

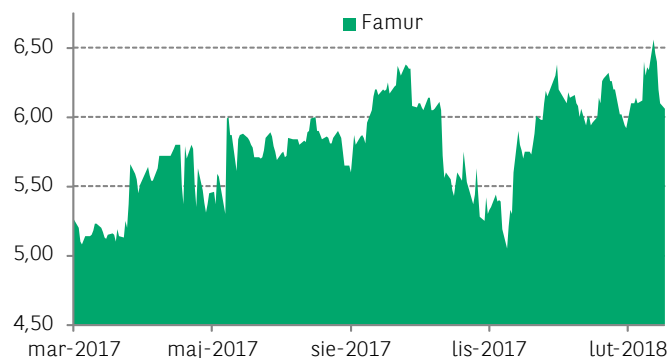


## Famur – Komentarz do wyników za 4Q'17

Michał Krajczewski, CFA +48 22 507 52 91, [michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl](mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl)

### Podstawowe dane o spółce

Cena	6,06
Kapitalizacja (mln zł)	3 390,2
Free float	52,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	2,0
P/E	60,8
EV/EBITDA	11,72

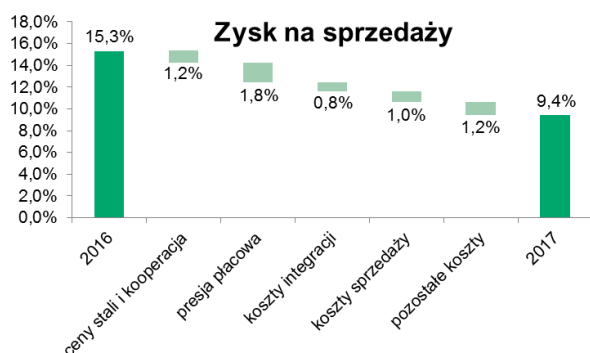


### Wyniki 4Q17

mln PLN	4Q'17	4Q'16	r/r	2017	2016	r/r
<b>Przychody</b>	<b>491,7</b>	<b>304,8</b>	61,3%	<b>1458,1</b>	<b>1029,7</b>	41,6%
- segment Underground	316,9	218,4	45,1%	1018,9	741,2	37,5%
- segment Surface	94,7	86,4	9,6%	290,6	288,6	0,7%
- segment Elektryka*	24,4	-	-	40,6	-	-
- segment Usługi Górnicze*	55,7	-	-	108,0	-	-
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>75,9</b>	<b>64,5</b>	17,7%	<b>298,1</b>	<b>243,3</b>	22,6%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	15,4%	21,2%	-	20,4%	23,6%	-
- segment Underground	64,7	46,8	38,4%	255,1	191,4	33,3%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	20,4%	21,4%	-	25,0%	25,8%	-
- segment Surface	2,0	18,1	-89,0%	24,3	51,9	-53,2%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	2,1%	21,0%	-	8,4%	18,0%	-
- segment Elektryka*	6,8	-	-	10,9	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	27,8%	-	-	26,9%	-	-
- segment Usługi Górnicze*	2,4	-	-	7,8	-	-
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	4,4%	-	-	7,2%	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>95,9</b>	<b>62,1</b>	54,5%	<b>292,1</b>	<b>238,6</b>	22,4%
<i>marża EBITDA</i>	19,5%	20,4%	-	20,0%	23,2%	-
<b>EBIT</b>	<b>38,1</b>	<b>32,2</b>	18,4%	<b>117,0</b>	<b>113,7</b>	2,9%
<i>marża EBIT</i>	7,8%	10,6%	-	8,0%	11,0%	-
<b>Zysk netto</b>	<b>-4,3</b>	<b>26,3</b>	-116,2%	<b>57,2</b>	<b>93,8</b>	-39,1%
<i>marża netto</i>	-0,9%	8,6%	-	3,9%	9,1%	-
<b>Zysk netto oczyszczony</b>	<b>21,0</b>	<b>26,3</b>	-20,1%	<b>84,0</b>	<b>93,8</b>	-10,5%
<i>marża netto</i>	22,2%	30,4%	-	28,9%	32,5%	-
<b>Cash flow operacyjny</b>	<b>85,4</b>	<b>194,5</b>	-56,1%	<b>192,3</b>	<b>314,2</b>	-38,8%

\*segmenty konsolidowane tylko w 2H'17 wraz z przejęciem Grupy Kopex

### Komentarz do wyników



podjętych w 2017 r. oraz coraz silniejsza presja płacowa, której to spółka nie była w stanie przenieść w cenach już realizowanych

Zgodnie ze wstępnymi danymi, w 4Q17 Famur uzyskał 491,7 mln PLN (+61,3% r/r), a wysoka dynamika była rezultatem pozyskiwania nowych zleceń w obszarze Underground oraz przejęcia kontroli nad Kopexem. Równocześnie znacząco obniżyła się wypracowana przez Famur marża, a głównymi czynnikami (wykres), był gwałtowny wzrost cen surowców na początku 2017 r. oraz coraz silniejsza presja

Silny wzrost sprzedaży, rentowność pod wpływem kosztów wynagrodzeń i rosnących cen surowców



kontraktów. Dodatkowym obciążeniem dla rentowności w 2017 r. były koszty związane z integracją Kopexu oraz rozwojem struktur sprzedaży na rynkach zagranicznych. W podziale na segmenty, znaczący spadek marży miał miejsce w obszarze Surface, co jak podaje Spółka wynikało również z niekorzystnego miks realizowanych kontraktów. EBITDA zanotowała jednak solidny wzrost o 22,4% r/r w całym 2017 r. i 54,5% r/r w 4Q'17. Przy wyższej amortyzacji z tytułu konsolidacji aktywów Kopexu (z ok. 37 do 50 mln PLN kwartalnie) zmiana wyniku operacyjnego była znacząco mniej dynamiczna.

Na wyniki wpływały rozpoznane w 4Q'17 liczne zdarzenia jednorazowe:

Rezerwa na ryzyko CIT	-21,2 mln PLN
Odpis na odsetki z tytułu należności VAT	-16,9 mln PLN
Rozwiązanie aktywa z tyt. podatku odroczonego	- 6,8 mln PLN
Rozwiązanie rezerwy na ryzyko roszczenia gwarancyjnego	+19,0 mln PLN
<b>RAZEM</b>	<b>- 26,0 mln PLN</b>

Wyniki pod wpływem licznych zdarzeń jednorazowych

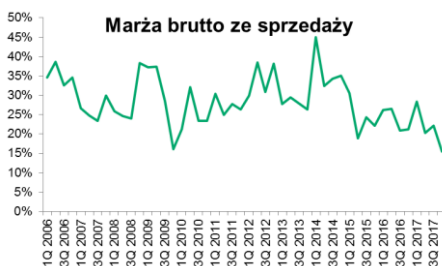
Pierwsze dwie pozycje wynikają z dokonanej w 2013 r. transakcji wniesienia znaku towarowego do spółki zależnej, która była dokonana zgodnie z ówczesnym prawem podatkowym i rachunkowościowym, i która była już przedmiotem pozytywnej kontroli ze strony Urzędu Skarbowego. Zarząd ocenia szanse na korzystne decyzje i odwrócenie odpisów w kolejnych kwartałach jako wysokie.

## Perspektywy 2018 r.

Wyniki 4Q'17 oceniamy neutralnie – były one zbliżone do konsensusu zebranego na Bloombergu (290,5 mln PLN EBITDA w 2017 r.).

Istotniejszą kwestią są, naszym zdaniem, bardzo dobre perspektywy w horyzoncie 2018-2019 r. Po pierwsze Zarząd dostrzega znaczące odbicie koniunktury w sektorze górnictwym od 2017 r., która oceniana jest jako najlepsza od 5 lat. Pozytywne tendencje obejmują zarówno wszystkie segmenty operacyjne, jak i obszary geograficzne w których działa Famur. Po okresie restrukturyzacji, w najbliższych latach krajowe górnictwo nadrabiać będzie zaległości inwestycyjne i technologiczne, co jest dużą szansą dla Spółki. Zwiększony jest również nacisk na rozwój eksportu – celem jest uzyskanie 50% udziału sprzedaży zagranicznej do 2022 r. (30% w 2016 i 38% w 2017 r.).

Rezultaty zgodne z oczekiwaniami, pozytywne perspektywy i koniunktura rynkowa w horyzoncie 2018-2019 r.



Po drugie Famur od końca III kwartału ubiegłego roku dostosował ceny w swoich ofertach do nowej bazy kosztowej (ceny surowców i wynagrodzeń), co ma na celu powrót do obserwowanej w poprzednich latach rentowności. Dodatkowo na początku 2018 r. zanotowany został lekki spadek cen surowców. Od początku IV kwartału 2017 r. Spółka pozyskała już ponad 460 mln PLN nowych kontraktów. Zarząd dostrzega

Nowe kontrakty o wyższych cenach powinny pozwolić na poprawę rentowności

coraz wyraźniejszy wzrost cen produktów na rynku, co może pozwolić na powrót do poziomów z poprzedniego okresu dobrej koniunktury (lata 2011-2012).

Zwracamy również uwagę, iż Famur nie będzie ponosił już kosztów integracji z Kopexem. W celu przedstawienia dalszej ścieżki rozwoju zagranicznego, po okresie konsolidacji lokalnego rynku, Zarząd zamierza zaktualizować obecną strategię i przedstawić ją w 3Q'18. Prawdopodobnie będzie kładła ona nacisk na zawieranie strategicznych aliansów/budowy joint venture z zagranicznymi partnerami w celu zwiększenia obecności Famuru poza rynkiem lokalnym.

Publikacja nowej strategii w 3Q'18 – dalszy nacisk na rozwój zagraniczny



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	<a href="mailto:adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl">adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl">szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl">marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl">artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>

#### Internetowe serwisy transakcyjne

**SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

**SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

#### Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



#### Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas 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 BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas 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 Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas 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 Banku BGZ BNP Paribas 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas 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 Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. 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 – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas 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 BGZ BNP Paribas S.A.

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

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. 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 Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: **Michał Krajczewski**  
nr ewidencyjny: **KW/2018/03/05/FMF/01**  
Data sporządzenia: **2018-03-05**