

środa, 7 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

Famur: kupuj (podtrzymana)

FMF PW; FMF.WA | Przemysł elektromaszynowy, Polska

Trudniejsze otoczenie w 2020 i 2021 roku

Rosnące zapasy węgla kamiennego na przykopalnianych zwałowiskach w Polsce oraz spadki cen węgla energetycznego i koksowego na światowych rynkach powodują, że rodzimym producentom trudno będzie podwyższać ceny w kolejnych okresach. Naszym zdaniem przy dynamicznym wzroście kosztów wynagrodzeń i prawdopodobnie niższych cenach surowca wyniki finansowe firm wydobywczych w 2020 roku spadną. To z kolei naszym zdaniem spowoduje spadek wydatków w polskim wydobyciu węgla z rekordowych w ostatnich 7-miu latach 5 mld PLN do 4,4 mld PLN w 2020 roku (-12% r/r). W efekcie prognozujemy, że obroty Grupy Famur w 2020 roku obniżą się o około 17% r/r do 1,8 mld PLN, a EBITDA o 15% r/r do 469 mln PLN. Niższe obroty naszym zdaniem Grupa będzie rekompensować większym udziałem sprzedaży części zamiennych i serwisu (Aftermarket) oraz niższymi kosztami produkcji (spadek cen stali i kosztów zewnętrznej kooperacji). W efekcie szacujemy, że marża EBITDA wzrośnie w 2020 roku do 26,6% (+0,6 p.p.). Mimo spadku zamówień, po połączeniu Famur i Kopex, nie oczekujemy, aby na rynku mogła mieć miejsce analogiczna jak w latach 2015-2016 wojna cenowa. Famur, mimo rewizji prognoz, notowany jest z około 16% dyskontem do spółek porównywalnych na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA na lata 2019-2021. Dodatkowo Grupa, mimo założonej gorszej ścigalności należności od spółek górniczych, generuje około 10% FCF/EV w latach 2020 i 2021 oraz jest w stanie wypłacać odpowiednio 9% i 7% DYield. Obniżamy nasze prognozy na 2020 i 2021 rok oraz korygujemy naszą cenę docelową z 6,71 PLN/akcja do 5,33 PLN/akcja. Podtrzymujemy naszą rekomendację kupuj dla Grupy Famur.

Zapasy węgla w górę, ceny bez wzrostu w 2020 roku

Zapasy węgla kamiennego w Polsce w czerwcu wzrosły do poziomu 4,0 mln ton, czyli najwyższej od sierpnia'16. Wzrost zapasów to, naszym zdaniem, efekt łagodnej zeszłorocznej zimy, która zmniejszyła zapotrzebowanie na surowiec. Nie bez znaczenia jest również wysoki import surowca w 2H'18. Obecnie ceny węgla ARA (po uwzględnieniu kaloryczności i kosztów logistyki) znajdują się blisko poziomów cen węgla krajowego. Jeśli jednak ceny ARA odnotują dalsze spadki, to istnieje ryzyko spadku cen na krajowym rynku w 2020 roku.

Wydatki na inwestycje spowolnią w 2020 roku

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że całkowite wydatki na inwestycje we wszystkich spółkach górniczych w 2019 roku wyniosą około 5 mld PLN (+12% r/r), z czego w samych spółkach z udziałem Skarbu Państwa 3 mld PLN (+18% r/r). W 2020 roku zakładamy, że wydatki inwestycyjne spadną do 4,4 mld PLN (-12% r/r), a w 2021 do 4,1 mld PLN (-8% r/r). Patrząc na poprzednie cykle, 2022 rok powinien przynieść stabilizację/wzrost wydatków inwestycyjnych.

Spółka praktycznie niezadłużona w scenariuszu spowolnienia

W 2020 roku zakładamy, że w efekcie pogorszenia wyników w sektorze wydobywczym w Polsce, wydłużeniu ulec może ścigalność należności od spółek górniczych. Zakładamy, że relacja OCF do EBITDA w 2020 roku spadnie do 75% względem średniej z lat 2009-2018 (83%). Mimo tego zakładamy, że dług netto na koniec grudnia 2020 będzie blisko zera, mimo prognozowanej wypłaty dywidendy na poziomie 226 mln PLN. Naszym zdaniem w scenariuszu przejęcia spółki w segmencie Hard Rock Mining (koszt około 20-25 mln EUR) oraz braku sprzedaży aktywów nieoperacyjnych relacja długu netto do EBITDA nie powinna przekroczyć 0,5x w latach 2020-2021.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	1 459,6	2 229,1	2 124,7	1 765,1	1 660,5
EBITDA	308,0	491,4	552,8	469,2	393,5
marża EBITDA	21,1%	22,0%	26,0%	26,6%	23,7%
EBIT	132,9	300,2	390,4	313,9	248,3
Zysk netto	48,5	207,9	452,3	249,2	196,0
P/E	51,0	12,2	5,6	10,2	13,0
P/CE	11,1	6,4	4,1	6,3	7,4
P/BV	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
EV/EBITDA	8,7	5,7	4,6	5,3	6,2
DPS	0,00	0,44	0,53	0,39	0,33
DYield	0,0%	10,0%	12,0%	8,9%	7,4%

Cena bieżąca	4,42 PLN
Cena docelowa	5,33 PLN
Kapitalizacja	2,5 mld PLN
Free float	1,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,7 mln PLN

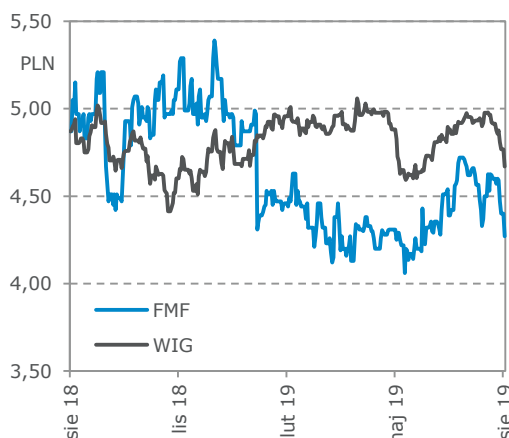
Struktura akcjonariatu

Tomasz Domogała	47,30%
OFE NN	10,32%
OFE Aviva	9,64%
Pozostali akcjonariusze	16,74%

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 70% sprzedaży Grupy Famur planowane jest na rynku krajowym.

Kurs akcji FMF na tle WIG



Kurs akcji FMF skorygowany o dywidendę (0,53 PLN)

Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Famur	5,33	6,71	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	Famur	4,42	5,33

Zmiana prognoz	2019P	2020P	2021P
	Przychody	-0,9%	-13,7%
EBITDA	+0,8%	-4,7%	-19,0%
Zysk netto	-0,3%	-9,2%	-21,4%
Obroty Underground	0,0%	-14,9%	-23,2%
Obroty Surface	-5,3%	-10,8%	-11,7%
Marża Underground	0,0 p.p.	+3,1 p.p.	+3,1 p.p.
Marża Surface	+0,0 p.p.	-0,9 p.p.	-0,5 p.p.

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
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
 WND B – 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 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.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 7 sierpnia 2019 o godzinie 8:47. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 sierpnia 2019 o godzinie 8:47.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczył, 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

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	kupuj
data wydania	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09	2019-02-04	2018-11-30	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	6,71	6,96	6,67	6,90	6,61	6,41	6,56
kurs z dnia rekomendacji	4,47	5,24	4,85	4,82	4,98	5,58	5,20

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 Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
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