



Przemysł
Polska

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

Bumech

BMC.PW; BMCP.WA

Najgorsze za nami

Obecna cena 7,24 PLN

Po konwersji warrantów serii B na akcje, Bumechowi udało się uzyskać około 20 mln PLN gotówki, którą zamierza przeznaczyć na spłatę obligacji zapadających w 2013 roku oraz zasilenie kapitału obrotowego. Obecnie do wykupu pozostało 14 mln PLN obligacji, które Spółka spłaci w momencie ich zapadania. Perspektywy Bumech na 2013 rok wyglądają dobrze. Spółka posiada pełen backlog na roboty drażeniowe w kopalniach oraz dzierżawę kombajnów chodnikowych. O ile spółki górnicze zapowiadają spadek wydatków na sprzęt górniczy w 2013 roku, to nadal zamierzają utrzymać CAPEX na roboty drażeniowe, by być gotowym jak koniunktura na węgiel ulegnie odwróceniu. Bumech liczy również na poprawę rentowności kontraktów drażeniowych w 2013 roku (te zdobywane były w okresie prosperity na górnym zapleczu). Szacujemy, że w 2013 roku Bumech mógłby wypracować przychody na poziomie 120,5 mln PLN i zysk netto 10,2 mln PLN. To z kolei dawałoby wskaźnik P/E'13 na poziomie 5,9x i EV/EBITDA'13 3,3x. Oznacza, to również, że Bumech (obok Fasing) jest obecnie jedną z najtańszych notowanych spółek z górnego zaplecza. Bumech od szczytów przecenił się o prawie 70%, dlatego też spodziewamy się, że w najbliższym czasie każda pozytywna informacja będzie wpływała na poprawę sentymentu do akcji Spółki.

Profil działalności

Bumech zajmuje się produkcją kombajnów chodnikowych i drażeniem tuneli w kopalniach. Spółka sprzedaje około 50% dla JSW, 30% dla Kompanii Węglowej i 20% dla KHW, choć jeszcze kilka lat temu większość przychodów realizowanych było na rzecz KHW. Zdaniem Bumech, należności są na bieżąco regulowane przez Kompanię Węglową i JSW, gorzej sytuacja nadal wygląda w KHW (mimo emisji obligacji do banków).

Koniunktura na 2013 rok

O ile spodziewamy się spadku wydatków górniczych w roku 2013 w zakresie maszyn i urządzeń dla górnictwa (Famur, Kopex, Patentus) to nadal na wysokim poziomie powinny znajdować się wydatki na roboty przygotowawcze. Jak dotychczas, Kompania Węglowa oraz Jastrzębska Spółka Węglowa zakładają stabilizację lub nawet wzrost wydatków na roboty przygotowawcze w 2013 roku, tak aby być gotowym na potencjalne odwrócenie się koniunktury na węgiel w przyszłości.

Spółka obecnie ma pełny backlog w zakresie robót drażeniowych na 2013 rok. Liczy również, że kontrakty te są bardziej rentowne niż z roku poprzedniego. W roku 2012 na rentowności zaważyły dwa kontrakty z JSW, które okazały się trudniejsze niż zakładano. Ostatecznie, JSW zwróciła część poniesionych kosztów, ale nie wszystko udało się wyegzekwować. W 2013 roku planowana jest realizacja 4 kontraktów, a 3 pozostają w trakcie realizacji.

W zakresie sprzedaży kombajnów, w 2013 roku Bumech wydzierżawi 7 jednostek w ramach współpracy z Kopex (część kontraktu realizowanego wraz z Kopex przypadająca na Bumech wynosi 15 jednostek). Jeśli się uda, to w drugiej połowie roku Spółka może wyleasingować jeszcze co najmniej dwie jednostki (wymagany CAPEX na ten cel, to około 14-16 mln PLN). Sumując wszystkie zakontraktowane na 2013 rok prace – przychody w 2013 roku można szacować na 130-135 mln PLN. Nasza prognoza zakłada jednak konserwatywnie nieco ponad 120 mln PLN. Jeśli rentowność w kontraktach drażeniowych zostanie potwierdzona, to wynik netto może przekroczyć 10 mln PLN.

Wyraźna poprawa wyników operacyjnych w 2013 roku

W 2012 roku wyniki Bumech obciążone były rezerwami związanymi z realizacją kontraktów drażeniowych z PRG Gliwice i nisko-marżowymi kontraktami drażeniowymi z JSW. W przypadku PRG – spółka upadła, a wszystkie należności zostały odpisane. Obecnie toczy się sprawa karna wobec zarządu PRG. Trudno jest oczekiwać, aby upadek jednego z konsorcjantów mógł być z dużym prawdopodobieństwem powtórzony w przyszłości, dlatego zjawisko to należy traktować jako zdarzenie jednorazowe. Liczymy również, że nowe kontrakty drażeniowe na 2013 roku, w związku z faktem, że podpisane były w okresie lepszej koniunktury na górnym zapleczu, będą obdarzone wyższą marżą.

Niewykluczone, że Spółka, podobnie jak w roku 2012, zdecyduje się na przedstawienie prognozy całorocznych wyników.

Sytuacja płynnościowa poprawia się

Spółce na przełomie I'13 i II'13 udało się przekonwertować trzecią transzę warrantów serii B zamiennych na akcję. Cały program emisji warrantów zwiększył poziom gotówki w Spółce o ponad 20 mln PLN. Spółka planuje pozyskane środki przeznaczyć na spłatę zapadających w bieżącym roku obligacji oraz zasilić kapitał obrotowy. Z całej kwoty ponad 20 mln PLN obligacji około 6 mln PLN zostało już spłacone. Pozostałe 14 mln PLN zostanie uregulowane w momencie zapadania obligacji. Obecnie, kolejna emisja akcji nie wchodzi w grę, natomiast Spółka w drugim półroczu chciałaby wyemitować około 5 mln PLN nowych obligacji. Bumech liczy na lepsze niż wcześniej oprocentowanie (poprzednio 11-12% rocznie) w związku z lepszymi wskaźnikami płynności.

Bumech zakłada, że na koniec 1Q'13 dług netto spadnie do około 50 mln PLN. Naszym zdaniem taki scenariusz będzie raczej trudny do zrealizowania, ale prognozujemy, że na koniec roku dług ten spaść może poniżej 56 mln PLN (1,6x EBITDA'13).

Ryzyko wymiany udziałów z Kopex spada

W 2012 roku pojawiło się ryzyko, że dotychczasowi właściciele Bumech mogliby dojść do porozumienia z Kopex, dotyczącego wymiany udziałów głównych właścicieli na akcję Kopex. Taki scenariusz mógłby być negatywny dla akcjonariuszy mniejszościowych, szczególnie gdyby nie mieli oni możliwości przekonwertowania akcji Bumech na Kopex (wówczas ryzyko, że zyski generowane byłyby w Kopex, a Bumech pełniłby rolę zaplecza produkcyjnego). Ostatecznie rozmowy właścicieli Bumech z Kopex skończyły się niepowodzeniem i raczej mało prawdopodobne, że strony szybko wrócą do negocjacji.

Prognoza DI BRE Banku dla Bumech na lata 2012-2013 (mln PLN)

	2011	2012P	2013P
Cena	7,24	7,24	7,24
P/E	5,4	9,3	5,9
EV/EBITDA	3,9	4,2	3,3
DY	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto / EBITDA	2,2	2,2	1,6
Przychody	97,3	107,0	120,5
zmiana (%)	41,0%	9,9%	12,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	21,9	24,3	27,6
marża (%)	22,5%	22,7%	22,9%
Koszty sprzedaży	0,7	0,5	0,5
Koszty zarządu	6,7	7,9	8,6
EBITDA	23,4	30,1	35,3
marża (%)	24,1%	28,2%	29,3%
EBIT	13,7	16,2	18,4
marża (%)	14,1%	15,2%	15,3%
Działalność finansowa	-4,9	-8,1	-5,9
Zysk netto	7,1	6,5	10,2
Dług netto	52,1	66,0	55,4

Źródło: DI BRE Banku



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

Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

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

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2, Solar.

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

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonamentową z TP 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.