

piątek, 30 listopada 2018 | aktualizacja raportu

## Famur: kupuj (podtrzymana)

FMF PW; FMF.WA | Przemysł elektromaszynowy, Polska

### Oczekiwana rewizja konsensusu w górę

Bardzo dobre wyniki 1-3Q'18 skłaniają nas do podniesienia prognoz na 2018 rok i kolejne lata. Naszym zdaniem po wynikach za 3Q'18 rynek powinien przesunąć swoje oczekiwania na całoroczny wynik EBITDA w okolicę 468 mln PLN (+5% vs. bieżący konsensus) oraz wynik netto 200 mln PLN (+8% vs. bieżący konsensus). Utrzymujące się powyżej pieniężnego kosztu wydobycia ceny węgla energetycznego oraz koksowego na światowych rynkach sprawiają, że wydatki w górnictwie węgla mogą rosnąć do 2020 roku. Dodatkowo problemem na rynku krajowym są utrzymujące się niskie zapasy surowca przy zwiększającym się imporcie z rynków zewnętrznych. Naszym zdaniem głównym motorem wzrostu sprzedaży Grupy Famur w 2019 roku będzie segment Underground (+6% r/r), co wynika przede wszystkim ze zwiększenia obrotów w segmencie kombajnów chodnikowych (+14% r/r – efekt podpisanych nowych umów na dzierżawę kombajnów z PGG i JSW w 2018 roku). Podwyższamy nasze prognozy na 2018 i 2019 rok oraz korygujemy naszą cenę docelową z 6,56 PLN/akcja do 6,41 PLN/akcja (efekt spadku wyceny spółek w analizie porównawczej). Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur.

### Duże planowe inwestycje polskich spółek górniczych

Ministerstwo Energii zakłada, że Polska Grupa Górnicza w 2018 roku zainwestuje łącznie 2,6-2,7 mld PLN. W przypadku JSW Grupa w latach 2018-2030 planuje nakłady inwestycyjne na poziomie 18,9 mld PLN (1,5 mld PLN średniorocznie) w zwiększenie wydobycia i ograniczenie kosztów produkcji. Bogdanka zamierza w latach 2016-2025 wydać 3,7 mld PLN dla scenariusza bazowego oraz ok. 4 mld PLN dla scenariusza elastycznego rozwoju. Dodatkowo w obszarze Surface (Famak) Grupa skorzysta z inwestycji związanych z modernizacją 44 jednostek o mocy 200MW obejmujących systemy nawęglania oraz projekt budowy nowej jednostki w Ostrołęce z datą wykonania na rok 2022 rok.

### Underground motorem wyników w 2019 roku

W segmencie Underground w każdym kwartale Famur w 2018 roku notuje wyższe q/q rentowności na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży. Jest to rezultatem wzrostu rentowności na nowych kontraktach na dostawę kompleksów ścianowych uwzględniających wyższe koszty oraz nowe umowy na dzierżawę kombajnów chodnikowych i ścianowych (wcześniejsze stawki dzierżawne były zaniżone w okresie dekonunktury). Nasze ostrożne założenia na 2019 rok wskazują na zwiększenie wyniku brutto ze sprzedaży o ponad 21 mln PLN w segmencie Underground.

### Ogromna zdolność generowania gotówki

Według naszych szacunków na koniec 2018 roku zadłużenie netto Grupy Famur wyniesie około 196 mln PLN, a sprzedaż PBSZ na początku 2019 roku pozwoli na wypłatę ponad 265 mln PLN dywidendy w 2019 roku (Dywidenda ponad 8%). Biorąc pod uwagę przepływy operacyjne oraz planowane dezinvestycje majątku za około 70 mln PLN relacja FCF/EV w latach 2019-2020 będzie się utrzymywać na poziomie powyżej 10%.

| (mln PLN)    | 2016    | 2017    | 2018P   | 2019P   | 2020P   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody    | 1 029,7 | 1 459,6 | 2 293,2 | 2 121,7 | 2 177,4 |
| EBITDA       | 238,6   | 308,0   | 467,7   | 491,3   | 485,8   |
| marża EBITDA | 23,2%   | 21,1%   | 20,4%   | 23,2%   | 22,3%   |
| EBIT         | 113,7   | 132,9   | 277,9   | 323,1   | 340,6   |
| Zysk netto   | 93,8    | 48,5    | 199,6   | 257,2   | 277,5   |
| P/E          | 28,9    | 64,3    | 16,1    | 12,5    | 11,6    |
| P/CE         | 12,4    | 14,0    | 8,2     | 7,5     | 7,6     |
| P/BV         | 2,7     | 2,2     | 2,2     | 2,2     | 2,0     |
| EV/EBITDA    | 10,8    | 10,8    | 7,3     | 6,3     | 6,1     |
| DPS          | 0,00    | 0,00    | 0,44    | 0,46    | 0,31    |
| DYield       | 0,0%    | 0,0%    | 7,9%    | 8,3%    | 5,6%    |

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca                  | 5,58 PLN     |
| Cena docelowa                 | 6,41 PLN     |
| Kapitalizacja                 | 3,2 mld PLN  |
| Free float                    | 0,9 mld PLN  |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 2,57 mln PLN |

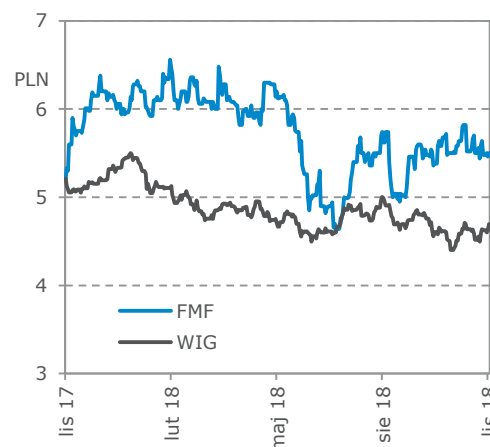
### Struktura akcjonariatu

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Tomasz Domogała         | 55,48% |
| OFE Aviva               | 9,12%  |
| OFE NN                  | 6,93%  |
| OFE PZU                 | 2,83%  |
| Pozostali akcjonariusze | 25,64% |

### Profil spółki

Famur jest dostawcą kompletnych systemów wydobywczych dla kopalń, w tym kompleksów ścianowych, obudów zmechanizowanych, kombajnów ścianowych i chodnikowych, systemów transportu oraz podpór i siłowników hydraulicznych. Grupa realizuje również projekty w zakresie budowy zakładów przeróbki węgla oraz systemy nawęglania i odżuliania dla bloków energetycznych. Około 65% sprzedaży Grupy Famur plasowane jest na rynku krajowym.

### Kurs akcji FMF na tle WIG



| Spółka | Cena docelowa |       | Rekomendacja |       |
|--------|---------------|-------|--------------|-------|
|        | nowa          | stara | nowa         | stara |
| Famur  | 6,41          | 6,56  | kupuj        | kupuj |

| Spółka | Cena bieżąca | Cena docelowa | Potencjał zmiany |
|--------|--------------|---------------|------------------|
| Famur  | 5,58         | 6,41          | +15,0%           |

| Zmiana prognoz     | 2018P  | 2019P  | 2020P  |
|--------------------|--------|--------|--------|
| Przychody          | +11,4% | +10,7% | +9,8%  |
| EBITDA             | +6,5%  | +10,3% | +8,3%  |
| Zysk netto         | +9,0%  | +11,2% | +4,3%  |
| Obroty Underground | +18,0% | +17,0% | +15,8% |
| Obroty Surface     | -11,8% | -12,4% | -12,9% |
| Marża Underground  | +8,9%  | +7,5%  | +7,1%  |
| Marża Surface      | -12,2% | -9,1%  | -8,2%  |

### Analitik:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

#### 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 księgowa  
**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 księgowa) – 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:

**KUPUJ** – 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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 listopada 2018 o godzinie 8:35.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 listopada 2018 o godzinie 8:35.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:  
[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

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 spółki Famur wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-08-02 | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2018-02-02 | 2018-01-05 |
| cena docelowa (PLN)      | 6,56       | 6,95       | 7,06       | 7,28       | 7,29       | 7,24       |
| kurs z dnia rekomendacji | 5,20       | 5,94       | 6,04       | 6,10       | 6,20       | 6,18       |

## Dom Maklerski mBanku

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

## Departament Analiz

**Kamil Kliszczyk**

dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszczyk@mbank.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**

+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**

+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**

+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigel**

+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**

+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

**Aleksandra Szklarczyk**

[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Mikołaj Lemańczyk**

[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

**Piotr Gawron**

dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**

+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**

+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**

+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**

+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**

+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**

+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**

+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**

+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

## Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**

wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lemnicka@mbank.pl](mailto:marzena.lemnicka@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**

+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

**Kamil Szymański**

dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**

wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)