



Przemysł

Polska

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Famur

FMFR.WA; FMF PW

Trzymaj

(Podtrzymana)

Strategia rozwoju Grupy**Obecna cena: 2,5 PLN; Cena docelowa: 2,3 PLN**

Nowa strategia Grupy Famur zakłada wydzielenie Spółek Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry i zaoferowanie ich akcjonariuszom w formie dywidendy. W sumie wartość dywidendy niepieniężnej jest szacowana na 250 mln PLN (0,52 PLN na akcję). W ramach dywidendy bieżący akcjonariusze Famuru obejmą akcje Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry, które zostaną wprowadzone na giełdę w 3Q11. Spółki przy teoretycznej wartości 250 mln PLN (wartość dywidendy niepieniężnej) są na bieżący rok notowane przy wskaźniku P/E 17,4. Biorąc pod uwagę niższą kapitalizację, wycena powinna uwzględniać dyskonto związane z brakiem płynności. Dodatkowo fundusze emerytalne reprezentujące 11,3% akcjonariatu prawdopodobnie nie będą zainteresowane utrzymywaniem istotnego zaangażowania w spółkach, w których wątpliwa kapitalizacja w sumie będzie mniejsza niż 250 mln PLN. Wycena dywidendy naszym zdaniem może budzić wątpliwości inwestorów instytucjonalnych. Spółka wykupi także od głównego akcjonariusza (TDJ S.A.) 85% akcji katowickiego producenta kombajnów chodnikowych Remag po cenie, za jaką TDJ płacił będzie za akcje Skarbowi Państwa (183 mln PLN) oraz zakupi od TDJ zorganizowaną część przedsiębiorstwa Pemug za 7,6 mln PLN. Obie transakcje mają być przeprowadzone w 1Q11, a środki na akwizycje pochodzić będą ze środków własnych (91,1 mln PLN na koniec 3Q10) i kredytu inwestycyjnego. Zakładając, że wartość zaoferowanych w postaci dywidendy spółek jest równa 250 mln PLN (szacowana wartość dywidendy), to wskaźnik P/E wyłączanych z grupy przedsiębiorstw wynosi dla roku 2009 10,2 a dla roku 2010 17,4 P/E. Remag i Pemug nabywane są po wskaźnikach P/E 9,4 dla roku 2009 i 9,5 dla roku 2008. Porównując wskaźniki wyceny dla roku 2009 Spółki opuszczające Grupę miały wyższe P/E (10,2) niż cele akwizycyjne (P/E 9,4), dlatego należałoby się spodziewać, że transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na wartość dla akcjonariuszy Famuru. Zarząd w ramach strategii zamierza zwiększyć ofertę napędów dużych mocy (kombajny ścianowe) oraz rozpocząć produkcję ciężkich przekładni przemysłowych w ramach nowo powstającego zakładu Famur 2. W sumie koszt projektu wyniesie 140 mln PLN z czego 42,3 mln PLN pokryją dotacje. Rozpoczęcie produkcji planowane jest na początku 2011 roku, a pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych będzie możliwe w połowie przyszłego roku. Biorąc pod uwagę przejęcie Remagu w kolejnym roku i to, że dołoży się on do wyniku netto w kwocie zbliżonej do wyniku wypracowanego w 2009 roku, to po skorygowaniu wyników o opuszczające Grupę w 4Q11 PGO i Zamet Industry wskaźnik P/E na następny rok przy dzisiejszej cenie rynkowej wyniosłby około 11,9. Kalkulacja ta nie uwzględnia odsetek od kredytów, jakie Spółka będzie zaciągnąć pod finansowanie zakupu Remagu i Pemugu, dlatego nowe akwizycje nadal powodują, że atrakcyjność inwestycyjna Spółki nie jest wysoka, tym bardziej uwzględniając kontrowersyjność wyceny zaproponowanej dywidendy.

W dniu 29 listopada bieżącego roku Zarząd Grupy Famur przyjął strategię dalszego rozwoju Grupy, która opiera się na koncentracji Grupy Famur w obszarze produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. Nowa strategia bazuje na trzech głównych założeniach, pierwszym polegającym na wydzieleniu z Grupy Spółek Polska Grupa Odlewnicza S.A. oraz Zamet Industry S.A. i zaproponowanie ich w formie wypłaty dywidendy niepieniężnej dotychczasowym akcjonariuszom, drugim związanym z nabyciem akcji producenta kombajnów chodnikowych - Spółki Remag oraz zorganizowanej części przedsiębiorstwa spółki Pemug (świadczącej usługi budowlane w zakresie górnictwa głębinowego), oraz trzecim wynikającym z rozwoju nowoczesnych technologii w zakresie produkcji maszyn i urządzeń poprzez uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego (Famur 2).

Dywidenda zaproponowana walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy składać się będzie z części niepieniężnej (objęcie udziałów w podmiotach Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry) oraz pieniężnej (mającej na celu pokrycie wydatków związanych z obowiązkiem uiszczenia podatku od zysków kapitałowych, w wyniku czego inwestorzy indywidualni nie poniosą dodatkowych wydatków, a fundusze TFI i OFE otrzymają środki pieniężne). Wartość dywidendy szacowana jest na ponad 250 mln PLN (0,52 PLN na akcję). Zatwierdzenie przez KNF wypłaty dywidendy niepieniężnej w takiej formie wymaga przeprowadzenia oferty publicznej przekazywanych spółek (obowiązek sporządzenia prospektów emisyjnych). W 4Q10 Walnemu Zgromadzeniu Akcjonariuszy przedstawione mają być zmiany w statucie związane z wypłatą dywidendy, w 1Q11 przygotowane zostaną spółki Polska Grupa Odlewnicza i Zamet Industry do wydzielenia ze struktury Grupy, a do końca 2Q11 WZA ma zostać przedstawiona uchwała w sprawie wypłacenia dywidendy i zatwierdzone mają zostać prospekty emisyjne wydzielonych spółek. W 3Q11 nastąpić ma wypłata dywidendy niepieniężnej poprzez uplasowanie obu spółek Grupy na giełdzie.

W przypadku odlewni łącznie posiadają one moce wytwórcze na poziomie 75 tys. ton odlewów żeliwnych i staliwnych. Eksport odpowiada za około 60% przychodów ze sprzedaży, natomiast sprzedaż do Grupy Famur, to około 8% wartości sprzedaży. W przypadku Zamet Industry eksport stanowi około 75% przychodów, a sprzedaż do Grupy Famur stanowi 2% sprzedaży. W przypadku Odlewni te w ostatnich dwóch latach przeszły gruntowny proces restrukturyzacji zarówno na poziomie wydatków osobowych jak i infrastrukturalnych. Polska Grupa Odlewnicza posiada zadłużenie kredytowe w wysokości 42 mln PLN, a Zamet Industry 28 mln PLN (w sumie na koniec 3Q10 zadłużenie kredytowe całej Grupy wynosiło 121 mln PLN).

Wyniki Polskiej Grupy Odlewniczej oraz Zamet Industry w 2009 i 2010 roku (mln PLN)

Polska Grupa Odlewnicza	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
Przychody ze sprzedaży	72,7	40,7	32,7	29,0	40,7	39,3	44,9
EBIT	5,5	7,9	0,8	-1,0	0,6	0,0	5,5
<i>rentowność EBIT</i>	7,6%	19,4%	2,4%	-3,4%	1,5%	0,0%	12,2%
Zysk netto	7,0	6,4	1,3	-0,8	1,0	-1,7	4,4
Zamet Industry	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
Przychody ze sprzedaży	19,9	23,7	17,3	13,7	11,5	19,4	20,2
EBIT	5,8	6	2,8	1,5	-0,2	3,9	1,9
<i>rentowność EBIT</i>	29,1%	25,3%	16,2%	10,9%	-1,7%	20,1%	9,4%
Zysk netto	-1,3	5,4	4,3	2,1	0,3	2,2	1,7

Źródło: DI BRE Banku

Drugim punktem strategii są inwestycje kapitałowe, które dotyczą zakupu 85% akcji Spółki Remag (Katowickiego Producenta Kombajnów Chodnikowych) oraz zorganizowanej części przedsiębiorstwa Pemug (świadczącego usługi budowlane dla górnictwa głębinowego). W sumie wielkość środków przeznaczonych na wymienione akwizycje ma wynieść 191 mln PLN i ma zostać sfinansowana ze środków własnych oraz wynegocjowanych kredytów inwestycyjnych. Famur kupi od głównego akcjonariusza (TDJ S.A.) 85% akcji Remagu po cenie, jaką za Spółkę zapłaci TDJ do Skarbu Państwa (183 mln PLN) oraz poniesie koszty finansowania transakcji. W przypadku Pemugu, Famur kupi od TDJ zorganizowaną część przedsiębiorstwa za kwotę 7,6 mln PLN. Zakup ma nastąpić do końca 1Q11.

Zakładając, że wartość Zamet Industry i Polskiej Grupy Odlewniczej jest równa szacowanej przez Zarząd wielkości dywidendy (wartość księgowa tychże przedsiębiorstw oraz dodatkowe obciążenia wynikające z obowiązku uiszczenia podatku od zysków kapitałowych, czyli w sumie 250 mln PLN), to wskaźnik P/E wyłączanych z grupy przedsiębiorstw wynosi dla roku 2009 wynosi 10,2 a szacunkowo dla roku 2010 17,4 P/E. W przypadku projektów akwizycyjnych nowe podmioty nabywane są po wskaźnikach P/E 9,4 dla roku 2009 i 9,5 dla roku 2008 (Remag - P/E09 8,2 i P/E08 10,2 oraz Pemug - P/E09 -2,7 i P/E08 3,2). Porównując wskaźniki wyceny dla roku 2009 Spółki opuszczające Grupę miały wyższe P/E (10,2) niż cele akwizycyjne (P/E 9,4), dlatego należałoby się spodziewać, że transakcja powinna mieć pozytywny wpływ na wartość dla akcjonariuszy Famuru.

W przypadku ostatniego punktu strategii związanego z rozwojem nowoczesnych technologii w zakresie produkcji maszyn i urządzeń poprzez uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego (Famur 2) Spółka zamierza rozwinąć asortyment napędów dużej mocy oraz rozpocząć produkcję ciężkich przekładni przemysłowych. Dzięki skupieniu pracy nad produkcją kombajnów ścianowych pod jednym dachem planowane jest osiągnięcie oszczędności związanych z transportem poszczególnych podzespołów. W sumie nakłady inwestycyjne pochłonią 140 mln PLN, z czego 42,3 mln PLN pochodzić będzie z dotacji (na dzień 31 X Spółka na projekt wydała 69 mln PLN i otrzymała 12,3 mln PLN dotacji). Projekt ma być gotowy na początku 2011 roku, a pełne moce produkcyjne zakład ma szansę osiągnąć w połowie roku 2011.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 Inwestycyjnego BRE Banku 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%

SPRZEDAJ - 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, PA Nova, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Ergoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, Kredyt Bank, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSiP, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PGE, Robyng, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 DI BRE Banku 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.