

czwartek, 13 września 2018 | komentarz specjalny

Amica – Najgorsze już za nami

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 112,80 PLN

AMC.PW; AMC.WA | Przemysł elektrotechniczny, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Na konferencji po wynikach za 2Q'18 Zarząd Amica przedstawił, że wzrost organiczny zanotowany w minionym kwartale powinien być kontynuowany w kolejnych okresach. Grupa w 2H'18 wchodzi w okres niższej bazy porównawczej, co powinno przekładać się na dwucyfrową dynamikę poprawy r/r wyników finansowych. Zarząd rozważa wznowienie oferty skupu akcji własnych (wcześniejsza oferta 250 tys. akcji po 120 PLN za sztukę nie doszła do skutku). Spółka w następnym roku zapowiada możliwość zwiększenia proporcji wyniku netto, jaki może trafić na dywidendę, co naszym zdaniem może implikować DYield'19 na poziomie około 4%. Amica jest obecnie notowana z dwucyfrowym dyskontem zarówno do swoich trzyletnich średnich, jak i innych producentów AGD na świecie. Podtrzymujemy nasze zalecenie „przeważaj” dla Grupy Amica oraz delikatnie aktualizujemy nasze oczekiwania na lata 2018-2019.

Spółka wraca do organicznego wzrostu

Według informacji przekazanych po 1H'18, organiczny wzrost zanotowany w 2Q'18 utrzymuje się również w 3Q'18. Tym samym Spółka przełamała negatywną passę z kilku ostatnich kwartałów, kiedy sprzedaż organiczna znajdowała się pod presją. W kolejnych dwóch kwartałach Spółce pomagać będzie niska baza obrotów na rynku polskim i niemieckim, jaka miała miejsce w 3Q'17 oraz 4Q'17.

Kryzys w Turcji to też problemy dla tamtejszych producentów

Zarząd przy okazji konferencji skomentował ostatnie spadki wartości tureckiej liry (TRY). Z jednej strony, powoduje to większą konkurencyjność cenową tureckich producentów, z drugiej zaś, odczuwają oni wzrost kosztów importowanych komponentów oraz dynamicznie rosnących kosztów pracy. Amica zwróciła uwagę, że ubezpieczyciele bardzo zredukowali limity dla tureckich firm chcących ubezpieczyć swoje należności. Dodatkowo, coraz większym problemem jest wzrost kosztów obsługi zadłużenia, jako że wielu konkurentów posiadało długi w walutach obcych. Naszym zdaniem pogłębiający się kryzys może uderzyć w wiarygodność tureckich poddostawców, co może zmienić nastawienie inwestorów do ryzyka taniej produkcji z tego kraju.

Nowe projekty łagodzą rosnące koszty pracy

Spółka liczy się z dalszym wzrostem płac w kolejnych latach. Zarząd zwiększa ilość obcokrajowców pracujących na liniach (obecnie Ukraińcy to 10% załogi) oraz korzysta z pracy świadczonej przez więźniów zakładu karnego we Wronkach (obecnie około 40-50 osób). Docelowo w następnym roku zostanie oddana hala produkcyjna w zakładzie karnym, która pozwoli na zatrudnienie około 100 osób odsiadujących wyroki. Obecnie koszty pracy odpowiadają w Amica około 12% kosztów ogółem. Wzrost funduszu płac o 5% powoduje wzrost kosztów o około 15 mln PLN.

Niestraszne koszty energii

Amica łącznie na zakupy energii elektrycznej wydaje około 5 mln PLN (0,3% łącznych kosztów) rocznie. Obserwowane obecnie dynamiczne wzrosty cen energii elektrycznej nie są znaczącym problemem dla rezultatów w 2019 roku.

Efektywniejszy hedging na 2019 rok

Spółka ocenia, że zabezpieczone kursy walutowe są na lepszych poziomach na 2019 rok w Niemczech i Wielkiej Brytanii. Podobne r/r zabezpieczenia mają miejsce w Polsce. Efektywniejsze zabezpieczenie wpływa na wyższą realizowaną marżę oraz się pozytywnie na sprzedaż.

Fagor szansą na zwiększenie obrotów w Hiszpanii

Grupa prowadzi obecnie negocjacje w sprawie przejęcia praw do używania marki Fagor. Gdyby się to udało, to daje to możliwość dynamicznego zwiększenia sprzedaży w Hiszpanii z kilku (około 3) do kilkudziesięciu (około 50) mln EUR.

Możliwy skup akcji

Spółka chciałaby wznowić ofertę skupu okazji własnych. W sierpniu zaproponowano zakup 250 tys. akcji po 120 PLN za sztukę. Wcześniejsza propozycja skierowana do rynku w sierpniu zakończyła się fiaskiem (nie skupiono akcji).

Wyższa dywidenda w 2019 roku

Zarząd zapowiedział, że udział wyniku netto, jaki trafi na dywidendę może ulec zwiększeniu w 2019 roku. Zdaniem CFO spółka mogłaby wypłacić 4-5 PLN dywidendy na akcję.

Niższe inwestycje w kolejnych latach

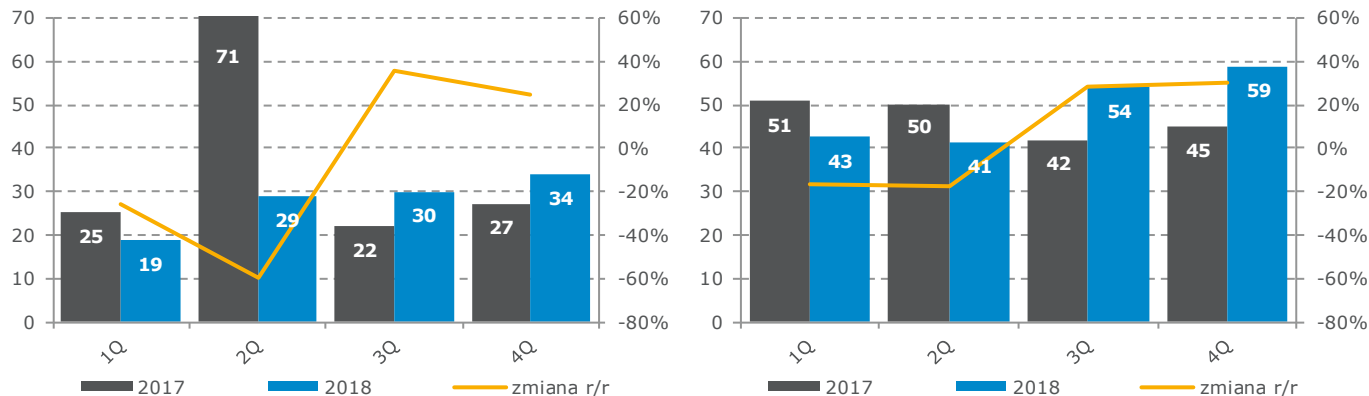
Nakłady inwestycyjne w 2018 roku powinny wynieść około 80 mln PLN. Według Zarządu w przyszłych latach kwota ta prawdopodobnie spadnie.

Zmiana prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Amica

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
Przychody	2 846,8	2 920,1	2 777,2	2 829,4	+2,5%	+3,2%
EBITDA	197,0	212,4	205,1	219,5	-3,9%	-3,3%
Zysk netto	111,9	117,4	110,1	124,6	+1,6%	-5,8%
DPS (PLN)	3,00	4,32	3,00	4,25	0,0%	+1,6%
Dług netto	200,1	175,4	193,1	149,9	+3,7%	+17,0%

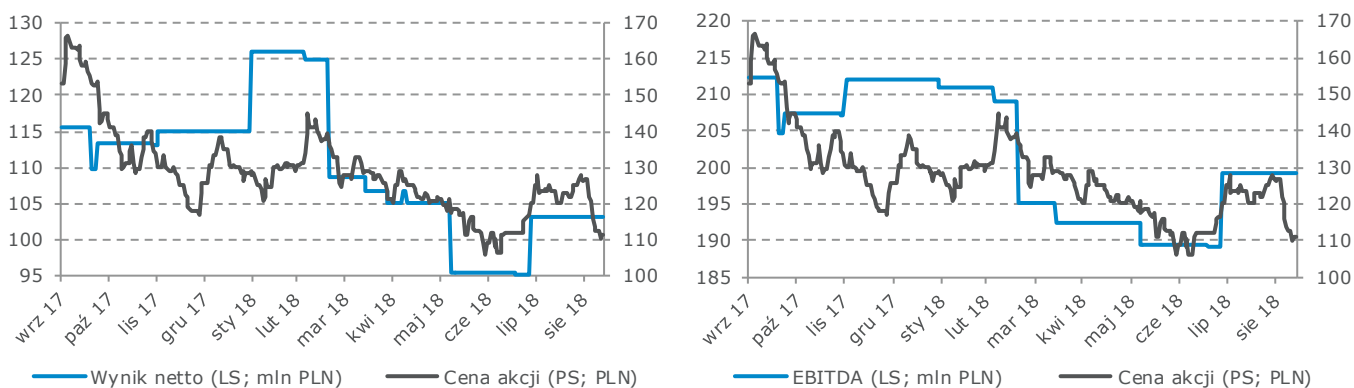
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Prognoza wyniku netto (lewy) oraz EBITDA (prawy) Grupy Amica w kolejnych kwartałach (mln PLN)



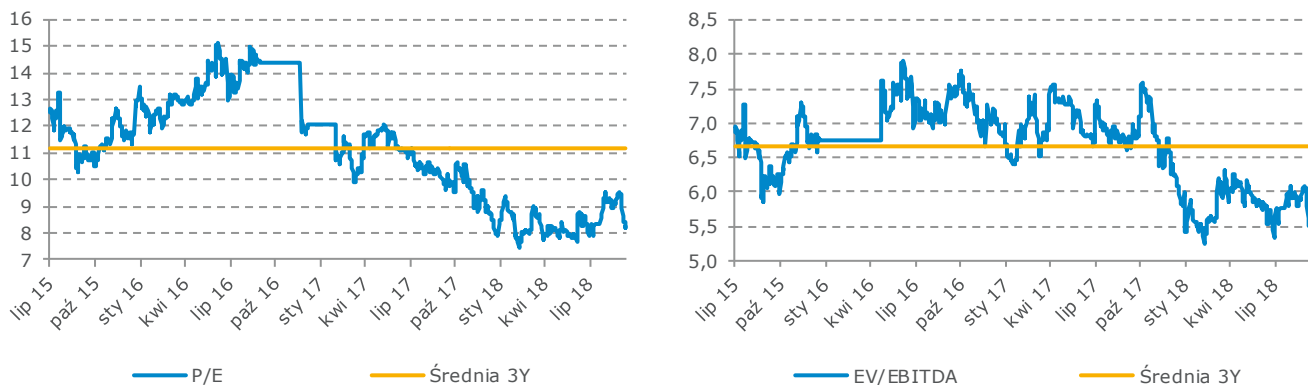
Źródło: prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Notowania Grupy Amica na tle oczekiwań rynku odnośnie wyniku netto i EBITDA w 2018 roku (mln PLN)



Źródło: Bloomberg

Wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA Grupy Amica na tle 3-letnich średnich



Źródło: Bloomberg

Prognozy Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Amica

(mIn PLN)	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Cena (PLN)	112,80	112,80	112,80	112,80	112,80	112,80	112,80
P/E	9,8	11,2	9,2	7,8	6,0	7,8	7,5
EV/EBITDA	7,6	5,6	5,7	4,9	5,8	5,5	5,0
DYield	4,1%	3,1%	2,7%	3,5%	4,9%	2,7%	3,8%
Dług netto/EBITDA	0,6	0,2	0,9	0,6	1,1	1,0	0,8
P/BV	1,9	1,6	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9
P/(BV-goodwill)	2,0	1,7	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
Przychody	1 653,7	2 019,7	2 084,0	2 474,6	2 645,6	2 846,8	2 920,1
zmiana r/r	5,7%	22,1%	3,2%	18,7%	6,9%	7,6%	2,6%
Zysk brutto ze sprzedaży marża	511,7 30,9%	634,9 31,4%	693,9 33,3%	780,9 31,6%	768,3 29,0%	795,4 27,9%	821,9 28,1%
Koszty sprzedaży	161,5	192,9	212,7	269,9	292,3	314,8	322,9
Koszty zarządu	261,8	310,4	317,8	338,5	335,4	332,4	339,1
EBITDA marża	124,3 7,5%	163,9 8,1%	183,9 8,8%	201,2 8,1%	187,9 7,1%	197,0 6,9%	212,4 7,3%
EBIT marża	95,4 5,8%	128,3 6,4%	146,9 7,0%	155,7 6,3%	139,5 5,3%	145,0 5,1%	159,9 5,5%
Działalność finansowa	-14,6	-29,3	-25,1	-17,3	-21,2	-13,8	-15,0
Zysk netto	89,4	78,3	95,6	112,5	146,3	111,9	117,4
Dług netto	72,8	37,9	170,7	115,3	216,0	200,1	175,4

Źródło: Amica, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. otrzymał od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 13 września 2018 o godzinie 08:27.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13 września 2018 o godzinie 08:27.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące Grupy Amica wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-06-06	2018-01-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	121,00	130,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl