



Biuro maklerskie

mBank.pl

czwartek, 30 kwietnia 2020 | aktualizacja raportu

Famur: trzymaj (obniżona)

FMF PW; FMF.WA | Przemysł elektromaszynowy, Polska

Trudno o pozytywne zaskoczenia

Rekordowe od 2015 r. zapasy węgla (7,1 mln ton) na rynku krajowym i spadek popytu na energię przez epidemię powodują, że spółki górnicze są zmuszane do ograniczania produkcji, czego efektem jest wprowadzone stanu siły wyższej w JSW i PGG (łącznie 70% krajowej produkcji węgla). W obliczu spadających wyników i niechęci sektora bankowego do finansowania górnictwa, kopalnie w 2020 roku będą musiały zdecydować się na znaczne ograniczenie wydatków na inwestycje. Naszym zdaniem istnieje dodatkowe ryzyko, że rząd podejmie radykalne kroki w celu zamknięcia nierentownych kopalni. Według naszych szacunków wyłączenie niedochodowych w 2019 roku zakładów PGG i Tauron Wydobycie przełożyłoby się na około 21% r/r spadku produkcji węgla w Polsce i trwałby ubytek inwestycji ze strony tych zakładów wydobywczych. Dodatkowo, ze względu na skonsumowanie nadwyżek gotówki na bilansie JSW będzie zmuszone do ograniczenia inwestycji w segmencie węglowym o 17% r/r w 2020 roku. Przy dużej ekspozycji na zagrożony w problemach polski sektor górniczy (kraj odpowiadał za ponad 60% sprzedaży w 2019 roku) oraz czasowym odłożeniu realizacji kontraktu dla AO Suek (361 mln PLN), Grupa Famur według naszych prognoz odnotuje w 2020 roku 45% spadek przychodów ze sprzedaży i kolejne 7% r/r w 2021 roku. Grupa w okresie spowolnienia wchodzi z silnym bilansem – zakładamy, że pomimo opóźnień w regulowaniu zobowiązań przez spółki górnicze wskaźnik DN/EBITDA'20 będzie na poziomie jedynie 0,3x. Zarząd jednak zrezygnował z wypłaty dywidendy, a naszym zdaniem również w 2021 roku wypłata zostanie ograniczona do 50% zysku Grupy. Obniżamy nasze prognozy wyniku EBITDA na lata 2020-21 o odpowiednio 34% i 22%. Zakładamy, że w najbliższym czasie będzie utrzymywał się słaby sentyment wokół spółki z uwagi na ogłaszane redukcje zatrudniania, możliwe odpisy należności, spadające r/r wyniki, czy informacje o planowanych zamknięciach kopalni. Obniżamy naszą cenę docelową dla Grupy Famur do 2,20 PLN/akcja (z 4,58 PLN/akcja) oraz rekomendację do trzymaj (z kupuj).

Pojedyncze kopalnie pod kreską w 2019 roku

Według doniesień prasowych mimo dobrej koniunktury w 2019 roku trzy kopalnie Polskiej Grupy Górniczej (Ruda, Sośnica i Wujek) odpowiadające za 24% wydobycia poniosło stratę. Dodatkowo 90% wypracowanego w Grupie wyniku netto generowane było przez kopalnie odpowiadające za jedynie 39% wydobycia (ROW i Mysłowice Wesoła). W przypadku Tauron Wydobycie mimo 0,5 mld inwestycji w 2019 roku kopalnie Janina, Brzeszcze i Sobieski przyniosły 0,5 mld PLN straty.

Implikacje stanu siły wyższej w PGG i JSW

W 2019 roku sprzedaż dla JSW opiewała na 22% obrotów Famur, a Polska Grupa Górnicza 24%. Zarząd szacuje, że epidemia COVID-19 może przełożyć się na 16% spadek sprzedaży względem wcześniejszych planów. PGG poinformowało o wstrzymaniu wykonywania umów na dzierżawę sprzętu w maju, co generuje około 7 mln PLN ubytku przychodów w tym okresie. PGG odstąpiła od odbioru przenośników za kwotę 103 mln PLN.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	2 229,1	2 165,0	1 196,2	1 111,7	1 117,8
EBITDA skor.	491,4	589,0	332,5	305,0	306,5
marża EBITDA skor.	22,0%	20,8%	27,8%	27,4%	27,4%
EBIT skor.	300,2	407,0	172,5	154,2	158,3
Zysk netto skor.	207,9	309,0	136,7	107,3	115,2
P/E skor.	5,8	3,9	8,7	11,1	10,4
P/CE	3,0	2,8	4,0	4,6	4,5
P/BV	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA skor.	2,9	2,3	3,9	3,9	3,7
DPS	0,44	0,53	0,00	0,12	0,14
DYield	21,2%	25,5%	0,0%	5,7%	6,7%

Cena bieżąca	2,08 PLN
Cena docelowa	2,20 PLN
Kapitalizacja	1,2 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,8 mln PLN

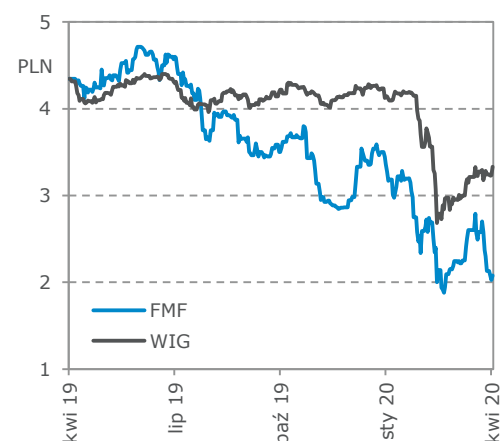
Struktura akcjonariatu

Tomasz Domogała	47,30%
OFE NN	10,78%
OFE Aviva	9,73%
Pozostali akcjonariusze	25,18%

Profil spółki

Famur jest dostawcą kompletnych systemów wydobywczych dla kopalń, w tym kompleksów ścianowych, obudów zmechanizowanych, kombajnów ścianowych i chodników, 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 60% sprzedaży Grupy Famur plasowane jest na rynku krajowym.

Kurs akcji FMF na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Famur	2,20	4,58	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Famur	2,08	2,20	+5,3%

Zmiana prognoz	2020P	2021P	2022P
Przychody	-27,1%	-17,2%	-22,7%
EBITDA	-33,9%	-22,4%	-29,0%
Zysk netto	-46,7%	-34,1%	-45,9%
Obroty Underground	-11,4%	-24,3%	-27,6%
Marża Underground	-1,0 p.p.	-2,5 p.p.	-1,7 p.p.
Dług netto	66,7%	-100,0%	-57,3%
DPS	-100,0%	-64,4%	-34,1%

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
WNDB – 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

PRZEWAGAŻENIE (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
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 przedstawione 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 kwietnia 2020 o godzinie 08:21.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 kwietnia 2020 o godzinie 08:21.

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

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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Famur

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2020-03-04	2019-12-05	2019-08-07	2019-08-02	2019-07-03	2019-06-03	2019-05-09
cena docelowa (PLN)	4,58	5,18	5,33	6,71	6,96	6,67	6,90
kurs z dnia rekomendacji	2,73	2,98	4,42	4,47	5,24	4,85	4,82

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@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