



poniedziałek, 3 marca 2014 | aktualizacja raportu

Grupa Kopex: trzymaj (obniżona)

KPX PW; KPX.WA | Przemysł elektromaszynowy, Polska

Potencjał zdyskontowany

Kurs akcji Kopex wzrósł od początku roku o 30% w oczekiwaniu, że zaproponowane przez Famur połączenie spółek dojdzie do skutku. Dodatkowo sentyment do akcji wspierały bardzo dobre wyniki za 4Q'13 połączone z rekordowym w historii Spółki przepływem gotówki z działalności operacyjnej (505,7 mln PLN). Obecnie kurs akcji Kopex dyskontuje połączenie z Famur przy parytecie 3,0x – znacznie powyżej wcześniej zaproponowanego 2,0x. Powyżej parytetu 2,9x udział głównego akcjonariusza Famur spada poniżej 50% w połączonym podmiocie, co zmniejsza szanse na połączenie przy wyższej relacji cen akcji. Dodatkowo pamiętać należy, że w przypadku braku połączenia z Famur, posiadany przez TDJ pakiet 10% akcji prawdopodobnie zostanie sprzedany na rynek, co krótkoterminowo wpłynęłoby na spadek cen akcji Kopex. 14 marca wznowione zostanie NWZA, na którym zapisać może decyzja o upoważnieniu Zarządu do przeprowadzenia emisji akcji w ilości 10,5 mln akcji (14% akcji znajdujących się w obrocie) w celu obrony przed wrogim przejęciem (prawdopodobnie kierowana do głównego akcjonariusza Kopex). Nowe akcje mogłyby być obejmowane w zamian za wkłady pieniężne i niepieniężne. Obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Grupy Kopex z 14,80 do 14,50 PLN oraz rekomendację z kupuj do trzymaj.

Wyniki 4Q'13

W 4Q'13 przychody ze sprzedaży Grupy Kopex wyniosły 420,5 mln PLN i były o 6,0% wyższe od naszych oczekiwań oraz o 20,7% r/r niższe. W sumie wynik operacyjny 4Q'13 wyniósł +30,6 mln PLN i był o 4,1% wyższy od naszych oczekiwań, mimo ujemnego wpływu pozostałej działalności operacyjnej na poziomie -1,3 mln PLN. Wynik netto sięgnął 26,5 mln PLN i był o 43,8% wyższy od naszych oczekiwań (efekt wyraźnie niższego podatku) i 747,5% r/r wyższy. Kapitał obrotowy spadł w 4Q'13 o 127,4 mln PLN, a dług netto wyniósł 395,3 mln PLN (1,7x EBITDA za 2013 rok).

Rekordowy przepływ gotówki z działalności operacyjnej

W sumie w całym 2013 roku przepływ gotówki z działalności operacyjnej sięgnął 505,7 mln PLN i stanowił 2,2x wartości EBITDA wygenerowanej w tym okresie. Stosunek wartości kapitału obrotowego do wielkości przychodów generowanych w segmentach związanych z podstawową działalnością spadł do poziomu 36%, tj. najniższy w historii Spółki. Naszym zdaniem jest również nietypowo niski poziom.

Portfel zamówień

Bieżący portfel zamówień Grupy Kopex opiewa na kwotę 1,7 mld PLN (+6,5% r/r i +8,6% q/q). Największą wartość zamówień (965 mln PLN; 57% łącznej wartości portfela) przypada na usługi górnicze, które wykonywane będą w ciągu najbliższych 4-5 lat. Na znacznie niższym poziomie znajdują się obecnie zamówienia w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa (667 mln PLN; -11,4% r/r) oraz urządzeń elektrycznych i elektronicznych (41 mln PLN; -34,5% r/r). Warto zwrócić uwagę, że dwa ostatnie segmenty są najbardziej rentowne, a w 2013 roku odpowiadały za 70% wygenerowanego wyniku brutto Grupy. W szczególności martwi duży spadek zamówień segmentu urządzeń elektrycznych i elektronicznych, co związane jest ze słabą kondycją rynku górnictwa w Czechach i w Rosji.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	2 022,2	1 395,1	1 413,4	1 497,0	1 615,5
EBITDA	234,3	235,6	216,9	232,2	263,9
marża EBITDA	11,6%	16,9%	15,3%	15,5%	16,3%
EBIT	109,6	91,2	97,7	120,2	153,6
Zysk netto	54,7	67,6	67,2	85,8	113,3
Dywidenda	0,0%	0,4%	1,3%	1,3%	4,1%
P/E	19,0	15,4	15,5	12,1	9,2
P/CE	5,8	4,9	5,6	5,3	4,7
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	7,6	6,1	6,6	6,1	5,3

Cena bieżąca	14,00 PLN
Cena docelowa	14,50 PLN
Kapitalizacja	1,0 mld PLN
Free float	0,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,33 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Krzysztof Jędrzejewski	58,68%
TDJ S.A.	10,00%
Pozostali	31,32%

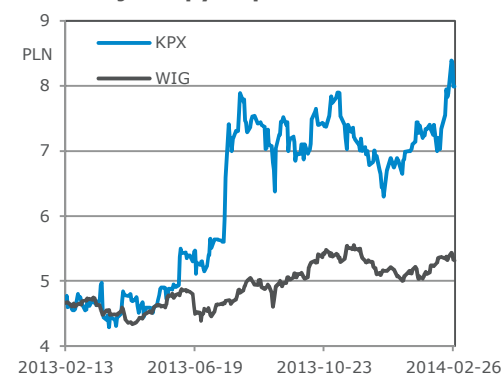
Strategia dotycząca sektora

Spadek wydobycia węgla na Górnym Śląsku (-3,3% r/r w 1-3Q'13), wysokie zwalówki węgla energetycznego (8,0MT na koniec 3Q'13; +13,9% r/r) oraz koszty wydobycia powyżej jednostkowej ceny węgla energetycznego powodują, że kopalnie zmuszone są do czasowego wstrzymania projektów inwestycyjnych (inwestycje w maszyny górnicze - 40,9% r/r). Spodziewamy się, że po drastycznym spadku inwestycji górniczych w 2013 roku wartość nowych zamówień na rynku krajowym w 2014 roku pozostanie na zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie.

Profil spółki

Kopex zajmuje się produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego. Świadczy specjalistyczne usługi górnicze i budowlane. Realizuje inwestycje i modernizacje obiektów górniczych oraz przemysłowych.

Kurs akcji Grupy Kopex na tle WIG



Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.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

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

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZĘDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. 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.

Dom Maklerski mBanku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej 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.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Kopex

rekomendacja	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2013-06-05	2014-01-15
kurs z dnia rekomendacji	10,70	11,09
WIG w dniu rekomendacji	47620,68	50605,74

Michał Marczak

członek zarządu

tel. +48 22 697 47 38

michal.marczak@mdm.pl

strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszczyk

wicedyrektor

tel. +48 22 697 47 06

kamil.kliszczyk@mdm.pl

paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski

tel. +48 22 697 47 37

michal.konarski@mdm.pl

banki

Jakub Szkopek

tel. +48 22 697 47 40

jakub.szkopek@mdm.pl

przemysł

Paweł Szpigel

tel. +48 22 697 49 64

pawel.szpigel@mdm.pl

media, IT

Piotr Zybała

tel. +48 22 697 47 01

piotr.zybała@mdm.pl

budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Dudziński

dyrektor

tel. +48 22 697 48 22

piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor

tel. +48 22 697 48 95

marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz

tel. +48 22 697 48 47

matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.

ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa

www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek

tel. +48 22 697 48 89

krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski

tel. +48 22 697 47 44

michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec

tel. +48 22 697 47 31

tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

tel. +48 22 697 48 16

szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska

tel. +48 22 697 48 25

anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski

tel. +48 22 697 49 68

pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera

tel. +48 22 697 48 76

adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop

tel. +48 22 697 47 90

adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej

tel. +48 22 697 49 85

michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak

dyrektor biura aktywnej sprzedaży

tel. +48 22 697 48 70

jaroslaw.banasiak@mdm.pl