

# ANALIZA GRUPY AMICA

## SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Amica – podsumowanie .....	2
Amica – informacje o spółce.....	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat .....	3
Strategia rozwoju .....	5
Amica – analiza finansowa .....	6
Przychody, wyniki i prognozy .....	6
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy .....	9
Pozostałe kwestie .....	11
Zastrzeżenia .....	12

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan. Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki III kwartałów 2018 roku.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prośba o dokładne zapoznanie się z nim.

## ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Przejęcia spółek zagranicznych i rosnąca sprzedaż – efekt skali, optymalizacji produktów i marż	Branża sprzętu AGD cechuje się wysoką konkurencją – presja na marże
Dywersyfikacja geograficzna, produktowa i wg klientów – brak uzależnienia od pojedynczych transakcji	Rosną koszty pracy, koszty energii, koszty surowców – presja na marże
Dobra sytuacja bilansowa, generowanie dobrych przepływów operacyjnych	Działalność na wielu rynkach zagranicznych może powodować zyski / straty z tytułu różnic kursowych
Po zakończonych dużych inwestycjach, możliwość wypłaty wyższych dywidend	

## AMICA – PODSUMOWANIE

Amica jest producentem sprzętu grzejnego, czyli kuchni wolnostojących, kuchni i piekarników do zabudowy oraz płyt grzejnych. Grupa posiada 2 fabryki we Wronkach. Pozostałą część sprzętu AGD spółka kupuje od innych producentów i sprzedaje pod swoimi markami. Część handlowa stanowi już ponad połowę sprzedaży Amiki, jednak większość zysków nadal pochodzi z części produkcyjnej.

W Polsce, Europie Zachodniej i Południowej grupa działa pod marką Amica, w Skandynawii pod marką Gram, na Wschodzie pod marką Hansa, a w Anglii pod marką CDA.

Ostatnie lata to okres sporych inwestycji. W 2015 roku za 24 mln funtów spółka zakupiła angielskiego dystrybutora sprzętu AGD, spółkę CDA, a w 2017 roku sfinalizowała zakup francuskiego dystrybutora sprzętu AGD, spółki Sideme (wydatki: 17 mln zł w 2017 roku + 7 mln zł w 2015 roku). W 2017 roku, kosztem 60 mln zł, oddano do użytku nowoczesny, automatyczny magazyn wysokiego składowania.

Według zarządu największe inwestycje są już wykonane, obecnie Amica może skupić się na optymalizacji portfolio produktowego, a także pracy nad wzrostem rentowności sprzedaży. Z kolei mniejsze wydatki inwestycyjne w kolejnych latach oznaczać będą więcej gotówki w kasie, którą spółka jest skłonna w bardziej szczodry sposób dzielić się z akcjonariuszami.

## AMICA – INFORMACJE O SPÓŁCE

## HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

W 1957 roku w fabryce we Wronkach zeszła pierwsza kuchnia węglowo – gazowa, w 1960 roku została uruchomiona produkcja kuchni gazowych. W 1967 roku rozpoczęto sprzedaż eksportową, a w 1980 roku produkty z Wronek trafiły na rynki zachodnie. W 1992 roku powstaje marka Amica, a w 1993 rozpoczęto produkcję płyt kuchennych. W 1994 roku ma miejsce prywatyzacja fabryki Amica. Fabrykę przejmuje Jacek Rutkowski, który wcześniej (po studiach w Poznaniu) wyjechał do Niemiec i założył firmę Magotra zajmującą się dystrybucją sprzętu AGD. Zyski z tej działalności pozwoliły na przejęcie Amiki. W 1997 roku Amica debiutuje na GPW w Warszawie. W 2000 roku Amica przejmuje duńską markę Gram, a na rynek rosyjski wprowadza markę Hansa. W 2015 roku ma miejsce przejęcie brytyjskiej spółki CDA Group. Kolejnym ważnym wydarzeniem jest otwarcie w 2017 roku magazynu wysokiego składowania, jednego z najnowocześniejszych w skali Europy.



Amica to największy polski producent sprzętu gospodarstwa domowego. Jest liderem rynku w Polsce z udziałem na poziomie 18 procent rynku, a pod względem sprzętu grzejącego 30 procent. Grupa prowadzi sprzedaż na ponad 55 rynkach na całym świecie, a udział eksportu wynosi około 70%. Największą popularność spółka posiada w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Skandynawii. Amica posiada we Wronkach 2 fabryki: kuchni wolnostojących i piekarników oraz płyt grzejnych. Natomiast pozostały sprzęt AGD (pralki, lodówki, kuchenki mikrofalowe, odkurzacze i inne) spółka importuje i sprzedaje pod swoją marką.

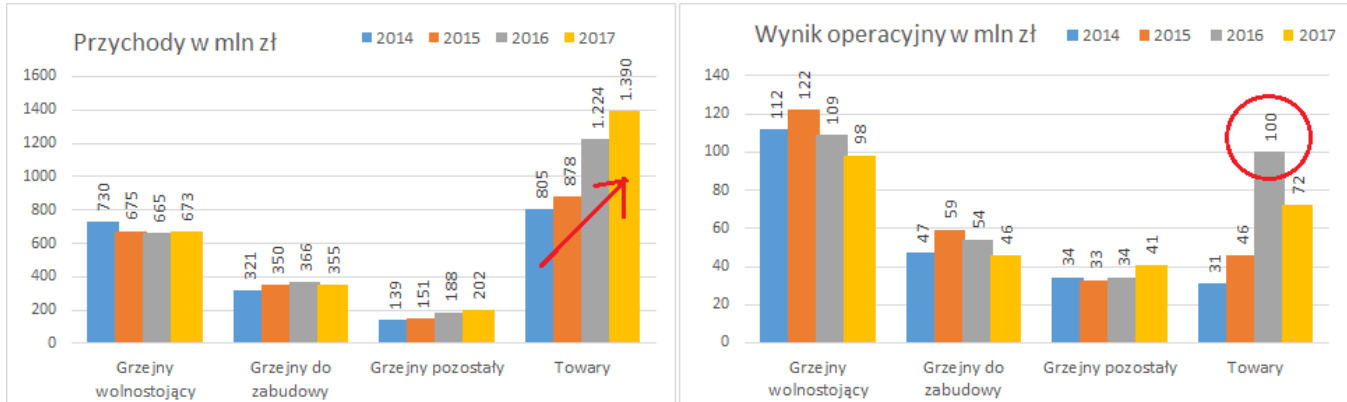
**Grupa działa pod markami: Amica, Hansa, CDA i Gram.**

W Polsce, na zachodzie i na południu Europy grupa sprzedaje pod marką Amica. Gram to prestiżowa, tradycyjna duńska marka (istnieje od 1901 roku), przejęta przez Amikę w 2001 roku. Marka ta znana jest w całej Skandynawii. Hansa to marka ciesząca się dużą popularnością na rynkach Europy Wschodniej. CDA to brytyjska marka, przejęta w 2015 roku, rozpoznawalna w takich kanałach dystrybucyjnych jak studia mebli kuchennych. Na początku 2017 roku Amica przejęła francuską spółkę Sideme, która od 2013 roku była odpowiedzialna za budowanie sprzedaży produktów Amiki na rynku francuskim. Dodatkowo spółka ta posiada własną markę Curtiss, a także dostarcza produkty do największych sieci we Francji, takich jak: ElectroDepot, CD Discount, Darty, Conforama. Roczne obroty tej spółki to 80 mln EUR.

Działalność grupy rozbita jest na kilka segmentów:

- Segment **Sprzęt grzejny wolnostojący**. Są to kuchnie wolnostojące, **produkowane** przez Amikę. Segment ten stanowi 25 udziału w przychodach grupy,
- Segment **Sprzęt grzejny do zabudowy** obejmuje kuchnie oraz piekarniki do zabudowy, **produkowane** przez Amikę,
- Segment **Sprzęt grzejny pozostały** obejmuje płyty grzejne do zabudowy **produkowane** przez Amikę,
- Segment **Towary** obejmuje **sprzęty sprowadzane w celach dalszej odsprzedaży**, należą do nich m.in.: lodówki, pralki, mikrofalówki, zmywarki, małe AGD.

Rozkład sprzedaży i zysku operacyjnego pomiędzy segmentami wygląda następująco:



Z powyższego wynika, że (według danych za 2017 rok):

- Udział w sprzedaży produkcji własnej (sprzęt grzejny) wynosił 46%, podczas gdy w 2014 roku nawet 59%,
- Udział w zysku operacyjnym produkcji własnej wynosił 70% (a po III kwartałach 2018 roku już tylko 66%), podczas gdy w 2014 roku nawet 82%,
- Zatem nadal zysk „robi” produkcja własna, ale rośnie udział w sprzedaży i zysku towarów handlowych i ten segment zapewne jest kluczem do dalszej poprawy wyników w przyszłości,
- Trend ten jest podtrzymany w 2018 roku, sprzedaż towarów wzrosła o 13% w 9 miesięcy 2018 roku do 9 miesięcy 2017 roku, podczas gdy produktów własnych o 6% w tym samym czasie.

Do tematu marż powrócę w dalszej części analizy.

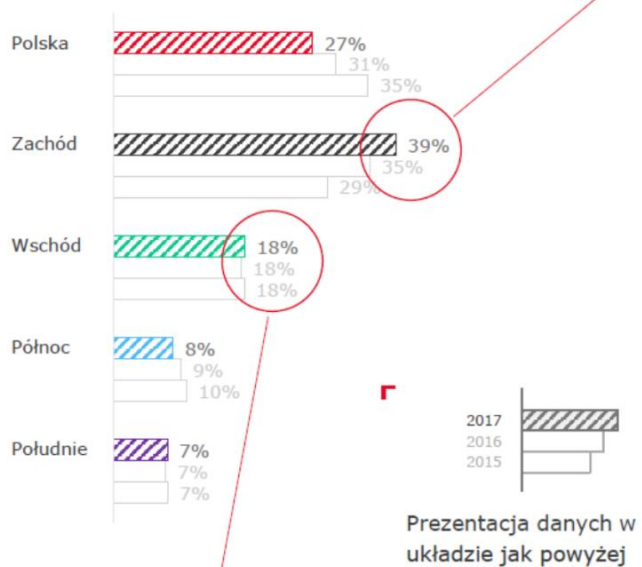
Sprzedaż grupy jest dość dobrze zdywersyfikowana asortymentowo, a rysunek obok pokazuje, że również geograficznie (% oznaczają udział sprzedaży w danym segmencie w sprzedaży ogółem). Jednocześnie widoczny jest trend zwiększania udziału sprzedaży na rynki Europy Zachodniej, co spółka tłumaczy następująco: *akwizycja spółki Sideme na rynku francuskim pozwoliła zwiększyć skalę działania Grupy w regionie zachodnim oraz zwiększyć w 2017 eksport sprzętu grzejnego na rynek francuski o 69,9% względem roku poprzedniego [wzrost sprzedaży na rynkach zachodnich o 151,2 mln zł w ujęciu r/r].*

Sprzedaż grupy jest również dobrze zdywersyfikowana według odbiorców, udział żadnego z nich nie przekracza 10% obrotów grupy.

W 2017 roku we Wronkach został uruchomiony magazyn automatycznego składowania. Gotowe wyroby dostarczane są taśmociągami, który jednocześnie identyfikuje i sortuje produkty, a miejsce ich magazynowania wskazywane jest automatycznie przez system na podstawie kodu kreskowego.

## Rynki sprzedaży

Sprzedaż wg regionów w latach 2015 – 2017

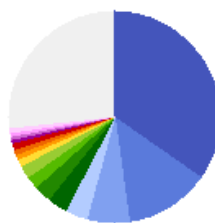


Łączne zatrudnienie w grupie Amica przekracza 3 tysiące osób (3.120 osób na koniec 2017 roku). Według danych GUS, w sektorze AGD pracuje ok. 25 tys. osób, z czego ok. 23 tys. osób zatrudniają sami producenci i importerzy zrzeszeni w CECED Polska. Dzięki inwestycjom rządu ok. 12 mld (do 2016 r.) zł w Polsce funkcjonuje obecnie 30 fabryk sprzętu AGD. Regionalnie główna część produkcji skupiona jest w 3 województwach: Dolnośląskim, Łódzkim oraz Wielkopolskim.

Europa jest drugim po Chinach rynkiem produkcji i sprzedaży sprzętu AGD na świecie. Wg publicznie dostępnych szacunków przy produkcji sprzętu AGD w Europie pracuje bezpośrednio już ok. 210 tys. osób. Roczna sprzedaż takich produktów to ok. 125 mln sztuk małego oraz ok. 100 mln sztuk dużego sprzętu AGD i w kolejnych latach systematycznie się zwiększa. Już od ośmiu lat największym producentem AGD na świecie jest chiński Haier. Z raportu firmy Euromonitor International wynika, że udział Haiera w sprzedaży detalicznej AGD w 2016 r. wyniósł 10,3 proc. Europejskie marki mają jednak mocną pozycję na lokalnym rynku, choć udziały rynkowe próbują odbierać im producenci z innych regionów. Z perspektywy polskiej najmocniej widać ekspansję koncernów koreańskich, jak LG czy Samsung.

Głównym akcjonariuszem spółki jest Holding Wronki, kontrolowany przez Jacka Rutkowskiego (Holding posiada 35% akcji Amiki, ale ponad 50% głosów). Ponad 5% w akcjonariacie posiadają jeszcze OFE NN i OFE Aviva, jednak sporo funduszy i OFE ma udział poniżej 5%.

Prezesem zarządu spółki jest jej główny akcjonariusz – Jacek Rutkowski, z Amiką związany od 1994 roku. W skład zarządu wchodzi jeszcze 4 wiceprezesów: Marcin Bilik (ds. operacyjnych i logistyki, od 2010 roku w zarządzie), Alina Jankowska – Brzózka (zakupy, od 2005 roku w Amica), Wojciech Kocikowski (finanse i kontroling, od 2004 roku w Amica), Piotr Skubel (Handel i Marketing, od 2002 roku w Amica). Zwraca zatem uwagę stabilność i długi okres związania z firmą osób zarządzających.



#### Akcjonariat: Amica SA (C)Stooq

■ Holding Wronki S.A.zal.od J.Rutkowskiego (34.93%)
■ OFE Nationale-Nederlanden (12.86%)
■ OFE Aviva BZ WBK (6.91%)
■ OFE Aegon (3.23%)
■ OFE PKO BP Bankowy (3.14%)
■ OFE Pocztylion (2.34%)
■ TFI Pekao SA (2.10%)
■ OFE Generali (1.95%)
■ TFI Noble Funds SA (1.11%)
■ TFI Nationale-Nederlanden SA (0.86%)
■ TFI Santander (d. BZ WBK) SA (0.79%)
■ TFI Quercus SA (0.77%)
■ TFI Union Investment SA (0.65%)
■ TFI Millennium SA (0.39%)
■ OFE Pekao (0.27%)
■ TFI PZU SA (0.16%)

Sprawozdanie finansowe grupy za 2017 rok zostało zbadane przez Grant Thornton i otrzymało opinię „bez zastrzeżeń”.

## STRATEGIA ROZWOJU

W 2014 roku Amica ogłosiła strategię HIT 2023 (strategia rozwoju grupy Amica do 2023 roku), która zakłada wejście grupy Amica do TOP3 graczy na rynku sprzętu grzejnego w Europie (obecnie nr 5) i opiera się na następujących filarach (rysunek obok).

Jak widać, w 2023 roku grupa ma zamiar osiągnąć 1,2 mld EUR przychodów, przy osiągnięciu 9% rentowności EBITDA.

Czynniki sukcesu, jakie wskazał Zarząd Amiki w ramach realizacji strategii, to przede wszystkim silna pozycja na dotychczasowych rynkach i zdobywanie kolejnych oraz wzmacnianie marek, które są własnością Spółki w poszczególnych krajach, pełen portfel produktów, który ma obejmować pełne AGD - silną pozycję w kuchniach wolnostojących i do zabudowy, a także wysoką, rentowną sprzedaż pozostałego AGD.



Zgodnie z założeniami strategii Amica rozwija się na rynkach Europy Zachodniej zarówno poprzez przejęcia (Wielka Brytania – 2015 rok – CDA Group, Francja – 2017 rok - Sideme), jak i organicznie (Hiszpania – 2015 rok – założenie spółki handlowej).

Dzięki przejęciom grupa działa pod 4 markami: Amica, Gram, Hansa i CDA.

Kolejnym celem jest zdobycie silnej pozycji w segmencie grzejnym na wszystkich kluczowych rynkach europejskich. Grupa jest już w czołówce w tych segmentach w Polsce, Danii, Niemczech, Czechach, Słowacji, Ukrainie i Rosji.

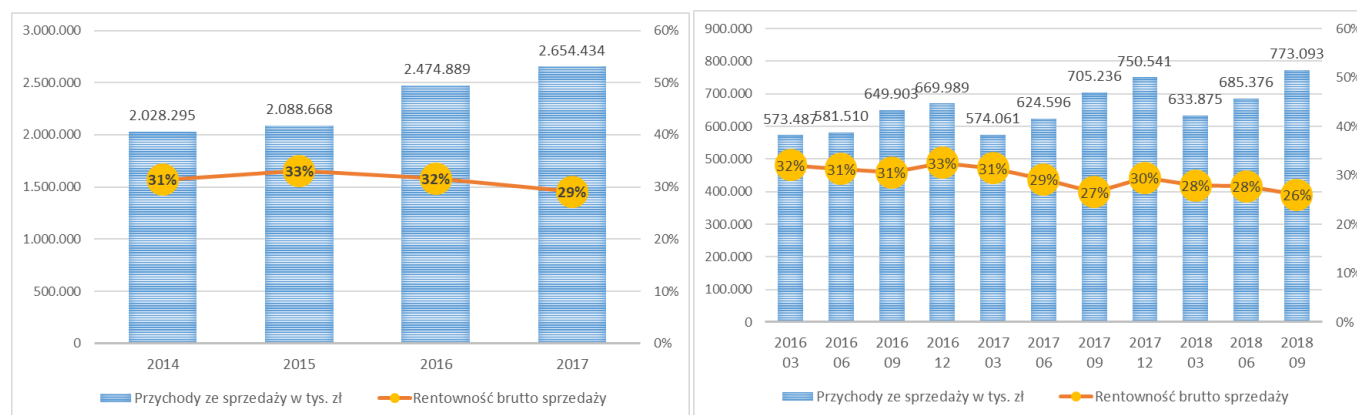
Realizacja strategii możliwa jest dzięki posiadaniu 2 fabryk we Wronkach, łącznie zatrudniających 2 tysiące pracowników:

- Fabryka kuchni wolnostojących i piekarników (1,6 mln sztuk mocy produkcyjnych rocznie),
- Fabryka płyt grzejnych (0,5 mln sztuk mocy produkcyjnych rocznie).

## AMICA – ANALIZA FINANSOWA

### PRZYCHODY, WYNIKI I PROGNOZY

Tradycyjnie zaczynamy od spojrzenia na przychody ze sprzedaży i marżę zysku na sprzedaży:



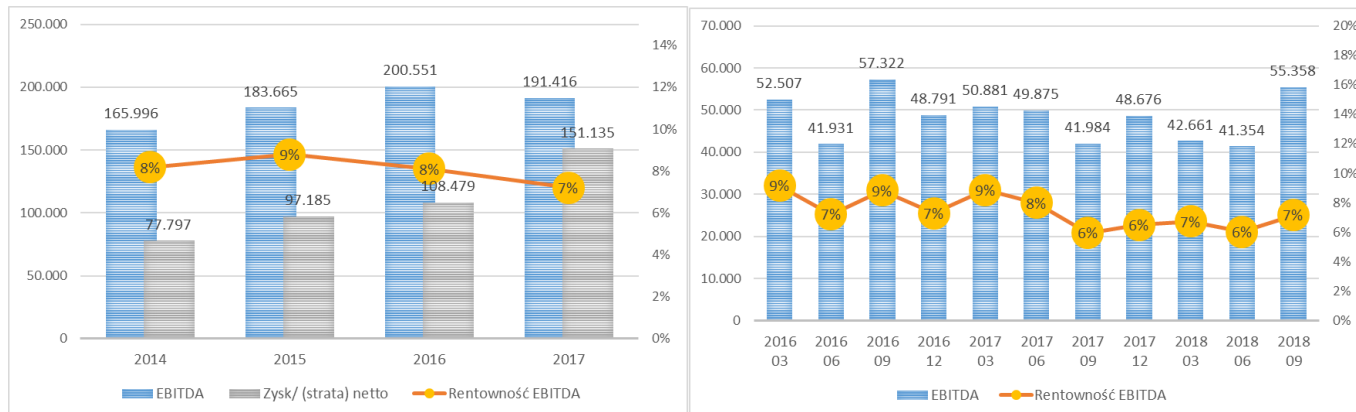
Przychody wykazują tendencję rosnącą z roku na rok (wzrost o 7% w 2017 roku wobec 2016), również po III kwartałach 2018 roku przychody są wyższe (o 10%) niż w tym samym okresie rok wcześniej.

Jak wiemy z pierwszej części analizy, wzrost przychodów ma miejsce przede wszystkim dzięki wzrostom w towarach handlowych, stąd nie dziwi stopniowy spadek marży – zwiększa się udział towarów niskomargowych w sprzedaży ogółem.

Tak z kolei spadek marż tłumaczy Amica: *niższa marża brutto ze sprzedaży związana jest w szczególności z (i) trwającym procesem integracji SIDEME, (ii) zmianą struktury sprzedaży (wyższy udział towarów handlowych) (iii) podwyżek cen surowców, komponentów oraz towarów handlowych.*

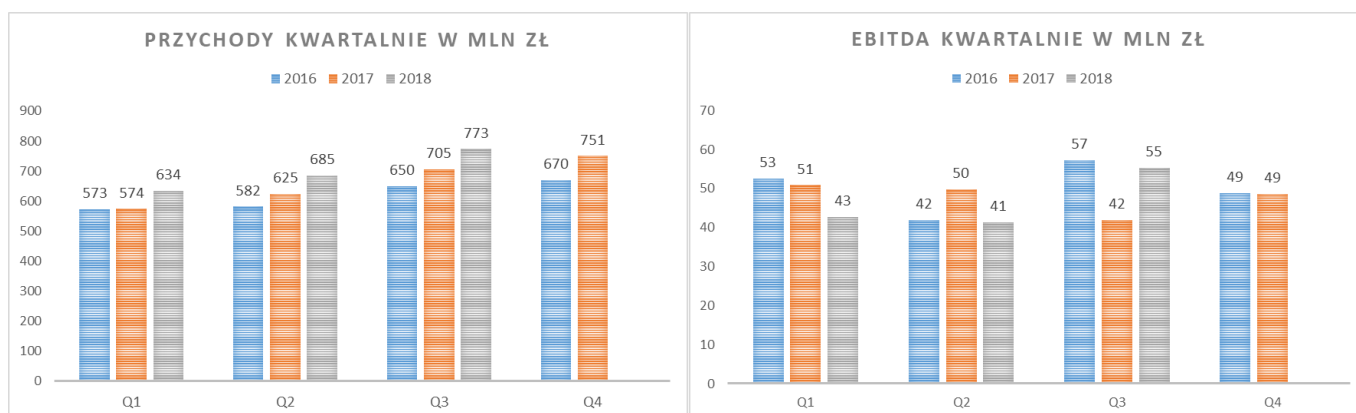
Oprócz wymienionego przeze mnie powodu, Amica akcentuje również wzrost cen surowców i towarów oraz koszty integracji z francuską spółką SIDEME.

Spadek marż w 2017 roku wpłynął na spadek zysku EBITDA w porównaniu do roku 2016, również w 2018 roku sytuacja jest „wymagająca” i EBITDA po III kwartałach 2018 wynosi 98% EBITDA z III kwartałów 2017 roku:

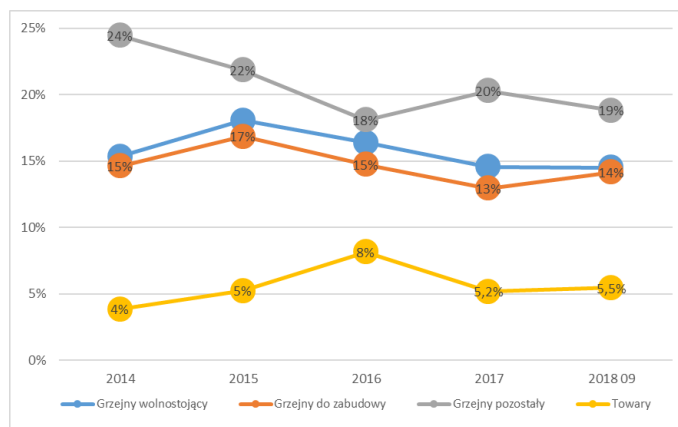


Wzrost zysku netto w 2017 roku jest mylący, gdyż w tym okresie spółka zaraportowała ujemny podatek dochodowy, związany z korzyściami z działania w Specjalnej Strefie Ekonomicznej (odliczenia kosztów inwestycji).

Warto również spojrzeć na ujęcie kwartalne przychodów w widoku poszczególnych kwartałów. Jak widać, w 2018 roku trend wzrostowy przychodów jest fajnie kontynuowany, a co ucieszyło akcjonariuszy po wynikach III kwartału, to istotny wzrost EBITDA w tym okresie (widać to również na wykresie powyżej), dający nadzieje na przełamanie raczej słabego trendu:



Czyżby III kwartał 2018 roku miał okazać się przełomem? Spójrzmy jeszcze na marże osiągnięte przez Amikę na poszczególnych grupach produktowych, a następnie przedstawimy komentarz wiceprezesa spółki odnośnie marż na towarach.



Komentarz: W 2016 mieliśmy rekordowe przychody w kategorii towary, które wynikały częściowo z przejęcia angielskiej spółki CDA, oraz rozwoju sprzedaży, np. na rynku niemieckim, gdzie dodatkowo mieliśmy bardzo wysoką rentowność wynikającą z wprowadzonych podwyżek, przy równoczesnych ponad rynkowych hedgach. W 2017 roku na niższą rentowność wpłynęły deprecjacja funta, niższa rentowność Sideme (akwizycja w drugim kwartale 2017 r.), a także wysokie podwyżki cen towarów i koszty frachtu. **Rentowność towarów w trzecim kwartale br. jest już powyżej 6%, co wynika z optymalizacji portfolio towarowego a także wprowadzonych korekt cen sprzedaży.**

A zatem przechodząc do perspektyw spółki wygląda, że Amica mocno walczy o wzrost marży w kluczowym segmencie towarów handlowych i III kwartał 2018 roku przyniósł pod tym kątem pierwsze sukcesy. I jeżeli trend ten się utrzyma, to wyniki grupy będą dalej się poprawiać.

Oprócz możliwego dalszego wzrostu sprzedaży i utrzymania marży na sprzedaży towarów powyżej 6% na potencjalny wzrost wyników mogą wpływać:

- Oddanie do użytku w 2017 roku nowoczesnego, automatycznego, magazynu wysokiego składowania. Szacowane oszczędności to 10 mln zł rocznie (ten efekt jest już w wynikach 2018 roku),
- (za raportem DM mBank): 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,
- (za raportem mBank): 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.

Z drugiej strony przyszłe wyniki grupy będą pod presją (również z raportu DM mBanku):

- Rosnących kosztów pracy. Koszty pracy odpowiadają za 12% kosztów ogółem, a ich wzrost o 5% oznacza 15 mln zł dodatkowych kosztów rocznie. Nie bez powodu prezes w liście do akcjonariuszy podkreśla przywiązanie pracowników do firmy (pracują kolejne pokolenia), a grupa dba jak może o pracowników. Tym niemniej 10% załogi stanowią Ukraińcy, którzy w 2019 roku będą mieli ułatwienia pracy w Niemczech. Dodatkowo spółka korzysta z pracy świadczonej przez więźniów zakładu karnego we Wronkach (40-50 osób),
- Rosnących cen energii. Wg spółki koszty energii to około 5 mln zł rocznie, a zatem ich wzrost nie będzie miał kluczowego znaczenia dla wyników firmy. Przynajmniej bezpośrednio, bo w strukturze zakupów grupy około 30% stanowi blacha i wyroby hutnicze. Jak wiemy branża ta jest mocno narażona na wzrost cen energii.

Z jednej strony mamy szansę na wyższą sprzedaż i solidne marże jako efekt optymalizacji, z drugiej presję na marże wywierac będą rosnące koszty pracy, a także surowców. Pokuśmy się zatem o prognozę wyników na 2018 i 2019 rok.

Przychody Amiki za ostatnie 4 kwartały wynoszą 2,85 mld zł. W omówieniu wyników III kwartału 2018 roku wiceprezes Amiki Wojciech Kocikowski uznał osiągnięcie przychodów 3 mld zł w 2018 roku za realne, przy zachowaniu rentowności EBITDA z 2017 roku. Rentowność EBITDA w 2017 roku wynosiła 7,2%, a zatem w 2018 roku można spodziewać się osiągnięcia 216 mln zł EBITDA.

Przy standardowej stopie podatku, na podstawie lat ubiegłych, zysk netto spółki szacuję na 55% wartości EBITDA, w takim wypadku za 2018 roku można by liczyć na 108 mln zysku netto, co przy aktualnej kapitalizacji 830 mln zł dałoby wskaźnik cena / zysk na całkiem fajnym poziomie 7,7. Należy mieć na uwadze, że ze względu na działanie w Specjalnej Strefie Ekonomicznej Amica w 2018 roku również rozpozna korzyści podatkowe, które mogą poprawić wynik netto o ponad 20 mln zł (przy założeniu 130 mln zł wyniku netto wskaźnik C/Z spadnie do 6,4). Z ciekawostek, w latach 2015-2016 Amica notowana była z C/Z 13-15, a więc blisko dwukrotnie drożej niż obecnie...

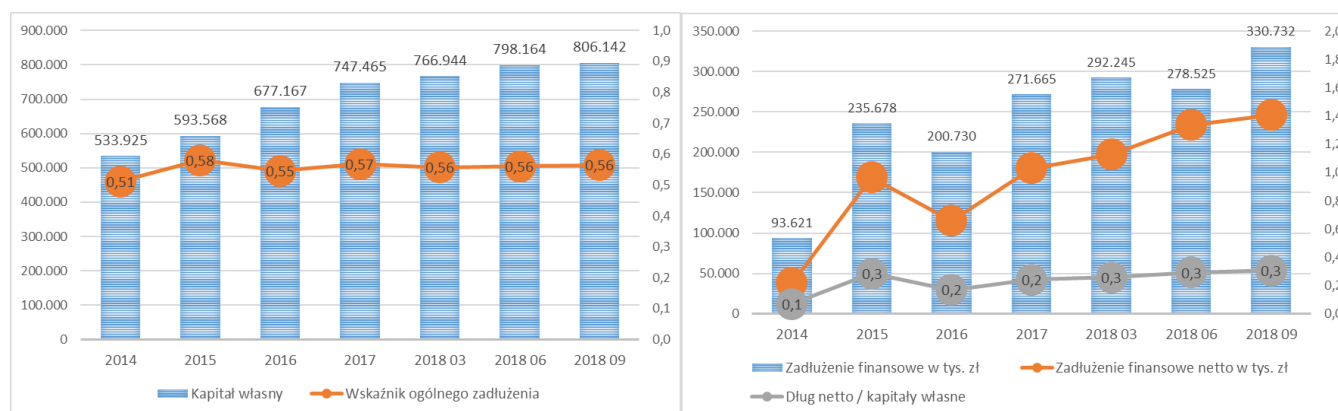


Jak będzie wyglądał kolejny rok i następne? Trudno powiedzieć. Z jednej strony, zakładając trwały wzrost marży w III kwartale 2018, jest przestrzeń do poprawy wyników za I i II kwartał 2019 roku. Z drugiej strony będziemy mieli do czynienia z presją wyżej wymienionych czynników. Nie należy też zapominać, że branża, w której działa Amica jest bardzo konkurencyjna. A większość sprzedaży, to jednak towary handlowe, na których marża z założenia jest niższa, a cena zapewne w znacznym stopniu zależy od ugruntowanej marki.

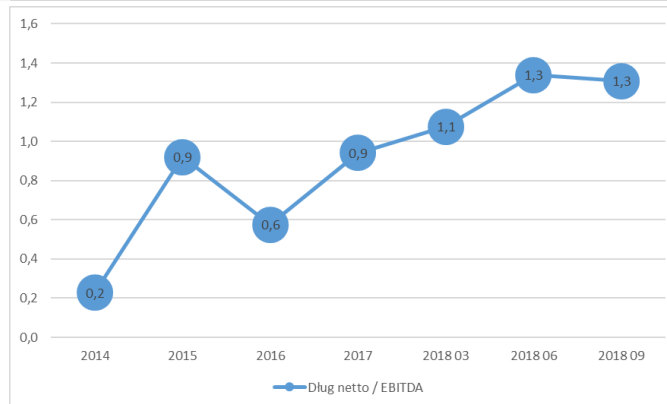
Biorąc pod uwagę (ambitne) cele zapisane w strategii HIT2023 (1,2 mld EUR sprzedaży rocznie, czyli ponad 5 mld zł, przy obecnych około 3 mld zł), czyli możliwe dalsze wzrosty sprzedaży i efekt dźwigni operacyjnej, raczej skłaniam się do tezy spokojnego wzrostu wyników firmy w kolejnych latach. Jest również szansa, że spółka będzie się bardziej szczerze dzielić wypracowanymi zyskami z akcjonariuszami, o czym poniżej.

## ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Zacznijmy od omówienia sytuacji finansowej (bilansu) grupy. A ta wygląda bardzo przyzwoicie.



Kapitały własne systematycznie rosną wraz z biznesem firmy, a wskaźnik ogólnego zadłużenia znajduje się na rozsądnym i stabilnym poziomie. Wraz ze wzrostami sprzedaży (i przejęciami firm) rośnie również zadłużenie finansowe netto, ale jak widać, stanowi ono niewielki procent kapitałów własnych. Skokowy wzrost zadłużenia finansowego nastąpił w 2015 roku, kiedy to spółka wyemitowała obligacje o wartości 130 mln zł (w tym samym roku miało miejsce przejęcie brytyjskiej spółki CDA za 24,3 mln funtów). Do tego warto dodać, że zadłużenie finansowe netto może zostać spłacone z generowanej EBITDA w nieco ponad rok, co jest również wartością bardzo dobrą.



Zatem jeżeli chodzi o strukturę finansowania (kapitały versus zadłużenie), czy sam poziom długu finansowego, Amica wydaje się być dobrze zarządzanym przedsiębiorstwem.

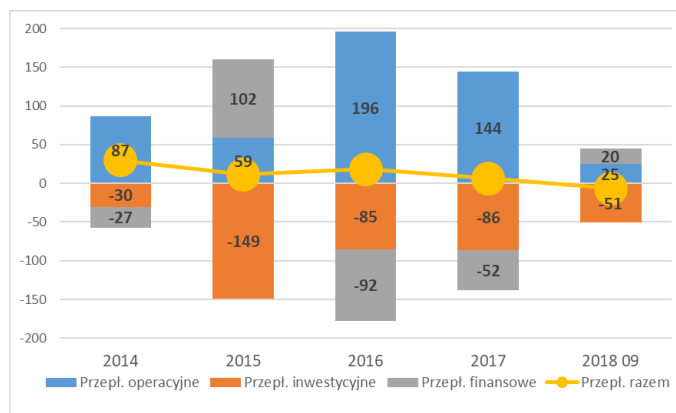
Drugą kwestią jest jakość zarządzania należnościami, zapasami czy zobowiązaniami. Przy takiej skali dywersyfikacji sprzedaży (w tym sprzedaż na rynki wschodnie) wydaje się, że ściąganie należności może przysparzać pewnego rodzaju problemy (i takie się zdarzają, jak chociażby odpis na należności wobec kontrahenta rosyjskiego w 2017 roku). Również zarządzanie stanami magazynowymi jest dużego rodzaju wyzwaniem. Jednak patrząc na wskaźniki rotacji (za [biznesradar.pl](http://biznesradar.pl)) w ujęciu czasowym również wygląda na to, że sytuacja jest pod kontrolą – wskaźniki są w miarę stabilne w czasie:

	2015/Q4	2016/Q1	2016/Q2	2016/Q3	2016/Q4	2017/Q1	2017/Q2	2017/Q3	2017/Q4	2018/Q1	2018/Q2	2018/Q3
<b>Cykl należności</b> ⓘ	61 ~sektor 89	62 ~sektor 94	63 ~sektor 96	65 ~sektor 93	66 ~sektor 94	70 ~sektor 93	72 ~sektor 92	73 ~sektor 93	72 ~sektor 93	70 ~sektor 93	69 ~sektor 91	67 ~sektor 85
<b>Cykl zobowiązań</b> ⓘ	98 ~sektor 118	98 ~sektor 114	98 ~sektor 112	101 ~sektor 114	100 ~sektor 118	106 ~sektor 121	110 ~sektor 121	113 ~sektor 121	114 ~sektor 127	111 ~sektor 126	109 ~sektor 127	106 ~sektor 117
<b>Cykl zapasów</b> ⓘ	80 ~sektor 87	83 ~sektor 97	83 ~sektor 92	82 ~sektor 86	80 ~sektor 83	82 ~sektor 78	83 ~sektor 82	84 ~sektor 79	84 ~sektor 79	82 ~sektor 80	81 ~sektor 78	80 ~sektor 83

Z powyższego rysunku wynika również, że spółka w dużym stopniu finansuje się zobowiązaniami wobec dostawców, co oznacza zapewne silną pozycję zakupową, a także brak kosztów odsetkowych.

W kwestii zarządzania majątkiem i finansami Amica wydaje się spółką dobrze zarządzaną, co znajduje zresztą odzwierciedlenie w przepływach pieniężnych – na wykresie obok (dane w mln zł).

Niebieski dodatni słupek pokazuje, że spółka rok w rok z działalności operacyjnej generuje wolną gotówkę. Z kolei czerwony słupek pokazuje, że gotówka ta w dużym stopniu przeznaczana była na inwestycje (nabycie brytyjskiej spółki CDA, francuskiej Sideme, budowa magazynu wysokiego składowania). W 2015 roku spółka zaciągnęła dług na sfinansowanie inwestycji, stąd dodatnie przepływy finansowe. W kolejnych latach tempo zaciągania długu spadło, a za sprawą wypłacanych dywidend czy spłat odsetek przepływy finansowe są ujemne.



Przy okazji publikacji wyników za III kwartał 2018 roku wiceprezes spółki stwierdził, że największe nakłady inwestycyjne spółka ma już za sobą, teraz środki generowane z działalności operacyjnej będą mogły zostać przeznaczone na zwiększenie dywidend ([link](#)). Spójrzmy zatem, jak historycznie Amica dzieliła się zyskiem z akcjonariuszami.

(w mln zł)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zysk netto grupy	46	89	78	97	108	151
Dywidenda	36	27	23	31	43	23
Dywidenda jako % zysku	77%	31%	30%	32%	39%	15%
Stopa dywidendy	6,0%	3,3%	1,8%	2,1%	3,0%	2,7%

Z powyższej tabeli wynika, że najczęściej Amica wypłacała w formie dywidendy 30-40% wypracowanego zysku netto, a stopa dywidendy wynosiła 2-3%. Powracając do wcześniej prognozowanego 108 mln zysku netto (wersja konserwatywna, przypominam, że wysoki zysk netto za 2017 rok to efekt ujemnego podatku dochodowego, a na 2018 rok zakładam, że z tego tytułu zysk netto może być istotnie wyższy niż 108 mln zł) i zakładając, że względu na ograniczenie inwestycji, możliwość przeznaczenia 40% zysku netto na dywidendę, przy obecnej kapitalizacji 832 mln zł stopa dywidendy mogłaby przekroczyć 5%, co już jest wartością całkiem przyzwoitą w przypadku rozwijającej się spółki.

*Zastrzeżenie: powyżej opisuję jeden z możliwych scenariuszy, w żadnym wypadku powyższych wyliczeń nie należy utożsamiać z oficjalną prognozą czy rekomendacją dla spółki, wyliczenia mają charakter edukacyjny – pokazują moje podejście do analizy spółek.*

## POZOSTAŁE KWESTIE

Według GPW spółka przydzielona jest do sektora *Przemysł elektromaszynowy*, co raczej nie oddaje charakteru działalności spółki i czyni analizę porównawczą bezużyteczną. Rating Altmana dla spółki wynosi BBB, a więc całkiem przyzwoicie.

Na stronie [biznesradar.pl](http://biznesradar.pl) znajdują się linki do analiz i rekomendacji biur maklerskich (nie ma tego wiele). Analityk DM mBanku w raporcie z września 2018 roku napisał: *Amica – najgorsze już za nami. [...] 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 [...]*

DM mBanku prognozuje osiągnięcie przez Amikę 112 mln zł zysku netto w 2018 roku i 117 mln zł zysku netto w 2019 roku.

W kwietniu 2018 roku analityk DM Noble Securities Michał Sztabler wycenił jedną akcję Amiki na 177 zł w perspektywie 9 miesięcy (a więc na styczeń 2019), przy obecnej cenie akcji spółki 107 zł. Zysk netto na 2018 rok oszacował również jak DM mBanku na 112 mln zł (110 mln zł na 2019 rok).

Zachęcam do przejrzania obydwu opracowań, szczególnie ich części opisowych dotyczących biznesu spółki, czynników ryzyka czy szans na wzrosty.

O ile z dużą ostrożnością podchodzę do wycen analityków, tym niemniej według mnie w stosunku do notowań spółek zagranicznych, czy też potencjału generowania gotówki i dywidend, Amica wydaje się atrakcyjną spółką.

Jednak zawsze należy pamiętać, że to „rynek” decyduje o kursie akcji spółki. A, że od dłuższego czasu mamy bessę, to kurs akcji spółki znajduje się na bardzo niskich poziomach.



## ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

### **Konflikt interesów:**

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji i obligacji spółki.

### **Zastrzeżenie:**

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.