



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Famur – 4Q'18

2019-04-17 15:16



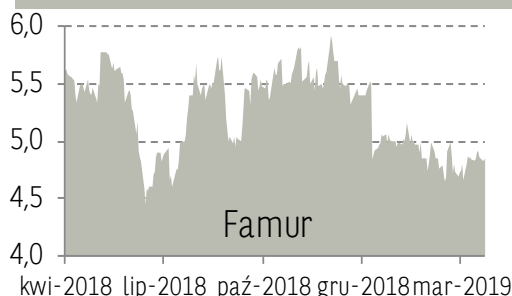
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	4,85
Kapitalizacja (mln zł)	2 787,6
Free float	43,1%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,9
P/E	13,2
EV/EBITDA	6,18

Notowania spółki



WYNIKI 4Q18

mln PLN	4Q'18	4Q'17	r/r	4Q'18	kons.	różnica
Przychody	505,9	491,7	2,9%	505,9	542,7	-6,8%
- segment Underground	233	317	-26,5%			
- segment Surface	107	95	13,0%			
- segment Elektryka	80	24	228,1%			
- segment Usługi Górnicze	85	56	52,7%			
Zysk brutto ze sprzedaży	143,4	75,9	88,9%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	28,4%	15,4%				
- segment Underground	116	65	79,2%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	49,8%	20,4%				
- segment Surface	3	2	50,8%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	2,8%	2,1%				
- segment Elektryka	13	7	91,7%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	16,3%	27,8%				
- segment Usługi Górnicze	12	2	393,0%			
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	14,1%	4,4%				
EBITDA	131,2	95,9	36,8%	131,2	114,0	15,1%
<i>marża EBITDA</i>	25,9%	19,5%		25,9%	21,0%	
EBIT	84,8	38,1	122,5%	84,8	69,3	22,4%
<i>marża EBIT</i>	16,8%	7,8%		16,8%	12,8%	
Zysk netto jedn. dom.	53,5	-13,7	-490,6%	53,5	48,3	10,8%
<i>marża netto</i>	10,6%	-2,8%		10,6%	8,9%	
Cash flow operacyjny	18,2	85,4	-78,7%			

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane dziś wyniki Famuru okazały się być znacząco powyżej rynkowego konsensusu, szczególnie pod względem wypracowanej rentowności. Jest to związane ze stopniowym zwiększaniem przez spółkę cen w nowych kontraktach, co jest odpowiedzią na rosnące od 2017 r. koszty. Ponadto Famur zwiększa udział przychodów z usług *aftermarket*, które są również wyżej marżowe. Zarząd podtrzymuje również plany ze strategii do 2023 r., w tym poszukiwania potencjalnych celów przejęć w segmencie Hard Rock Mining. Podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę spółki biorąc pod uwagę pozytywne momentum wynikowe (szczególnie 1H'19), potencjał do wypłaty wysokiej dywidendy, strategię rozwoju zagranicznego, jak i sprzyjającą wycenę (PE'19= 11,1x, EV/EBITDA'19 = 5,77x).

Wyniki 4Q18 powyżej konsensusu rynkowego

Podtrzymujemy pozytywną opinię o Spółce



Famur w IV kwartale zanotował niższą dynamikę przychodów względem poprzednich okresów z uwagi na wysoką bazę (konsolidacja Kopexu przez cały 4Q'18), jak i harmonogram realizacji głównych kontraktów w 2 i 3Q'18. Powyższe było szczególnie widoczne w segmencie Underground, gdzie przychody spadły ponad ¼ w stosunku do 4Q'17. Silniejsze wzrosty odnotowały „nowe”, związane z Kopexem, segmenty Elektryki i Usług Górniczych z powodu odpowiednio realizacji większych zamówień przez krajowe kopalnie w końcówce roku oraz postępujących prac realizowanych przez PBsZ przy kluczowym kontrakcie budowy szybu Grzegorz dla Tauron PE.

Spowolnienie tempa wzrostu przychodów...

Jeżeli chodzi o marżę brutto na sprzedaży, to 4Q'18 był kolejnym okresem (od 2Q'18) jej konsekwentnej poprawy. Jej znacząca poprawa r/r była efektem dalszego zwiększania cen w realizowanych przez spółkę kontraktach, a także wyższego udziału przychodów z usług *aftermarket* (szczególnie w segmencie Underground). Segment Usług Górniczych korzystał na realizacji większego zakresu prac przy szybie Grzegorz. Segment Elektryki realizował natomiast kontrakty handlowe, które charakteryzują się niską rentownością.

... zostało zrekompensowane skokową poprawą rentowności

Z uwagi na wzrost skali biznesu i ekspansję zagraniczną, koszty SG&A zwiększyły się o 16% r/r w IV kwartale. Spółka wykazała także gorsze saldo na pozostałej działalności operacyjnej i na aktywach niefinansowych (razem -10,9 mln PLN wobec +3,3 mln PLN przed rokiem, chociaż zwracamy uwagę na liczne zdarzenia jednorazowe z zeszłego roku). Pomimo tego, Famur zaprezentował o 36,8% r/r lepszy wynik EBITDA oraz o 122,5% lepszy wynik EBIT. Ubiegłoroczne one-offy mocno obniżyły zysk na poziomie netto, stąd ze straty -13,7, wynik dla akcjonariuszy jednostki dominującej uległ poprawie do 53,5 mln PLN.

Pomimo rosnących kosztów SG&A, Famur poprawia EBITDA i zysk netto.

Jedynym lekko negatywnym aspektem był spadek cash flow z działalności operacyjnej do 18,2 mln PLN, co jednak wynikało z jednorazowej, wysokiej płatności podatku dochodowego (ponad 100 mln PLN) i zostało częściowo zrekompensowane optymalizacją kapitału obrotowego (+48 mln PLN z tego tytułu). Sytuacja bilansowa Famuru pozostaje bardzo dobra – wskaźnik długu netto do EBITDA wynosił po 4Q'18 ok. 0,57x.

Niższe r/r przepływy z działalności operacyjnej

PERSPEKTYWY

- **Strategia:** Zarząd podtrzymuje cele strategiczne zawarte w polityce do 2023 r., czyli rozwój eksportu, zwiększenie udziału sprzedaży kompleksowych rozwiązań i *aftermarket* oraz wejścia w Hard Rock Mining.
- **Przejęcia:** Spółka jest w trakcie pierwszych rozmów z potencjalnymi celami przejęć w obszarze Hard Rock Mining, a na krótkiej liście znajdują się 3 podmioty. Na akwizycje spółka planuje wydać do 200 mln PLN, a w obszarze zainteresowanie znajdują się podmioty generujące ok. 30-50 mln USD. Z uwagi na początkowy etap działań, zarząd nie określa kiedy potencjalne przejęcie mogłoby być sfinalizowane – możliwy jest zarówno 2019, jak i 2020 r.
- **Perspektywy na 2019 r.:** Perspektywy wynikowe są pozytywne z uwagi na ciągły proces podwyżki cen (ok. 70-80% bazy kombajnów jest już na nowych umowach z wyższymi stawkami) i niską bazę z 1H'18. W kraju koniunktura jest cały czas sprzyjająca. Za granicą rozwój ma być wspierany rozbudową zaplecza serwisowego w Rosji i w Turcji. CAPEX ma wynieść ok. 180 mln PLN (nakłady bez przejęć, głównie odtworzeniowe, zbliżone do amortyzacji). Zarząd nie wyklucza także dalszych dezinvestycji majątku nieoperacyjnego (spółki non-core, nieruchomości) o potencjale 70-80 mln PLN w okresie kilku lat.
- **PBsZ:** Po uzyskaniu zgody na przejęcie przez Walne Zgromadzenie w JSW, planowane jest zamknięcie transakcji w czerwcu/lipcu br. Wpływy ze sprzedaży w wysokości 204 mln PLN przeznaczone zostaną na spłatę zadłużenia związanego z PBsZ. Spółka rozpozna ok. 150 mln PLN jednorazowego zysku na tej transakcji, co pozwoli na wykorzystanie tarczy podatkowej z Kopexu, równocześnie zysk ten nie



będzie brany pod uwagę przy zdolności dywidendowej Famuru.

- **Dywidenda:** Podtrzymana jest polityka wypłaty 50-100% zysku, z średnioroczną wypłatą 75% w horyzoncie strategii (75% zysku netto implikuje DY ok. 5,9%). Rekomendacja zarządu będzie wydana po zamknięciu transakcji z PBsZ.

KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	tomasz.mazurek@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl

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 księgową) – 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
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

Autor: Michał Krajczewski, CFA



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



NOTA PRAWNA

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

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 (0%; + 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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

