

środa, 26 września 2018 | komentarz specjalny

Famur – Wyniki 2Q'18 oraz aktualizacja strategii

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 6,56 PLN | cena bieżąca: 5,32 PLN

FMF PW; FMF.WA | Przemysł elektromaszynowy, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Wyniki Grupy Famur za 2Q'18 są wyraźnie powyżej oczekiwań rynku i powyżej naszych szacunków. Warto zwrócić uwagę na odbudowę rentowności w segmencie Underground i zaskoczenia po stronie realizowanej rentowności w segmencie elektryki. Obecnie nasza całoroczna prognoza wyników wykonana jest w około 50%. Zważając na fakt, że Zarząd zapowiadał dalszą poprawę r/r i q/q wyników w kolejnych kwartałach należałoby oczekiwać, że nasze prognozy są obecnie na bardzo komfortowym poziomie. W zaktualizowanej strategii spółka poinformowała, że skupiać się będzie nad dalszym zwiększeniem obrotów z rynków zagranicznych, zwiększeniem udziałów sprzedaży z powtarzalnych źródeł oraz wejściem na rynek Hard Rock Mining. Naszym zdaniem, ważnym punktem strategii jest określenie klarownej polityki dywidendowej (50-100% na dywidendę, co implikuje DYield w kolejnych dwóch latach na poziomie 3-7,5%). W sumie Zarząd chce, aby w średnim okresie (5 lat) na ten cel trafiło 75% wypracowanego wyniku netto.

Przychody ze sprzedaży w 2Q'18 wyniosły **570,9 mln PLN** i były o 13,7% wyższe od naszych oczekiwań oraz 16,9% wyższe od konsensusu. **Wyraźnie wyższe niż szacowaliśmy** okazały się obroty w segmentach: **elektryki** (+33% vs. nasze szacunki), **usług górniczych** (+30% vs. nasze szacunki; PBSz) oraz **Surface** (+44% vs. nasze oczekiwania; Famak). Obroty segmentu Underground wyniosły w 2Q'18 363,9 mln PLN i były o 4% wyższe niż szacowaliśmy.

Na poziomie wyniku brutto ze sprzedaży Famur wygenerował w 2Q'18 121,0 mln PLN (+18% vs. nasze szacunki). **Największe zaskoczenia na poziomie wypracowanego wyniku** miały miejsce w segmentach **elektryki** (+78% vs. nasze szacunki; wyższe przychody i wyraźna poprawa rentowności), **Surface** (wyższe obroty przy nieco niższej od założonej generowanej rentowności) oraz **Underground** (rentowność wyższa od założeń, poziomy wyższe niż jeszcze w 2Q'17, czyli przed połączeniem z Grupą Kopex).

W efekcie wynik **EBITDA w 2Q'18** wyniósł **116,4 mln PLN** (+6,3% vs. nasze szacunki oraz +12,7% vs. konsensus). W sumie wpływ pozostałej działalności operacyjnej na wynik był marginalny i sięgnął około +2 mln PLN.

Przepływ gotówki z działalności operacyjnej wyniósł w 2Q'18 **47,9 mln PLN** i był wyraźnie wyższy niż w 2Q'17 (+6,3 mln PLN). Grupa w 2Q'18 **wyraźnie zwiększyła poziom kapitału obrotowego** (+176 mln PLN q/q). **Dług netto** na koniec kwartału **wyniósł 43,9 mln PLN** (0,1xEBITDA'12M oraz +24,0 mln PLN q/q).

Podsumowanie wyników Grupy Famur w 2Q'18

(mln PLN)	2Q'18	2Q'17	zmiana	2Q'18P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	2018P	2017	zmiana
Przychody	570,9	309,7	84,3%	502,0	13,7%	488,5	16,9%	2 059,0	1 458,1	41,2%
EBITDA	116,4	53,2	119,1%	109,5	6,3%	103,3	12,7%	439,1	292,1	50,3%
marża EBITDA	20,4%	17,2%	-	26,4%	-	21,1%	-	21,3%	27,2%	-
EBIT	67,9	23,1	194,7%	61,5	10,4%	53,2	27,7%	253,0	117,0	116,3%
Zysk netto	56,8	14,6	290,5%	43,2	31,5%	38,2	48,8%	183,1	48,5	277,7%

Źródło: Grupa Famur, PAP, Dom Maklerski mBanku

Nasza całoroczna prognoza rezultatów wykonana jest w **52% na poziomie obrotów, 50% EBITDA** oraz **49% wyniku netto**. Zważając na fakt, że Zarząd zapowiadał dalszą poprawę r/r i q/q wyników w kolejnych kwartałach należałoby oczekiwać, że nasze prognozy są obecnie na bardzo komfortowym poziomie.

Strategia na lata 2018-2023

Spółka skupia się nad realizacją czterech celów strategicznych:

- **utrzymanie pozycji lidera** na rynku polskim,
- osiągnięcie **ponad 50% przychodów z rynków zagranicznych** (w 1H'18 było to 37%),
- uzyskanie udziału **ponad 25% przychodów pochodzących z powtarzalnych źródeł** (obecnie szacujemy takie na mniej niż 20%),
- dywersyfikacja branżowa, poprzez wejście w segment Hard Rock Mining (Zarząd wcześniej sygnalizował, że spółka mogłaby w przyszłości obrać taki kierunek).

Proces osiągania celów strategicznych będzie wspierany przez realizację działań transformacyjnych w trzech kluczowych obszarach:

- **doskonałości operacyjnej** – dzięki optymalizacji struktur i procesów oraz uzyskaniu najwyższej efektywności w działaniu,
- **smart technology** – poprzez inteligentne rozwiązania zapewniające efektywność, bezpieczeństwo i niezawodność,
- zwiększania skali działalności – poprzez **rozwój organiczny, partnerstwa strategiczne, transakcje M&A**.

W wyniku realizacji wyżej wymienionych celów Zarząd szacuje możliwość osiągnięcia **2,5-2,7 mld PLN przychodów w 2023 roku** (z wyłączeniem przychodów generowanych przez Przedsiębiorstwo Budowy Szybów; nasze obecne szacunki na 2023r. to **2,1 mld PLN**) przy utrzymaniu zbliżonego do obecnego poziomu rentowności (20,5% marża EBITDA w 1H'18; w 2023 zakładaliśmy, że marża sięgnie 22,6%). W okresie do 2023 r., skonsolidowane **zadłużenie netto** (liczone jako DN/EBITDA) powinno zostać utrzymane na poziomie **poniżej 2,0x**.

W ramach strategii spółka przyjęła **politykę dywidendową**, która zakłada **rekomendowanie wypłaty dywidendy dla akcjonariuszy na poziomie 50-100% zysku netto**. Jednocześnie, **średnio w okresie 5 lat** Zarząd przewiduje rekomendować **wypłatę 75% wypracowanego zysku netto**. Strategia dopuszcza odstępstwo od przyjętej polityki dywidendowej, w przypadku istotnych akwizycji lub istotnej zmiany sytuacji rynkowej lub sytuacji spółki, dla zachowania bezpiecznego poziomu zadłużenia.

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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

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

PRZEWAGA (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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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 ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Varwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhells, Work Service, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, LC Corp, PBKM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź 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.

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.

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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
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