

Amica

KUPUJ

sektor / branża: Przemysł elektromaszynowy

Ticker: AMC

ISIN: PLAMICA00010

142,88 PLN

Profil

Wiodącą działalnością operacyjną Grupy Kapitałowej Amica jest produkcja oraz sprzedaż kuchni i piekarników. Pozostała część przychodów jest generowana na działalności handlowej obejmującej sprzedaż m.in. lodówek, pralek, zmywarek oraz drobnego AGD

Dane podstawowe

Kurs (09/05/14) (zł)	97,00
Wycena metodą DCF	143,00
Wycena porównawcza	142,76
Cena docelowa	142,88

Informacje ogólne

Liczba akcji (mln szt.)	7,8
Kapitalizacja (mln zł)	754,2
EV (mln zł)	861,5

Notowania

max cena 52 tygodnie (zł)	121,0
min cena 52 tygodnie (zł)	63,6
Mediana obrotów (w tys. PLN)	521,2

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Holding Wronki	41,1%	57,0%
Noble TFI SA	7,5%	5,5%
ING OFE	7,2%	5,2%
Pozostali	44,3%	32,3%

Poprzednie zalecenie	Data	Wycena
KUPUJ	17.07.13	97,0

Biorąc pod uwagę zachowanie akcji innych spółek z ekspozycją na rynki wschodnie, umorzenia jednostek funduszy akcyjnych oraz wzrost ryzyka związanego z kwestią OFE, ostatnie spadki notowań największego polskiego producenta AGD wpisują się w negatywny trend zauważalny w segmencie małych i średnich spółek. Uważamy, że największy wpływ na przecenę akcji miała eskalacja konfliktu na wschodzie, gdzie naszym zdaniem nie jest tak źle jak mogłoby się wydawać. Sprzedaż na Ukrainie stanowi ok. 2% w skonsolidowanej sprzedaży GK, dlatego skala spadku przychodów i marży na tym rynku nie będzie mieć dużego wpływu na skonsolidowane wyniki Grupy Kapitałowej.

W przypadku Rosji, która generuje ok. 40% zysku EBITDA Grupy, spadek marży z tyt. deprecjacji rubla w 1Q i całym 2014 r. przy stałym poziomie sprzedaży może wynieść odpowiednio 0,7 i 3,5-4 mln PLN. Istnieje jednak szansa, że z uwagi na nieoczekiwany przez rynek wzrost sprzedaży uda się utrzymać zysk spółki rosyjskiej na niezmiennym poziomie.

W Polsce Amice sprzyja zamknięcie wrocławskich zakładów Mastercooka, co w całym roku powinno przynieść ok. 75 mln PLN wysokomarżowego obrotu w segmencie grzejnym. Oprócz tego, dzięki intensyfikacji działań marketingowych sprzedaż towarów w Polsce może wzrosnąć dodatkowo o 30 mln PLN.

Na zachodzie głównymi rynkami, na których Spółka zanotuje dynamiczne wzrosty będą Niemcy, Wielka Brytania i Francja. W przypadku ostatniego z wymienionych krajów najważniejszym czynnikiem pozytywnie wpływającym na sprzedaż są kłopoty Brandta – jednej z marek Fagor Mastercook. Co prawda wszystko wskazuje na to, że marka wróci na sklepowe półki, jednak jej chwilowa słabość umożliwiła Amice zaistnienie na tamtejszym rynku. W Niemczech oraz Wielkiej Brytanii wzrost sprzedaży będzie efektem dużych zamówień zarówno od nowo pozyskanych jak i obecnych klientów. Ponadto, Spółka coraz częściej obsługuje nowe rynki, które pojedynczo nie stanowią dużej części skonsolidowanych przychodów, ale zebrane razem będą odpowiedzialne za 7% obrotów w Grupie (vs. 6% rok wcześniej).

Wykres siły relatywnej



Mając na uwadze fakt, iż w ubiegłym roku wynik skonsolidowany netto został sztucznie zawyżony o wartość utworzonego aktywa podatkowego, oczekujemy w bieżącym roku wzrostu zysku netto o 16,6% do 72 mln PLN. Z uwagi na ryzyko polityczne, zakładamy że dynamika przychodów ze sprzedaży w Rosji w kolejnych trzech kwartałach będzie zbliżona do 0%. Wyniki w Polsce będą w dużej mierze zależały od tego kto i kiedy zakupi wrocławską fabrykę kuchni Mastercooka. Zakładając, że do końca roku nowy właściciel nie wznowi produkcji, prognozowane przez nas 75 mln PLN dodatkowego obrotu w segmencie urządzeń grzejnych jest naszym zdaniem możliwe do zrealizowania. W Niemczech oraz Wielkiej Brytanii przewidywany przez nas wzrost przychodów wynosi 30%.

W długim terminie wyższa efektywność procesu produkcji Amiki wynikająca z niższych kosztów pracy może stanowić bardzo dużą przewagę nad producentami, którzy korzystają z siły roboczej w zachodnich krajach. Na korzyść rentowności Grupy z Wroniek będzie również działać wyższe pozycjonowanie mixu produktowego oraz efekt dźwigni operacyjnej.

Analitik: Krzysztof Kozieł, tel. (0-22) 329 43 44

Makler Papierów Wartościowych
e-mail: krzysztof.koziel@bgz.pl

mln zł	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	1460,6	1565,0	1653,7	1917,6	2032,6	2144,4
zmiana r/r (%)	7,4%	7,1%	5,7%	16,0%	6,0%	5,5%
EBITDA	74,6	99,2	122,0	139,2	149,7	159,8
EBIT	53,2	74,3	95,4	109,6	117,2	124,4
marża EBIT	3,6%	4,7%	5,8%	5,7%	5,8%	5,8%
Zysk netto	80,9	46,0	61,7	70,7	81,1	86,8
marża netto	5,5%	2,9%	3,7%	3,7%	4,0%	4,0%
P / E	9,3	16,4	11,8*	10,7	9,3	8,7
EV/EBITDA	11,6	8,7	7,1	6,2	5,8	5,4
DPS	3,00	0,00	4,58	3,57	6,37	7,30

*wskaźnik P/E dla zysku oczyszczonego ze zdarzeń jednorazowych

P - prognozy BM BGZ

Perspektywy spółki

Bardzo dobre perspektywy na rynku polskim.

Inaczej niż w ubiegłym roku spodziewamy się znaczącej poprawy dynamik sprzedaży na polskim rynku. Naszym zdaniem wzrost przychodów ze sprzedaży w Polsce może zbliżyć się do 105 mln PLN, z czego po 30 mln PLN przypadnie na pierwsze trzy kwartały roku. W naszej ocenie, największy wpływ na wzrost przychodów w Polsce może mieć upadłość Mastercooka, którego problemy rozpoczęły się już w październiku ubiegłego roku. Według nas, spośród wspomnianego wcześniej wzrostu przychodów ok. 70% przypadnie właśnie na efekt związany z upadłością wrocławskiego producenta AGD.

Oprócz kłopotów konkurencji, na wysokie oczekiwania względem poziomu sprzedaży w kraju ma intensyfikacja działań marketingowych oraz większy nacisk na sprzedaż asortymentu, w którym Spółka nie jest rynkowym liderem. Coraz mocniej reklamowane są produkty z wyższej półki, sprzęt do zabudowy oraz towary.

Szacujemy, że w 1Q 2014 r. sprzedaż Amiki w Polsce zwiększyła się o ok. 30 mln PLN w stosunku do ubiegłego roku. Zakładamy, że ostatecznie wrocławski zakład Mastercook zostanie przejęty i na przełomie 2014 i 2015 r. marka na dobre wróci na sklepowe Spółki. Z uwagi na spadek obrotu związany z oddaniem części przejętego udziału w rynku, wartość sprzedaży na rynku polskim w 2015 r. spadnie o 2% w porównaniu do bieżącego roku.

Dużo lepsza od oczekiwanej sytuacja na wschodzie.

Pomimo wielu obaw o sprzedaż dużego AGD w krajach bezpośrednio zaangażowanych w polityczny konflikt, istnieje spora szansa, że w relacji r/r uda się uniknąć spadków. W przeciwieństwie do ubiegłorocznych spadków sprzedaży w 4Q, tym razem rynek odnotowuje delikatny wzrost. Dzięki zintensyfikowanym działaniom reklamowym, Hansa staje się coraz bardziej popularną marką w segmencie urządzeń do zabudowy a wprowadzone stopniowo podwyżki amortyzują deprecjację rubla.

Trochę gorzej ma się sytuacja na Ukrainie, jednak i w tym przypadku największe znaczenie będzie mieć dewaluacja hrywny, a nie spadek popytu. Nawet przy wyhamowaniu nowych inwestycji mieszkaniowych wciąż funkcjonować będzie popyt wtórny, a ludzie będą zmuszeni do wymiany zepsutego sprzętu. Należy przyznać, że w odróżnieniu od odzieży (w segmencie modowym), elektroniki czy samochodów, duże AGD spełnia inne funkcje w gospodarstwie domowym i jest niezbędne nawet, gdy kraj stoi na krawędzi militarnego konfliktu.

W przypadku deeskalacji konfliktu na Ukrainie, liczymy na utrzymanie sprzedaży na ubiegłorocznym poziomie (w UAH), jednak zwracamy również uwagę na zwiększone koszty hedgingu walutowego oraz różnice kursowe wynikające z przeszacowania wartości należności. Według informacji Zarządu na rynku rosyjskim średnie saldo należności wynosi ok. 900 mln RUB, co przy deprecjacji waluty rzędu 10% w relacji r/r daje ok. 5 mln PLN negatywnych różnic kursowych w 1Q br.

Dynamiczny rozwój na rynkach rozwiniętych.

W przypadku rynków rozwiniętych skala biznesu Amiki jest na razie na tyle mała, że z dużą łatwością udaje się pozyskiwać nowe kontrakty. Mimo słabego startu niemieckiego oddziału Amazona, Amika zdołała pozyskać kilka nowych zamówień w handlu tradycyjnym. Liczymy, że w 1Q br. sprzedaż na rynku niemieckim wzrosła do 96 mln PLN, natomiast w całym roku może sięgnąć nawet 413 mln PLN (ok. 320 mln PLN w 2013 r.).

W Wielkiej Brytanii duży wpływ na wyniki będzie miał nowy kontrakt, który rozpocznie się w czerwcu i w skali roku przyniesie ok. 8 mln EUR. Ponadto Spółka pracuje nad rozszerzeniem oferty o najbardziej popularny asortyment na rynku brytyjskim w tym dwukomorowe piekarniki, które w 2015 r. mogą znacząco przyczynić się do poprawy sprzedaży.

Rynek skandynawski oraz czesko-słowacki w dalszym ciągu będą zachowywały się słabo, jednak naszym zdaniem zostanie to z nawiązką pokryte przez sprzedaż na zupełnie nowych rynkach. Spółka rozwija się we Francji,

gdzie z uwagi na duży udział marki Brandt należącej do bankrutującego właściciela Mastercook, udało się pozyskać nowe zamówienia. Liczymy również na zauważalny wzrost zamówień z Turcji i Izraela.

Długoterminowa strategia rozwoju grupy Amica.

Wraz z publikacją szacunkowych wyników za 1Q '14 r. (7.05.2014 r.) Grupa Amica ogłosiła długoterminową strategię rozwoju do roku 2023 r. Według wizji Zarządu, za 4 lata skonsolidowane przychody ze sprzedaży zbliżą się do poziomu ok. 900 mln EUR (3,7 mld PLN) z 395 mln EUR (1,6 mld PLN) obecnie. W 2023 r. przewidywany poziom przychodów może przekroczyć poziom 1,2 mld EUR (3,8 mld PLN), dzięki czemu skala biznesu będzie porównywalna z największymi konkurentami spółki z Wroniek. Długoterminowy plan Zarządu Spółki zakłada również wzrost rentowności EBITDA do 8,7% w 2018 r. oraz 9,0% w 2023 (obecnie marża EBITDA wynosi 7,1%). Inwestycje na lata 2014-2018 zakładają poniesienie nakładów w kwocie 160 mln EUR (670 mln PLN) z czego akwizycje będą stanowiły ok. 38% podanej kwoty.

Założenia do opublikowanej strategii są w dużej mierze oparte o wyniki finansowe przejmowanych podmiotów, dlatego trudno ocenić prawdopodobieństwo realizacji scenariusza nakreślonego przez Zarząd. Nie znamy potencjalnych celów akwizycyjnych, dlatego nie możemy powiedzieć jakich synergii można oczekiwać w długim terminie. Nasze prognozy i oparta na nich wycena odnosi się więc do bieżącej działalności i w żadnym stopniu nie korzysta z tego co zostało przedstawione w długoterminowej strategii.

Wysoka ekspozycja na rynki wschodnie, czyli ryzyko polityczne i walutowe.

Choć w naszej ocenie prawdopodobieństwo sankcji, które uniemożliwiłyby eksport produkcji Amiki do Rosji jest bardzo niskie, w przypadku eskalacji konfliktu na wschodzie wyniki Grupy Amica mogłyby ulec znacznemu pogorszeniu w porównaniu do prognozowanych przez nas przychodów. Sporządzona wycena została wyznaczona w oparciu o najbardziej prawdopodobny według nas scenariusz, który zakłada utrzymanie się, lub nawet lekki wzrost sprzedaży w PLN na rynku rosyjskim w najbliższych dwóch latach.

Wycena

Wycenę Spółki sporządzono za pomocą:

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

Metoda porównawcza z kolei przedstawia Spółkę na tle popularnych mnożników wyznaczonych dla spółek grupy porównawczej.

Podsumowanie wycen

Ostateczną cenę otrzymaliśmy, obliczając średnią z dwóch wartości – wyceny metodą FCFE oraz metodą porównawczą, przy zachowaniu równych wag dla każdej z nich. Wyznaczona w ten sposób wartość jednej akcji Amiki jest wyższa od obecnej wartości rynkowej. Ostatecznie, podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i podwyższamy cenę docelową do 142,88 PLN.

Tab. Podsumowanie wycen

	wycena 1	
	akcji	waga
metoda DCF	143,00	50%
metoda porównawcza	142,76	50%
wycena Amica	142,88	
obecna cena akcji	97,00	
potencjał wzrostu (%)	47%	

Źródło: BM BGZ

Wycena DCF

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

- w prognozach zakładamy jedynie rozwój organiczny, nie uwzględniając ewentualnych akwizycji;
- stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, która wynosi 4,0%, 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;
- efektywna stopa podatkowa wynosi 19%;
- 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 09.05.2014 r.

Tab. Wycena metodą DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	1 917,6	2 032,6	2 144,4	2 251,6	2 352,9	2 447,1	2 532,7	2 608,7	2 686,9	2 767,6
EBIT	109,6	117,2	124,4	131,5	138,4	146,0	155,7	162,2	169,0	176,3
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	88,8	95,0	100,8	106,5	112,1	118,3	126,1	131,4	136,9	142,8
Amortyzacja	29,6	32,5	35,3	38,2	41,1	42,9	42,2	44,0	45,9	47,7
CAPEX	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	47,7
Inwestycje w kapitał obrotowy	40,9	17,8	17,3	16,6	15,7	14,6	13,3	11,8	12,1	12,5
FCFF	27,5	59,6	68,8	78,1	87,5	96,6	105,0	113,6	120,7	130,3
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,7%
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	82,7%	91,9%	93,6%	93,8%	94,1%	94,2%	94,4%	94,5%	94,6%	94,7%
% długu	17,3%	8,1%	6,4%	6,2%	5,9%	5,8%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%
WACC	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Suma DFCF	527,8									
Wartość rezydualna (TV)	1650,5									
Zdyskontowana TV	691,3									
Wartość działalności operacyjnej	1 219,1									
Dług netto	107,3									
Wartość kapitału własnego	1111,8									
Liczba akcji (mln szt.)	7,78									
Wartość 1 akcji	143,00									

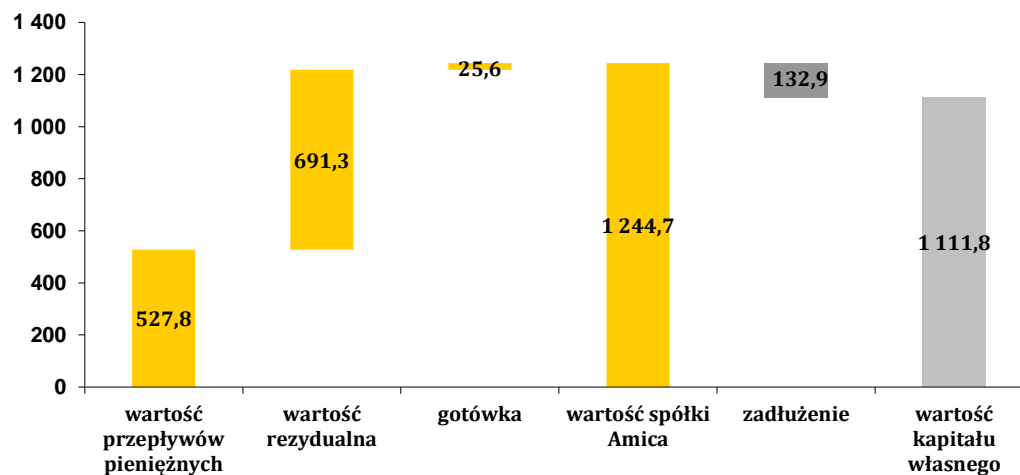
Źródło: BM BGŻ

Tab. Analiza wrażliwości wyceny na przyjęte założenia

		wzrost FCF w nieskończoność				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	-1,0%	143,17	148,60	154,70	161,60	169,49
	-0,5%	137,69	142,88	148,72	155,32	162,87
	0,0%	132,45	137,42	143,00	149,32	156,54
	0,5%	127,43	132,19	137,53	143,58	150,49
	1,0%	122,64	127,19	132,30	138,09	144,70

Źródło: BM BGŻ

Rys. Determinanty wartości Amiki w wycenie FCFF



Źródło: BM BGŻ

Wycena porównawcza

Tab. Wycena metodą porównawczą

Kapitalizacja (USD)	EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E			
	2013	2014 P	2015 P	2013	2014 P	2015 P	2013	2014 P	2015 P	
WHIRLPOOL CORP	11855,6	10,0	8,7	7,6	7,3	6,6	5,9	14,5	12,3	16,5
INDESIT CO SPA	1619,2	21,6	16,3	11,7	9,2	8,0	6,8	59,2	27,1	18,7
GORENJE VELENJE	153,4	12,8	10,1	9,1	5,8	4,9	4,6	-4,4	12,9	8,4
ELECTROLUX AB-SER B	8298,9	17,3	16,1	10,7	9,6	8,7	6,8	20,5	19,5	13,8
SEB SA	4589,4	10,8	11,4	10,2	8,2	8,5	7,8	16,2	17,7	15,3
DE'LONGHI SPA	3271,2	13,6	12,0	10,7	11,1	9,8	8,7	22,5	19,1	16,3
ARCELIK AS	4298,6	14,1	11,9	10,4	10,5	9,0	8,0	15,3	13,1	11,5
MEDIANA	4298,6	13,6	11,9	10,4	9,2	8,5	6,8	16,2	17,7	15,3
wskaźniki Amica	248,9	9,0	7,9	7,3	7,1	6,2	5,8	12,2	10,7	9,3
Premia/dyskonto		-33,5%	-33,8%	-29,5%	-23,2%	-27,3%	-15,0%	-24,8%	-39,7%	-39,3%
Wycena 1 akcji (PLN)										142,76

Źródło: Bloomberg, BM BGŻ

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 opodatkowaniem i opodatkowaniem) oraz EV/EBITDA (stosunek wartości przedsiębiorstwa liczonej jako suma wartości kapitałów własnych, długu netto spółki oraz udziałów mniejszościowych do zysku przed opodatkowaniem i opodatkowaniem powiększonego o amortyzację). Do wyceny porównawczej wykorzystaliśmy wskaźniki oparte na ubiegłorocznych wynikach oraz konsensusie analityków dla spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności.

Na podstawie wyceny porównawczej opartej o powyższe wskaźniki otrzymaliśmy wartość jednej akcji Amiki na poziomie 142,76 PLN. W stosunku do obecnej wyceny giełdowej, jest to wartość wskazująca na duże niedoszacowanie wartości akcji.

Komentarz do wyników za 2013 r.

W 2013 r. skonsolidowane przychody ze sprzedaży Amiki wzrosły o 5,67% (89 mln PLN) do 1654 mln PLN. W przeciwieństwie do sytuacji z poprzedniego roku, kiedy jedynym z głównych kierunków dokładających do skonsolidowanej sprzedaży była Rosja, w 2013 r. wzrost obrotów był dużo bardziej zdywersyfikowany. Najwięcej, bo 43 mln PLN „dołożyła” działalność w Polsce, do czego w największej mierze przyczyniło się zaprzestanie działalności największego konkurenta w segmencie sprzętu grzejnego – Fagor-Mastercook

Najwyższą dynamiką wzrostu przychodów na rynkach zagranicznych odznaczała się działalność w Wielkiej Brytanii (+33%), gdzie bardzo dobrze sprzedają się urządzenia grzejne. Największy wzrost w wartościach nominalnych odnotowano w Niemczech, gdzie sprzedaż wzrosła o 23 mln PLN. Pomimo tego, że w 2012 r. największy klient Amiki - Neckermann ogłosił upadłość, udało się pozyskać nowych odbiorców, którzy funkcjonują na rynku opierającym się spowolnieniu gospodarczemu w Europie. Bardzo dobrze radziły sobie kierunki, które w strukturze geograficznej przychodów należą do grupy Pozostałe. Sprzedaż w całym 2013 roku wzrosła o 26% do 94 mln PLN a Grupa poszerzyła zasięg terytorialny o takie kraje jak Białoruś, Francja, Grecja i Cypr.

Tab. Wyniki finansowe i prognozy.

	IQ'12	IIQ'12	IIIQ'12	IVQ'12	IQ'13	IIQ'13	IIIQ'13	IVQ'13	IQ'14	IIQ'14 P
przychody	360,5	329,5	427,0	447,9	346,7	364,3	445,6	497,1	427,6	423,3
zmiana r/r	15,8%	7,2%	5,6%	2,4%	-3,8%	10,6%	4,4%	11,0%	23,3%	16,2%
zysk ze sprzedaży	99,0	82,5	124,1	129,7	107,0	114,0	132,1	158,6	130,8	132,4
EBITDA	17,5	14,8	34,1	32,9	25,3	19,4	33,6	46,0	32,9	21,5
EBIT	11,6	8,7	28,0	26,0	18,7	11,6	26,4	38,6	25,5	13,7
zysk netto	12,3	0,3	17,6	15,9	12,9	5,4	41,2	29,5	13,1	8,2
marża brutto na sprzedaży	27,5%	25,0%	29,1%	29,0%	30,9%	31,3%	29,6%	31,9%	30,6%	31,3%
marża operacyjna	3,22%	2,65%	6,56%	5,80%	5,41%	3,18%	5,93%	7,77%	5,97%	3,23%
marża netto	3,40%	0,08%	4,12%	3,55%	3,73%	1,49%	9,26%	5,93%	3,07%	1,93%
przepływy z działalności operacyjnej	-7,5	2,5	42,1	73,5	1,1	-13,7	-27,7	98,6	-	-
przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,5	-14,5	-28,5	-5,2	-5,3	-19,8	-14,6	-5,5	-	-
przepływy z działalności finansowej	2,8	15,9	-15,0	-6,1	-37,2	-17,0	38,5	-87,7	-	-

Źródło: BM BGZ, Sprawozdania Spółki.

W grupie najbardziej rozczarowujących kierunków sprzedaży można wymienić Rosję, która rok wcześniej była motorem napędowym całej Grupy. Niski wzrost to efekt dużego nasycenia rynku produktami Hansy, słabnącego rynku urządzeń grzejnych wolnostojących oraz deprecjacji rubla, która pociągnęła za sobą kilkuprocentowe podwyżki cen. Udział Hansy w segmencie kuchenek wolnostojących wzrósł w ub. r. o 0,5 p.p. do 16,40%, dzięki czemu marka Amiki wciąż jest najpopularniejszą marką kuchenek w Rosji. Co do kondycji rosyjskiego rynku AGD, to w dalszym ciągu mamy do czynienia ze wzrostami jednak w niższej, jednocyfrowej skali. Najgorzej sytuacja wygląda na rynku walutowym, który w pierwszej kolejności reagował nerwowo na kolejne obniżki prognoz wzrostu PKB Rosji, natomiast w ostatnim czasie jest barometrem sytuacji politycznej na Ukrainie. Obecnie rosyjski rubel jest mniej więcej 15% tańszy niż rok temu, co może mieć negatywny wpływ na zgłaszany popyt oraz realizowane przychody ze sprzedaży i marżę.

W Polsce, sprzedaż Amiki na tle całego rynku prezentowała się bardzo dobrze, jednak należy zauważyć, że Spółka w dużym stopniu skorzystała z kłopotów Mastercook'a. Według danych zaprezentowanych w raporcie za IVQ'14, sprzedaż na rynku polskim wyniosła 571 mln PLN i była wyższa o 7,3% w ujęciu r/r. Największym wzrostem w ujęciu wartościowym odznaczał się sprzęt grzejny, który zarówno w kategorii sprzętu wolnostojącego oraz do zabudowy wzrósł w ujęciu r/r o ok. 10%. Bardzo dobrym wynikiem pochwalili się kategorię lodówek (+38,2% w zabudowie i +23% w wolnostojących), dla których w ubiegłym roku opracowano nową strategię. Opisywane w poprzedniej rekomendacji działania polegające na zmianie dostawcy oraz repozycjonowaniu oferty przyniosły efekty. W przypadku pralek importowanych z Chin i Turcji sprzedaż spadła o niemal 21%, co potwierdza brak pomysłu na rozwój tej grupy produktowej.

Skonsolidowany zysk brutto na sprzedaży wzrósł r/r o 76 mln PLN do 512 mln PLN, natomiast rentowność brutto ze sprzedaży wyniosła 30,9% w porównaniu do 27,8% rok wcześniej. Największy wpływ na zrealizowaną

rentowność miała zmiana mixu produktowego w kierunku bardziej marżowych grup produktów (wzrost o 1 p.p. udziału urządzeń grzejnych w sprzedaży ogółem) jak również wzrost rentowności sprzedaży w obrębie danej grupy (wprowadzanie nowych i lepiej pozycjonowanych produktów). Pozytywny efekt miały również podwyżki cen produktów, spadki cen surowców (stali) oraz bardziej efektywne operacje hedgingowe.

Niestety, nie można zwiększać sprzedaży nie ponosząc wyższych nakładów, dlatego koszty zarządu i sprzedaży w odniesieniu do przychodów wzrosły o 2,3 p.p. do 25,6%. W ujęciu wartościowym wydano o 41 mln PLN więcej, z czego 21 mln PLN zostało przeznaczone na bonusy natomiast 14 mln PLN wydano na reklamę. Ze względu na dobre wyniki sprzedażowe zawiązano również rezerwę w wysokości 6 mln PLN na premie dla pracowników. Wyższa sprzedaż przyczyniła się także do wzrostu kosztów logistyki o 5 mln PLN.

Na poziomie pozostałych kosztów i przychodów operacyjnych należy zwrócić uwagę na pozycje, które nie powtórzą się w bieżącym roku. Po stronie pozostałych przychodów operacyjnych na uwagę zasługuje 3 mln PLN w pozycji aktualizacja wartości aktywów niefinansowych oraz 6 mln PLN otrzymanych odszkodowań. Po stronie kosztów charakter jednorazowy miała trwała utrata wartości firmy (3,5 mln PLN) a wyższą niż historycznie wartość zanotowano również w pozycji spisanych należności (3,2 mln PLN). Zysk operacyjny wzrósł w relacji r/r o 28% i wyniósł 95,3 mln PLN, natomiast EBITDA była równa 124 mln PLN.

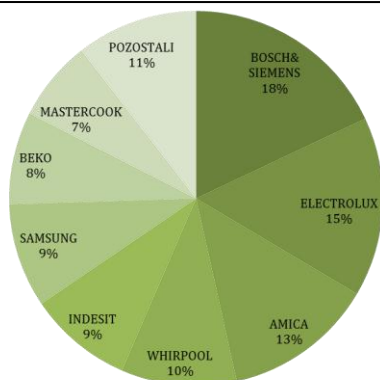
Dzięki niższemu zadłużeniu oraz niższemu stopom procentowym udało się obniżyć koszty odsetkowe o 4,6 mln PLN, jednak saldo działalności finansowej spadło z -11 mln PLN do -14,5 mln PLN. Utworzenie aktywa podatkowego na kwotę 27,4 mln PLN obniżyło wartość podatku w 3Q (22,9 mln PLN) i 4Q (4,5 mln PLN) dlatego zysk netto w całym 2013 r. wyniósł aż 89 mln PLN i był dwa razy wyższy niż rok wcześniej. Po oczyszczeniu wyniku o księgowe operacje związane z podatkami, porównywalny zysk netto był równy 61,7 mln PLN.

Rynek sprzętu AGD w Polsce

Podobnie jak w poprzednim roku, wartość sprzedaży sprzętu grzejnego, lodówek, zmywarek, płyt, okapów i pralek była zbliżona do 4,3 mld PLN. Według szacunków Amiki, w 2013 r. najlepiej zachowywała się kategoria sprzętu do zabudowy (3,2%), gdzie wzrost dotyczył wszystkich grup produktowych w tym kuchenek i płyt (3,8%), zmywarek (3,9%) oraz segmentu chłodniczego (3,3%). Trochę gorzej wypadł segment sprzętu wolnostojącego, który zanotował spadek o 1,9%. Na szczęście dla Amiki, solidne przyrosty sprzedaży zaobserwowano w kategorii kuchenek (8,2%), podczas gdy największe spadki najbardziej dotknęły producentów lodówek (-5,3%) i pralek (-2,7%).

Dane sprzedażowe pokazują, że popyt na urządzenia AGD w Polsce jest raczej stabilny, dlatego w najbliższej przyszłości spodziewamy się wzrostów rynku na poziomie dynamiki PKB. Większą wagę przywiązujemy do danych o produkcji dużego AGD, a ta, jak wynika z danych CEECED, radzi sobie bardzo dobrze. W 2013 r. produkcja dużego AGD wzrosła o 11% do 17,6 mln sztuk z czego aż ok. 80% zostało sprzedane poza granice naszego kraju.

Rys. Udział w Polskim rynku AGD (wg wartości w 2012 r.).



Źródło: Rzeczpospolita za CEECED, BM BGŻ.

Rynki zagraniczne

Jednym z najważniejszych kierunków eksportowych Amiki jest Europa Zachodnia, która w skonsolidowanej sprzedaży Grupy Kapitałowej stanowi co najmniej 32%. Kierunek zachodni jest również kluczowy, ze względu na duży potencjał wzrostu sprzedaży Spółki wynikający z marginalnej obecności rynkach we Francji, Hiszpanii czy Wielkiej Brytanii.

Sprzedaż w Niemczech odpowiada za ponad 19% skonsolidowanych przychodów Grupy Amika. Według Stowarzyszenia Niemieckich Producentów Sprzętu Elektrycznego i Elektronicznego (ZVEI), wartość rynku AGD w Niemczech wzrosła w 2013 r. o prawie 2% do ok. 8 mld EUR w cenach producenta. Zarówno ZVEI jak i GfK wskazują na duże znaczenie klasy energetycznej w procesie wymiany sprzętu AGD.

W przypadku Francji, w 2013 r. wartość rynku sprzętu AGD po raz pierwszy od 2009 r. obniżyła się o 1,5% i wyniosła 7,6 mld EUR. Sprzedaż dużego AGD spadła r/r o 2,4% podczas gdy wartość rynku małego AGD wzrosła o symboliczne 0,3%. Spadek wartości całego rynku był efektem obniżki cen oraz opóźniania zakupów przez klientów. Niemniej ważne okazało się ogłoszenie upadłości przez Fagor, którego marka Brandt jest bardzo popularna na tamtejszym rynku. W podziale na kategorie, tak jak na innych rynkach segment wolnostojący (-1,4%) zachowywał się gorzej od sprzętu do zabudowy (-0,2%). W porównaniu do innych kategorii dóbr trwałych AGD radzi sobie relatywnie dobrze, dlatego w naszej ocenie popyt w najbliższym czasie będzie zachowywał się stabilnie.

Dużą szansą na rynku francuskim jest wypełnienie luki powstałej po ogłoszeniu upadłości i zaprzestania produkcji we francuskich fabrykach Fagor Brandt. Udział marki hiszpańskiego producenta w całym rynku dużego AGD wynosił ok. 14%, dlatego warto powalczyć o większą obecność we Francji. Do tej pory głównym problemem Amiki byli pośrednicy i dystrybutorzy, którzy nie chcieli poszerzać swojego asortymentu o kolejną, mało znaną markę. Z wypowiedzi przedstawicieli Zarządu wynika, że negocjacje z sieciami są dziś dużo łatwiejsze, dlatego liczymy na wysokie kilkadziesiąt procent dynamiki sprzedaży na tym rynku w 2014 r. Z drugiej strony, sąd w San Sebastian wyraził wstępną zgodę na przejęcie przez Cevital europejskich marek Fagora oraz niektórych zakładów produkcyjnych, dlatego najprawdopodobniej marka Brandt wróci na francuski rynek.

Według badania GfK „An Insight into January 2013 UK Retail Durable Sectors”, popyt na duże urządzenia AGD w Wlk. Brytanii od połowy ubiegłego roku waha się w okolicach zera. Na przełomie 2012 i 2013 r. wzrosty przekraczały 10% a kategorią, która rosła najbardziej dynamicznie były kuchenki i płyty. W ostatnim czasie większość popytu ma charakter odtworzeniowy, przy czym najmocniej rosnącymi kategoriami są pralki oraz lodówki. Według Zarządu Spółki, już od czerwca bieżącego roku Spółka zacznie obsługę nowego klienta, co pozwoli na zwiększenie przychodów o 5-6 mln GBP w skali roku.

Rynek rosyjski i ukraiński to największa niewiadoma i źródło ryzyka dla Spółki. W ostatnich latach 2011-2012, największy wzrost przychodów Amika zawdzięcza bardzo dobrej sprzedaży w Rosji, która stanowi ok. 26% w skonsolidowanych przychodach i ok. 40% w skonsolidowanej EBITDA. Rynek ukraiński jest stosunkowo nowym kierunkiem, a sprzedaż w ujęciu rocznym wyniosła w ubiegłym roku ok. 8,5 mln EUR. Szacujemy, że sprzedaż wyrażona w hrywnie jest do utrzymania, jednak dramatyczna dewaluacja tej waluty odcisnie duże piętno na wynikach wyrażonych w złotych.

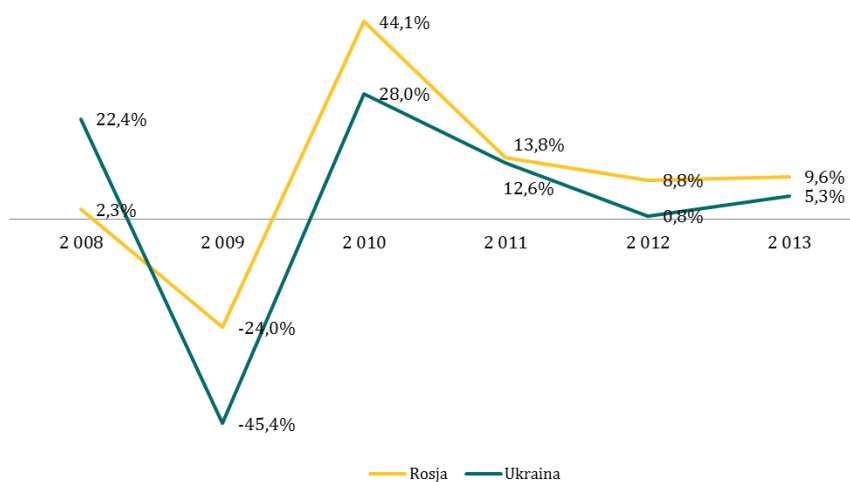
W latach 2011 oraz 2012 tempo wzrostu rynku w Rosji sięgnęło 13,8% oraz 8,8%, natomiast w przypadku Ukrainy wzrosty były nieco mniejsze i wyniosły 12,6% oraz 0,8%. W ubiegłym roku wzrost rynku w Rosji był niemal dwa razy niższy niż rok wcześniej (5,3%), natomiast na Ukrainie wzrost sięgnął aż 9,6%. W kwietniu br. Międzynarodowy Fundusz Walutowy obniżył prognozę wzrostu rosyjskiego PKB z 1,3% do 0,2%, natomiast S&P obniżył poziom ratingu z BBB do BBB- (o jeden wyżej niż spekulacyjny). Spadek aktywności w rosyjskiej gospodarce wynika przede wszystkim z niższych inwestycji, słabnącego popytu konsumpcyjnego oraz niskich cen surowców, których Rosja jest eksporterem netto. Pocieszające jest jednak to, że w przypadku rynku rosyjskiego bezrobocie jest na historycznie niskim poziomie (5,2%), dlatego można mieć nadzieję, że wydatki konsumpcyjne na dobra trwałe mocno nie spadną. Jak pokazują analizy GfK Temax, zarówno w przypadku Ukrainy jak i Rosji, popyt na urządzenia dużego AGD w poprzednich latach był niewspółmiernie wysoki do dynamiki wzrostu całej gospodarki. W bardzo wielu przypadkach, popyt w tych krajach ma charakter wtórny (niezwiązany z nowymi

inwestycjami mieszkaniowymi), dlatego mimo słabnącej koniunktury w kolejnych kwartałach można spodziewać się jedynie wyhamowania, a nie spadku sprzedaży.

Oczywiście największe ryzyko wiąże się z aktualną sytuacją polityczną na Ukrainie. W nieuznanym przez Zachód referendum na Krymie, mieszkańcy półwyspu podjęli decyzję o odłączeniu się od Ukrainy i przyłączeniu się do Rosji. Jak na razie reakcja rządu w Kijowie jest dość łagodna, a obiecane przez Zachód sankcje mają charakter wyłącznie osobowy, a nie gospodarczy. Dla Amiki sporym ryzykiem może być ewentualne embargo na import urządzeń elektronicznych z UE, co byłoby zjawiskiem bez precedensu. W ubiegłych latach główną bronią administracji Władimira Putina pozostawał zakaz importu żywności. Wydaje się, że w ekonomicznym interesie obu stron konfliktu (Rosja i Zachód) jest powstrzymanie się od bardziej drastycznych sankcji gospodarczych.

Na sprzedaż na rynkach wschodnich działa osłabienie popytu widoczne w badaniach GfK (tylko w Rosji), słabe waluty, wprowadzone przez zachodnich producentów AGD podwyżki cen oraz niepewna sytuacja polityczna. W zależności od porównywanego kwartału rubel jest słabszy w relacji r/r o kilkanaście procent, co z jednej strony niekorzystnie działa na konkurencyjność produktów Amiki, a z drugiej na marżę. Podwyżki cen dodatkowo obniżają popyt, ale w pewnej skali pomagają odbudować niższą rentowność. W naszej ocenie ryzyko wprowadzenia sankcji ograniczających import sprzętu AGD jest niewielkie, a rynek rosyjski utrzyma się w na ubiegłorocznym poziomie.

Rys. Dynamika rynku dużego AGD w Rosji i na Ukrainie wg GfK Temax.



Źródło: GfK Temax, "Latest Trends in Major Domestic Appliances efficiency in Europe, Russia, and Ukraine", GfK.

Czynniki ryzyka

1. Ryzyko makroekonomiczne – pomimo prowadzenia działalności na rynkach, które do tej pory bardzo dobrze radziły sobie ze spowolnieniem, istnieje ryzyko pogorszenia się warunków ekonomicznych. Dalsze spadki dynamiki PKB czy wzrost bezrobocia miałyby negatywny wpływ na poziom przychodów ze sprzedaży.
2. Ryzyko wzrostu konkurencji – wznowienie produkcji kuchenek w fabryce Mastercook we Wrocławiu miałyby jednoznacznie niekorzystny wpływ na poziom sprzedaży Grupy Amica w Polsce.
3. Ryzyko związane z cenami podstawowych materiałów – wzrost cen surowców, w tym kluczowej dla produkcji kuchenek i płyt stali może przyczynić się do pogorszenia rentowności.
4. Ryzyko walutowe – spółka działa na rynku międzynarodowym, dlatego zarówno jako importer towarów, jak i eksporter produktów własnych jest narażona na ryzyko związane z wahaniami kursów walutowych. Największe ryzyko jest związane z rynkiem rosyjskim i ukraińskim, gdzie z uwagi na eskalację konfliktu dalsza deprecjacja lub dewaluacja walut narodowych jest możliwa.
5. Ryzyko stopy procentowej – w naszej ocenie na obecną chwilę jest raczej niewielkie, jednak w przypadku ewentualnych podwyżek stopy referencyjnej wzrost odsetek mógłby negatywnie wpłynąć na wynik finansowy netto.
6. Ryzyko polityczne – eskalacja konfliktu na Wschodzie mogłaby mieć bardzo zły wpływ na wyniki w Rosji i Ukrainie. Należy pamiętać, że ok. 40% całego zysku EBITDA jest generowane właśnie na Wschodzie.

Analiza SWOT

Mocne strony

- duże doświadczenie w produkcji sprzętu grzejnego
- rosnąca rentowność
- niskie zadłużenie
- niskie koszty pracy
- obecność na rynkach, które opierają się negatywnym trendom

Słabe strony

- spadki sprzedaży w segmencie lodówek i pralek
- coraz większa koncentracja na produkcji urządzeń grzejnych (słaba dywersyfikacja)

Szanse

- słabość europejskich producentów dużego AGD
- upadłość Mastercook
- wzrosty sprzedaży kluczowych kategorii na rynkach zagranicznych

Zagrożenia

- sytuacja makroekonomiczna
- gorsza kondycja europejskiego konsumenta
- duża konkurencja

Tabele i prognozy

Tab. Bilans							
(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
AKTYWA	796,9	847,9	948,9	1 030,2	1 078,6	1 124,9	1 172,1
Aktywa trwałe	331,0	360,8	414,9	435,3	452,8	467,5	479,3
Wartości niematerialne i prawne	24,3	23,1	22,3	23,6	24,0	23,3	21,6
Wartość firmy	18,0	17,0	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Rzeczowe aktywa trwałe	196,3	235,6	254,1	273,2	290,4	305,8	319,2
Aktywa obrotowe	465,8	487,1	534,0	595,0	625,8	657,4	692,8
Zapasy	175,1	155,4	201,2	233,3	247,3	260,9	274,0
Należności krótkoterminowe	234,7	217,2	295,7	342,9	363,5	383,5	402,6
Środki pieniężne	23,0	75,2	25,6	7,3	3,5	1,5	4,8
PASYWA	796,9	847,9	948,9	1 030,2	1 078,6	1 124,9	1 172,1
Kapitał własny	360,8	421,0	471,4	514,4	546,0	576,0	607,6
Kapitał zakładowy	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Kapitał zapasowy	309,8	331,1	335,7	335,7	335,7	335,7	335,7
Zysk netto	81,0	46,4	89,3	70,7	81,1	86,8	92,4
Zobowiązania i rezerwy	436,1	427,0	477,5	515,9	532,6	548,9	564,5
Zobowiązania długoterminowe	47,8	36,4	39,9	39,9	39,9	39,9	39,9
Zobowiązania krótkoterminowe	328,9	325,2	340,7	379,1	395,8	412,1	427,7
<i>w tym dług odsetkowy</i>	<i>124,3</i>	<i>144,6</i>	<i>132,9</i>	<i>132,9</i>	<i>132,9</i>	<i>132,9</i>	<i>132,9</i>

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek zysków i strat

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody ogółem	1 460,6	1 565,0	1 653,7	1 917,6	2 032,6	2 144,4	2 251,6
<i>zmiana r/r</i>	7,4%	7,1%	5,7%	16,0%	6,0%	5,5%	5,0%
Koszt sprzed. produktów, towarów i materiałów	1078,7	1129,6	1142,0	1325,5	1405,1	1482,3	1556,4
Zysk brutto na sprzedaży	381,9	435,4	511,7	592,0	627,6	662,1	695,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	26,1%	27,8%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
Koszty sprzedaży	137,0	145,3	161,5	184,8	194,5	204,1	213,2
Koszty ogólnego zarządu	193,9	218,5	261,8	303,1	321,3	339,0	355,9
Zysk (strata) ze sprzedaży	50,9	71,6	88,5	104,2	111,8	119,0	126,1
EBIT	53,2	74,3	95,4	109,6	117,2	124,4	131,5
EBITDA	74,6	99,2	122,0	139,2	149,7	159,8	169,7
<i>marża operacyjna</i>	3,6%	4,7%	5,8%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%
Saldo z działalności finansowej	-9,2	-11,8	-14,6	-22,2	-14,6	-14,6	-14,6
Zysk (strata) brutto	44,2	62,5	80,8	87,4	102,7	109,9	117,0
<i>marża brutto</i>	3,0%	4,0%	4,9%	4,6%	5,1%	5,1%	5,2%
Podatek dochodowy	-36,6	16,5	19,1	16,7	21,6	23,1	24,6
Zysk (strata) netto	80,9	46,0	61,7	70,7	81,1	86,8	92,4
<i>marża netto</i>	5,5%	2,9%	3,7%	3,7%	4,0%	4,0%	4,1%

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy z działalności operacyjnej	52,8	110,7	57,2	70,7	107,0	116,1	125,2
Zysk netto	80,9	46,0	34,7	70,7	81,1	86,8	92,4
Amortyzacja	21,3	24,9	28,9	29,6	32,5	35,3	38,2
Zmiana kapitału obrotowego	-6,9	33,2	-96,7	-40,9	-17,8	-17,3	-16,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-17,8	-55,7	-39,9	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0
Nakłady inwestycyjne (CAPEX)	-30,1	-64,0	-53,9	-50,0	-50,0	-50,0	-50,0
Przepływy z działalności finansowej	-38,6	-2,5	-66,2	-39,0	-60,8	-68,0	-72,0
Dywidenda	-23,2	0,0	-34,9	-27,8	-49,5	-56,8	-60,8
Spłata kredytów netto	2,9	13,5	-14,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-14,3	-15,9	-8,2	-11,2	-11,2	-11,2	-11,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	-3,6	52,5	-48,9	-18,4	-3,8	-2,0	3,2
Środki pieniężne:							
na początek okresu	25,9	22,3	75,2	25,6	7,3	3,5	1,5
na koniec okresu	22,3	75,2	25,9	7,3	3,5	1,5	4,8

Źródło: BM BGŻ.

P - prognozy BM BGŻ

Tab. Wskaźniki finansowe

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
EPS	10,4	5,9	4,5	9,1	10,4	11,2	11,9
DPS	3,00	0,00	4,58	3,57	6,37	7,30	7,82
Dividend yield	3,1%	0,0%	4,7%	3,7%	6,6%	7,5%	8,1%
BVPS	46,4	54,1	60,6	66,2	70,2	74,1	78,2
P/E	9,3	16,4	12,2	10,7	9,3	8,7	8,2
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	0,07	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04
P/CE	0,9	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBIT	16,2	11,6	9,0	7,9	7,3	6,9	6,5
EV/EBITDA	11,6	8,7	7,1	6,2	5,8	5,4	5,1
EV/S	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4

Źródło: BM BGŻ, wskaźnik PE dla zysku oczyszczonego z one-offów (-27 mln zł)

P - prognozy BM BGŻ

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
rentowność brutto na sprzedaży	26,1%	27,8%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
rentowność EBITDA	5,1%	6,3%	7,4%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%
rentowność EBIT	3,6%	4,7%	5,8%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%
rentowność netto	5,5%	2,9%	3,7%	3,7%	4,0%	4,0%	4,1%
ROA	10,1%	5,4%	6,5%	6,9%	7,5%	7,7%	7,9%
ROE	22,4%	10,9%	13,1%	13,8%	14,9%	15,1%	15,2%
dynamika przychodów	7,4%	7,1%	5,7%	16,0%	6,0%	5,5%	5,0%
dynamika EBITDA	29,2%	33,1%	22,9%	14,1%	7,5%	6,7%	6,2%
dynamika EBIT	56,9%	39,7%	28,3%	14,9%	7,0%	6,1%	5,7%
dynamika EPS	441,8%	-43,1%	34,1%	14,6%	14,7%	7,0%	6,5%
dług/aktywa	15,6%	17,1%	14,0%	12,9%	12,3%	11,8%	11,3%
dług/kapitał własny	34,5%	34,4%	28,2%	25,8%	24,3%	23,1%	21,9%
dług/EBITDA	1,7	1,5	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8
EBIT/odsetki	3,7	4,7	11,6	9,8	10,4	11,1	11,7
płynność bieżąca	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
płynność szybka	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
płynność gotówkowa	0,07	0,23	0,08	0,02	0,01	0,00	0,01
rotacja zapasów (dni)	43,8	36,2	44,4	44,4	44,4	44,4	44,4
rotacja należności (dni)	58,6	50,7	65,3	65,3	65,3	65,3	65,3
rotacja zobowiązań (dni)	54,2	49,7	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
cykl rotacji gotówki (dni)	48,2	37,2	56,6	56,6	56,6	56,6	56,6
WACC	10,1%	9,7%	9,7%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
ROIC	10,7%	12,4%	13,7%	14,7%	14,7%	14,8%	15,0%
EVA (mln)	2,7	13,3	22,2	31,9	33,9	36,7	39,6
FCFF (mln)	27,4	54,4	-44,4	27,5	59,6	68,8	78,1

Źródło: BM BGŻ. Wskaźniki ROE, ROA dla zysku oczyszczonego z one-offów (-27 mln zł)

P - prognozy BM BGŻ

Rekomendacje i Analizy telefon adres email

Krzysztof Koziel 22 329 43 44 krzysztof.koziel@bgz.pl

Doradztwo Inwestycyjne telefon adres email

Witold Wroński 22 329 43 46 witold.wronski@bgz.pl

Radosław Lipiński 22 329 43 45 radoslaw.lipinski@bgz.pl

Wydział kluczowych klientów telefon adres email

Grzegorz Leszek 22 329 43 55 grzegorz.leszek@bgz.pl

Marcin Fereniec 22 329 43 20 marcin.fereniec@bgz.pl

Przemysław Borycki 22 329 43 22 przemyslaw.borycki@bgz.pl


Sławomir Orzechowski 22 329 43 54 s.orzechowski@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO) telefon adres email

Marek Jaczewski 22 329 43 53 marek.jaczewski@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

 Zlecenia na GPW i New Connect http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html

 Zapisy w ofertach publicznych (IPO) http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Centra Obsługi Produktów Inwestycyjnych

Białystok ul. Suraska 3 a 85 744 21 08 Poznań ul. Piekary 17 61 858 26 81

Ciechanów ul. 17-go Stycznia 60 23 674 13 52 Radom ul. Traugutta 29 48 361 22 71

Kielce ul. Sienkiewicza 47 41 248 14 95 Siedlce ul. Joselewicza 3 25 640 90 46

Nowy Sącz ul. Nawojowska 4 18 443 53 91 Tamobrzeg ul. Wyspiańskiego 5 15 823 89 87

Opole ul. Rynek 24/25 77 454 43 64 Warszawa ul. Grzybowska 4 22 581 54 51

Biuro Maklerskie BGŻ 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 S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ 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 BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ 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 BGŻ 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.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BM BGŻ, a podmioty powiązane z BM BGŻ 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 BGŻ S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „trzymaj”

jest dostępny na stronie :

http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/hp_biuro/analizy_raporty.html