tym samym ryzyko związane ze zmiennością cen surowców jest stosunkowo niewielkie.

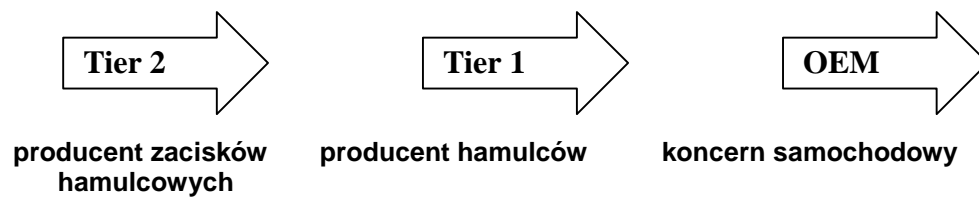
Przychody ze sprzedaży EBCC są rozliczane w euro, zaś zakupy zarówno w euro jak i złotówkach (koszty w złotych stanowiły w 2006 r. 45-50% wszystkich kosztów EBCC i ok. 20% kosztów grupy ACE). Spółka zabezpiecza się przed ryzykiem kursowym stosując dwuletnie opcje na wypadek umocnienia się złotego i zyski polskiej spółki są zabezpieczone przed wzrostem kursu złotego, ale dotyczy to wyników wyrażonych w euro). Dodatkowo jednak wzrost kursu złotego powoduje uzyskanie przez spółkę dodatnich różnic kursowych na długu zaciągniętym w euro, tak więc w obecnej sytuacji wzmocnienie się złotego nie ma negatywnego przełożenia na zysk EBCC. Z punktu widzenia polskiego inwestora ryzykiem kursowym obarczone są wyniki spółki hiszpańskiej.

## IV. Europejski rynek poddostawców dla koncernów motoryzacyjnych

### 1. Specyfika przemysłu samochodowego

Przemysł motoryzacyjny charakteryzuje bardzo bliska współpraca pomiędzy koncernami samochodowymi i jego poddostawcami. Koncerny motoryzacyjne, zwane OEM, czyli Original Equipment Manufactureres, w dużym stopniu są tylko montowniami. Elementy dostarczają dostawcy podzespołów, zwani Tier 1 (produkujący np. hamulce, siedzenia, skrzynie biegów, klimatyzację lub ogumienie), a im z kolei części dostarczają dalsi poddostawcy, zwani Tier 2 (produkujący np. części hamulców, poszycia siedzeń lub stelaże, osprzęt elektroniczny, itd).

#### Schemat zależności pomiędzy koncernem, a jego poddostawcami



Źródło: DM PKO BP

Zasady obowiązujące we współpracy pomiędzy OEM i Tier 1, przenoszą się na relacje pomiędzy Tier 1, a Tier 2. Umowy zawiera się na czas produkcji modelu samochodu i określa się w nich terminy płatności (negocjowane corocznie), a także kwestie ewentualnych awaryjnych dostaw, planowania czy jakości wyrobu. Taka forma współpracy pozwala poddostawcom na ustalenie budżetu na przyszłe projekty. Sprzyja także kontroli zapasów oraz całego procesu technologicznego.

Poszczególne modele samochodów mają określony cykl życia, który trwa 10-11 lat. Zaczyna się on fazą projektowania oraz testowania nowego modelu (okres około 2-2,5 roku), w którym uczestniczą także projektanci przedsiębiorstw Tier 1 i Tier 2. Koszty prac rozwojowych częściowo pokrywa odbiorca (Tier 1), ale dużą ich część ponosi producent (Tier 2). Po okresie projektowania i testowania, samochód trafia do produkcji na ok. 5 lat, po czym następuje odświeżenie modelu (poprzez drobne korekty kształtu, czy wyposażenia), przedłużające jego produkcję o 2-3 lata, po czym model jest wycofywany, a jego miejsce zajmuje nowy, od kilku lat przygotowywany model. Niektóre elementy, w tym np. hamulce, wykorzystywane są w kolejnych modelach bez większych zmian, tak więc cykl życia produktów grupy ACE może być dłuższy niż czas produkcji jednego modelu.

W czasie trwania projektu odbiorcy przedstawiają dwunastomiesięczne prognozy zapotrzebowania na daną część, co umożliwia poddostawcom zaplanowanie produkcji. Następnie odbiorcy przedstawiają sztywne zamówienia tygodniowe na okres 4 tygodni i szacowany popyt w okresie 2 miesięcy.

Umowy zawierane w branży motoryzacyjnej zwykle przewidują coroczny spadek cen elementów dostarczanych przez przedsiębiorstwa Tier 2. Poddostawcy dla przemysłu samochodowego doskonalą proces produkcji (m.in. zmniejszając liczbę odpadów), co oznacza dla nich niższe koszty i stanowi uzasadnienie dla Tier 1 żądania obniżenia cen. Z drugiej strony na niższe ceny wpływa także gorsza sprzedaż starych modeli samochodów i konieczność stymulowania ich sprzedaży obniżkami cen lub oferowaniem dodatkowego wyposażenia.

Tier 1 zwykle lokują swoje zakłady w pobliżu zakładów produkcyjnych koncernów samochodowych, co pozwala zaoszczędzić na kosztach transportu i lepiej dostosowywać się do wymagań finalnych odbiorców, którzy oczekują od poddostawców szybkiego i elastycznego reagowania na zamówienia. W ślad za Tier 1 idą ich poddostawcy i także starają się mieć fabryki blisko zakładów swoich klientów. Dzięki temu przemysł samochodowy zachowuje swój lokalny charakter: części do sprzedawanych w Europie samochodów produkuje się prawie wyłącznie w Europie, a konkurencja z innych regionów (np. chińska) nie jest, przynajmniej obecnie, dużym zagrożeniem.

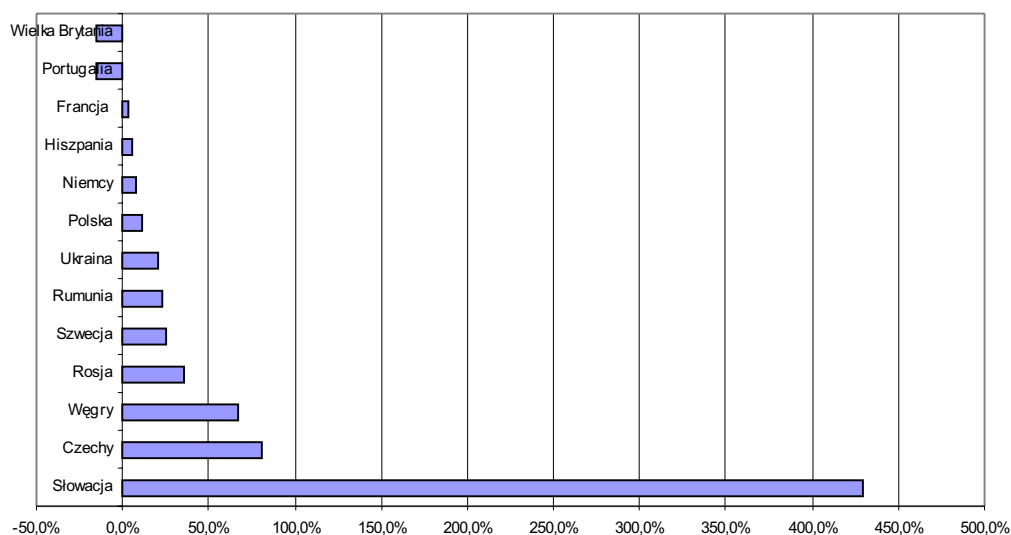


Większość koncernów ma wspólne platformy dla modeli samochodów. Dotyczy to nie tylko modeli produkowanych w ramach tej samej grupy (np. Skody i VW), ale także konkurujących ze sobą przedsiębiorstw. Powoduje to ujednoczenie wymagań technicznych i technologicznych dla poddostawców. Dzięki takiemu rozwiązaniu EBCC produkuje elementy dla 16 platform, na których montowane jest 50 modeli aut. Elementy hiszpańskiej spółki Fuchosa wykorzystywane są w blisko w 125 modelach.

## 2. Produkcja samochodów w Europie i jej perspektywy

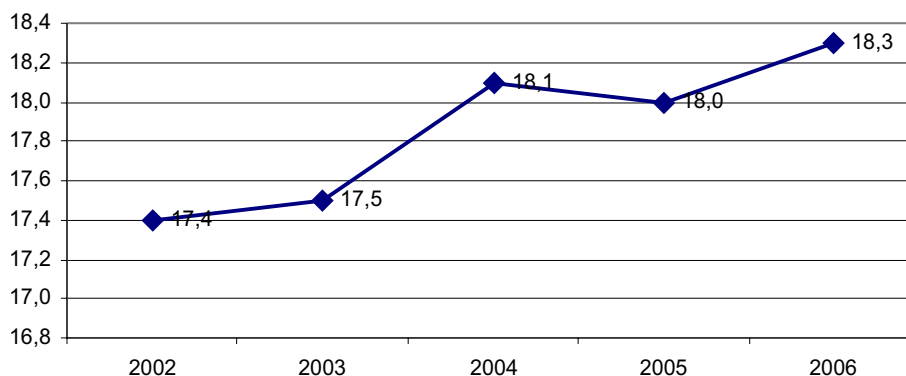
W latach 2002 – 2006 wyprodukowano rocznie średnio 17,86 mln sztuk samochodów. W ubiegłym roku produkcja osiągnęła poziom 18,3 mln sztuk, a UE (wraz z krajami Europy Wschodniej) stanowiła 32% światowej produkcji. PricewaterhouseCoopers Automotive Institute prognozuje do 2010 r. zwiększenie rocznej produkcji o blisko 2,8 mln sztuk (wzrost średnio o 3,2% każdego roku). Coraz więcej producentów samochodów lokalizuje swoje fabryki w Europie Środkowo – Wschodniej i właśnie na ten region będzie przypadać ponad 40% oczekiwanego wzrostu produkcji. Prognozuje się, że na Słowacji produkcja wzrośnie o 429%, a w Czechach o 81%. Ze względu na przenoszenie produkcji do naszego regionu, wzrost produkcji w Niemczech i we Francji będzie minimalny, a w Wielkiej Brytanii i Portugalii oczekiwany jest nawet spadek produkcji.

Zmiana wielkości produkcji samochodów w latach 2005-2010 (w %)



Źródło: PwC Automotive Institute/AUTOFACTS Global Light Vehicle Outlook (wydanie z 3 kw. 2006 r.)

Produkcja samochodów w Europie (w mln sztuk)



Źródło: spółka, DM PKO BP



## Nowe samochody zarejestrowane w krajach Unii Europejskiej i EFTA

	styczeń- grudzień '06	styczeń- grudzień '05	zmiana (w %) 06/05	I kw . '07	I kw . '06	zmiana (w %) 07/06
AUSTRIA	308 594	307 915	+0,2	75 859	77 999	-2,7
BELGIA	526 141	480 088	+9,6	163 858	177 645	-7,8
DANIA	156 275	148 819	+5,0	34 205	36 403	-6,0
FINLANDIA	145 700	148 161	-1,7	40 202	43 809	-8,2
FRANCJA	2 000 549	2 067 789	-3,3	519 191	526 502	-1,4
NIEMCY	3 467 961	3 342 122	+3,8	717 536	797 143	-10,0
GRECJA	267 706	269 733	-0,8	79 325	76 059	+4,3
IRLANDIA	178 826	171 732	+4,1	100 773	94 322	+6,8
WŁOCHY	2 321 099	2 237 444	+3,7	733 223	704 105	+4,1
LUKSEMBURG	50 837	48 517	+4,8	14 423	14 222	+1,4
HOLANDIA	483 994	465 152	+4,1	160 295	159 913	+0,2
PORTUGALIA	194 684	206 488	-5,7	49 514	51 963	-4,7
HISZPANIA	1 499 032	1 528 877	-2,0	410 534	413 626	-0,7
SZWECJA	282 766	274 301	+3,1	68 402	61 256	+11,7
WIELKA BRYTANIA	2 344 864	2 439 717	-3,9	688 476	669 206	+2,9
<b>UNIA EUROPEJSKA (EU15)</b>	<b>14 229 028</b>	<b>14 136 855</b>	<b>+0,7</b>	<b>3 855 816</b>	<b>3 904 173</b>	<b>-1,2</b>
ISLANDIA	17 129	18 060	-5,2	3 103	5 334	-41,8
NORWEGIA	109 164	109 907	-0,7	33 742	24 622	+37,0
SZWAJCARIA	268 894	264 941	+1,5	62 109	62 997	-1,4
<b>EFTA</b>	<b>395 187</b>	<b>392 908</b>	<b>+0,6</b>	<b>98 954</b>	<b>92 953</b>	<b>+6,5</b>
<b>EU15+EFTA</b>	<b>14 624 215</b>	<b>14 529 763</b>	<b>+0,7</b>	<b>3 954 770</b>	<b>3 997 126</b>	<b>-1,1</b>
BULGARIA	-	-	-	11 186	8 723	+28,2
CZECHY	123 987	127 376	-2,7	30 105	27 568	+9,2
ESTONIA	25 515	19 581	+30,3	7 651	5 137	+48,9
WĘGRY	193 462	198 982	-2,8	42 076	44 940	-6,4
ŁOTWA	25 626	16 680	+53,6	7 939	4 569	+73,8
LITWA	14 044	10 467	+34,2	3 844	2 990	+28,6
POLSKA	239 038	235 504	+1,5	72 763	58 462	+24,5
RUMUNIA	-	-	-	59 910	51 170	+17,1
SŁOWACJA	59 084	56 916	+3,8	13 189	12 852	+2,6
SŁOWENIA	60 026	59 324	+1,2	16 586	16 611	-0,2
<b>EU (Nowe kraje)*</b>	<b>740 782</b>	<b>724 830</b>	<b>+2,2</b>	<b>265 249</b>	<b>233 022</b>	<b>+13,8</b>
<b>UNIA EUROPEJSKA</b>	<b>14 969 810</b>	<b>14 861 685</b>	<b>+0,7</b>	<b>4 121 065</b>	<b>4 137 195</b>	<b>-0,4</b>
<b>RAZEM (EU+EFTA)</b>	<b>15 364 997</b>	<b>15 254 593</b>	<b>+0,7</b>	<b>4 220 019</b>	<b>4 230 148</b>	<b>-0,2</b>

\* bez Malty i Cypru  
Źródło: ACEA, DM PKO BP

Prognozy produkcji samochodów osobowych w Polsce są optymistyczne. Do 2010 r. produkcja ma wzrosnąć o 12% i osiągnąć poziom 700 tys. sztuk. Powodem tego jest rozpoczęcie produkcji nowych modeli samochodów w dotychczasowych fabrykach, a także nowe inwestycje koncernów samochodowych.

W latach 1991-2006 zainwestowano w krajach Europy Środkowo – Wschodniej około 20 mld dolarów. Inwestycje spowodowały wzrost udziałów tego rejonu w światowej produkcji samochodów z 5% do 6,8%. Poprawa i rozwój infrastruktury, uregulowanie prawa, a także wykwalifikowana kadra spowoduje dalszy rozwój przemysłu motoryzacyjnego w tym regionie. Według prognoz PricewaterhouseCoopers Automotive Institute w kolejnych pięciu latach do Europy Środkowo – Wschodniej zostanie przeniesiona produkcja o wartości blisko 6 mld dolarów. Głównymi beneficjentami tego procesu będą Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Rumunia oraz Słowenia. Światowe koncerny zachęcają do inwestycji

w nowo przyjętych krajach UE nadal mniejsze koszty pracy, które jeszcze przez dłuższy czas nie osiągną zachodnioeuropejskiego poziomu. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, iż kraje Europy Środkowo – Wschodniej mają wysoki wzrost gospodarczy, a tym samym same stanowią ciekawy rynek zbytu.

Według danych ACEA sprzedaż samochodów osobowych w I kw. 2007 r. osiągnęła poziom 4,12 mln (o 0,4% mniej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku). Spadek o 48,35 tys. sztuk (-1,2 %) zanotowano w krajach dawnej 15 UE, a wzrost o 32,2 tys. (13,8%) w krajach przyjętych po 1 maja 2004 r. (dane nie obejmują Malty i Cypru). Wyniki sprzedaży w I kw. stawiają pod lekkim znakiem zapytania optymistyczne prognozy wzrostu produkcji, ale naszym zdaniem możliwe jest osiągnięcie prognozowanej przez PricewaterhouseCoopers Automotive Institute rocznej stopy wzrostu.

### **3. Produkcja hamulców**

Hamulce tarczowe, uważane za bezpieczniejsze, stopniowo wypierają hamulce bębnowe. W przednich osiach stosuje się zawsze hamulce tarczowe (36,2 mln sztuk hamulców wyprodukowanych w 2006 r.), a jarzma stosowane w tego typu systemie wykonane są z żeliwa. Aluminiowe korpusy zacisków hamulcowych w przedniej osi spotyka się głównie w droższych modelach, ale oczekuje się coraz powszechniejszego stosowania tego materiału do produkcji zacisków w przyszłości. W tylnych osiach montuje się hamulce tarczowe (72% produkcji, 26,1 mln sztuk w 2006 r.), a w tańszych modelach hamulce bębnowe, do których nie stosuje się korpusów zacisków i jarzm (28% produkcji, 10,1 mln sztuk w 2006 r). Do produkcji zaczepów hamulcowych w tylnych osiach zawsze wykorzystywane jest żeliwo. W tego typu hamulcach mają zastosowanie aluminiowe korpusy zacisków.

Według analizy Knight Wendling GmbH obecnie postęp technologiczny w produkcji hamulców sprowadza się do projektowania nowych tarczy hamulcowych i korpusów zacisków, a w dużo mniejszym stopniu na rozwijaniu nowych wzorów jarzm. Niezależnie od trendów związanych z popularnością efektywnie wyglądających elementów aluminiowych, na wybieranie elementów żeliwnych lub metalowych wpływać będzie cena tych metali.

Europejski rynek dostawców podzespołów hamulców dla koncernów samochodowych (Tier 1) jest w 80% zdominowany przez trzy firmy: Continental Teves, TRW oraz Bosch.

Rynek producentów elementów do systemu hamulcowego (tzw. Tier 2) charakteryzuje się wysokimi barierami wejścia. Od przedsiębiorstw z tego sektora wymagany jest wysoki poziom technologii oraz jakość produkcji. Dla porównania, inwestycje w modernizację wrocławskiego zakładu w latach 2000-2005 wyniosły 30 mln euro, a nakłady hiszpańskiej spółki w instalację drugiej i trzeciej linii odlewniczej odpowiednio 10,6 mln euro i 9,5 mln euro. W prowadzeniu biznesu ważne jest wykorzystanie skali produkcji oraz długoterminowe relacje ze znaczącymi klientami.

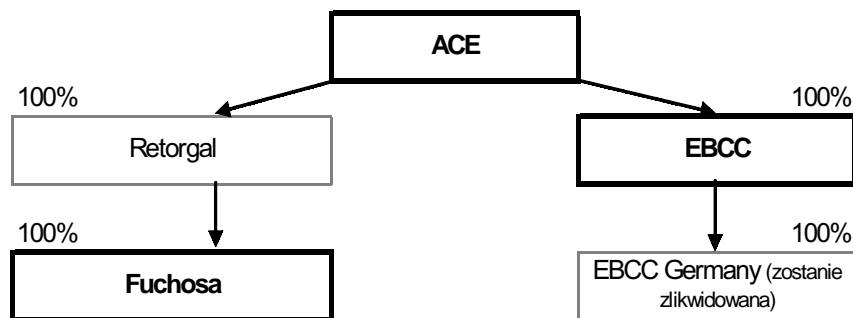


## V. Grupa ACE

### 1. Historia grupy

Grupa ACE jest wyspecjalizowanym dostawcą przemysłu motoryzacyjnego. Działa jako Tier 2, czyli poddostawca elementów dla producentów hamulców (Tier 1), dostarczających je dla producentów samochodów (tzw. OEM). W skład grupy powstałej w 2006 r. wchodzi luksemburska spółka holdingowa ACE, hiszpańska spółka Fuchosa (mająca 44% udziału w europejskim rynku żeliwnych jarzm do hamulców) oraz polska spółka EBCC (26% udziału w europejskim rynku aluminiowych korpusów zacisków hamulców).

#### Struktura grupy ACE



Źródło: spółka, DM PKO BP

Fuchosa powstała w 1987 r., kiedy istniejąca od 1967 r. odlewnia przekształciła się w spółkę pracowniczą (Sociedad Anonima Laboral). Od początku lat 90. firma budowała swoją pozycję rynkową poprzez specjalizację i produkcję kluczowych elementów dla branży motoryzacyjnej. W 1996 r. spółka weszła w skład Valfond Group, zmieniając nazwę na obecnie obowiązującą. W 2006 r. nastąpił wykup MBO sfinansowany przez Fundusze Innova i dokonany za pomocą spółki Retorgal. W lutym 2006 r. Retorgal zakupił 98,1% udziałów spółki Fuchosa od Halberg Guss za 21 mln euro. Umowa przewidywała 18 mln euro natychmiastowej płatności (sfinansowane m.in. kredytem w wysokości 16 mln zł zaciągniętym w konsorcjum 9 banków pod przewodnictwem la Caixa) i 3 mln euro odroczonej płatności. Jednocześnie przyznano Halberg Guss prawo nabycia 5% ACE za 500 tys. euro (prawo to przeszło następnie na Halberg Holding), m.in. w przypadku debiutu giełdowego ACE.

EBCC została utworzona w 1961 r. jako wewnętrzna spółka producenta elementów do systemów hydraulicznych WSK (potem PZL). Po oddzieleniu się od PZL spółka działała samodzielnie, rozpoczynając produkcję zacisków hamulców tarczowych. W 1999 r. EBCC została przejęta przez Valfond Group. Rok potem zaczęła współpracę z TRW Automotive. W maju 2005 r. Fundusze Innova wykorzystwały kredyt zaciągnięty w Erste Bank Acquisition Finance i przejęły EBCC Poland. W wyniku transakcji 100% akcji spółki zostało przejętych przez spółkę Indus sp. z o. o., która w grudniu 2006 r. połączyła się z EBCC Poland, tworząc EBCC sp. z o. o.

W sytuacji kiedy fundusze Innova pośrednio kontrolowały 96% EBCC i uczestniczyły w wykupie menedżerskim spółki Fuchosa, powstał pomysł, aby połączyć obie spółki, wcześniej wspólnie należące do Valfond Group (Fuchosa w l. 1995-2002, EBCC w l. 1999-2005). Po 100% udziałów w spółce Indus i Retorgal wniesiono do założonej w połowie 2006 r. spółki ACE.

### 2. ACE

ACE funkcjonuje jako spółka-matka holdingu i w związku z tym bezpośrednio nie prowadzi działalności gospodarczej. Grupa ACE ma 100% udziałów w EBCC i w Retorgal, z kolei Retorgal 100% udziałów w spółce Fuchosa.

Zarządzanie spółką powierzone jest Radzie Dyrektorów (Board of Directors) oraz Dyrektorowi Generalnemu (Chief Executive Officer, CEO). W spółce nie ma więc oddzielnych organów zajmujących się prowadzeniem spraw spółki oraz reprezentacją



(zarząd w modelu niemieckim, przyjętym w Polsce) i nadzorem (rada nadzorcza lub komisja rewizyjna) - wszystkie te kompetencje przysługują członkom Rady Dyrektorów, w skład której wchodzi Dyrektorzy Wykonawczy i Niewykonawczy. Dyrektorzy Niewykonawczy (Non-Executive Directors) to osoby nie kierujące spółką ani nie zatrudnione w niej, w pewnym stopniu wykonujące funkcje członków rady nadzorczej w spółce modelu niemieckiego.

Po ofercie publicznej Rada Dyrektorów składać się będzie z minimum 7 członków, z tego z co najmniej 4 Dyrektorów Niewykonawczych. Dyrektorzy powoływani są przez walne zgromadzenie akcjonariuszy, ale ograniczone zostało grono podmiotów mogących wskazać kandydatów na te funkcje. Do czasu, gdy EB Holding posiada co najmniej 20% głosów, ACE może mianować 3 osoby do Rady Dyrektorów (jeśli nastąpi spadek poniżej 20%, jego kompetencje przejmują posiadacze co najmniej 1% głosów). Casting Brake mianuje 2 członków tak długo jak kontroluje co najmniej 10% głosów, jeżeli jego udział spadnie poniżej 10% ale utrzyma się powyżej 5%, Casting Brake będzie wskazywać jedną osobę i definitywnie utraci to prawo gdy jego udział spadnie poniżej 5% (jego prawa przejmą wtedy posiadacze co najmniej 1% głosów). Dwóch niezależnych dyrektorów (Independent Directors) desygnują akcjonariusze posiadający co najmniej 1% głosów.

Rada wybiera wśród swoich członków prezesa, jednego lub więcej wiceprezesów i Dyrektora Generalnego (CEO), z tym że tak długo jak w skład rady wchodzi kandydaci EB Holding, prezes pochodzi z grona ich kandydatów. Prezes ma decydujący głos w przypadku równowagi w głosowaniu. Rada może mianować i zmienić sekretarza, odpowiadającego za protokolowanie obrad rady i WZA, który nie musi być członkiem Rady.

Do kompetencji Dyrektora Generalnego należą wszystkie sprawy nie przekazane Radzie. W bieżącym kierowaniu spółką Dyrektor jest wspierany przez komitet zarządczy, składający się z wyższej kadry kierowniczej spółki (Senior Officers). Wyżsi menadżerowie nominowani są przez Dyrektora Generalnego i wybierani przez Radę (większością głosów, za musi głosować większość Dyrektorów Niewykonawczych i co najmniej jeden Dyrektor Niezależny). W sprawach należących do Dyrektora Generalnego ma on prawo samodzielnie reprezentować spółkę.

W przypadku rezygnacji jednego z członków Rady, nowa osoba jest mianowana tymczasowo większością głosów przez pozostałych członków Rady (w przypadku odejścia osób wyznaczonych przez EB Holding lub Casting Brake, potrzebna jest zgoda desygnującego podmiotu). Wybór potwierdza następne walne.

Do wyłącznej kompetencji Rady Dyrektorów należy m.in.:

- a) zatwierdzenie rocznego budżetu, operacyjnych i długoterminowych planów;
- b) zatwierdzenie rozszerzenia produkcji;
- c) zatwierdzenie zakupów i sprzedaży aktywów oraz podejmowanie innych zobowiązań nie przewidzianych w budżecie, przekraczających 250 tys. euro (związanych z podstawową działalnością) lub 125 tys. euro (nie związanych z podstawową działalnością);
- d) decydowanie o przejęciu akcji i udziałów innych spółek;
- e) emitowanie akcji;
- f) zakładanie spółek zależnych;
- g) zwoływanie WZA dotyczącego likwidacji, fuzji, obniżenia kapitału, umorzenia akcji, wypłaty dywidendy i zmiany statutu;
- h) powoływanie, odwoływanie i zatwierdzenie wynagrodzenia Senior Officers proponowanych przez Dyrektora Generalnego;
- i) zatwierdzenie struktury organizacyjnej w spółce i zależności między spółkami a filiami;
- j) zatwierdzenie planu opcji na akcje dla pracowników;
- k) decydowanie o kwestiach głosowanych na WZA spółek zależnych.



Reprezentować spółkę może dwóch dyrektorów, z których jednym musi być Dyrektor Niewykonawczy, a drugim dyrektor nominowany przez EB Holding lub Casting Brake (tak długo jak choć jeden taki dyrektor zasiada w radzie) albo jedna osoba umocowana zgodnie ze statutem.

Następujące uchwały rady wymagają zatwierdzenia przez Niezależnych Dyrektorów (tzn. za głosować musi co najmniej jeden z dwóch lub dwóch z trzech lub więcej Niezależnych Dyrektorów):

- a) propozycje uchwał WZA dotyczących wyboru audytora;
- b) transakcje pomiędzy spółką i dyrektorami, znaczącymi akcjonariuszami, akcjonariuszami mającymi przedstawicieli w Radzie, itp.;
- c) emisje akcji w ramach kapitału docelowego i ograniczenie lub wyłączenie prawa poboru.

Warto podkreślić, że prawo luksemburskie rozróżnia pomiędzy Zwykłym Walnym Zgromadzeniem i Nadzwyczajnym Walnym Zgromadzeniem

Według umowy akcjonariuszy, tak długo jak EB Holding będzie posiadał 10% głosów w kapitale spółki, w następujących sprawach będzie głosował na WZA tylko zgodnie z otrzymaną na 7 dni przed walnym pisemną zgodą Casting Brake:

- a) zmiana profilu działalności spółki;
- b) zmiana statutu spółki w rezultacie której nastąpiłoby osłabienie praw Casting Brake;
- c) sprzedaż lub inne pozbycie się spółek zależnych;
- d) likwidacja lub rozwiązanie spółki lub jej spółek zależnych.

Prawo w Luksemburgu zakłada, że jeśli zostanie przekroczony (lub po zwiększeniu nastąpi spadek) poziom 10%, 20%, 33 1/3%, 50%, 66 2/3% ogólnej liczby głosów należy poinformować o tym spółkę oraz CSSF (organ nadzorujący rynek finansowy). Do obliczeń udziału stosuje się odpowiednie przepisy prawa luksemburskiego, pod pewnymi względami odmienne od przepisów polskich.

Spółka musi co roku przeznaczyć 5% zysku netto na rezerwy, aż osiągną one 1/10 kapitału akcyjnego. O ewentualnej wypłacie dywidendy może zdecydować WZA, po uwzględnieniu sytuacji finansowej ACE. Dywidenda dla polskich akcjonariuszy będzie opodatkowana w wysokości 15% wyłącznie w Luksemburgu (zgodnie z umowami w Polsce nie będzie pobierany podatek). ACE podlega podatkowi majątkowemu (0,5% od aktywów netto), a od podwyższenia kapitału należna jest opłata skarbowa w wysokości 1%.

### **3. EBCC**

EBCC (European Brakes and Chassis Components), z siedzibą we Wrocławiu, jest wiodącym producentem korpusów zacisków hamulcowych z aluminium. Elementy produkowane przez spółkę można znaleźć w najbardziej znanych markach samochodów.

Spółka ma 26% udziału w europejskim rynku aluminiowych elementów (druga pozycja w branży po Le Belier, który ma 50% rynku; Le Belier produkuje także odlewy, jarzma i cylindry). Oprócz Le Belier działającego we Francji, Włoszech, Węgrzech i Jugosławii, znaczącymi konkurentami w branży są Altur (ulożony w Rumunii producent tłoków i aluminiowych zatrzasków) i Montupet (producent części do systemów hamulcowych, aluminiowych felg; działający w Hiszpanii, Wielkiej Brytanii i Irlandii).

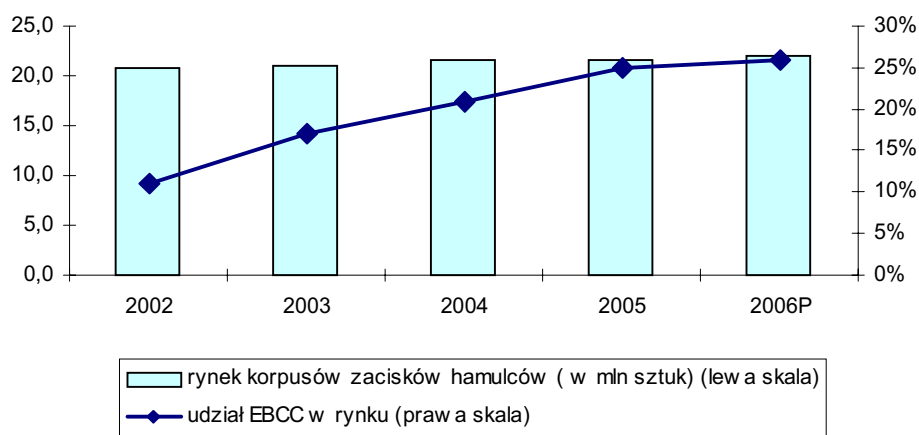
Spółka zajmuje się odlewaniem aluminiowych części do hamulców i ich obróbką (podlega jej 86% wyrobów). Zakład produkcyjny we Wrocławiu ma powierzchnię 21 351 m<sup>2</sup> i zatrudnia blisko 390 osób. Wyposażony jest w 4 w pełni zautomatyzowane linie do odlewania elementów aluminiowych. Całkowita roczna wydajność odlewni wynosi 9 430 ton (wykorzystanie wyniosło 73% w 2006 r.). Zakład posiada ponadto 17 obrabiarek numerycznych na 6 liniach produkcyjnych, których całkowite roczne wykorzystanie wyniosło 92% w 2006 r.



Proces produkcji elementów zaczyna się kiedy aluminium trafia do odlewni. Następnie materiał jest testowany chemicznie i podlega stopieniu. Płynny materiał trafia do pieca elektrycznego, gdzie jest czyszczony i podlega kontroli, po czym specjalna maszyna wykonuje odlew z płynnego aluminium i następuje chłodzenie. Kolejnym etapem jest wypalanie i kontrolowanie przy użyciu defektoskopu. Potem produkt trafia do obróbki mechanicznej, podlega kontroli i jest wysyłany do odbiorcy.

Obecnie na rynku producentów systemów hamulcowych można zaobserwować zastępowanie hamulców bębnowych hamulcami tarczowymi. Powoduje to, że rynek aluminiowych korpusów zacisków hamulcowych rośnie szybciej niż europejski rynek samochodowy. Aluminiowe elementy są zawsze stosowane w tylnych osiach, rzadziej w przednich, co powoli się zmienia i w czym można upatrywać kolejny znaczący segment dla producentów tych elementów.

### Wielkość produkcji korpusów zacisków hamulców i udział EBCC w rynku

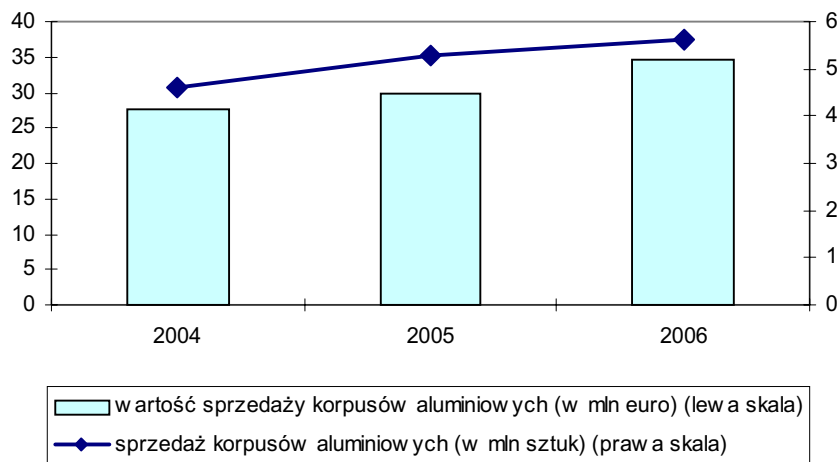


Źródło: spółka, DM PKO BP

W ostatnich latach udział EBCC w rynku korpusów stopniowo się zwiększał: w 2005 r. wyniósł 25%, a według szacunkowych danych w 2006 r. osiągnął 26%. W tym samym czasie rynek tych elementów rósł z 20,9 mln sztuk w 2002 r. do 22 mln sztuk w 2006 r.

Zwiększanie udziału w rynku było możliwe nie tylko dzięki oferowaniu atrakcyjnych cen (efekt niższych kosztów osobowych) i wysokiej jakości, ale i dogodnej lokalizacji (bliskość zakładów zwiększających masowo produkcję) oraz dobrej kondycji finansowej (niektórzy

### Wartość sprzedaży korpusów aluminiowych



Źródło: spółka, DM PKO BP

konkurenci nie byli w stanie utrzymywać odpowiednich zapasów i tym samym byli mniej atrakcyjnymi kontrahentami dla producentów hamulców). Spółce sprzyja też dominująca pozycja na rynku spółki Le Belier – producenci hamulców nie chcą uzależniać się zbyt od jednego poddostawcy.

W 2006 r. sprzedaż wyniosła 34,6 mln euro (w porównaniu 27,5 mln euro w 2004 r. i 30 mln euro w 2005 r.), co oznacza 9,3% wzrostu w 2005 r. i 15,3% w 2006 r. Ilościowo sprzedaż wzrosła z 4,6 mln sztuk w 2004 r. do 5,3 mln sztuk w 2005 r. i 5,6 mln sztuk w 2006 r. Głównymi odbiorcami elementów aluminiowych są TRW (zakłady we Francji i Czechach), Continental Teves (fabryka w Niemczech) oraz Bosch (zakłady we Francji). EBBC w swoich kontraktach bazuje na umowach zawieranych ad-hoc - klienci przysyłają roczne prognozy zapotrzebowania. Spółka rozszerza swoją działalność na rynku korpusów aluminiowych (wzrost dostaw do TRW i Continental) oraz pozyskuje nowych klientów (od 2006 r. współpraca z Bosch).

Poziom przychodów EBCC jest uzależniony od cen aluminium. Zgodnie z prowadzoną polityką spółka przerzuca całe ryzyko zmiany cen na odbiorcę i cena produktu składa się z 3 elementów: ceny aluminium, wartości dodanej w procesie odlewania i wartości obróbki korpusu. Tak więc wzrost cen surowca powoduje zwiększenie przychodów i kosztów spółki, ale utrzymany zostaje poziom zysku (mimo że ze względu na nominalny wzrost przychodów spada marża).

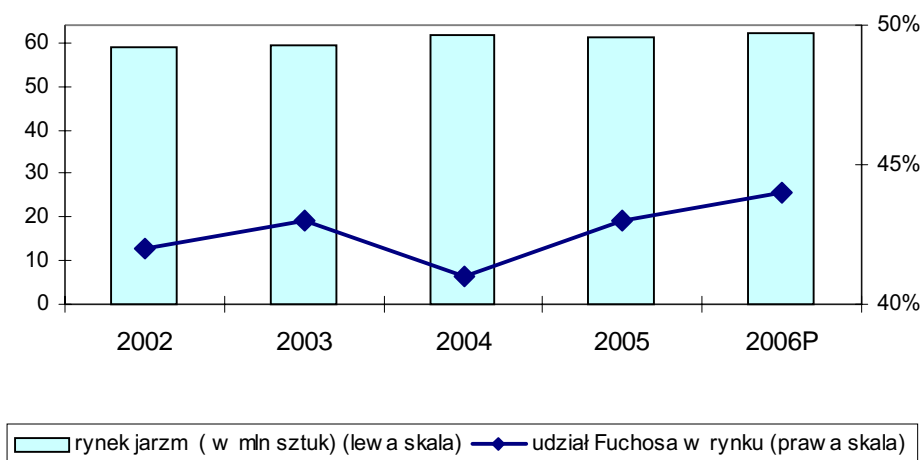
#### 4. Fuchosa

Fuchosa, z siedzibą w Atxondo w Hiszpanii, jest producentem żeliwnych elementów dla przemysłu samochodowego. Posiada 44% udziałów w europejskim rynku żeliwnych jarzm, co daje jej pozycję lidera. Głównymi konkurentami w branży są Intermet Europe (działający w Portugalii i Niemczech producent metalowych odlewów dla branży motoryzacyjnej), Funderia Condals (działający w Hiszpanii) oraz AFC (we Francji).

Zakład produkcyjny w Atxondo ma powierzchnię 11 926 m<sup>2</sup> i zatrudnia 291 pracowników. Posiada 4 piece odlewnicze oraz 3 linie produkcyjne. Całkowita roczna wydajność wynosi 39 600 ton i była bliska pełnego wykorzystania w 2006 r.

Proces produkcji jarzm składa się z topienia, odlewania, chłodzenia i kontroli. W pierwszej fazie stal przygotowywana jest do procesu produkcji. Następnie materiał topiony jest w temperaturze 1500 stopni Celsjusza, podlega procesowi chemicznemu i chłodzeniu przy pomocy programu kontrolującego topienie. W procesie odlewania stopiony materiał mieszany jest z odpowiednio dobranymi i zważonymi komponentami (m.in. z węglem koksowym), po czym trafia do formy odlewniczej. Następnie materiał jest chłodzony, badany przy pomocy defektoskopu, poddany testom wytrzymałościowym i piaskowaniu. W kolejnym etapie następuje szlifowanie, po czym element trafia do hydraulicznych pras działających z mocą od 20 do 60 ton. Po kontroli produkt trafia do sprzedaży.

Wielkość produkcji jarzm i udział Fuchosy w rynku



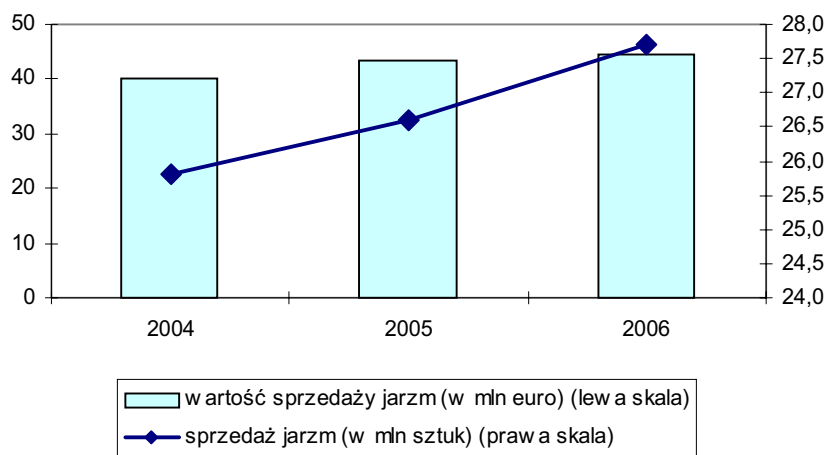
Źródło: spółka, DM PKO BP



Ze względu na rosnące wykorzystanie hamulców tarczowych, rynek jarzm do hamulców rośnie szybciej niż rynek samochodów. W ostatnich latach udział spółki Fuchosa w rynku pozostaje na stałym poziomie (w 2005 r. 43%, a według prognoz w 2006 r. 44%). W analogicznym okresie produkcja wzrosła z poziomu 59,2 mln sztuk do 62,2 mln sztuk w 2006 r.

W ostatnim roku sprzedaż elementów żelaznych wyniosła 44,5 mln euro (dla porównania 40,2 mln euro w 2004 r. i 43,6 mln euro w 2005 r), co oznacza wzrost o 8,5% w 2005r. i o 2,1% w 2006 r.. Ilościowo sprzedaż wyniosła w 2004 r. 25,8 mln sztuk, w 2005 r. 26,6 mln sztuk, a w 2006 r. 27,7 mln sztuk. Dobre wyniki spółka zawdzięcza zwiększeniu poziomu produkcji, wprowadzeniu nowych produktów oraz dostosowywanie się do wymagań klientów.

#### Wartość sprzedaży jarzm



Źródło: spółka, DM PKO BP

Głównymi odbiorcami elementów z żelaza jest TRW, Continental Teves oraz Bosch. Spółka ma zawartych kilka długoterminowych umów ramowych z klientami.

W 2004 r. Fuchosa zanotowała znaczący spadek marż wynikający ze wzrostu cen złomu, ale w 2006 r. udało się spółce wynegocjować z klientami wprowadzenie mechanizmu wspólnej partycypacji w zmianie kosztów surowców. Cena surowca jest negocjowana kwartalnie. Punktem wyjścia jest cena bazowa z poprzedniego kwartału. W przypadku niewielkiego wzrostu ceny jest on dzielony pomiędzy spółkę i jej klientów (proporcje zależą od umów z poszczególnymi klientami), a znaczący wzrost ceny surowca jest w całości przerzucany na klienta. W 2004 r. ceny złomu wzrosły o 71%, a w 2005 r. i 2006 r. o 2% w każdym z tych lat.

Spółka Fuchosa korzystała w latach 2004 – 2006 z ulg podatkowych związanych z działalnością inwestycyjną. Pozwoliło to zredukować zobowiązania podatkowe o 596 tys. euro w 2004, 1018 tys. euro w 2005 i 736 tys. euro w 2006 r.

#### 5. Strategia i planowane akwizycje

Grupa ACE chce przeznaczyć część zebranych w ofercie publicznej środków na dalszy rozwój. W strategii spółki zakłada się, że Fuchosa umocni swoją pozycję na rynku żeliwnych odlewów dla przemysłu samochodowego zarówno przez przejęcia, jak i nowe inwestycje w przejętych podmiotach. Spółka EBCC, będąca drugim producentem w Europie, planuje zwiększenie udziałów w rynku. Dodatkowo ACE stawia na wzrost umiejętności pracowników, poprawę wyposażenia i technologii.

W latach 2007-2011 spółka planuje połączenia w ramach swojej grupy niektórych funkcji. Połączenie obszaru inżynierii pozwoli na poprawę technologii produkcji zarówno w obszarze elementów z żeliwa jak i aluminium. Konsolidacja serwisu dla klientów zapewni większą elastyczność i dostosowywanie się do potrzeb odbiorców. Planowana jest integracja w obszarze logistyki, finansów, IT i rachunkowości. Pozwoli to polepszyć wyniki finansowe spółki oraz wpłynie na jeszcze lepszą jakość wyrobów. Przewagą grupy jest fakt, że dysponuje unikalnym know-how w zakresie tak aluminiowych jak i żeliwnych części hamulców.



Grupa ACE zamierza umacniać swoją pozycję na rynku. Za cel stawia sobie satysfakcję klientów, poprzez współpracę z przedsiębiorstwami typu Tier 1 i elastyczność w procesie technologicznym, wyższą jakość produktów i serwisu, długoterminowe relacje z odbiorcami. Konkurencyjność cenową mają zapewnić spółce niższe koszty (szczególnie w spółce EBCC) oraz planowane przejęcia w Europie Środkowej i Wschodniej. W ramach grupy nastąpi stały wzrost efektywności oraz wyższy poziom specjalizacji. Zarówno Fuchosa jak i EBCC zamierzają współpracować z sektorem Tier 1 przy wprowadzeniu nowych technologii hamulców, w których wykorzystywane są aluminiowe korpusy zacisków hamulców i żeliwne jarzma.

Obecnie w ramach grupy produkowane są korpusy zacisków hamulców z aluminium (EBCC) i zaczepy z żeliwa (Fuchosa). W latach 2007-2010 planowane jest uruchomienie produkcji nowych elementów. Strategia zakłada, że ACE będzie inwestować w segmenty dające nadzieje na zdobycie znaczącego udziału rynkowego (pozycja w pierwszej trójce) w okresie 3-5 lat. Grupa ACE zleciła CTIF (francuski instytut zajmujący się odlewami) przygotowanie listy potencjalnych nowych produktów, spełniających zdefiniowane przez spółkę warunki (odlewy żelazne lub aluminiowe, przemysł samochodowy, zaawansowana technologia, duża skala produkcji). Z przedstawionej listy wybrano trzy produkty w segmencie żeliwnym i trzy w segmencie aluminiowym.

W IV kw. 2007 r. ma ruszyć w EBCC produkcja aluminiowego elementu TMC (the master cylinders - pompka hamulcowa), który jest bardzo ważną częścią układu hamulcowego związanego z hydrauliką pojazdu. Udział tego produktu ma wynieść 8% całkowitej produkcji aluminiowych elementów i podwoić się w kolejnych 3 latach. Pod koniec 2008 r. rozpoczęta ma być produkcja korpusów zacisków do hamulców przednich (spółka została wybrana przez dwóch swoich klientów do prac nad przednimi korpusami do samochodów wysokiej klasy).

EBCC i Fuchosa zostały zaproszone przez jednego z producentów hamulców (z którym nie współpracują dotychczas) do współpracy nad rozwojem nowej technologii, przewidującej wykorzystanie tak zaczepów jak i korpusów zacisków. Jeżeli prace się powiedzą, to kontrahent wprowadzi ten element do produkcji, a zwykle w takiej sytuacji zlecenie dostaje podmiot współpracujący przy fazie projektowej.

W obszarze wyrobów żelaznych nowa produkcja będzie uzależniona od planowanych przejęć i inwestycji w centralnej i wschodniej Europie. Obecnie spółka inicjuje rozmowy w sprawie ewentualnych przejęć w regionie. W przejętych zakładach ACE planuje wprowadzenie swojego know-how, który wraz z niższymi kosztami pracy spowodują osiągnięcie rentowności wyższej niż dotychczas notowana przez grupę. Spółka zainteresowana jest firmami mogącymi produkować dla przemysłu samochodowego, mającymi silną bazę klientów (OEM, Tier 1 lub Tier 2), doskonałe wyposażenie lub technologię oraz wyszkolonych pracowników. Jest jednak w stanie zaakceptować spółki mające tylko kilka ze wskazanych elementów, ponieważ grupa ACE może dostarczyć swoje know-how i kontakty z klientami.

## **6. Sytuacja finansowa**

Grupa ACE została utworzona w połowie 2006 r., w związku z tym jedyne istniejące „normalne” sprawozdanie finansowe obejmuje okres od lipca do grudnia 2006 r. Spółka prezentuje także dane finansowe pro-forma, które bazują na wynikach finansowych spółek Fuchosa i EBCC od 1 stycznia 2004 r. Wyniki pro-forma przedstawiają hipotetyczną sytuację finansową grupy ACE w latach 2004 – 2006 r. i nie w pełni odzwierciedlają faktyczne wyniki spółki. Sprawozdania pro-forma oparte są m.in. na następujących założeniach:

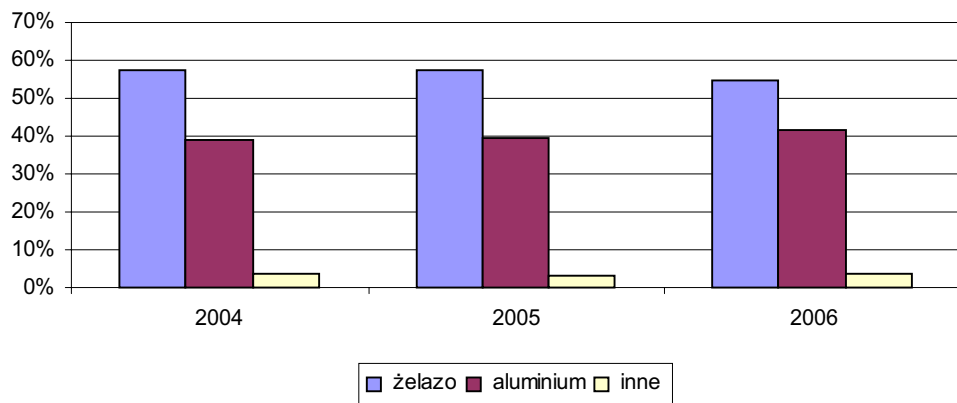
- a) Przyjęto, że grupa ACE istnieje w obecnym kształcie od początku 2004 r. (faktycznie powstała 21 lipca 2006 r.);
- b) Nadwyżka wartości połączonych biznesów ponad wartość aktywów netto grupy ACE z 1 stycznia 2004 r. (teoretyczny goodwill) została przedstawiona w aktywach jako „pro-forma adjustment” (w naszym raporcie prezentujemy tę pozycję jako „hipotetyczny goodwill”);
- c) Ponieważ przejęcia spółki Fuchosa przez Retorgal i EBCC przez Indus były finansowane długiem, założono, że dług istnieje od 1 stycznia 2004 r. Jako koszt długu przyjęto efektywne oprocentowanie w 2006 r. (dla spółki Retorgal wynosi 4,2%, dla Indus 4,98%) i założono spłatę odsetek na koniec roku. Od daty przejęcia i zaciągnięcia kredytów, koszty finansowe są szacowane na podstawie historycznych danych.



d) Założono, że wszystkie płatności pomiędzy dawnymi akcjonariuszami EBCC i Fuchosa miały miejsce przed 1 stycznia 2004 r. Dotyczyło to m.in. dywidendy płaconej przez spółkę Fuchosa (w 2004 r. 856 tys. euro, a w 2005 r. 5001 tys. euro). Kwoty te odjęto od kapitału spółki Fuchosa i sklasyfikowano jako dywidenda płatna na dzień 1 stycznia 2004 r. Jednak nie uwzględnia tego rachunek przepływów pieniężnych pro-forma (wyplata dywidendy jest wykazana w roku, w którym faktycznie została wypłacona).

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży pro-forma wyniosły w ostatnim roku 79,2 mln euro. Dla porównania w 2005 r. przychody miały poziom 73,6 mln euro (wzrost o 7,6%), a w 2004 r. 67,8 mln euro. Branżowo w 2006 r. przychody pro-forma z elementów z żeliwa stanowiły 54,9% wszystkich przychodów, elementy aluminiowe 41,4%, a przychody z pozostałych produktów 3,7%. Stały wzrost przychodów spowodowany jest zwiększeniem udziałów w rynku (głównie EBCC), rozwojem i poprawą jakości, pozyskiwaniem nowych klientów oraz polepszającą się koniunkturą w branży samochodowej.

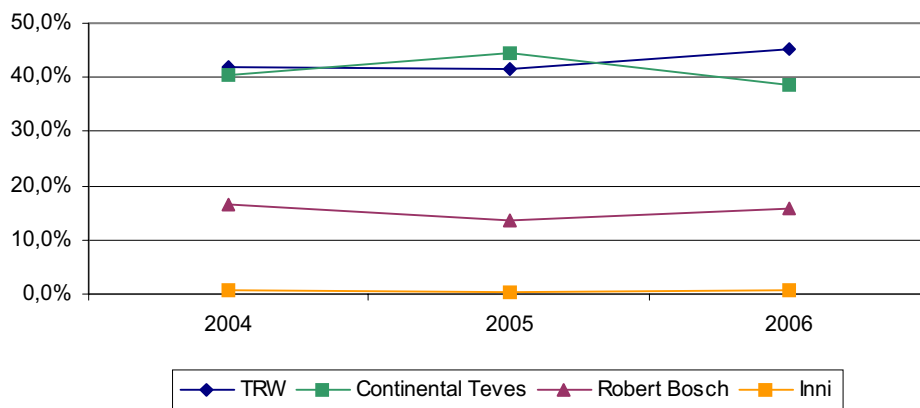
### Przychody grupy ACE wg. branż



Źródło: spółka, DM PKO BP

Okolo 97% przychodów grupy ACE stanowią kontrakty z trzema spółkami (Bosch, Continental Teves i TRW), które kontrolują 80% europejskiego rynku hamulców samochodowych. W 2006 r. najwięcej, bo ponad 45%, stanowiły przychody z kontraktów z TRW. W kolejnych latach planowane jest zwiększenie dostaw do TRW, głównie przez EBCC. Prawie 39% przychodów stanowią umowy zawarte z Continental Teves, a 16% przychody z umów z Bosch (który jest klientem EBCC dopiero od zeszłego roku).

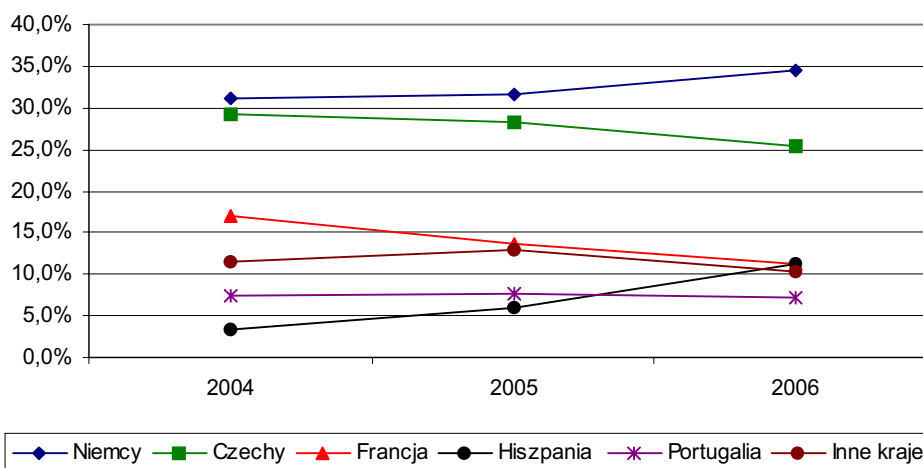
### Przychody grupy ACE wg. klientów



Źródło: spółka, DM PKO BP



## Przychody grupy ACE wg. struktury geograficznej



Źródło: spółka, DM PKO BP

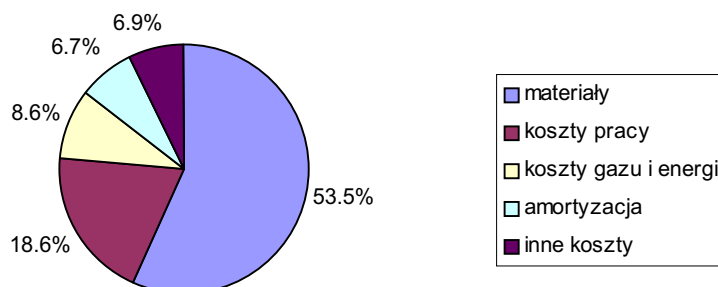
Według struktury geograficznej najwięcej przychodów stanowią produkty sprzedane do Niemiec (34,6% przychodów w 2006 r.), w dalszej kolejności do Czech (25,5% w 2006 r.), Francji (11,3% przychodów), Hiszpanii (11,3% przychodów), Portugalii 7,1%, a do innych krajów 10,2%.

Struktura kosztów sprzedanych towarów i produktów w ostatnich latach była stabilna. W 2006 r. najwięcej, bo około 53,5%, stanowiły koszty materiałów. Koszty pracy wyniosły 18,6% (28% w spółce hiszpańskiej i 15% w polskiej), a koszty gazu i energii 8,6%. Udział amortyzacji w kosztach wyniósł w 2006 r. 6,7%. Pozostałe koszty stanowiły 6,9%. W ostatnim roku nastąpił wzrost kosztów energii. W spółce Fuchosa ceny energii wzrosły o 11,3% (w styczniu i lutym 2007 r. o 7,5-8%). W EBCC energia zdrożała w 2006 r. o 4,5%, a ceny gazu były wyższe o blisko 22% (w 2007 r. przewidywany jest wzrost cen gazu o 10%).

Według danych pro-forma w latach 2004 – 2006 koszty pracy stanowiły ok. 23% wszystkich kosztów. Są one wyższe w spółce Fuchosa niż w EBCC, choć w polskiej spółce rosła o wiele szybciej (w 2006 r. średnia pensja wynosiła 737 euro, wzrost o 10,6% do 2005 r., zaś średnia pensja w spółce Fuchosa wyniosła 1971 euro – wzrost o 4,6%).

W 2006 r. koszty sprzedaży (w tym koszty transportu, pakowania i sprzedaży) wzrosły o 18,6% i wyniosły 2,478 mln euro. Przyczynił się do tego wzrost kosztów związany z tworzeniem działu sprzedaży w EBCC i wzrost kosztów pakowania w spółce Fuchosa oraz większa sprzedaż. Koszty ogólnego zarządu to przede wszystkim koszty wynagrodzeń (od 48% do 54% całkowitych kosztów administracyjnych w latach 2004 – 2006) oraz koszty materiałów biurowych, usług obcych i amortyzacji.

## Struktura kosztów sprzedanych produktów i towarów grupy ACE w 2006 roku

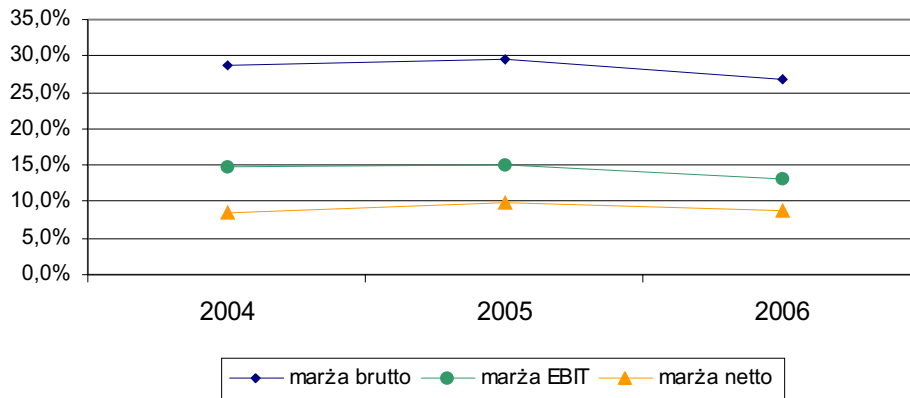


Źródło: spółka, DM PKO BP

Marża brutto na sprzedaży grupy ACE wyniosła w drugiej połowie 2006 r. 25,9%. Według wyników finansowych pro-forma w całym roku marża brutto osiągnęła poziom 26,8% (dla porównania w 2004 r. osiągnięto 28,6%, a w 2005 r. 29,4%).

W drugiej połowie 2006 r. marża EBIT wyniosła 12,1%. Według sprawozdania pro-forma marża EBIT ukształtowała się w 2006 r. na poziomie 13% (w 2004 i 2005 r. odpowiednio 14,7% i 15,0%). Spółka wypracowała od lipca do grudnia 2006 r. marżę netto na poziomie 10,5%, a wg sprawozdania pro-forma marża netto wyniosła w 2006 r. 8,7% (w 2004 r. 8,5%, a w 2005 r. 9,9%).

**Marże grupy ACE, według wyników pro-forma**



Źródło: spółka, DM PKO BP

Na słabszy wynik spółki drugim półroczem 2006 r. miało wpływ kilka czynników. W grudniu przez 8 dni strajkowała załoga spółki Fuchosa, co przyniosło około 370 tys. euro straty. Ze względu na program lojalnościowy dla kierownictwa spółki Fuchosa spółka poniosła niegotówkowy koszt w wysokości 309 tys. euro. Na wyniku spółki zaważyły także koszty, w wysokości 90 tys. euro, jakie poniosła spółka w związku z fuzją Indus – EBCC, wymiana form odlewniczych (128 tys. euro) oraz niekorzystny kurs walutowy (dalsze wzmocnienie się złotego).

W ostatnich latach Fuchosa przy stabilnych przychodach osiąga coraz niższe marże, co przekłada się na spadek zysku. Z kolei EBCC notuje wzrost przychodów przy lekko spadających marżach, co oznacza stabilny poziom zysków. Niższa rentowność hiszpańskiej spółki wynika przede wszystkim z wyższych kosztów wynagrodzeń i większych wydatków związanych z logistyką. Portfel zamówień spółki Fuchosa jest starszy niż EBCC i tym samym firma jest bardziej narażona na wynikający z zapisów w kontraktach spadek cen.

Na koniec 2006 r. skonsolidowane zobowiązania ACE wynosiły 51 257 tys. euro, z tego 31 980 przypadło na kredyty bankowe i inne pożyczki. Odsetkowe zobowiązania spółek grupy składają się wyłącznie z 2 kredytów bankowych i 2 pożyczek, które powstały w wyniku przejęcia spółki Fuchosa przez Retorgal oraz EBCC przez dawną spółkę Indus.

EBCC winna jest Erste Bankowi 12 534 tys. euro tytułem kredytu zaciągniętego przez dawną spółkę Indus na przejęcie EBCC (po fuzji EBCC S.A. i Indus sp. z o.o. kredyt przeszedł na EBCC sp. z o.o.). Oprocentowanie kredytu wynosiło EURIBOR + 3,25% marży, a za pomocą instrumentu cap maksymalny poziom oprocentowania ustalony jest na poziomie 4,25%. Spłata ma nastąpić jednorazowo w 2010 r.

Retorgal winny jest grupie banków pod przewodnictwem La Caixa 16 446 tys. euro, z tego 14 mln spłacane jest w półrocznych ratach po 1 mln euro, a 2 mln euro stanowi kredyt odnawialny udzielony do 2013 r. Oprocentowanie wynosi EURIBOR plus 1,75% marży, ale Fuchosa za pomocą swapu wymieniła oprocentowanie zmienne na stałe w wysokości 3,51% dla 12 mln długu.

Odroczona płatność części ceny za nabycie spółki Fuchosa od Halberg Holding wynosi w sumie 3 mln euro, po 1,5 mln euro w ramach acknowledgement of debt i vendor note. Oprocentowanie tego długu wynosi 5%, a spłata tych zobowiązań ma nastąpić po IPO (w przypadku niedotrzymania tego warunku, m.in. zwiększone zostanie oprocentowanie długu do 8%, a Halberg Holding będzie uprawniony do konwersji długu na akcje, po cenie emisyjnej).



W 2006 r. spółka spłaciła 6 113 tys. euro długu bankowego i przeklasyfikowała 2 533 tys. euro do zobowiązań krótkoterminowych.

W ostatnich latach zawarto liczne umowy związane ze świadczeniem dla poszczególnych spółek grupy usług przez menadżerów ACE i ich spółki, m.in.:

a) w listopadzie 2006 r. EBCC zawarła z Jerzym Żabnickim (byłym prezesem EBCC) umowę o świadczenie usług doradczych (wynagrodzenie wynosi 23 tys. zł, czyli 7 308 euro, miesięcznie, umowa wygasa 1 maja 2008 r.);

b) w lutym 2007 r. zawarto objętą klauzulą poufności umowę z Carlosem Caba, zatrudnionym jako inżynier jakości w spółce Fuchosa od 1997 r.);

c) w maju 2006 r. zawarto umowę pomiędzy EBCC i Caba Quality Consulting z siedzibą w Bilbao (Hiszpania) dotyczącą usług konsultingowych (w ramach miesięczne wynagrodzenie Carlosa Caba wynosi 2 500 euro);

d) w lutym 2005 r. zawarto umowę pomiędzy Sekco Operating Company i EBCC w ramach której Hugh Aiken (dyrektor ACE) będzie świadczył usługi m.in. dotyczące konsultacji w zakresie inżynierii (roczne wynagrodzenie wynosi 50 tys. euro, płatne jest w miesięcznych ratach);

e) w listopadzie 2006 r. zawarto z Con Consult GmbH umowę dotyczącą świadczenia przez Zbigniewa Pawłuckiego (prezesa EBCC) usług doradczych i zarządczych, (roczne wynagrodzenie to 150 tys. euro, płatne w miesięcznych ratach);

f) w marcu 2005 r. zawarto umowę pomiędzy EBCC i Marcinem Rusieckim, prowadzącym działalność pod firmą Mador, która zakłada świadczenie usług finansowych (miesięczne wynagrodzenie to 30 tys. zł, czyli 7 830 euro miesięcznie);

g) w grudniu 2005 r. zawarto kontrakt pomiędzy EBCC i EBCC Germany dotycząca rozwoju sprzedaży w Niemczech (wynagrodzenie za usługi to 168 tys. euro, płatne w 12 równych ratach);

h) w grudniu 2005 r. zawarto też kontrakt na mocy którego Rolf Maurer będzie zatrudniony jako prezes EBCC Germany (roczne wynagrodzenie to 120 tys. euro, płatne w równych 12 miesięcznych ratach);

## **7. Prognozy spółki**

Spółka opublikowała prognozę na 2007 r., z której wynika że w br. oczekuje 86 mln euro przychodów, 17 mln euro EBITDA, 12 mln euro EBIT i 9,6 mln euro zysku netto. Prognoza jest oparta na kilku założeniach, m.in. że ceny metali utrzymają się na obecnym poziomie, a koszty energii i gazu wzrosną o 4-5% w Fuchosa i 10% w EBCC.

## **8. Założenia prognoz DM PKO BP**

W naszych założeniach kierowaliśmy się przedstawioną przez grupę ACE strategią oraz sytuacją na rynku samochodów.

Naszym zdaniem perspektywy dla branży motoryzacyjnej są dobre. Produkcja samochodów w Europie ma wzrosnąć do 2010 r. o 14% (wg. PwC Automotive Institute), przy czym 40% wzrostu przypadnie na Europę Środkową i Wschodnią. Coraz więcej koncernów samochodowych lokalizuje swoje fabryki w tym rejonie, w czym upatrujemy szanse rozwoju i poprawę wyników finansowych grupy ACE (szczególnie EBCC). Planowane przez spółkę przejęcia pozwolą zlokalizować zakłady produkcyjne w pobliżu kooperantów i samych koncernów samochodowych. W wycenie zwróciliśmy uwagę na rozszerzenie obszaru produktów, poprawę technologii i jakości produktów, co przyczyni się do poprawy wyników finansowych.

Zakładamy utrzymanie przez EBCC zleceń na obróbkę 80% produkowanych odlewów. Przy prognozach zakładamy, że spółka poniesie jednorazowo koszty związane z programem lojalnościowym dla menadżerów spółki Fuchosa, szacowane przez jej przedstawicieli na 376 tys. euro.



Jak wcześniej wspomniano, w branży motoryzacyjnej występuje coroczny spadek cen elementów produkowanych przez przedsiębiorstwa Tier 2. Ze zjawiskiem tym dotychczas mieliśmy do czynienia głównie w spółce Fuchosa (ceny netto, po odjęciu efektu drożących surowców, spadały o 1-2% rocznie), ale w miarę starzenia się kontraktów w coraz większym stopniu dotykać to będzie także EBCC.

W pierwszych dwóch miesiącach 2007 r. przychody ze sprzedaży produktów wzrosły o 22% w porównaniu do analogicznego okresu w 2006 r. (z czego 9% w spółce Fuchosa i 42% w EBCC - podkreślimy jednak, że chodzi o sprzedaż produktów, a nie o całkowite przychody). Dobre wyniki EBCC zawdzięcza wysokiej sprzedaży nowych modeli przez koncerny samochodowe, które są pośrednio, przez spółki Tier 1, klientami EBCC.

W budżecie EBCC na 2007 r. przewidziano środki na nowe obrabiarki numeryczne do produkcji aluminiowych elementów TMC (1800 tys. euro) oraz myjnię (395 tys. euro), zwiększy to moce produkcyjne o 20%. W 2007 r. spółka Fuchosa zainwestuje 1500 tys. euro, z tego 692 tys. euro w nowe matryce i system kontroli, 344 tys. euro w utrzymanie maszyn, 232 tys. euro w poprawę systemu produkcji i 85 tys. euro w system komputerowy ERP.

W okresie 2007-2009 r. przewidujemy utrzymanie się marż we wrocławskim zakładzie i niewielki spadek w hiszpańskiej fabryce. Zakładamy, że na przełomie 2007 i 2008 r. ACE przejmie spółkę o obrotach ok. 15 mln euro i rentowności ok. 7%. Prognozujemy wzrost przychodów przejętej spółki w okresie prognozy (do 2010 r.) wynoszący 17%, i osiągnięcie w tym czasie rentowności operacyjnej zbliżonej do aktualnej rentowności EBCC. W przejściowym okresie na wyniki negatywnie będzie wpływać konieczność poniesienia znacznych nakładów inwestycyjnych w przejętej spółce iłożenia na badania i rozwój.



## VI. Dane finansowe

Bilans (mln euro)	pro-forma							
	2004	2005	2006	2. poł. 2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P
Aktywa trwałe, w tym:	51,67	49,50	47,49	36,81	54,41	55,71	58,81	57,91
Środki trwałe	39,64	38,16	35,71	35,71	53,31	54,61	57,71	56,81
Aktywa obrotowe, w tym:	23,47	25,58	27,09	30,44	26,49	36,27	43,98	56,66
Zapasy	5,30	5,98	5,20	5,20	6,97	8,55	8,68	9,03
Należności z tytułu dostaw i usług	12,26	13,71	14,28	14,28	15,25	20,54	21,70	22,21
Gotówka	5,18	5,06	6,57	9,92	3,23	6,13	12,56	24,38
<b>Aktywa razem</b>	<b>75,14</b>	<b>75,07</b>	<b>74,58</b>	<b>67,25</b>	<b>80,89</b>	<b>91,97</b>	<b>102,78</b>	<b>114,57</b>
Kapitał własny	8,81	16,11	23,33	16,00	34,57	44,54	56,63	69,60
Zobowiązania, w tym:	66,34	58,97	51,26	51,26	46,32	47,43	46,15	44,97
Długoterminowe	42,09	40,87	33,30	33,30	28,30	26,30	24,30	22,30
Kredyty i pożyczki	36,93	36,32	28,91	28,91	23,91	21,91	19,92	17,92
Krótkoterminowe, w tym:	24,24	18,10	17,96	17,96	18,02	21,13	21,85	22,67
Kredyty i pożyczki	2,76	1,13	3,07	3,07	3,07	3,07	3,07	3,07
Z tytułu dostaw i usług	12,05	11,70	10,83	10,83	11,43	14,55	15,26	16,08
<b>Pasywa razem</b>	<b>75,14</b>	<b>75,07</b>	<b>74,58</b>	<b>67,25</b>	<b>80,89</b>	<b>91,97</b>	<b>102,78</b>	<b>114,57</b>

Rachunek zysków i strat (mln euro)	pro-forma							
	2004	2005	2006	2. poł. 2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>67,68</b>	<b>73,63</b>	<b>79,17</b>	<b>38,54</b>	<b>83,46</b>	<b>106,19</b>	<b>111,43</b>	<b>117,38</b>
Zysk (strata) ze sprzedaży	19,35	21,63	21,19	9,99	23,37	27,61	31,20	32,87
<i>marża zysku brutto na sprzedaży</i>	<i>28,6%</i>	<i>29,4%</i>	<i>26,8%</i>	<i>25,9%</i>	<i>28,0%</i>	<i>26,0%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,0%</i>
Koszty sprzedaży	2,16	2,09	2,48	1,19	2,50	3,19	3,34	3,52
Koszty administracyjne	7,63	8,59	9,01	4,37	9,18	11,68	12,26	12,91
<b>EBITDA</b>	<b>14,68</b>	<b>16,15</b>	<b>15,34</b>	<b>6,78</b>	<b>18,13</b>	<b>21,67</b>	<b>24,71</b>	<b>24,13</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>21,7%</i>	<i>21,9%</i>	<i>19,4%</i>	<i>17,6%</i>	<i>21,7%</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,2%</i>	<i>20,6%</i>
<b>EBIT</b>	<b>9,92</b>	<b>11,05</b>	<b>10,26</b>	<b>4,65</b>	<b>11,93</b>	<b>12,97</b>	<b>15,81</b>	<b>17,26</b>
<i>marża EBIT</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,1%</i>	<i>14,3%</i>	<i>12,2%</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,7%</i>
Zysk (strata) brutto	7,58	9,63	8,94	5,06	11,39	12,40	15,31	16,83
<i>marża zysku brutto</i>	<i>11,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,3%</i>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>5,78</b>	<b>7,29</b>	<b>6,91</b>	<b>4,06</b>	<b>8,84</b>	<b>9,59</b>	<b>12,09</b>	<b>12,96</b>
<i>marża zysku netto</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,0%</i>

Rachunek przepływów pieniężnych (mln euro)	pro-forma							
	2004	2005	2006	2. poł. 2006	2007 P	2008 P	2009 P	2010 P
Przeptywy z działalności operacyjnej	14,28	13,89	11,41	4,79	13,81	15,48	20,92	22,25
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	(2,80)	(3,87)	(3,03)	(1,20)	(23,80)	(10,00)	(12,00)	(8,00)
Przeptywy z działalności finansowej	(13,45)	(10,14)	(6,87)	(5,01)	3,29	(2,57)	(2,50)	(2,43)
Środki pieniężne na koniec okresu	5,18	5,06	6,57	9,92	3,23	6,13	12,56	24,38

Źródło: spółka, DM PKO BP



## Zespół Analiz i Doradztwa Kapitałowego Telefony kontaktowe

doradca inwestycyjny  
banki i finanseAndrzej Powierża  
(022) 521 79 41  
andrzej.powierza@pkobp.pltelekomunikacja, media, hotelarstwo,  
przemysł spożywczyDorota Puchlew, CFA  
(022) 521 87 23  
dorota.puchlew@pkobp.pl

informatyka, budownictwo i nieruchomości

Michał Sztabler  
(022) 521 79 13  
michal.sztabler@pkobp.plprzemysł drzewny, papierniczy, oponiarski, lekki  
produkcja i dystrybucja farmaceutykówHanna Kędziora  
(022) 521 79 43  
hanna.kedziora@pkobp.pl

przemysł paliwowy, chemia, energetyka

Ludomir Zalewski  
(022) 521 79 17  
ludomir.zalewski@pkobp.pl

analiza techniczna

Przemysław Smoliński  
(022) 521 79 10  
przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

## Wydział Klientów Instytucjonalnych

Krzysztof Kasiński (0-22) 521 82 10  
krzysztof.kasinski@pkobp.plArtur Szymecki (0-22) 521 82 14  
artur.szymecki@pkobp.plMichał Kołatkowski (0-22) 521 91 39  
michal.kolatkowski@pkobp.plKatarzyna Patora-Kopec (0-22) 521 79 96  
katarzyna.patora-kopec@pkobp.plPiotr Gawron (0-22) 521-91-50  
piotr.gawron@pkobp.pl

## Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum ( maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

## Rekomendacje stosowane przez DM

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu nie większy niż 15%

NEUTRALNIE - oczekujemy względnie stabilnych notowań akcji spółki

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają potencjał spadku nie większy niż 15%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki posiadają co najmniej 15% potencjał spadku

Rekomendacje wydawane przez DM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

DM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona. Zastrzeżenie

o spekulacyjnym charakterze rekomendacji oznacza, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

## Stosowane metody wyceny

DM opiera się zasadniczo na trzech metodach wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek.

## Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej rekomendacji

DM jest uczestnikiem konsorcjum oferującego akcje emitenta. Zgodnie z naszą wiedzą, pomiędzy DM oraz analitykiem sporządzającym niniejszy raport a spółką, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w §9 i 10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. Inwestor powinien zakładać, że DM ma zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy raport.

## Pozostałe klauzule

Niniejsza publikacja została opracowana przez Dom Maklerski PKO BP S.A. wyłącznie na potrzeby klientów DM i podlega utajnieniu w okresie dwóch następujących dni po dacie publikacji. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody DM jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzają się. DM może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. DM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.